

9 stycznia 2009

Raport analityczny

Budownictwo

Polska

Unibep

UNBE.WA; UNI.PW

Akumuluj

(Nowa)

Cena bieżąca	4,70 PLN
Cena docelowa	5,40 PLN
Kapitalizacja	0,16 mld PLN
Free float	0,04 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,02 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Zofia Mikołuszczo	27,06%
Zofia Iwona Stajkowska	18,05%
Beata Maria Skowrońska	18,05%
Robert Andrzej Micał	7,70%
Zina Micał	5,85%
Pozostali	23,29%

Strategia dotycząca sektora

Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa chemicznego (cykl inwestycyjny) oraz energetycznego (perspektywa boku w latach 2011 - 2017). Najwięcej ryzyk dostrzegamy w segmencie budownictwa kubaturowego, w szczególności mieszkaniowego.

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.

Dobrze przygotowani na trudne czasy

Perspektywy budownictwa mieszkaniowego na najbliższe dwa lata nie prezentują się atrakcyjnie. W związku z wstrzymywaniem inwestycji przez deweloperów, spodziewamy się spadku produkcji budowlano-montażowej w segmencie mieszkaniowym o 20% w 2009 roku i o 25% w 2010 roku. Pomimo tego, Unibep wydaje się być w lepszej sytuacji niż konkurencyjne spółki budowlane koncentrujące się na budownictwie mieszkaniowym. Firma podpisała duże kontrakty na rynku Rosyjskim, z których niektóre objęte są gwarancjami płatności przez KUKA (za którym stoi Skarb Państwa). Szacujemy, że w 2010 roku aż 29% przychodów spółki będzie pochodziło z rynku rosyjskiego. Niedługo Unibep przejmie spółkę drogową, której przychody w 2009 roku mogą wynieść około 40 mln PLN. Ponadto, spodziewamy się, że w najbliższym czasie Unibep zacznie informować o podpisaniu nowych kontraktów budowlanych w zakresie obiektów handlowych i publicznych.

Szansa na nowe kontrakty pomimo trudnej sytuacji rynkowej

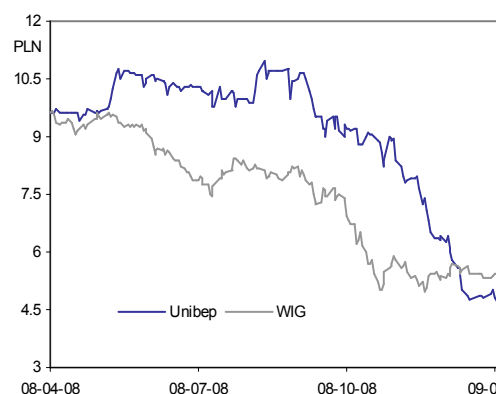
Dostrzegamy realne szanse na pozyskanie nowych kontraktów w nadchodzących tygodniach i miesiącach. Ostatnio miał miejsce wybór oferty Unibepu w przetargu na kolejny etap budowy Opery i Filharmonii Podlaskiej (wartość: 60 mln PLN). Spodziewamy się, że spółka będzie również w stanie pozyskać w najbliższym czasie co najmniej jeden duży kontrakt na obiekt handlowy.

Struktura portfela zamówień spółki

Wartość portfela spółki na 2009 rok to około 165 mln PLN w kraju (po zakończeniu realizacji kontraktu z SIM Ursynów) oraz około 115 mln PLN za granicą. Jest to około 64% przychodów prognozowanych na ten rok, z wyłączeniem działalności produkcyjnej i deweloperskiej, a także działalności w segmencie drogowym. Portfel zleceń na rok 2010 wynosi około 261 mln PLN, czyli łącznie 58% prognozowanych przychodów z działalności budowlanej. Wartość portfela zleceń naszym zdaniem jest duża i zapewni spółce dużą dozę bezpieczeństwa.

Rozwój działalności deweloperskiej i budownictwa drogowego

Nabycie projektu deweloperskiego od SIM Ursynów związane jest z brakiem pozyskania przez dewelopera finansowania, niezbędnego do opłacenia prac budowlanych prowadzonych przez Unibep. Projekt zlokalizowany jest na warszawskim Grochowie. Zgodnie z naszymi założeniami, sprzedaż mieszkań po cenie 6000 PLN za m² może zagwarantować marżę brutto na poziomie 12-15%. Obecnie Unibep stara się przejąć podmiot zajmujący się lokalnym budownictwem drogowym. Można oczekiwać, że przejęcie firmy drogowej pozwoli na dodatkowe 40 mln PLN przychodów, przy generowanej marży netto na poziomie ponad 5%.

Kurs akcji Unibep na tle WIG

Maciej Stokłosa

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody	407,5	520,0	564,6	622,2	719,5
EBITDA	16,7	35,1	31,9	20,8	27,2
marża EBITDA	4,1%	6,8%	5,6%	3,3%	3,8%
EBIT	15,8	33,0	27,9	16,9	23,2
Zysk netto	11,7	26,5	22,3	13,7	19,1
P/E	10,9	6,0	7,1	11,6	8,3
P/CE	10,0	5,6	6,1	9,0	6,9
P/BV	7,7	1,6	1,3	1,2	1,0
EV/EBITDA	7,8	4,6	5,1	7,8	6,0
DYield	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%

Wyniki Q3 2008 i 2008

Wyniki Q3 2008

Przychody wyniosły 115,2 mln PLN, w porównaniu do 130,7 mln PLN rok wcześniej (-11,9%). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 11,7%, w porównaniu do 8,1% rok temu. Koszty zarządu okazały się porównywalne do kosztów w poprzednich kwartałach. W efekcie, rentowność operacyjna wzrosła z 5,9% rok temu do 8,3% w Q3 2008, rentowność netto zaś z 4,7% do 6,4%. Zysk netto wyniósł 7,4 mln PLN, w porównaniu do 6,2 mln PLN rok temu. Rentowność w segmencie budownictwa wyniosła 10,1% brutto, w porównaniu do 8,5% w H1 2008. Znacznie zaś spadła rentowność w segmencie wyrobów pozostałych (schody drewniane,...). W Q3 2008 rentowność z działalności pozostałej wyniosła 22,8%, w porównaniu do 18,1% w pierwszej połowie roku.

Wyniki Q3 2008

	Q3 08	Q3 07	zmiana
Przychody ze sprzedaży	115,2	130,7	-11,9%
Dynamika r/r	-11,9%	-	-
Zysk operacyjny	9,5	7,8	22,8%
Marża EBIT %	8,3%	5,9%	-
Zysk netto	7,4	6,2	18,6%
Marża zysku netto %	6,4%	4,7%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Prognoza wyniku finansowego w 2008 roku

W związku z niższą niż planowano akwizycją nowych kontraktów, przejęciem projektu deweloperskiego od SIM Ursynów, a także przewidywaną wyższą rentownością możliwą do wygenerowania na pozyskanych kontraktach, Unibep zdecydował się na zmianę prognozy wyników finansowych. Nowa prognoza zarządu z listopada 2008 roku zakłada osiągnięcie 505 mln PLN przychodów ze sprzedaży (poprzednio: 670 mln PLN), 33 mln PLN zysku operacyjnego (poprzednio: 31 mln PLN) oraz 26 mln PLN zysku netto (poprzednio: 24 mln PLN). Sądzymy, że faktycznie wyniki finansowe mogą być nieznacznie lepsze. Poprawa rentowności przy niższych przychodach spowodowana jest odwróceniem tendencji wzrostu kosztów materiałów i usług podwykonawczych.

Segmenty działalności

Podsumowanie prognoz wyników w segmentach działalności

Przychody i marże brutto na sprzedaży w segmentach, 2009P-2018P

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Generalne wykonawstwo: kraj										
Przychody	360,0	324,9	337,9	368,3	397,8	425,6	451,2	473,7	496,4	518,8
Zysk brutto na sprzedaży	32,0	22,5	20,2	23,9	25,9	27,7	29,3	30,8	32,3	33,7
Marża %	8,9%	6,9%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Generalne wykonawstwo: zagranica										
Przychody	115,0	178,7	258,3	258,3	258,3	258,3	258,3	258,3	258,3	258,3
Zysk brutto na sprzedaży	5,6	8,8	12,7	12,4	12,1	11,9	11,6	11,6	11,6	11,6
Marża %	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Produkcja										
Przychody	40,0	65,0	75,0	80,0	83,2	85,7	88,3	90,9	93,6	96,5
Zysk brutto na sprzedaży	2,8	4,2	5,9	6,8	7,1	7,3	7,5	7,6	7,8	7,9
Marża %	7,0%	6,5%	7,8%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%
Działalność deweloperska										
Przychody	49,5	53,6	48,2	49,7	51,2	52,7	54,3	55,9	57,6	59,3
Zysk brutto na sprzedaży	5,9	0,0	4,8	5,2	5,4	5,5	5,7	5,9	6,0	6,2
Marża %	12,0%	0,0%	10,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Generalne wykonawstwo: Polska

Charakterystyka segmentu

W zakresie generalnego wykonawstwa Unibep zajmuje się budową obiektów kubaturowych, w szczególności o charakterze mieszkaniowym i komercyjnym. Działalność ta charakteryzuje się znaczącą cyklicznością – na większą liczbę kontraktów i wyższą rentowność można liczyć w okresie koniunktury, gorzej zaś sytuacja przedstawia się w momencie spowolnienia gospodarczego. W 2007 roku przychody w segmencie generalnego wykonawstwa w Polsce stanowiły blisko 86% przychodów spółki, w 2008 roku przewidujemy, że odsetek ten wyniesie 66%, w 2009 roku zaś 64%.

Segment budownictwa mieszkaniowego

W 2009 roku spodziewamy się ujemnej dynamiki produkcji budowlano-montażowej w zakresie budownictwa mieszkaniowego (-20%), co spowodowane będzie opóźnieniem w czasie realizacji planów inwestycyjnych deweloperów. Szacujemy, że ujemna dynamika będzie miała swoje apogeum w 2010 roku (-25%), w 2011 roku spodziewamy się powrotu do tendencji wzrostowej. Powrót ten będzie naszym zdaniem spowodowany oczekiwaną stabilizacją rynku mieszkaniowego w roku 2011, a także dużymi potrzebami mieszkaniowymi Polaków. Przewidujemy, że pod koniec 2010 roku ceny mieszkań osiągną poziom dla Polaków akceptowalny i rynek z powrotem stanie się płynny (cena 1 m² zbliży się do 0,75 średniego miesięcznego wynagrodzenia, co implikuje spadek cen ofertowych mieszkań o około 30%). Spodziewamy się również, że do tego czasu będzie miała miejsce korekta cen gruntów, zniknie także występująca obecnie nadpodaż mieszkań, co uczyni nowe projekty deweloperskie na powrót rentowne.

Segment budownictwa komercyjnego

W zakresie obiektów komercyjnych, największą inwestycją zrealizowaną przez Unibep pozostaje Centrum Handlowe Alfa w Białymstoku. Sądzymy, że perspektywy w zakresie budownictwa komercyjnego przedstawiają się lepiej niż w zakresie obiektów mieszkaniowych. Z uwagi na efekt wysokiej bazy, wartość produkcji w sektorze najprawdopodobniej nie wykaże istotnych dynamik wzrostowych, powinna być za to stabilna, zakładając, że wzrost PKB w 2009 i 2010 roku nie spadnie poniżej 1,8-2,5%. Pozytywnym czynnikiem, sprzyjającym inwestycjom w dziedzinie budownictwa komercyjnego jest zakończenie obowiązywania ustawy o wielkopowierzchniowych obiektach handlowych, która w sposób istotny ograniczała plany inwestycji zagranicznych sieci w Polsce. W zakresie obiektów biurowych, spodziewamy się, że dobra koniunktura potrwa jeszcze w 2009 roku (część deweloperów decyduje się o zmianie przeznaczenia projektów z mieszkaniowych na biurowe). Prawdopodobnie jednak, na skutek realizacji dużej ilości nowych obiektów w 2009 roku na rynku pojawi się nadpodaż, co wpłynie negatywnie na wartość produkcji budowlano-montażowej w 2010 roku.

Segment budownictwa publicznego

Segment publiczny dysponuje ograniczoną pulą środków, które mogą być przeznaczone na różnego typu obiekty: budynki, stadiony, drogi. Przeważnie w okresie dekoniunktury inwestycje publiczne charakteryzują się największą stabilnością. Jednocześnie, sektor ten gwarantuje największe bezpieczeństwo płatności, w efekcie w wyniku dekoniunktury na rynku budownictwa mieszkaniowego można spodziewać się zaostreżenia się konkurencji w segmencie budownictwa publicznego, a w konsekwencji spadku marż możliwych do wygenerowania na nowych kontraktach budowlanych. Unibep posiada doświadczenie w budowie kubaturowych obiektów publicznych, sądzymy, że będzie w stanie pozyskiwać tego typu kontrakty w przyszłości.

Plan rozwoju w segmencie budownictwa drogowego

Unibep ogłosił zmianę strategii opublikowanej w prospekcie emisyjnym. Z uwagi na trudną sytuację na rynku deweloperskim, spółka zmniejszy udział inwestycji w grunty z 45-55% środków pozyskanych z emisji do 25% środków z emisji, a zaoszczędzone w ten sposób pieniądze przeznaczy na uruchomienie działalności w segmencie budownictwa drogowego. Spodziewamy się, że dokona się to na zasadzie przejęcia spółki drogowej, generującej rocznie około 40 mln PLN przychodów, przy rentowności netto na poziomie powyżej 5%.

Prognoza przychodów w segmencie

Prognozujemy też, że dekoniunktura na rynku mieszkaniowym wpłynie na pojawienie się ujemnej dynamiki przychodów w segmencie w latach 2009 (-6,4%) i 2010 (-12,5%). Włączając wyniki firmy drogowej, przychody z generalnego wykonawstwa w kraju wzrosną w 2009 roku o 5,3%, w 2010 roku zaś spadną o 9,8%. W 2011 roku oczekujemy powrotu przychodów do tendencji wzrostowej. Na chwilę obecną spółka posiada na 2009 rok zakontraktowane prace o wartości 165 mln PLN. Nasza prognoza przychodów w segmencie zakłada osiągnięcie 360

mIn PLN, co oznacza konieczność pozyskania w najbliższych miesiącach kontraktów o wartości około 300 mln PLN (przy założeniu średniej długości kontraktu rzędu 2 lat). Spółka obecnie pracuje nad pozyskaniem kontraktów o wartości 2,1 mld PLN, z czego 0,9 mld PLN obejmuje już złożone oferty. Około 50% z kontraktów w akwizycji to kontrakty z dziedziny budownictwa mieszkaniowego.

Poprawa rentowności pozyskanych wcześniej kontraktów

Ze względu na spadek cen materiałów budowlanych, wyhamowanie presji na wzrost wynagrodzeń w budownictwie oraz spadek cen usług podwykonawczych, firmy zajmujące się generalnym wykonawstwem są w stanie generować oszczędności kosztowe, co w sposób bezpośredni wpływa na wyższą rentowność. Efekt ten w przypadku Unibepu najprawdopodobniej będzie ograniczony do polskich kontraktów i będzie widoczny jeszcze w wynikach 2009 roku. Zakładamy, że w 2009 roku marża brutto na pozyskanych wcześniej kontraktach krajowych wyniesie 11% brutto, na nowych kontraktach zaś 5,5-6,5% brutto.

Generalne wykonawstwo: Rosja

Charakterystyka segmentu

Profil działalności w Rosji jest zbliżony do profilu usług świadczonych przez Unibep w Polsce, istotną różnicą jest za to znacznie większy udział usług obcych w realizowanych przychodach. W efekcie, ponieważ wkład spółki w realizację obiektu jest niewielki, a ryzyko działalności znikome (gwarancji płatności udziela KUK), marże brutto na kontraktach rosyjskich również są niskie (4-5%). Spółka obecnie prowadzi prace dla dwóch klientów rosyjskich, przy czym dominujący jest udział Clover Group (dawniej: RGS Nedvizhimost, РГС Недвижимость). Klient ten jest spółką powiązaną z RGS (Почтосстрах), zajmującej się działalnością ubezpieczeniową. Firma RGS na koniec 2006 roku była największym rosyjskim ubezpieczycielem (udział rzędu 14,2% w ogóle premii ubezpieczeniowej). W 2007 roku przychody w segmencie generalnego wykonawstwa w Rosji stanowiły blisko 10% przychodów spółki, w 2008 roku przewidujemy, że odsetek ten wyniesie 27%, w 2009 roku zaś 20,5%.

Wpływ sytuacji makroekonomicznej

Gospodarka Rosji w dużej mierze oparta jest na cenach surowców. Utrzymywanie się wysokich cen oznacza napływ istotnych środków finansowych do kraju, a w efekcie duży popyt na usługi budowlane. Spadek cen surowców, w efekcie przedłużającej się dekonunktury na rynkach światowym, może mieć na gospodarkę tego kraju wpływ negatywny. Wpływ czynników makroekonomicznych będzie najprawdopodobniej przynajmniej częściowo neutralizowany przez inwestycje sektora publicznego. Ze względu na hossę surowcową władze Federacji Rosyjskiej były w stanie zbudować fundusz stabilizacyjny o wartości 157 mld USD (stan na styczeń 2008). Rosja posiada też około 485 mld USD rezerw walutowych (stan na koniec października 2008). Władze rosyjskie deklarują, że za pieniądze zaoszczędzone w latach hossy surowcowej będą wspomagać różne sektory gospodarki, m.in. sektor deweloperski. Zmiany kursów walutowych raczej nie powinny mieć wpływu na przychody i zyski Unibepu, ponieważ przychody z kontraktów zabezpieczone są na zasadzie hedgingu naturalnego i finansowego, koszty podwykonawcze zaś rozliczane w rublach i przeliczane przy wykorzystaniu sztywnej relacji kursów walutowych. Nie można wykluczyć jednak efektu przejściowego wzrostu rentowności na podpisanych już kontraktach, w wyniku spadku cen usług podwykonawczych, materiałów budowlanych oraz redukcji dynamiki wzrostu wynagrodzeń.

Rozliczanie kontraktów „rosyjskich”

Paradoksalnie, usługa wykonawcza polskiego przedsiębiorstwa jest o około 10% droższa niż usługa budowlana firmy rosyjskiej. Z uwagi na duże różnice w wynagrodzeniach pracowników, udział polskiej kadry sprowadza się w zasadzie jedynie do nadzoru technicznego. Część bardziej skomplikowanych materiałów wykończeniowych dostarczana jest też z Polski. Prawdziwą wartością dodaną dla inwestorów rosyjskich jest system finansowania KUK. Normalnie, inwestor rosyjski nie jest w stanie pozyskać z banków krajowych kredytu długoterminowego, ponadto oprocentowanie jest wysoce niekorzystne. Program KUK zapewnia finansowanie nawet do 7 lat oraz korzystniejsze warunki w zakresie prowizji oraz odsetek. Ostatecznie ryzyko płatności bierze na siebie KUK, a za KUK odpowiada Skarb Państwa. Program ten jest korzystny nie tylko dla rosyjskiego inwestora, ale i dla polskiego banku (brak ryzyka niespłacenia kredytu) oraz wykonawcy. Wykonawca dodatkowo na początku realizacji prac uzyskuje zaliczkę.

Przewidywane opóźnienia w realizacji prac w Soczi i w Kazaniu

Spodziewamy się opóźnień w realizacji prac w Soczi i w Kazaniu, ze względu na kwestie związane z pozyskaniem przez inwestora finansowania. Kontrakt w Soczi objęty jest już promesą udzielenia gwarancji KUKI, brakuje ciągle jednak jednego banku, który brałby udział w finansowaniu inwestycji. Można spodziewać się, że bank finansujący pojawi się, gdyż system gwarancji KUKI zwalnia instytucję z ponoszenia ryzyka. W przypadku kontraktu w Kazaniu, również toczą się poszukiwania banków, które byłyby skłonne sfinansować inwestycję. Nie wydana została jeszcze promesa udzielenia przez KUKI gwarancji. Kontrakt zostanie przedstawiony na spotkaniu KUKI, gdy znajdą się banki zainteresowane finansowaniem inwestycji. Unibep zakłada, że w ciągu 3-9 miesięcy sytuacja się wyjaśni na korzyść spółki.

Prognoza przychodów w segmencie

Pozyskane przez spółkę kontrakty „rosyjskie” mają charakter długoterminowy i zgodnie z planem spółki pozwolą na wygenerowanie 115 mln PLN przychodów w 2009 roku, 199 mln PLN przychodów w roku 2010 i 322,9 mln PLN przychodów w 2011 roku. Ze względu na dużą niepewność dotyczącą przyszłych przychodów (możliwe opóźnienia w realizacji prac), zakładamy 10% dyskonta w 2010 i 20% dyskonta w 2011 roku. Nasza prognoza na lata 2008-2009 nie zakłada pozyskania nowych kontraktów rosyjskich. Uważamy, że w obliczu powszechnej dekonunktury na rynku deweloperskim, KUKI może znacząco zrewidować politykę udzielania gwarancji. Nie zakładamy pozyskania nowych kontraktów na rynku rosyjskim wcześniej niż w 2011 roku.

Działalność produkcyjna

Charakterystyka segmentu

W zakresie działalności produkcyjnej Unibep za pośrednictwem spółki zależnej Unihouse zajmuje się wytwarzaniem produkcji stolarskiej oraz budynków o lekkiej konstrukcji. W 2007 roku udział działalności produkcyjnej w przychodach Unibepu wyniósł około 1,6%. W 2008 roku spodziewamy się, że udział ten wyniesie około 2,3%, w kolejnych latach zaś będzie systematycznie rósł, ze względu na otwarcie fabryki domów o lekkiej konstrukcji. W 2009 roku osiągnie on poziom 7%, w 2010 roku zaś 10%.

Domy budowane w technologii CETE

Spółka posiada własną technologię budowy domów mieszkalnych z elementów prefabrykowanych. Rozwiązanie to znajduje zastosowanie w obiektach budowanych dla klientów spółki, jak i we własnych inwestycjach deweloperskich Unibepu. Technologia CETE pozwala spółce na znaczne skrócenie czasu budowy oraz uniezależnienie od warunków pogodowych. Możliwe jest także uzyskanie istotnych oszczędności po stronie kosztów, w przypadku lokalizacji hali, w której ma miejsce montaż prefabrykatów, blisko docelowego obszaru budowy. Obecnie elementy montowane są w hali znajdującej się w Bielsku Podlaskim, podczas gdy większość domów w technologii CETE realizowanych jest w obrębie Warszawy. Naszym zdaniem nie można wykluczyć, że Unibep będzie dążył do rozwoju bądź przeniesienia produkcji w pobliże miasta, co może spółce pozwolić na osiągnięcie istotnej przewagi kosztowej.

Budowa fabryki domów prefabrykowanych o szkielecie drewnianym

Oferta w zakresie domów prefabrykowanych o szkielecie drewnianym skierowana będzie głównie na rynki eksportowe (Rosja, kraje skandynawskie). Spółka planuje także sprzedaż domów o lekkiej konstrukcji również w Polsce, co stanowić ma alternatywę dla konstrukcji wykonanych w technologii CETE. Firma zakłada, że otwarcie fabryki będzie miało miejsce w pierwszym półroczu 2009 roku, co pozwoli zapoczątkować duży wzrost przychodów w segmencie w 2009 roku i w latach kolejnych. Obecnie około 50% planowanych przychodów sprzedaży w 2009 roku pokrytych jest listami intencyjnymi.

Prognoza przychodów i rentowności w segmencie

Zarząd zakłada, że przychody generowane w segmencie wyniosą w 2009 roku 50-70 mln PLN. Rentowność w segmencie osiągnie w 2009 roku poziom 7%, w 2010 roku 10%, w 2011 roku zaś 12-13%. Ze względu na przewidywaną dekonunkturę na światowych rynkach nieruchomości oraz niepewność związaną z rozpoczęciem zupełnie nowej działalności, przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia.

Działalność deweloperska

Charakterystyka segmentu

Działalność deweloperska jest nową gałęzią działalności spółki. Obecnie budownictwem deweloperskim zajmuje się spółka Unihouse, w przyszłości jej kompetencje ma przejąć Unidevelopment. Unibep za pośrednictwem spółek zależnych koncentruje się na budownictwie budynków jednorodzinnych na terenie aglomeracji warszawskiej oraz działalności deweloperskiej na terenie województwa podlaskiego. W 2007 roku udział przychodów z działalności deweloperskiej w przychodach grupy wyniósł około 2,8%. W roku 2008 zgodnie z naszą prognozą wyniesie on 2,0%, w roku 2009 8,8%, w roku 2010 zaś 8,6%.

Rozwój sytuacji w segmencie

Przewidujemy, że poprawa koniunktury w zakresie działalności deweloperskiej pojawi się w 2011 roku. Wcześniej jednak czekają nas dwa lata dekonunktury i ograniczania ilości realizowanych inwestycji. Uważamy, że bez względu na zastosowane promocje i redukcję podaży nowych obiektów, deweloperzy będą zmuszeni do obniżenia cen oferowanych lokali. Naszym zdaniem może to spowodować erozję marż w przypadku projektów rozpoczętych w szczycie hossy, tzn. w 2007 roku, kiedy koszty budowy oraz gruntów były największe. Jednocześnie oczekujemy, że w 2011 roku działalność deweloperska powróci do tendencji wzrostowej.

Budownictwo jednorodzinne

Działalność Unibepu różni się od działalności deweloperów, ze względu na daleko posuniętą specjalizację w zakresie domów jednorodzinnych. Pociąga to za sobą istotne przewagi konkurencyjne. Po pierwsze, firma jest w stanie negocjować korzystniejsze warunki cenowe w zakresie wykonawstwa oraz lepiej kontrolować jakość, po drugie zaś wykorzystanie technologii pozwala na istotne skrócenie czasu realizacji (do 1 roku). W przypadku uruchomienia produkcji domów w technologii CETE w rejonie aglomeracji warszawskiej, dostrzegamy duże szanse na uzyskanie dodatkowej przewagi kosztowej, która w pełni zostanie zrealizowana najprawdopodobniej dopiero w momencie powrotu koniunktury na rynku.

Bieżące inwestycje deweloperskie

Nazwa projektu	Planowana data zakończenia	Ilość mieszkań/domów
Osada Brzeziny	31-12-2008	28
Osiedle Polnych Maków	31-12-2008	36
Osiedle Gardenia	30-11-2008	6
Kakowskiego 9	30-11-2008	25
Dom pod Gruszą	30-11-2008	28
Projekt SIM Ursynów E.1	Q4 2009	180
Projekt SIM Ursynów E.2	-	180

Źródło: Unibep

Przejęcie projektu inwestycyjne SIM Ursynów

W styczniu 2008 roku Unibep podpisał kontrakt z wieloletnim partnerem, SIM Ursynów, na budowę osiedla mieszkaniowego „Olszynka”, zlokalizowanego na Warszawskim Grochowie. Umowa przewidywała płatność za usługi budowlane dla Unibepu w momencie pozyskania przez inwestora finansowania. Ze względu na brak możliwości pozyskania finansowania przez SIM Ursynów, Unibep zdecydował o przejęciu projektu. Osiedle będzie realizowane przez spółkę w dwóch etapach, z których pierwszy, liczący około 180 mieszkań, zostanie zakończony w drugiej połowie 2009 roku. Z uwagi na sytuację rynkową decyzja o terminie rozpoczęcia 2 etapu nie została jeszcze podjęta. Koszt nabycia projektu to 52,7 mln PLN, z czego 25 mln PLN to koszt gruntu i prac przygotowawczych przeprowadzonych przez inwestora (łącznie 1135 PLN / PUM). Pozostała kwota pokrywa koszt prac budowlanych przeprowadzonych przez spółkę. Sądzymy, że realizacja projektu może być związana z koniecznością obniżki cen części sprzedawanych mieszkań poniżej poziomu oczekiwanego przez zarząd Unibepu (około 6000 PLN / PUM).

Prognoza przychodów i rentowności w segmencie

W naszych prognozach zakładamy scenariusz spadku cen ofertowych mieszkań o 15% w 2009 roku i o kolejne 15% w roku 2010. Zakładamy, że spółka będzie stosować obniżki cen równe średnim rynkowym spadkom cen mieszkań. Z uwagi na niską płynność rynku, przewidujemy, że sprzedaż części mieszkań z realizowanych obecnie projektów może potrwać nawet 2 lata. Z uwagi na brak stosownych danych, nie rozpatrujemy w naszym modelu scenariusza wynajmu części zbudowanych lokali.

Analiza porównawcza wyceny spółki

Wstęp do analizy porównawczej

Jako grupę porównawczą wybraliśmy spółki świadczące usługi generalnego wykonawstwa. Sądzymy, że grupa porównawcza stanowi dobre odniesienie dla wyceny działalności Unibepu. Wyceny metodą porównawczą nie uwzględniamy jednak w naszym modelu wyceny, ze względu na brak zastosowania tej metody w przypadku innych spółek budowlanych (jej zastosowanie byłoby równoznaczne z przyznaniem nieuzasadnionego dyskonta wycenie akcji Unibepu).

Analiza porównawcza wyceny akcji Unibepu

	P/E 2008	P/E 2009	P/E 2010	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010	P/S 2008	P/S 2009	P/S 2010
Budimex	14,02	13,94	11,15	8,35	8,87	7,47	0,41	0,37	0,29
Elektrobudowa	11,50	12,87	11,84	9,04	10,71	10,33	0,88	0,85	0,84
Erbud	32,54	8,41	12,09	4,25	6,18	9,45	0,30	0,32	0,35
Mostostal Warszawa	10,22	9,58	9,84	5,63	5,25	5,51	0,46	0,40	0,37
PBG	18,11	12,07	12,60	12,83	8,80	8,86	1,36	0,97	0,82
Polimex Mostostal	10,83	9,26	8,81	6,32	5,97	5,75	0,33	0,30	0,29
Trakcja Polska	10,95	9,96	8,42	7,73	7,28	6,44	0,80	0,66	0,59
Mediana	11,50	9,96	11,15	7,73	7,28	7,47	0,46	0,40	0,37
Unibep	6,01	7,14	11,63	4,62	5,10	7,79	0,31	0,28	0,26
Premia (Dyskonto)	-47,74%	-28,37%	4,28%	-40,29%	-30,03%	4,26%	-33,10%	-29,44%	-31,70%

Źródło: Unibep

Podsumowanie analizy porównawczej

Z punktu widzenia wyników za rok 2010, wycena Unibepu jest porównywalna z wyceną innych spółek działających w branży. Pod kątem wyników roku 2008 i 2009 Unibep wydaje się być notowany z dyskontem, jest one w dużej mierze spowodowane wpływem redukcji dynamiki wzrostu kosztów na wyniki finansowe firmy.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Unibepu szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 5,4 PLN. Rekomendujemy akumulowanie walorów spółki.

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 5,4% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%
- Nie uwzględniamy wpływu programu motywacyjnego na kształtowanie się poziomu kosztów (uważamy, że zawarte w nim założenia dotyczące wzrostu zysku na akcję w 2009 i 2010 nie zostaną osiągnięte)
- W prognozach uwzględniamy przejęcie spółki zajmującej się budownictwem drogowym



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	564,6	622,2	719,5	756,3	790,5	822,3	852,0	878,9	906,0	932,9	
zmiana	8,6%	10,2%	15,6%	5,1%	4,5%	4,0%	3,6%	3,1%	3,1%	3,0%	
EBITDA	31,9	20,8	27,2	30,2	30,9	31,9	32,7	33,7	34,6	35,5	
marża EBITDA	5,6%	3,3%	3,8%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	
Amortyzacja	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	
EBIT	27,9	16,9	23,2	26,1	26,7	27,6	28,5	29,4	30,3	31,2	
marża EBIT	4,9%	2,7%	3,2%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
Opodatkowanie EBIT	5,3	3,2	4,4	5,0	5,1	5,2	5,4	5,6	5,8	5,9	
NOPLAT	22,6	13,7	18,8	21,2	21,7	22,4	23,1	23,8	24,5	25,3	
CAPEX	-37,8	-4,4	-4,6	-4,7	-4,8	-4,6	-4,7	-4,7	-4,4	-4,4	
Kapitał obrotowy	-25,4	-1,5	-3,7	-2,0	-1,4	-1,1	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	-36,7	11,7	14,5	18,5	19,6	20,9	21,3	22,2	23,4	24,1	24,9
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,6%	
współczynnik dyskonta	90,6%	82,0%	74,3%	67,3%	61,0%	55,2%	50,0%	45,3%	41,0%	37,1%	
PV FCF	-33,2	9,6	10,8	12,5	12,0	11,5	10,6	10,1	9,6	9,0	
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,6%	
Koszt długu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	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	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	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%										
Wartość rezydualna (TV)	327,0										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	121,4										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	62,4										
Zdyskontowana wartość FCF	183,8										
Dług netto	-0,7										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	184,4										
Liczba akcji (mln.)	33,9										
Wartość firmy na akcję (PLN)	5,4										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,7%										
Cena docelowa	5,4										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	5,2										
P/E('09) dla ceny docelowej	8,3										
Udział TV w EV	66%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	5,4	5,6	5,9	6,3	6,6
WACC -0,5pp	5,2	5,4	5,6	5,9	6,3
WACC	5,0	5,2	5,4	5,6	5,9
WACC +0,5pp	4,8	5,0	5,2	5,4	5,6
WACC +1,0pp	4,6	4,8	5,0	5,2	5,4

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	205,2	407,5	520,0	564,6	622,2	719,5
<i>zmiana</i>	8,4%	98,6%	27,6%	8,6%	10,2%	15,6%
Koszt własny sprzedaży	194,1	378,7	469,2	518,2	586,8	676,0
Zysk brutto na sprzedaży	11,0	28,8	50,8	46,4	35,5	43,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	5,4%	7,1%	9,8%	8,2%	5,7%	6,0%
Koszty sprzedaży	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-7,3	-10,9	-17,0	-17,5	-17,5	-19,1
Pozostała działalność operacyjna netto	0,0	-2,1	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3
EBIT	3,5	15,8	33,0	27,9	16,9	23,2
<i>zmiana</i>	550,4%	349,9%	109,0%	-15,3%	-39,6%	37,4%
<i>marża EBIT</i>	1,7%	3,9%	6,3%	4,9%	2,7%	3,2%
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-0,7	1,5	-0,2	0,3	0,8
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	2,7	15,1	34,5	27,7	17,2	24,0
Podatek dochodowy	0,5	3,4	8,0	5,4	3,5	4,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,1	11,7	26,5	22,3	13,7	19,1
<i>zmiana</i>	-	448,0%	125,4%	-15,8%	-38,6%	39,5%
<i>marża</i>	1,0%	2,9%	5,1%	3,9%	2,2%	2,7%
Amortyzacja	0,7	1,0	2,2	3,9	4,0	4,0
EBITDA	4,2	16,7	35,1	31,9	20,8	27,2
<i>zmiana</i>	296,4%	299,7%	109,8%	-9,4%	-34,6%	30,6%
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	4,1%	6,8%	5,6%	3,3%	3,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9
EPS	0,1	0,4	0,8	0,7	0,4	0,6
CEPS	0,1	0,5	0,8	0,8	0,5	0,7
ROAE	48,5%	107,6%	44,7%	19,7%	10,4%	13,0%
ROAA	3,3%	11,0%	13,2%	8,3%	4,6%	5,8%

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	68,5	145,7	256,6	281,5	309,5	351,0
Majątek trwały	17,6	23,9	71,8	106,7	108,5	111,4
Majątek obrotowy	50,9	121,8	184,8	174,8	201,0	239,6
Zapasy	7,7	20,7	34,7	37,6	36,1	38,6
Należności	30,0	55,0	71,6	93,6	106,8	125,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,6	1,7	2,0	2,2	2,4	2,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,1	24,5	51,6	14,6	26,3	39,2
Inne	8,7	19,9	24,9	26,8	29,5	34,0
PASYWA	68,5	145,7	256,6	281,5	309,5	351,0
Kapitał własny	5,3	16,5	101,9	124,2	137,8	155,0
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	11,4	13,4	14,0	15,0	16,3	18,3
Pożyczki i kredyty	3,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Rezerwy	7,6	10,8	11,4	12,4	13,7	15,7
Zobowiązania krótkoterminowe	51,8	115,7	140,7	142,3	155,4	177,7
Pożyczki i kredyty	2,4	8,1	10,4	11,3	12,4	14,4
Zobowiązania wobec dostawców	39,4	84,0	101,1	102,0	112,4	128,1
Kontrakty budowlane	1,5	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Rezerwy i inne	8,5	14,1	19,6	19,5	21,0	25,6
Dług	6,3	10,7	13,0	13,9	15,0	17,0
Dług netto	3,2	-13,8	-38,6	-0,7	-11,2	-22,2
(Dług netto / Kapitał własny)	60,0%	-83,5%	-37,9%	-0,5%	-8,2%	-14,3%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	-0,8	-1,1	0,0	-0,5	-0,8
BVPS	0,2	0,6	3,0	3,7	4,1	4,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	2,8	20,9	16,7	0,8	16,1	19,5
Zysk netto	2,1	11,7	26,5	22,3	13,7	19,1
Amortyzacja	0,7	1,0	2,2	3,9	4,0	4,0
Kapitał obrotowy	-0,9	0,8	-12,5	-26,3	-2,5	-5,3
Pozostałe	0,9	7,4	0,6	0,9	1,0	1,6
Przepływy inwestycyjne	-1,6	-4,2	-47,5	-37,8	-4,4	-4,6
CAPEX	-1,3	-4,3	-20,0	-23,3	-4,4	-4,6
Inwestycje kapitałowe	-0,4	0,0	0,0	-14,5	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,1	-27,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-2,7	4,7	58,1	0,0	0,0	-1,9
Emisja akcji	0,0	0,0	58,1	0,0	0,0	0,0
Dług	-1,6	6,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	-1,9
Pozostałe	-0,8	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-1,5	21,5	27,3	-37,0	11,8	12,9
Środki pieniężne na koniec okresu	3,1	24,5	51,6	14,6	26,3	39,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
FCF	1,3	10,3	-3,0	-36,7	11,7	14,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,6%	1,1%	3,8%	4,1%	0,7%	0,6%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
P/E	59,6	10,9	6,0	7,1	11,6	8,3
P/CE	45,2	10,0	5,6	6,1	9,0	6,9
P/BV	24,1	7,7	1,6	1,3	1,2	1,0
P/S	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
FCF/EV	1,0%	7,9%	-1,9%	-22,6%	7,2%	8,9%
EV/EBITDA	31,2	7,8	4,6	5,1	7,8	6,0
EV/EBIT	37,3	8,3	4,9	5,8	9,6	7,0
EV/S	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
DYield	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%
Cena (PLN)	4,7					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	27,2	27,2	33,9	33,9	33,9	33,9
MC (mln PLN)	127,7	127,7	159,1	159,1	159,1	159,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	130,9	130,9	162,3	162,3	162,3	162,3



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 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

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 księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych. DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Unibep.