

24 marca 2010

Komentarz specjalny


Budownictwo

Polska

Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Unibep

UNBE.WA; UNI.PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Dobre wyniki Q4 2009

Obecna cena 8,47 PLN, Cena docelowa 7,52 PLN

Wyniki Unibepu są lepsze od naszych oczekiwań na poziomie zysku brutto ze sprzedaży. Głównym źródłem zaskoczeń jest wysoka rentowność działalności budowlanej w kraju (marża: 8,9%, prognoza: 7,7%, 3Q 2009: 12,7%). EBIT w Q4 2009 wyniósł 12,0 mln PLN (prognoza: 9,4 mln PLN). Na obniżkę wyniku netto (wynik: 6,8 mln PLN, prognoza: 7,3 mln PLN) wpływają wyższe koszty finansowe i wysoki zaksięgowany podatek. Pomimo lepszych niż oczekiwane wyniki uważamy, że obecna wycena Unibepu z nawiązką dyskontuje perspektywy spółki, związane m.in. z możliwością pozyskania nowych kontraktów mieszkaniowych. Nie zmieniamy naszej opinii, że Unibep był jedną z firm agresywniej pozyskujących kontrakty na rynku. Unibep nie jest już notowany z dyskontem do innych spółek budowlanych, spółka notowana jest przy P/E 2010 = 15,2. Na poprawę wskaźnika P/E wpływa rozpoznanie w wynikach oddania projektu deweloperskiego Osiedle Santorini. Wyłączając wynik na działalności deweloperskiej, zgodnie z prognoząmi zysk netto Unibepu w 2010 roku wyniósłby około 10 mln PLN (P/E 2010 = 29). Z uwagi na znaczny wzrost wyceny spółki (+29% od ostatniej aktualizacji prognoz) nie wykluczamy w najbliższym czasie obniżenia rekomendacji.

Przychody Unibepu są zbliżone do naszych oczekiwań, wyższa była jednak marża brutto na sprzedaży (11%, prognoza: 9,2%). Głównym źródłem zaskoczeń była wysoka rentowność działalności budowlanej w kraju (marża: 8,9%, prognoza: 7,7%, 3Q 2009: 12,7%). Przychody z generalnego wykonawstwa w kraju również były nieznacznie wyższe niż zakładaliśmy. Uważamy, że przekroczenie prognoz wynika z wyższej rentowności starych kontraktów budowlanych.

Wynik w budownictwie drogowym zaskakuje negatywnie – po 3 kwartałach bardzo dobrych wyników (marża: 13,6%), wynik w Q4 2009 jest ujemny (marża: -8,5%). Jest to wynik niskiego obłożenia portfela zamówień (brak istotnych robót od połowy listopada do końca roku). W ramach działalności eksportowej, przy bardzo niskich przychodach, Unibep zrealizował bardzo wysoki wynik (marża: 62,4%), co również jest źródłem zaskoczenia pozytywnego. Jest to efekt końcowego rozliczenia zakończonych kontraktów rosyjskich (Tekstilszcziki, Kaliningrad), w wyniku których marże na kontraktach okazały się wyższe, niż zakładano. Analogicznie wygląda sytuacja w ramach działalności pozostałej (marża: 51,7%). Przypuszczamy, że wysokie marże to również efekt rozliczeń na koniec roku, które odnoszą się do wyników raportowanych w ubiegłych kwartałach.

Pozytywnym zaskoczeniem jest również wynik działalności deweloperskiej. Przy bardzo niskich przychodach (31,9 mln PLN), Unibep wygenerował marżę 24% brutto na sprzedaży. Uważamy, że przyczyną zaskoczenia pozytywnego może być struktura przekazywanych lokali (więcej mieszkań z wysoko marżowych projektów) oraz fakt, że do tej pory Unibep księgował koszty sprzedaży i marketingu z obecnie oddawanych projektów. Nie wykluczamy, że spółka w Q4 2009 przeprowadziła korektę, przyporządkowującą część kosztów do projektów.

Koszty ogólne wyniosły w Q4 2009 5,8 mln PLN (prognoza: 5,3 mln PLN). Ostatecznie, EBIT w Q4 2009 wyniósł 12 mln PLN (prognoza: 9,4 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne wyniosły około 0,4 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych kosztów operacyjnych w wysokości -0,25 mln PLN). Dobry wynik na poziomie EBIT osłabiają duże pozostałe koszty finansowe netto (jest: 1,6 mln PLN, prognoza: 0,4 mln PLN) oraz duży zaksięgowany podatek (3,6 mln PLN, prognoza: 1,7 mln PLN). Ostatecznie, wynik netto jest nieznacznie niższy od naszych oczekiwań.

Wyniki Q4 2009 vs. prognoza

(mln PLN)	Q4 2009	Q4 2009P	Różnica	Q4 2008	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	158,5	161,3	-1,8%	101,8	55,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,4	14,9	16,5%	16,0	8,8%
Marża %	11,0%	9,2%	-	15,7%	-
EBIT	12,0	9,4	27,6%	5,5	116,7%
Marża %	7,6%	5,8%	-	5,4%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	10,4	9,0	14,8%	9,1	14,5%
Marża %	6,5%	5,6%	-	8,9%	-
Zysk netto	6,8	7,3	-7,3%	7,0	-2,6%
Marża %	4,3%	4,5%	-	6,8%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Unibep

Wyniki Q4 2009 w segmentach vs. prognoza DI BRE

(mln PLN)	Przychody ze sprzedaży	Zysk brutto ze sprzedaży	Marża %	Prognoza: przychody	Zysk brutto ze sprzedaży: prognoza	Marża %: prognoza
Q4 2009						
Budownictwo kraj	108,8	9,6	8,9%	90,0	6,9	7,7%
Budownictwo drogowe	11,8	-1,0	-8,5%	15,0	1,2	7,8%
Budownictwo eksport	3,7	2,3	62,4%	5,0	0,2	3,0%
Działalność deweloperska	31,9	7,7	24,1%	45,0	7,0	15,5%
Pozostała	2,3	1,2	51,7%	6,3	-0,3	-5,0%
Korekty	0,0	-2,5		161,3	14,9	
3Q 2009						
Budownictwo kraj	154,3	19,7	12,7%			
Budownictwo drogowe	17,6	2,4	13,6%			
Budownictwo eksport	45,4	4,2	9,3%			
Działalność deweloperska	16,2	2,1	13,0%			
Pozostała	0,8	-2,9	-340,1%			
Korekty	0,0	0,1	-			

Źródło: DI BRE Banku S.A., Unibep



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.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.lemicka@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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondri, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimat, LW Bogdanka.

Assesco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.