

4 listopada 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	6,67 PLN
Cena docelowa	6,60 PLN
Kapitalizacja	0,22 mld PLN
Free float	0,05 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,12 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Zofia Mikołuszko	27,06%
Zofia Iwona Stajkowska	18,05%
Beata Maria Skowrońska	18,05%
Robert Andrzej Micał	7,70%
Zina Micał	5,72%
Pozostali	23,42%

Strategia dotycząca sektora

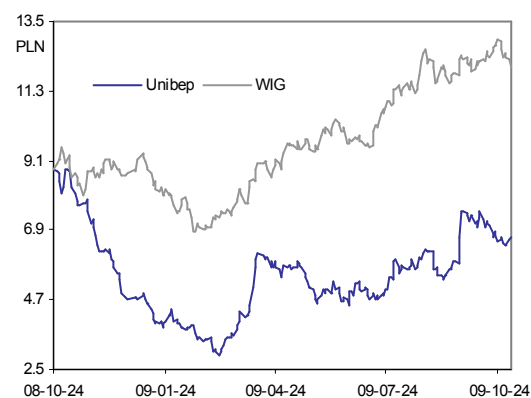
Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, 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 oraz produkcją schodów o konstrukcji drewnianej. W najbliższej przyszłości Unibep rozpocznie również produkcję domów prefabrykowanych.

Ważne daty

13.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

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

Trzymaj

(Podwyższona)

Beneficjent poprawy na rynku mieszkań

Dokonałiśmy rewizji założeń dotyczących wyników z realizowanych przedsięwzięć deweloperskich oraz wyników w działalności budowlanej i skłoniło to nas do rewizji prognoz wyników spółki. W efekcie, wycena spółki wzrosła o 50 groszy, czyli 8%. Projekt Osiedle Santorini, przejęty od SIM Ursynów w zamian za należności, okazuje się obecnie najbardziej rentownym przedsięwzięciem spółki. Etap I projektu zostanie ukończony pod koniec roku i będzie rozpoznawany w wynikach już od Q4 2009. Ze 166 lokali sprzedano już około 130. Marża brutto na sprzedaży na inwestycji wyniesie około 12%. Marża w przypadku II i III etapu wyniesie już około 22%, ze względu na niższy koszt budowy. Oddania mieszkań z tych etapów poprawią wyniki 2010 i 2011 roku. Pozytywnie oceniamy pozyskanie kontraktu o wartości 90,6 mln PLN od Dom Development. Inwestor jest w pełni bezpieczny, jednak wysoka jakość obiektu i niska cena budowy (3180 PLN/PUM) nie pozwoli wygenerować na zleceniu wysokiej marży brutto na sprzedaży (szacujemy, że będzie to około 5%). Uważamy, że spółka będzie zdobywała kolejne kontrakty mieszkaniowe i korzystała z poprawy sytuacji na rynku, obawiamy się jedynie, że kontrakty mogą być pozyskiwane zbyt agresywnie (niskie marże). Nadal znakiem zapytania jest dla nas rynek rosyjski, zauważamy jednak poprawę klimatu inwestycyjnego także na tym rynku. Pomimo krótkoterminowych ryzyk, zwracamy też uwagę, że po zakończeniu obecnych projektów deweloperskich, w 2012 roku, Unibep będzie posiadał ponad 70 mln PLN gotówki netto i generował przynajmniej 600 mln PLN przychodów. Prawdopodobnie, wówczas marża generalnego wykonawcy na rynku mieszkaniowym będą wówczas także znacznie lepsze. Podwyższamy naszą cenę docelową i zalecamy trzymanie akcji Unibepu.

Sytuacja na rynku rosyjskim

Poprawia się klimat inwestycyjny na rynku rosyjskim. Banki polskie i zachodnio-europejskie wracają do rozmów na temat finansowania inwestycji na rynku rosyjskim w konwencji KUKI. Model biznesowy pozostaje niezmienny, tzn. usługa budowlana w polskiej firmie jest droższa, ale inwestor oszczędza na koszcie finansowania. Nowym rodzajem klientów, który jeszcze nie dotarł do Unibepu, mogą być banki rosyjskie, które przejęły wybrane projekty deweloperskie w toku od upadających deweloperów, a obecnie szukają sposobu, aby je sfinalizować, a co za tym idzie, zdjęć z bilansu. Sądzimy, że zaskoczenie po stronie nowych kontraktów może przyjść właśnie z Rosji. Zwracamy jednocześnie uwagę, że formuła współpracy z KUKI wiąże się ze stosunkowo niską marżą na kontrakcie, sięgającą 4,5-5% brutto na sprzedaży. W modelu zakładamy konserwatywny poziom przychodów z rynków wschodnich, na poziomie 2009 roku w długim terminie.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	407,5	503,9	436,4	593,5	587,9
EBITDA	16,7	33,4	26,5	25,1	23,2
marża EBITDA	4,1%	6,6%	6,1%	4,2%	4,0%
EBIT	15,8	31,8	22,0	20,1	18,1
Zysk netto	11,7	27,6	17,5	15,4	17,4
P/E	15,5	8,2	12,9	14,7	13,0
P/CE	14,3	7,7	10,3	11,1	10,1
P/BV	11,0	2,2	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA	11,0	5,3	8,8	9,7	6,7
DYield	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%

Prognozy wyników finansowych Unibepu

W wyniku rewizji prognoz obniżyliśmy istotnie prognozę przychodów w segmencie generalnego wykonawstwa na rok 2009. Jednocześnie, wzrosła przewidywana rentowność prac (efekt starych kontraktów budowlanych). Obniżyliśmy prognozę przychodów i rentowności w ramach działalności produkcyjnej (w ramach której problemem spółki nadal pozostaje niewielka liczba zamówień). Ze względu na znaczny portfel zamówień, podnieśliśmy prognozę przychodów w 2010 roku. W efekcie, wzrósł też udział nowych, niskomargowych kontraktów w przychodach, rentowność procentowa więc spadła. Obniżyliśmy prognozy w ramach działalności produkcyjnej, podnieśliśmy zaś w ramach działalności deweloperskiej. Rewizja w tym segmencie głównie wynika z rewizji założeń dotyczących rynku mieszkań (wzrost cen sprzedaży mieszkań, w efekcie, wzrost marż). W prognozie wyników w 2011 roku uwzględniliśmy też wpływ realizacji III etapu Osiedla Santorini. Uwzględnienie tego projektu w prognozach podniosło wynik brutto na sprzedaży o 7,8 mln PLN (przy czym, podnieśliśmy też prognozę kosztów ogólnych, ze względu na kontynuację działalności deweloperskiej). W efekcie, prognozowany zysk netto w 2011 roku wzrósł o niecałe 5 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że w prognozie na rok 2010 przy wyższych przychodach utrzymany został prognozowany poziom marż. Mimo to, realizacja III etapu Osiedla Santorini, której nie przewidywaliśmy wcześniej, podnosi prognozę kosztów finansowych, co ma negatywny wpływ na wynik netto.

Rewizja prognoz wyników na lata 2009-2011

	2009 Stara prognoza	2009 Nowa prognoza	2010 Stara prognoza	2010 Nowa prognoza	2011 Stara prognoza	2011 Nowa prognoza
Przychody	542,5	436,4	526,5	593,5	559,3	587,9
EBITDA	28,3	26,5	21,8	25,1	17,6	23,2
EBIT	23,8	22,0	17,3	20,1	13,0	18,1
Marża %	4,4%	5,0%	3,3%	3,4%	2,3%	3,1%
Zysk netto	18,1	17,5	15,5	15,4	12,8	17,4
Marża %	3,3%	4,0%	2,9%	2,6%	2,3%	3,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A

Portfel zamówień Unibepu na rok 2010, działalność budowlana

Segment	Portfel zamówień (mln PLN)
Generalne wykonawstwo: kraj	363
Generalne wykonawstwo: eksport	0
Budownictwo drogowe	25

Źródło: DI BRE Banku S.A

Wyniki 2009P-2014P w segmentach działalności

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Generalne wykonawstwo: kraj						
Przychody	317,0	441,0	471,9	507,3	542,8	578,0
Zysk brutto na sprzedaży	32,2	27,8	27,8	35,5	38,0	40,5
Marża %	10,2%	6,3%	5,9%	7,0%	7,0%	7,0%
Generalne wykonawstwo: zagranica						
Przychody	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0
Zysk brutto na sprzedaży	3,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Marża %	6,3%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Produkcja						
Przychody	12,8	25,0	32,5	40,0	42,0	43,7
Zysk brutto na sprzedaży	-0,3	1,4	2,1	2,8	2,9	3,1
Marża %	-2,3%	5,5%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%
Działalność deweloperska						
Przychody	65,9	79,5	35,5	36,6	37,7	38,8
Zysk brutto na sprzedaży	7,7	10,0	7,8	0,0	0,0	0,0
Marża %	11,7%	12,5%	22,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A

Wycena porównawcza akcji Unibepu

Wycena porównawcza akcji Unibepu

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2009P	P/S 2010P
Budimex	11,5	10,5	9,1	7,9	0,60	0,48
Elektrobudowa	15,5	17,1	10,4	11,8	0,99	1,01
Erbud	13,8	13,1	8,2	7,9	0,62	0,51
Mostostal Warszawa	10,7	12,4	5,7	7,0	0,49	0,45
PBG	15,4	13,6	10,6	8,6	1,08	0,90
Polimex Mostostal	11,0	12,6	7,1	7,0	0,36	0,39
Mediana	12,7	12,9	8,6	7,9	0,61	0,50
Unibep	12,9	14,7	8,8	9,7	0,52	0,38
Dyskonto	1,9%	14,5%	1,5%	22,7%	-14,9%	-23,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A

Przy wykorzystaniu wskaźników P/E i EV/EBITDA, Unibep notowany jest z premią w wysokości 10,2% w porównaniu do innych spółek budowlanych.

Wycena DCF

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Unibep szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 6,6 PLN i w związku z tym zalecamy utrzymanie walorów spółki.

Założenia modelu DCF:

- Wzrost po 2017 roku w wysokości 3%
- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa)



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+	
Przychody ze sprzedaży	436,4	593,5	587,9	631,8	670,5	708,5	743,2	776,8	808,7	838,7		
<i>zmiana</i>	-13,4%	36,0%	-0,9%	7,5%	6,1%	5,7%	4,9%	4,5%	4,1%	3,7%		
EBITDA	26,5	25,1	23,2	24,0	25,3	26,5	27,7	28,7	29,7	30,6		
<i>marża EBITDA</i>	6,1%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%		
Amortyzacja	4,5	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,4	5,5	5,5	5,5		
EBIT	22,0	20,1	18,1	18,8	20,0	21,2	22,2	23,3	24,2	25,1		
<i>marża EBIT</i>	5,0%	3,4%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%		
Opodatkowanie EBIT	4,2	3,9	3,5	3,6	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,8		
NOPLAT	17,8	16,2	14,6	15,2	16,2	17,1	18,0	18,8	19,6	20,3		
CAPEX	-30,7	-10,0	-5,9	-6,0	-6,1	-5,9	-6,0	-6,0	-6,1	-5,5		
Kapitał obrotowy	-65,1	-7,2	73,7	-4,2	-2,6	-2,2	-2,5	-2,0	-1,8	-1,7		
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
FCF	-73,5	4,0	87,6	10,2	12,8	14,4	14,9	16,3	17,2	18,6	19,2	
<i>WACC</i>	11,1%	10,8%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%		
<i>współczynnik dyskonta</i>	98,3%	88,7%	79,7%	71,7%	64,5%	58,0%	52,2%	46,9%	42,2%	38,1%		
PV FCF	-72,2	3,6	69,8	7,3	8,2	8,4	7,8	7,6	7,3	7,1		
WACC	11,1%	10,8%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%		
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%		
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Dług netto / EV	3%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%		
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%						Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	252,2						Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	96,2						2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	54,9						WACC -1,0pp	6,6	6,8	7,1	7,4	7,7
Zdyskontowana wartość FCF	151,0						WACC -0,5pp	6,4	6,6	6,8	7,1	7,4
Dług netto	-48,6						WACC	6,3	6,4	6,6	6,8	7,1
Wycena gruntów	8,3						WACC +0,5pp	6,1	6,3	6,4	6,6	6,8
Wartość firmy	207,9						WACC +1,0pp	6,0	6,1	6,3	6,4	6,6
Liczba akcji (mln.)	33,9											
Wartość firmy na akcję (PLN)	6,1											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%											
Cena docelowa	6,6											
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,7											
P/E('09) dla ceny docelowej	11,9											
Udział TV w EV	46%											

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	205,2	407,5	503,9	436,4	593,5	587,9	631,8
<i>zmiana</i>	8,4%	98,6%	23,7%	-13,4%	36,0%	-0,9%	7,5%
Koszt własny sprzedaży	194,1	378,7	448,3	394,1	552,1	547,9	591,3
Zysk brutto na sprzedaży	11,0	28,8	55,6	42,2	41,4	40,0	40,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,4%	7,1%	11,0%	9,7%	7,0%	6,8%	6,4%
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	-19,5	-19,9	-20,5	-20,3
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-2,1	-5,7	-0,7	-1,4	-1,4	-1,5
EBIT	3,5	15,8	31,8	22,0	20,1	18,1	18,8
<i>zmiana</i>	550,4%	349,9%	101,3%	-30,7%	-8,9%	-9,6%	3,9%
<i>marża EBIT</i>	1,7%	3,9%	6,3%	5,0%	3,4%	3,1%	3,0%
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-0,7	4,7	0,5	-1,0	3,4	3,9
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	22,5	19,0	21,5	22,7
Podatek dochodowy	0,5	3,4	8,8	5,0	3,7	4,1	4,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,1	11,7	27,6	17,5	15,4	17,4	18,3
<i>zmiana</i>	-	448,0%	135,3%	-36,6%	-12,4%	13,1%	5,5%
<i>marża</i>	1,0%	2,9%	5,5%	4,0%	2,6%	3,0%	2,9%
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,5	5,0	5,1	5,2
EBITDA	4,2	16,7	33,4	26,5	25,1	23,2	24,0
<i>zmiana</i>	296,4%	299,7%	99,6%	-20,7%	-5,3%	-7,3%	3,4%
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	4,1%	6,6%	6,1%	4,2%	4,0%	3,8%
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	0,5	0,5	0,5
CEPS	0,1	0,5	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7
ROAE	48,5%	107,6%	46,2%	15,7%	12,0%	12,1%	11,5%
ROAA	3,3%	11,0%	13,2%	6,6%	5,5%	5,7%	5,6%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	68,5	145,7	271,9	263,1	291,4	317,7	340,3
Majątek trwały	17,6	23,9	41,9	66,8	74,7	75,4	77,0
Majątek obrotowy	50,9	121,8	230,1	196,3	216,7	242,3	263,3
Zapasy	7,7	20,7	102,5	103,4	92,1	30,3	32,6
Należności	30,0	55,0	49,7	61,7	103,0	101,9	110,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,6	1,7	1,6	1,7	2,3	2,3	2,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,1	24,5	62,4	13,4	1,6	90,1	99,8
Inne	8,7	19,9	13,9	16,2	17,7	17,7	18,1
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	68,5	145,7	271,9	263,1	291,4	317,7	340,3
Kapitał własny	5,3	16,5	103,1	120,6	136,0	151,6	166,2
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	11,4	13,4	16,5	22,8	22,8	22,8	22,8
Pożyczki i kredyty	3,9	2,6	0,4	10,0	10,0	10,0	10,0
Rezerwy	7,6	10,8	16,1	12,8	12,8	12,8	12,8
Zobowiązania krótkoterminowe	51,8	115,7	152,3	119,7	132,7	143,3	151,3
Pożyczki i kredyty	2,4	8,1	13,4	9,6	9,6	9,6	9,6
Zobowiązania wobec dostawców	39,4	84,0	78,9	70,8	96,3	104,7	112,5
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	19,3	21,8	24,0	24,1
Dług	6,3	10,7	13,8	19,6	19,6	19,6	19,6
Dług netto	3,2	-13,8	-48,6	6,2	18,0	-70,5	-80,2
(Dług netto / Kapitał własny)	60,0%	-83,5%	-47,1%	5,2%	13,3%	-46,5%	-48,2%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	-0,8	-1,5	0,2	0,7	-3,0	-3,3
BVPS	0,2	0,6	3,0	3,6	4,0	4,5	4,9

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	2,8	20,9	0,0	-43,1	13,2	96,2	19,3
Zysk netto	2,1	11,7	27,6	17,5	15,4	17,4	18,3
Amortyzacja	0,7	1,0	1,7	4,5	5,0	5,1	5,2
Kapitał obrotowy	-0,9	0,8	-54,6	-45,1	-6,6	73,7	-4,0
Pozostałe	0,9	7,4	25,3	-20,0	-0,6	0,0	-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	-1,7	-3,7
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	-1,7	-3,7
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	-49,0	-11,8	88,6	9,7
Środki pieniężne na koniec okresu	3,1	24,5	62,4	13,4	1,6	90,1	99,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
FCF	1,3	9,3	-21,5	-73,5	4,0	87,6	10,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,6%	1,1%	3,2%	3,7%	1,7%	1,0%	0,9%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	84,7	15,5	8,2	12,9	14,7	13,0	12,3
P/CE	64,2	14,3	7,7	10,3	11,1	10,1	9,6
P/BV	34,3	11,0	2,2	1,9	1,7	1,5	1,4
P/S	0,9	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	0,7%	5,0%	-12,1%	-31,6%	1,7%	56,2%	7,0%
EV/EBITDA	44,1	11,0	5,3	8,8	9,7	6,7	6,1
EV/EBIT	52,7	11,7	5,6	10,6	12,2	8,6	7,8
EV/S	0,9	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2
DYield	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,6%
Cena (PLN)	6,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9
MC (mln PLN)	181,6	181,6	226,3	226,3	226,3	226,3	226,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	184,8	184,8	177,7	232,5	244,3	155,8	146,1



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.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, 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

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 miedzy 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	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Redukuj
data wydania	2009-03-19	2009-05-06	2009-05-26	2009-08-14	2009-09-04	2009-10-05
kurs z dnia rekomendacji	3,59	5,87	5,10	5,90	5,75	7,35
WIG w dniu rekomendacji	22892,30	29777,06	29197,11	35998,12	36009,43	37045,62