

## Unibep – Nowe otwarcie

Wyniki finansowe grupy Unibep w 2023 r. były najgorsze w historii. Uważamy jednak, że zarząd wyciągnął stosowne wnioski i od kilku miesięcy wprowadza działania zaradcze, by uniknąć podobnych sytuacji w przyszłości. Portfel zamówień grupy w ostatnich miesiącach rośnie, spółka wykazuje się większą aktywnością w pozyskiwaniu, bardziej rentownych, zleceń w infrastrukturze drogowej. Zarząd planuje częściowe oddłużenie grupy w najbliższych miesiącach, głównie poprzez sprzedaż nieruchomości gruntowych. Strategia rozwoju na najbliższe lata zakłada większy nacisk na pozyskiwanie średniej wielkości kontraktów w energetyce oraz wyjście z budownictwem drogowym i kubaturowym poza dotychczasowe regiony działania. Spodziewamy się relatywnie słabych wyników w 1Q'24, ale od 2Q'24 zakładamy poprawę. Prognozujemy istotniejsze wzrosty zysków w 2025 r. i 2026 r. Wyznaczamy cenę docelową za akcję na 12,0 zł (poprzednio – 12,5 zł).

### Fatalne wyniki 2023 r.

Dużą część kontraktów realizowanych w ubiegłym roku była podpisywana jeszcze przed wybuchem wojny w Ukrainie i skokowym wzrostem cen materiałów budowlanych oraz podwykonawstwa. W większości umów nie było klauzul waloryzacyjnych, a klienci spółki nie zgodzili się dopłacić za wzrost kosztów. W przypadku niektórych kontraktów problemem był też brak pracowników o odpowiednich kompetencjach czy błędy w projektach po stronie inwestorów, co przyczyniało się do wydłużenia realizacji kontraktów i naliczania kar przez klientów.

### Przewidywana stopniowa poprawa rezultatów finansowych

W backlogu na koniec 2023 r. znajdowało się jeszcze nieco ponad 300 mln zł zleceń do realizacji z zerową marżą (ok. 9% wartości portfela budowlanego). Blisko połowa takich kontraktów jest w segmencie przemysłowo-energetycznym. Kontrakty te będą ciągnąć w dół marżę w całym 2024 r., ale najbardziej w 1Q'24. Unidevelopment w pierwszym kwartale br. zaksięgował tylko 42 lokale, stąd nie będzie w stanie „uratować” wyników grupy kapitałowej. W 1Q'24 zakładamy stratę na poziomie EBIT, spodziewamy się jednak dodatnich skonsolidowanych wyników na poziomie operacyjnym i netto od 2Q'24. Z większym optymizmem patrzymy na 2025 r. i 2026 r. – wpływ „starych” kontraktów będzie już niewielki, a rentowność na zleceniach pozyskiwanych w ostatnich miesiącach powinna wracać w okolice długoterminowych średnich. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach spółka będzie w mniejszym stopniu bazować na, charakteryzujących się niskimi rentownościami, kontraktach mieszkaniowych, a w wyraźnie większym na drogowych, energetycznych i kubaturowych nie mieszkaniowych.

**Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 11,28 zł oraz porównawczą na 10,83 zł. Oba metodom przypisaliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 12,0 zł.**

mln zł	2021	2022	2023	2024P*	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	1 714,0	2 258,3	2 429,8	2 854,1	3 002,5	3 252,5
EBITDA	77,1	89,3	-109,4	99,1	114,4	141,0
EBIT	55,1	63,8	-137,8	69,6	83,4	109,4
Zysk netto przyp. akcji j. d.	28,2	7,4	-165,9	10,8	47,3	65,8
EPS	0,80	0,21	-4,73	0,31	1,35	1,88
DPS	0,30	0,50	0,22	0,00	0,00	0,70
P/E (x)	11,8	44,8	-	30,7	7,0	5,1
EV/EBITDA (x)	3,4	4,9	-	3,7	3,2	2,7

Źródło: Unibep S.A., P - prognozy Noble Securities

2024P\* wyniki bez uwzględnienia +100 mln zł EBIT i +44,5 mln zł zysku netto akcji j. d. na aktualizacji gruntów

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

(Raport aktualizujący)

Cena bieżąca	9,50 zł
Cena docelowa (9M)	12,0 zł
Potencjał wzrostu	26%
Kapitalizacja	333 mln zł
Free float	22%
Śr. wolumen 6M	11 329



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Unibep jest jedną z większych grup budowlanych w Polsce, działających w budownictwie kubaturowym, infrastrukturalnym, energetyczno-przemysłowym, modułowym, branży deweloperskiej.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Zofia Mikołuszeko	25,1%
Beata Maria Skowrońska	15,0%
Allianz OFE	10,0%
Beata Lachocka	7,1%
Wojciech Stajkowski	7,1%
Akcje własne	6,4%
Bankowy OFE	6,0%
Pozostali	23,3%

Źródło: Unibep S.A.

**Dariusz Nawrot**

**Starszy Analityk Akcji**

**dariusz.nawrot@noblesecurities.pl**  
**+48 783 391 515**

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 9.05.2024 o godz. 16:40. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 9.05.2024 o godz. 16:55.

## Spis treści

<b>Wycena</b> .....	3
Wycena metodą DCF .....	3
Wycena metodą porównawczą .....	5
<b>Wyniki finansowe 2023 r.</b> .....	6
<b>Najważniejsze informacje z konferencji z zarządem</b> .....	8
<b>Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki</b> .....	10
<b>Aktualizacja prognoz finansowych</b> .....	13
<b>Czynniki ryzyka</b> .....	15
<b>Tabele z wynikami finansowymi i prognozami</b> .....	16
<b>Zastrzeżenia prawne</b> .....	18

## WYCENA

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 50% (poprzednio 75%) i analizy porównawczej z wagą 50% (poprzednio 25%). W stosunku do raportu analitycznego z 15 września ub. r. zdecydowaliśmy się na podwyższenie wagi analizy porównawczej z 25% do 50% ze względu na szerszą grupę krajowych spółek budowlanych uwzględnionych w analizie i w konsekwencji bardziej miarodajną wycenę.

**W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 12,0 zł.** Przy wycenie nie uwzględnialiśmy żadnych zdarzeń jednorazowych.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednia wycena 1 akcji (zł)	Zmiana
Wycena DCF	50%	11,28	11,92	-5%
Wycena porównawcza	50%	10,83	10,07	8%
Średnia ważona metod		11,1	11,5	-3%
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>12,0</b>	<b>12,5</b>	-4%
Cena aktualna		9,50	10,35	-8%
Potencjał		26%	21%	

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2024-2033.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 8 maja 2024 r.
- Dług netto na 8 maja br. oszacowany na ok. 150 mln zł. Ze względu na to, że poziom długu netto w istotny sposób wpływa na wycenę akcji, przedstawiamy sposób jego oszacowania: zadłużenie netto na koniec 2023 r. było bardzo niskie (17 mln zł), ze względu na znaczące płatności od klientów w grudniu. W trakcie konferencji podsumowującej wyniki 2023 r. (19 kwietnia br.) zarząd Unibepu stwierdził, że gotówka pozyskana w końcówce roku została oddana w pierwszych 3 miesiącach br. (płatności do podwykonawców, zaangażowanie w kapitał obrotowy), a zadłużenie netto mogło wzrosnąć w okolice 200 mln zł (średni poziom długu netto z końca 1Q'23, 2Q'23, 3Q'23 wynosił 177 mln zł). Zarząd sygnalizował, że w ciągu 2 tygodni spółka najprawdopodobniej pozyska zaliczkę na realizację inwestycji PEC w Ełku (szacujemy ją na ok. 30 mln zł) oraz zaliczkę na budowę przejścia granicznego w Szeginie do końca 2Q'24 (5 mln euro, ok. 21,5 mln zł). Zakładamy więc, że poziom długu netto na 8 maja br. może być zbliżony do 150 mln zł. W najbliższych tygodniach sfinalizowana zostanie też prawdopodobnie sprzedaż jednej z działek pod działalność deweloperską w Warszawie (wpływy dla Unibepu szacujemy na ok. 24 mln zł), co dodatkowo obniży zadłużenie grupy kapitałowej.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7% (poprzednio 5,6%), premia za ryzyko – 5,8% (poprzednio 6,3%), Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

**WYCENA DCF**

DCF	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	2 854	3 003	3 253	3 415	3 586	3 765	3 953	4 151	4 359	4 577
NOPAT	56	67	88	82	86	90	95	100	105	110
Amortyzacja	30	31	32	32	33	34	34	35	36	36
Zmiany KON	-104	-27	-45	-30	-31	-33	-35	-36	-38	-40
CAPEX	-15	-25	-35	-32	-33	-34	-34	-35	-36	-36
<b>FCFF</b>	<b>-34</b>	<b>46</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>63</b>	<b>67</b>	<b>70</b>
WACC	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>
Współczynnik dyskonta	0,94	0,86	0,79	0,72	0,66	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42
DFCF	-32	39	31	37	36	34	33	32	30	29
SUMA DFCFF do 2033	270									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna po 2033	839									
Zdyskontowana wartość rezydualna	351									
Wartość Firmy (EV)	622									
Dług netto 8.05.2024	150									
Udziałowcy mniejszościowi	76									
Wartość kapitałów własnych	396									
Liczba akcji (w mln)	35,1									
Wartość na 1 akcję	11,28									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	11,3	12,6	14,1	16,2	19,1
WACC - 0,5%	10,2	11,3	12,6	14,4	16,7
WACC	9,2	10,1	11,3	12,8	14,7
WACC + 0,5%	8,3	9,1	10,1	11,4	13,0
WACC + 1,0%	7,5	8,2	9,1	10,1	11,5

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Koszt długu po tarczy	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Dług netto/EV	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
<b>WACC</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>

Źródło: Noble Securities

**WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ**

Analizę porównawczą oparliśmy o akcje 11 krajowych spółek budowlanych. Ich profile są zróżnicowane, cechą wspólną jest jednak to, że działają głównie w Polsce i borykają się często z podobnymi problemami dotyczącymi cen i dostępności materiałów budowlanych oraz podwykonawców.

W tabeli zamieściliśmy prognozowane wskaźniki P/E i EV/EBITDA na lata 2024 - 2026. Przy wycenie uwzględnialiśmy wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe. W przypadku Unibepu nie uwzględniliśmy zysków wynikających z przekwalifikowania części gruntów przeznaczonych pod budownictwo mieszkaniowe z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych (100 mln zł zysku z działalności operacyjnej w 1Q'24 i potencjalne dodatkowe zyski na sprzedaży tych działek).

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 10,83 zł (poprzednio 10,07 zł).

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18 637	24,6	22,9	21,1	14,8	13,5	12,0
Elektrotim	250	6,2	6,6	6,7	4,2	4,3	4,2
Erbud	496	32,6	14,6	10,6	5,3	4,2	3,8
Mirbud	967	9,2	9,7	9,9	5,1	5,1	5,1
Mostostal Zabrze	346	9,0	8,7	8,1	3,8	3,6	3,2
Onde	771	16,6	14,0	11,9	11,7	9,8	9,1
Pekabex	638	11,2	9,8	8,7	6,8	6,0	5,4
Polimex	843	11,2	9,4	7,7	5,3	4,6	3,9
Tesgas	35	18,4	8,7	7,0	4,2	2,7	2,3
Torpol	703	11,7	11,5	11,2	3,8	3,8	3,7
ZUE	227	17,2	11,7	10,3	4,9	4,0	4,0
<b>Mediana</b>		<b>11,7</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
Unibep	333	30,7	7,0	5,1	3,7	3,2	2,7
Premia/dyskonto do mediany		164%	-28%	-49%	-27%	-25%	-33%
<b>Implikowana wartość godziwa Unibep</b>		<b>3,61</b>	<b>13,24</b>	<b>18,53</b>	<b>9,15</b>	<b>9,22</b>	<b>11,22</b>
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep				<b>10,83</b>			

Źródło: Noble Securities

**Wyniki finansowe 2023 r.**

2023 r. był najgorszym rokiem pod względem wyników finansowych w giełdowej historii Unibepu. Przy okazji sporządzania sprawozdania całorocznego, zrewidowane zostały budżety kontraktów, zawiązano szereg rezerw na ryzyka, które się zmaterializowały bądź były wysoce prawdopodobne. Generalnie przyczyną słabych wyników były wzrosty cen materiałów budowlanych i usług podwykonawczych. W większości umów nie było klauzul waloryzacyjnych, a klienci spółki nie zgodzili się dopłacić za wzrost kosztów. W przypadku niektórych kontraktów problemem był też brak pracowników o odpowiednich kompetencjach, błędy w projektach po stronie inwestorów, co przyczyniało się do opóźnień w realizacji umów i w konsekwencji do naliczania kar przez odbiorców Unibepu. Najbardziej problematyczne okazały się kontrakty: na budowę fabryki pomp ciepła dla Viessmanna, przebudowę zakładu materiałów katodowych dla Umicore, rozbudowę drogi wojewódzkiej nr 513 na odcinku Lidzbark Warmiński, budowę Akademii Muzycznej w Bydgoszczy.

**Wyniki skonsolidowane Unibepu**

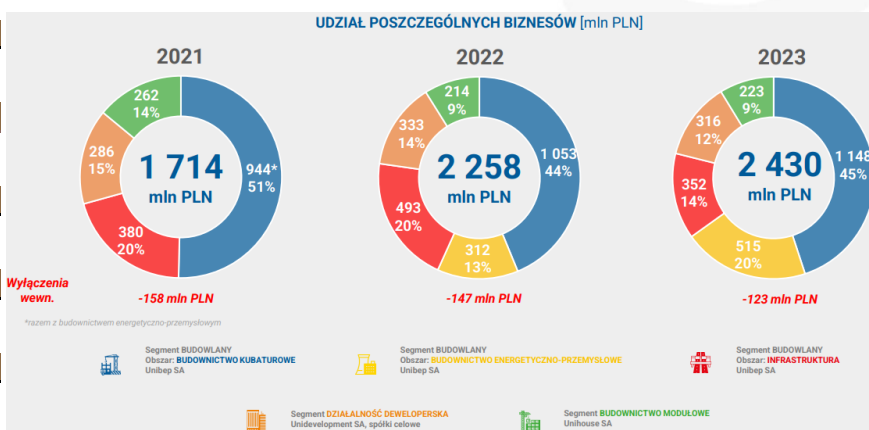
mln zł	4Q'22	1Q'23P	2Q'23	3Q'23P	4Q'23	2022	2023
Przychody ze sprzedaży	663,1	523,7	711,9	597,7	596,5	2 258,3	2 429,8
Zysk brutto na sprzedaży	22,2	29,3	29,9	-12,9	-84,1	148,3	-37,8
Koszty sprzedaży	-5,8	-2,6	-2,3	-2,5	-8,2	-20,6	-15,5
Koszty ogólnego zarządu	-14,9	-13,7	-14,4	-14,0	-29,2	-58,3	-71,3
Pozostała działalność operacyjna	-4,4	-0,1	1,6	0,6	-15,1	-5,6	-13,2
EBIT	-2,9	12,9	14,8	-28,8	-136,7	63,8	-137,8
Saldo finansowe	-17,1	-6,4	-9,3	-4,9	-19,0	-21,8	-39,5
Zysk netto	-17,7	4,4	4,7	-26,5	-139,0	31,9	-156,5
Wynik netto akcjonariuszy j. d.	-19,4	4,3	8,5	-43,3	-135,4	7,4	-165,9
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,3%	5,6%	4,2%	-2,2%	-14,1%	6,6%	-1,6%
Marża EBIT	-0,4%	2,5%	2,1%	-4,8%	-22,9%	2,8%	-5,7%
Marża netto	-2,9%	0,8%	1,2%	-7,2%	-22,7%	0,3%	-6,8%

Źródło: Unibep S.A.

W ujęciu segmentowym najgorsze wyniki zostały zrealizowane w budownictwie energetyczno-przemysłowym: -80 mln zł straty na poziomie wyniku brutto na sprzedaży w 4Q'23 i -64 mln zł straty brutto na sprzedaży w całym 2023 r. Wszystkie pozostałe segmenty, z wyjątkiem działalności deweloperskiej, zanotowały również straty na poziomie wyniku brutto na sprzedaży zarówno w 4Q'23 jak i całym 2023 r.

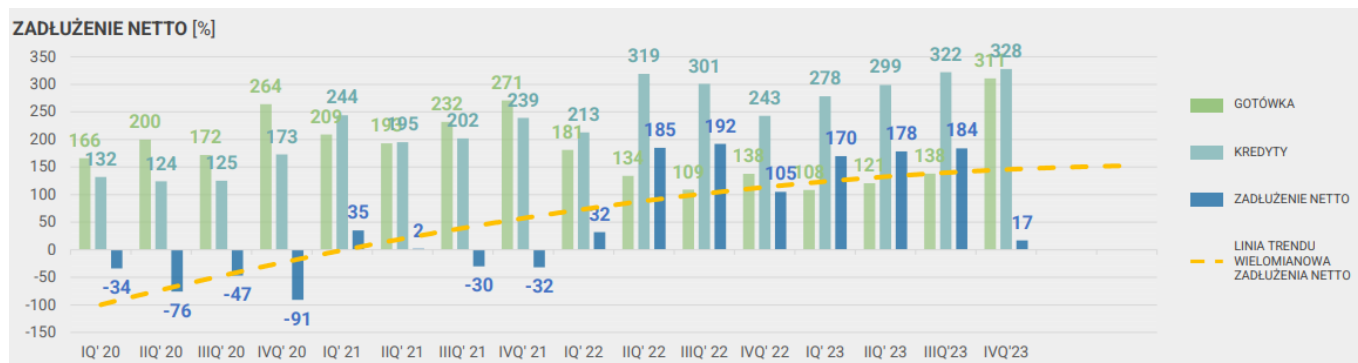
**Wyniki skonsolidowane Unibepu w podziale segmentowym i struktura przychodów**

<b>Budownictwo kubaturowe</b>	4Q'23	2023
Przychody	280,1	1 147,8
Zysk brutto na sprzedaży	-17,8	-13,0
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>	4Q'23	2023
Przychody	99,8	351,7
Zysk brutto na sprzedaży	-10,3	-5,2
<b>Budownictwo przem.-energ.</b>	4Q'23	2023
Przychody	84,4	514,5
Zysk brutto na sprzedaży	-79,7	-63,8
<b>Budownictwo modułowe</b>	4Q'23	2023
Przychody	53,9	222,9
Zysk brutto na sprzedaży	-5,4	-24,0
<b>Deweloperka</b>	4Q'23	2023
Przychody	106,0	315,8
Zysk brutto na sprzedaży	30,9	82,3





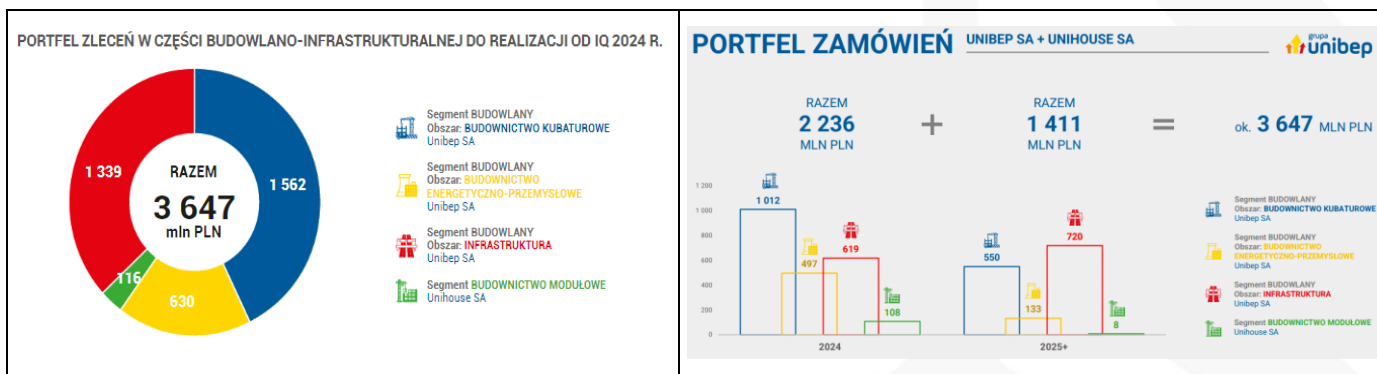
Lekko pozytywnym elementem był znaczący wzrost środków pieniężnych na koniec roku. Wynikał on głównie ze zwiększonych płatności od klientów publicznych, zamykających budżety 2023 r.



Źródło: Unibep S.A.,

Backlog grupy na koniec 2023 r. wyniósł 3 647 mln zł, był nieco wyższy niż na koniec 3Q'23 (3,455 mld zł), ale niższy niż na koniec 2022 r. (3,829 mld zł). W strukturze portfela wyraźnie zwiększył się udział segmentu infrastruktury drogowej.

**Portfel zamówień na 30 czerwca 2023 r.**



Źródło: Unibep S.A.

Od początku 2024 r. do połowy kwietnia Unibep i Unihouse dodatkowo podpisały umowy na 607 mln zł (392 mln zł przypadało na segment infrastruktury drogowej). Zarząd za wysoce prawdopodobne uważa pozyskanie 1,44 mld zł zleceń w najbliższych miesiącach (oferty z najniższymi cenami bądź najwyżej punktowane przez klientów). Największa część z nich ma przypadać na budownictwo energetyczno-przemysłowe (413 mln zł) i kubaturowe (405 mln zł), następnie na budownictwo modułowe (353 mln zł) i infrastrukturalne (267 mln zł).

W backlogu na koniec 2023 r. znajdowały się jeszcze zlecenia o wartości ok. 315 mln zł do realizacji z zerową marżą (głównie w 2024 r.): w segmencie kubaturowym takie kontrakty stanowiły 5,9% (ok. 92 mln zł), w infrastrukturalnym 5,7% (ok. 76 mln zł), w energetyczno-przemysłowym – 23,2% (ok. 146 mln zł).

## Informacje z konferencji z zarządem

19 kwietnia br., dzień po publikacji wyników za 2023 r., zarząd Unibep zorganizował konferencję podsumowującą rezultaty finansowe 2023 r. i zamierzenia na przyszłość. Poniżej prezentujemy główne wątki poruszone w trakcie konferencji:

- duża strata w 2023 r. daje komfort, że 2024 r. powinien być na plusie, jeżeli chodzi o EBIT, a jeśli się uwzględni przeszacowania niektórych aktywów, to solidny EBIT,
- kontrakt na budowę fabryki pomp ciepła dla Viessmanna (o wartości 462 mln zł) powinien zakończyć się jesienią 2024 r., kontrakt ten mocno obciążył wyniki 2023 r., kontrakt był realizowany w oparciu o dokumentację projektową inwestora, należało wprowadzić wiele zmian, stąd doszło do dużego opóźnienia w realizacji przez Unibep,
- problematyczny okazał się kontrakt z Umicore - obie strony wypowiedziały umowę, Umicore naliczył kary i nastąpiło pociągnięcie z gwarancji,
- były też błędy na innych kontraktach - wystąpiły opóźnienia w realizacji kontraktów, co wpłynęło na możliwe kary,
- w infrastrukturze wystąpiły podwyższone koszty związane z rozbudową drogi wojewódzkiej nr 513 na odcinku Lidzbark Warmiński - Wozławki (wartość umowy - 148 mln zł), Unibep złożył ofertę pod koniec 2021 r., umowa podpisana w 2022 r., tuż po wybuchu wojny w Ukrainie, toczą się rozmowy, czy Unibep może otrzymać dopłaty do 10% (bo kontrakt z okresu "wojennego"), w 2024 r. powinno być rozstrzygnięcie w sprawie dopłat,
- kontrakty deficytowe (z dużymi stratami w 2023 r.) nie powinny już obciążać wyników w 2024 r. - wynik na tych kontraktach powinien być neutralny wynikowo (na zero), a nowe kontrakty są podpisywane ze "zdrowymi" rentownościami,
- budowa Akademii Muzycznej w Bydgoszczy to kontrakt trudny (wartość 399 mln zł), zakończy się w 2025 r.,
- maksymalnie ok. 10 mln zł rezerw związanych w 2023 r. może być odwrócone w 2024 r.,
- w obecnie realizowanych kontraktach budowlanych jest kilkadziesiąt mln zł ryzyka, ale porównywalnie dużo szans, zakładany jest bilans na zero,
- w 1Q'24 było przekwalifikowanie części gruntów z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych i wycena do wartości godziwej – dotyczyło to projektu w Poznaniu i w Warszawie, łącznie na +100 mln zł na pozostałej działalności operacyjnej,
- 1Q'24 z wyłączeniem z przeszacowania gruntów będzie poniżej zera na poziomie EBIT (zabraknie na pokrycie kosztów ogólnego zarządu), 2Q'24 na break even, w 2H'24 powinien być zysk na poziomie EBIT,
- wysoka gotówka z końca 2023 r. została oddana w pierwszych 3 miesiącach tego roku, na koniec 1Q'24 dług netto może wzrosnąć z 17 mln zł do ok. 200 mln zł,
- planowane oddłużenie grupy na ok. 100 mln zł, głównie poprzez sprzedaż działek w Unidevelopment - sprzedaż od 1 do 3 działek (od 24 do 113 mln zł wpływów - w przypadku sprzedaży 1 z działek konieczna będzie spłata obligacji, w części stanowiącej zabezpieczenie hipoteczne - ok. 35 mln zł, czyli netto od 24 do 78 mln zł),
- banki nie ograniczyły finansowania spółce, nie ograniczyły gwarancji (dobrego wykonania i wadialnych), instytucje finansowe chcą zobaczyć działania zarządu na gorszy scenariusz niż zakładany w budżecie Unibepu, jeśli ryzyka się nie zmaterializują, nie byłoby potrzeby oddłużenia Unibepu,



- spodziewane jest kilkadziesiąt mln zł zaliczki z Ełk PEC w najbliższych 2 tygodniach i 5 mln euro (21,5 mln zł) na przejście graniczne do końca 2Q'24,
- kapitał obrotowy będzie ściągany tak szybko jak to możliwe, zobowiązania płacone tak późno jak to możliwe,
- Unihouse w 2024 r. powinien mieć EBITDA zero plus, w przypadku pogorszenia sytuacji rynkowej rozważane jest też pozyskanie inwestora mniejszościowego, sprzedaż całej spółki, w 2024 r. 40% przychodów Unihouse pochodzić będzie z Polski, są zlecenia z Danii, coraz mniejsza ekspozycja na Skandynawię,
- w Unihouse planowana jest większa ekspozycja na rynek polski (szkoły, żłobki, przedszkola) i niemiecki (domy seniora) - na drugim z nich widać wyraźne spowolnienie, w 2024 r. zarząd liczy na "neutralny" wynikowo Unihouse, spodziewa się większej ilości zleceń z Polski po wyborach samorządowych (SIM, TBS),
- w Unihouse wyłączony został 1 zakład – możliwości produkcyjne obniżyły się z ponad 40 tys. m<sup>2</sup> do 31 tys m<sup>2</sup> powierzchni modułowych, w 2023 r. wystąpiły koszty z tytułu zwolnień pracowników,
- 10-13% rentowności netto to standard w działalności deweloperskiej, Unidevelopment osiąga takie poziomy,
- w 2024 r. Unidevelopment zamierza sprzedać ponad 400 mieszkań i przekazać klientom ponad 500 lokali,
- w strategii dla segmentu budownictwa kubaturowego zakładany jest zbliżony poziom przychodów, ale mniejszy udział budownictwa mieszkaniowego, większy - niemieszkaniowego, przesunięcie na trudniejsze kontrakty, w 2H'24 będą budowane struktury na wyjście poza rynek warszawski – do Trójmiasta, zachodniopomorskiego, podkarpackiego, małopolskiego, lubelskiego, na Śląsk,
- w segmencie energetyczno-przemysłowym Unibep będzie starał się pozyskiwać kontrakty o wartości między 50 a 400 mln zł, przede wszystkim w zakresie instalacji NOX, biomasy, silników gazowych, w obszarach, gdzie spółka ma doświadczenie,
- w segmencie infrastruktury planowane jest wyjście poza podlaskie, warmińsko-mazurskie, północną część mazowieckiego, na razie brak zasobów ludzkich, ale portfel w tym segmencie powinien szybko się zwiększać,
- w budownictwie drogowym w najbliższych miesiącach Unibep będzie się skupiał na kontraktach wojewódzkich, a nie GDDKiA - tam będzie mało przetargów w tym roku,
- dla Unidevelopment rozważane jest pozyskanie strategicznego partnera, który zdynamizowałby działalność na terenie Polski - inwestor mniejszościowy,
- budownictwo modułowe ma dobre perspektywy, ale będzie się intensywnie rozwijać dopiero za 10-15 lat, zarząd zlecił firmie doradczej zbadanie możliwości pozyskania inwestora dla Unihouse.

Link do konferencji: <https://www.youtube.com/watch?v=EhFn8JZnBgQ>

## Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki

- 28 września 2023 r. Unibep poinformował o nabyciu przez spółki zależne nieruchomości położonych w dzielnicy Chylonia w Gdynii, o łącznym obszarze ok. 1,2 ha, za łączną cenę ok. 13,55 mln zł netto. Nieruchomość ma być przeznaczona na realizację I etapu kilkietapowej inwestycji deweloperskiej, w ramach której przewidziane jest zrealizowanie łącznie ok. 780 lokali mieszkalnych. Rozpoczęcie realizacji w/w inwestycji zaplanowane jest na IV kwartał 2024 r.
- 28 września 2023 r. Unibep poinformował o zwiększeniu o kwotę 40,057 mln zł łącznej nominalnej wartości obligacji, które będą mogły zostać wyemitowane w ramach Programu Emisji Obligacji (wcześniej zakładano 150 mln zł).
- 4 października 2023 r. Unihouse zawarł umowę na realizację w technologii modułowej zadania inwestycyjnego pn.: "Budowa budynku komunalnego przy ul. P. Ściegiennego 10 w Kamiennej Górze" w województwie dolnośląskim. Zamawiającym jest Gmina Miejska Kamienna Góra. Przedmiotem Umowy jest realizacja budynku komunalnego o wysokości 3 kondygnacji nadziemnych, w którym znajdują się 24 lokale mieszkalne. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 11,8 mln zł brutto. Termin realizacji Inwestycji wynosi 12 miesięcy od dnia podpisania Umowy.
- 5 października Unibep zawarł umowę na realizację zadania pn.: "Rozbudowa drogi krajowej nr 63 na odcinku Borki - Jeże". Zamawiającym jest Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad Oddział w Olsztynie. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 77,7 mln zł netto. Termin realizacji Inwestycji wynosi 18 miesięcy od dnia podpisania Umowy, bez wliczania tzw. okresów zimowych, trwających od 16 grudnia do 15 marca.
- 11 października 2023 r. Unibep zawarł umowę na realizację inwestycji pn.: "Budowa Centrum Innowacji i Cyberbezpieczeństwa Wydziału Cybernetyki". Zamawiającym jest Wojskowa Akademia Techniczna. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 163,3 mln zł netto. Termin realizacji inwestycji wynosi 48 miesięcy od dnia podpisania Umowy.
- 12 października 2023 r. Unibep zawarł umowę na realizację zamówienia publicznego pn.: "Rozbudowa drogi krajowej nr 65 na odcinku Nowa Wieś Ełcka - granica województwa". Zamawiającym jest Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad Oddział w Olsztynie. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 104,4 mln zł netto. Termin realizacji Inwestycji wynosi 18 miesięcy od dnia podpisania Umowy.
- 13 października 2023 r. Unibep zawarł z zakładem produkcyjnym z branży spożywczej umowę o roboty budowlane na realizację w systemie generalnego wykonawstwa prac polegających na przygotowaniu projektu wykonawczego oraz wybudowaniu budynku produkcyjno - usługowego z częścią administracyjno - socjalną wraz z niezbędną infrastrukturą techniczną w województwie podlaskim. Wynagrodzenie wynosi 93,45 mln zł netto. Zakończenie inwestycji planowane jest w II kwartale 2025 r.
- 19 października 2023 r. Unibep zawarł umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa kolejnego etapu inwestycji mieszkaniowej przy ul. Mangalia w Warszawie. Zamawiającym jest spółka Polskie Projekty Inwestycyjne Sp. z o.o. SKA z siedzibą w Krakowie. Rozpoczęcie realizacji Inwestycji nastąpi w IV kwartale 2023 r., a zakończenie w IV kwartale 2025 r. Wynagrodzenie Spółki za wykonanie Inwestycji wynosi 97,7 mln zł netto.
- 16 listopada 2023 r. Unibep podpisał umowę na realizację zamówienia publicznego pn.: "Rozbudowa obwodnicy Giżycka na drodze krajowej nr 59". Zamawiającym jest Generalna

Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad Oddział w Olsztynie. Wynagrodzenie wynosi ok. 88,9 mln zł netto.

- 8 grudnia 2023 r. Zarząd Unibep S.A. otrzymał rezygnację Pana Sławomira Kiszyckiego z pełnienia funkcji Wiceprezesa Zarządu Emitenta, ze skutkiem na dzień 31.12.2023 r. Przyczyną rezygnacji, jak wskazano, są powody osobiste.
- 20 grudnia 2023 r. Unihouse zawarł umowę na realizację w technologii modułowej zadania inwestycyjnego pn.: "Budowa budynku mieszkalnego wielorodzinnego wraz z infrastrukturą towarzyszącą w Ogrodzieńcu przy ul. Orzeszkowej. Zamawiającym jest SIM Zagłębie Sp. z o.o. z siedzibą w Sosnowcu. Wynagrodzenie wynosi ok. 18,4 mln zł netto. Termin realizacji Inwestycji wynosi 10 miesięcy od dnia podpisania Umowy.
- 21 grudnia 2023 r. Unibep zawarł umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa II etapu inwestycji mieszkaniowej przy ul. Redutowej w Warszawie. Zamawiającym jest spółka należąca do grupy OKAM CAPITAL. Wynagrodzenie wynosi ok. 174,0 mln zł netto.
- 5 stycznia 2024 r. Unihouse poinformował o podpisaniu umowy na realizację budynku w technologii modułowej w Trondheim w Norwegii. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 30,0 mln NOK netto, co stanowi równowartość ok. 11,6 mln PLN netto.
- 23 stycznia 2024 r. Unibep zawarł umowę na realizację zamówienia publicznego pn.: "Przebudowa wymiana - demontaż i budowa kotłów węglowych WRm 40 nr K-4 i WRp nr K-5 na kotły opalane gazem i/lub olejem wraz z instalacją odprowadzania spalin dwoma stalowymi emitorami posadowionymi na wspólnym fundamencie żelbetowym oraz budowie instalacji magazynowania i dystrybucji oleju opałowego w Ciepłowni "Zachód" w Białymstoku". Wynagrodzenie z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 87,0 mln zł netto.
- 30 stycznia 2024 r. spółka zależna od Unidevelopment podpisała umowę zakupu nieruchomości położonej w dzielnicy Białołęka w Warszawie. Wartość umowy ok. 17,0 mln zł netto.
- 13 lutego 2024 r. Unibep otrzymał od Zamawiającego tj. Umicore Battery Materials Poland sp. z o.o. z siedzibą w Radzikowicach pismo zawierające oświadczenie Zamawiającego o odstąpieniu od Umowy, w części dotąd niewykonanej, z przyczyn za które odpowiada Spółka. Jednocześnie Zamawiający domagał się od Spółki kar umownych z tytułu odstąpienia Zamawiającego od Umowy oraz z tytułu nienależytego i nieterminowego wykonania przez Spółkę Umowy, w maksymalnej umownej wysokości wynoszącej łącznie ok. 6 mln PLN.
- 16 lutego 2024 r. Unibep złożył Umicore własne oświadczenie o odstąpieniu od Umowy w części niewykonanej z przyczyn, za które odpowiada Zamawiający. Unibep stoi na stanowisku, iż oświadczenie złożone przez Zamawiającego w dniu 13 lutego 2024 roku było merytorycznie niezasadne, a przez to nie mogło odnieść skutku prawnego. Jednocześnie zaistniały przesłanki uprawniające Spółkę do złożenia Zamawiającemu oświadczenia o odstąpieniu od Umowy z przyczyn leżących po jego stronie.
- 19 lutego 2024 r. Unibep zawarł umowę na realizację zamówienia publicznego pn.: "Projekt i budowa drogi S19 Dobrzyniewo - Sokółka odcinek: węzeł Czarna Białostocka (bez węzła) - węzeł Białystok Północ (bez węzła)". Zamawiającym jest Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad Oddział w Białymstoku. Wynagrodzenie Emitenta z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 350 mln zł brutto.
- 11 marca 2024 r. Unibep zawarł umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa przejścia granicznego "Szeginie" na granicy ukraińsko - polskiej, która zastępuje poprzednie

uzgodnienia w tym przedmiocie. Zamawiającym jest Państwowa Służba Celna Ukrainy. Wartość Umowy wynosi 23,5 mln EUR netto, co stanowi równowartość kwoty ok. 100,9 mln PLN netto

- 27 marca 2024 r. konsorcjum w składzie Unibep SA [Lider Konsorcjum] oraz Przedsiębiorstwo Budownictwa Komunikacyjnego Sp. z o.o. z siedzibą w Łomży [Partner Konsorcjum] zawarło umowę na realizację zamówienia publicznego pn.: "Budowa i rozbudowa drogi wojewódzkiej nr 679 na odcinku Łomża - Mężenin". Zamawiającym jest Podlaski Zarząd Dróg Wojewódzkich w Białymstoku. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 204,4 mln zł netto, z czego wynagrodzenie przypadające na Unibep stanowi kwota ok. 102,2 mln zł netto.
- 29 marca 2024 r. dwie spółki zależne od Unibep działające w segmencie działalności deweloperskiej podjęły uchwały o zaprzestaniu prac przygotowujących ich wybrane nieruchomości gruntowe do realizacji projektów mieszkaniowych oraz utrzymaniu tych gruntów w celu uzyskania korzyści z tytułu wzrostu ich wartości, co wiąże się z koniecznością dokonania przekwalifikowania tych nieruchomości gruntowych z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych oraz wyceny gruntów do wartości godziwej. Zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości powyższe zmiany znajdują odpowiednie odzwierciedlenie w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym Grupy Kapitałowej Unibep za 1Q'24 poprzez jednorazowe zwiększenie niektórych pozycji wynikowych tego sprawozdania za okres I kwartału 2024 roku, a w tym: pozostałych przychodów operacyjnych o ok. 100 mln zł, zysku netto o ok. 81 mln zł, zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej o ok. 44,5 mln zł.
- 10 kwietnia 2024 r. Unidevelopment, poinformował, że 1Q'24 sprzedał 89 lokali, z czego 26 stanowiły lokale w projektach deweloperskich realizowanych z podmiotami zewnętrznymi. W 1Q'24 kwartale 2024 r. grupa Unidevelopment prowadziła sprzedaż w 7 inwestycjach. Grupa Unidevelopment rozpoznała w wyniku za I kwartał 2024 roku 42 lokale.
- 23 kwietnia 2024 r. Unibep poinformował iż Rada Nadzorcza pozytywnie oceniła i zaopiniowała wniosek Zarządu Spółki w sprawie rekomendacji pokrycia straty za rok obrotowy 2023 w kwocie 164 309 001,18 zł w następujący sposób: 105 732 904,13 zł - z kapitału zapasowego jaki powstał z tytułu zysków z lat ubiegłych; oraz 58 576 097,05 zł - z kapitału zapasowego ze sprzedaży akcji powyżej ceny nominalnej.
- 30 kwietnia Unibep poinformował o wyborze przez Gminę Troms jako najkorzystniejszej oferty spółki zależnej, Unihouse S.A. w postępowaniu o udzielenie zamówienia publicznego, którego przedmiotem jest realizacja w technologii modułowej 2 - kondygnacyjnego budynku, w którym znajdzie się 26 mieszkań komunalnych dla uchodźców, w Troms w Norwegii. Cena oferty wynosi ok. 105,9 mln NOK netto w wersji podstawowej, co stanowi równowartość ok. 38,7 mln PLN netto oraz ok. 120,1 mln NOK netto w wersji uwzględniającej roboty dodatkowe, które mogą zostać zlecone przez Zamawiającego, co stanowi równowartość ok. 44,0 mln PLN netto. Zakończenie realizacji Inwestycji przewidziane jest w I kwartale 2025 r.



## Aktualizacja prognoz finansowych

Relatywnie duży portfel zleceń z końca 2023 r. (3,6 mld zł, z tego 2,2 mld zł przypadające do realizacji w 2024 r.) w połączeniu z pozyskanymi w pierwszych 4 miesiącach bieżącego roku zleceniami (0,6 mld zł) i umowami prawdopodobnymi do podpisania w najbliższych miesiącach (ok. 1,4 mld zł) pozwala oczekiwać wyraźnego wzrostu skonsolidowanych przychodów w bieżącym roku. Zarząd zapowiada rozbudowywanie zespołów ludzkich do pozyskiwania zleceń w energetyce oraz wyjściu z budownictwem drogowym poza dotychczasowe rejony działania. W związku z tym zakładamy wyraźny wzrost kosztów ogólnego zarządu w 2024 r. i 2025 r.

W 2024 r. zakładana jest sprzedaż od 1 do 3 działek, w celu oddłużenia grupy kapitałowej. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobna do sprzedaży w pierwszej kolejności jest działka na warszawskim Bemowie (4 etap Osiedla Coopera, 4,8 tys. PUM). Potencjalną wartość transakcji szacujemy na 24 mln zł. W dalszej kolejności wydaje się, że mogą być sprzedane działki na Pradze Południe w Warszawie (14,5 tys. PUM, wartość transakcji szacujemy na nieco ponad 50 mln zł) oraz jedna z działek w Trójmieście. Na potrzeby prognoz zakładamy w 2024 r. sprzedaż 2 działek i pozyskanie ok. 75 mln zł środków pieniężnych z tych transakcji. Nieco niższe zadłużenie powinno przełożyć się na obniżenie kosztów finansowych w 2024 r.

W podziale na kwartały spodziewamy się straty na poziomie operacyjnym i netto w 1Q'24 (bez uwzględniania aktualizacji wyceny gruntów) – wpłynie na to realizacja części kontraktów z zerową marżą (na początku 2024 r. wartość takich kontraktów to ok. 315 mln zł, zakładamy, że ok. 1/3 przychodów z tych kontraktów może być zaksięgowana w 1Q'24) i niska liczba przekazanych klientom mieszkań przez Unidevelopment (42). Od 2Q'24 zakładamy zyski na poziomie skonsolidowanego EBIT.

W 2024 r. prognozujemy wzrosty przychodów we wszystkich segmentach, z wyjątkiem Unihouse. Zakładamy stopniową poprawę marży brutto na sprzedaży w bieżącym roku i 2 kolejnych.

## Wyniki historyczne i prognozy w podziale na segmenty

<b>Budownictwo kubaturowe</b>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	905,5	1 117,0	1 111,2	1 094,5	943,1	941,8	1 053,6	1 147,8	1 180,0	1 220,0	1 250,0
Zysk brutto na sprzedaży	46,7	53,0	29,7	58,3	63,6	57,1	20,7	-13,0	27,7	36,6	49,5
Marża brutto na sprzedaży	5,2%	4,7%	2,7%	5,3%	6,7%	6,1%	2,0%	-1,1%	2,4%	3,0%	4,0%
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	162,9	199,5	337,2	339,0	379,0	381,9	493,0	351,7	700,0	750,0	800,0
Zysk brutto na sprzedaży	5,69	-18,9	15,7	36,3	38,2	7,9	33,0	-5,2	45,5	48,8	52,0
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	-9,5%	4,7%	10,7%	10,1%	2,1%	6,7%	-1,5%	6,5%	6,5%	6,5%
<b>Budownictwo przem.-energ.</b>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody							312,2	514,5	600,0	630,0	680,0
Zysk brutto na sprzedaży							28,2	-63,8	20,8	31,5	34,0
Marża brutto na sprzedaży							9,0%	-12,6%	3,5%	5,0%	5,0%
<b>Budownictwo modułowe</b>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	156,4	181,65	142,0	183,4	211,3	261,8	213,5	222,9	160,0	220,0	250,0
Zysk brutto na sprzedaży	9,98	11,5	4,8	1,4	-6,4	7,2	-32,3	-24,0	1,6	10,6	13,8
Marża brutto na sprzedaży	6,4%	6,3%	3,3%	0,7%	-3,0%	2,7%	-15,1%	-10,8%	1,0%	4,8%	5,5%
<b>Deweloperka</b>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	98,7	228,2	137,5	165,9	242,5	285,9	333,1	315,8	334,2	299,6	412,5
Zysk brutto na sprzedaży	22,4	60,87	47,7	37,4	57,2	65,3	99,9	82,3	93,6	83,9	103,1
Marża brutto na sprzedaży	22,7%	26,7%	34,7%	22,5%	23,6%	22,8%	30,0%	26,1%	28,0%	28,0%	25,0%

Źródło: Unibep S.A., 2024P-2026P: prognozy Noble Securities

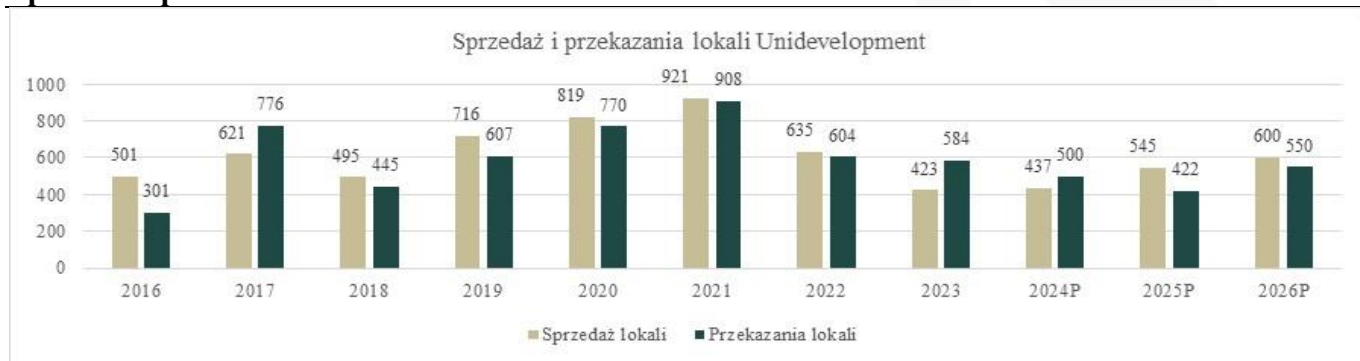
**Unihouse – historyczne wyniki i prognozy**

mln zł	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	30,4	225,7	273,3	223,3	223,9	160,0	220,0	250,0
Zysk brutto na sprzedaży	1,5	8,6	15,2	-28,7	-23,1	1,6	10,6	13,8
EBIT	0,1	1,1	6,0	-38,4	-31,2	-5,4	2,6	4,8
EBITDA	0,7	4,1	11,1	-33,3	-26,1	-0,3	7,6	9,8
Zysk netto	0,3	0,1	0,3	-35,6	-44,7	-10,4	-1,2	1,4

Źródło: Unibep S.A., 2024P-2026P: prognozy Noble Securities

W związku z planami sprzedaży od 1 do 3 działek oraz wstrzymaniem realizacji kolejnego etapu inwestycji mieszkaniowej w Poznaniu, korygujemy w dół szacunki dotyczące sprzedaży mieszkań przez Unidevelopment w latach 2024 – 2026 oraz wyniki finansowe tej spółki.

Zakładamy, że w 2025 r. Unidevelopment wróci do realizacji inwestycji w Poznaniu w projektach Fama Jeżyce, etapy 4 – 8. Od 2026 r. spodziewamy się jednak niższych marż wykazywanych w Unidevelopment, w konsekwencji wyceny gruntów w Poznaniu do wartości godziwej w 1Q'24.

**Sprzedaż i przekazania lokali**

Źródło: Unibep S.A., 2024P-2026P: prognozy Noble Securities

**Unidevelopment – historyczne wyniki i prognozy**

mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	273,3	333,0	315,8	334,2	299,6	412,5
Zysk brutto na sprzedaży	65,3	99,9	82,3	93,6	83,9	103,1
EBIT	47,5	67,5	53,9	61,6	50,9	67,1
Zysk netto jednostki dominującej	42,2	32,2	30,0	26,7	35,4	40,0

Źródło: Unibep S.A., 2024P-2026P: prognozy Noble Securities

**Aktualizacja prognoz w stosunku do raportu analitycznego z 15 września 2023 r.**

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2024P			2025P			2026P obecna
	obecna	poprzednia	Zmiana	obecna	poprzednia	Zmiana	
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 854,2</b>	<b>2 750,0</b>	<b>4%</b>	<b>3 002,5</b>	<b>3 260,0</b>	<b>-8%</b>	<b>3 252,5</b>
Zysk brutto na sprzedaży	179,1	173,5	3%	200,4	231,5	-13%	233,4
Koszty sprzedaży	-21,5	-12,0	79%	-23,0	-18,0	28%	-25,0
Koszty ogólnego zarządu	-78,0	-70,0	11%	-84,0	-80,0	5%	-89,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-10,0	-5,0	100%	-10,0	-8,0	25%	-10,0
<b>EBIT bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>69,6</b>	<b>80,5</b>	<b>-14%</b>	<b>83,4</b>	<b>118,5</b>	<b>-30%</b>	<b>109,4</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-32,4	-24,2	34%	-23,3	-22,0	6%	-16,0
Zysk przed opodatkowaniem bez one off	37,2	56,3	-34%	60,2	96,5	-38%	93,4
Podatek dochodowy	-8,5	-11,3	-24%	-12,3	-22,2	-45%	-18,7
Zysk netto bez one off	28,6	45,0	-36%	47,9	74,3	-36%	74,7
<b>Zysk netto przypis. akcyj. j.d. bez one off</b>	<b>10,8</b>	<b>31,2</b>	<b>-65%</b>	<b>47,3</b>	<b>64,8</b>	<b>-27%</b>	<b>65,8</b>
Amortyzacja	29,5	29,0	2%	31,0	31,0	0%	31,6
EBITDA	99,1	109,5	-10%	114,4	149,5	-23%	141,0

Źródło: 2024P-2026P: prognozy Noble Securities



## Czynniki ryzyka

- Ryzyko spowolnienia gospodarczego – przedłużenie trwającego od kilku kwartałów spowolnienia gospodarczego może przełożyć się na zmniejszenie liczby inwestycji w budownictwie kubaturowym (mniej rozpoczynanych budów zakładów produkcyjnych, hal magazynowych, obiektów użyteczności publicznej, budynków mieszkalnych).
- Ryzyko zaostrzenia konkurencji – w sytuacji spowolnienia gospodarczego należy liczyć się z zaostrzeniem konkurencji między firmami budowlanymi, co będzie skutkowało obniżeniem marż na realizowanych kontraktach.
- Ryzyko odpisów na należności – w gorszym otoczeniu makroekonomicznym zwiększa się ryzyko odpisów na należności (pogorszenie sytuacji finansowej klientów).
- Ryzyko dalszych opóźnień w transferze środków z UE – brak środków z Krajowego Planu Odbudowy i Rozwoju wpłynął na wstrzymanie szeregu inwestycji publicznych (przede wszystkim w budownictwie kolejowym). Przedłużanie takiego stanu będzie się przekładać negatywnie na aktywność w branży budowlanej.
- Ryzyko strat na poszczególnych kontraktach – błędne kalkulacje lub zmiany otoczenia rynkowego mogą spowodować, że wyniki na niektórych kontraktach będą znacznie poniżej oczekiwań spółki.
- Ryzyko sporów sądowych z klientami – w przypadku kontraktów budowlanych występuje relatywnie wysokie ryzyko sporu firm budowlanych z klientami, co do jakości wykonania, terminowości, niedochowania zapisów umownych. Część z takich sporów ma finał w sądzie, w przypadku przegranej przez spółkę budowlaną może ją narażać na duże straty.
- Ryzyko istotnego wzrostu cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa – w branży budowlanej okresowo dochodzi do dynamicznych wzrostów cen materiałów budowlanych (w wyniku zakłóceń w łańcuchach dostaw bądź zwiększonego popytu na materiały budowlane), co skutkuje obniżeniem rentowności firm działających przede wszystkim jako generalni wykonawcy, czyli takich jak Unibep.
- Ryzyko walutowe – część przychodów grupy Unibep realizowana jest na rynkach zagranicznych, umocnienie złotego może wpływać niekorzystnie na wyniki na realizowanych kontraktach zagranicznych.
- Ryzyko stóp procentowych – grupa Unibep w dużym zakresie korzysta z finansowania w postaci kredytów bankowych, leasingu, obligacji. Wzrost stóp procentowych wpływa negatywnie na koszty finansowe i w skrajnym scenariuszu może zagrozić utrzymaniu płynności finansowej w grupie.
- Ryzyko utraty płynności finansowej – niski poziom środków pieniężnych, utrudnione finansowanie bankowe mogą skutkować problemami w terminowym regulowaniu zobowiązań, w skrajnym przypadku doprowadzając do braku możliwości kontynuowania działalności.

**Tabele z wynikami finansowymi i prognozami**

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 714,0</b>	<b>2 258,3</b>	<b>2 429,8</b>	<b>2 854,1</b>	<b>3 002,5</b>	<b>3 252,5</b>
Zysk brutto na sprzedaży	127,3	148,3	-37,8	179,1	200,4	233,4
Koszty sprzedaży	-14,2	-20,6	-15,5	-21,5	-23,0	-25,0
Koszty ogólnego zarządu	-61,1	-58,3	-71,3	-78,0	-84,0	-89,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	3,2	-5,6	-13,2	-10,0	-10,0	-10,0
<b>EBIT bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>55,1</b>	<b>63,8</b>	<b>-137,8</b>	<b>69,6</b>	<b>83,4</b>	<b>109,4</b>
EBIT raportowany	55,1	63,8	-137,8	169,6	83,4	109,4
Koszty i przychody finansowe netto	-2,2	-21,9	-39,5	-32,4	-23,3	-16,0
Zysk przed opodatkowaniem	52,7	41,9	-177,3	37,2	60,1	93,4
Podatek dochodowy	-10,6	-10,0	20,8	-8,6	-12,3	-18,7
<b>Zysk netto przypis. akcj. j.d. bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>28,2</b>	<b>7,4</b>	<b>-165,9</b>	<b>10,8</b>	<b>47,3</b>	<b>65,8</b>
Zysk netto przypis. akcj. j.d. raportowany	28,2	7,4	-165,9	55,3	47,3	65,8
Amortyzacja	22,0	25,6	28,4	29,5	31,0	31,6
EBITDA bez zdarzeń jednorazowych	77,1	89,3	-109,4	99,1	114,4	141,0

Źródło: Unibep S. A, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany bilans	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa</b>	<b>1 535,5</b>	<b>1 813,2</b>	<b>1 807,3</b>	<b>1 819,6</b>	<b>1 874,1</b>	<b>1 956,6</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>331,8</b>	<b>401,1</b>	<b>350,8</b>	<b>289,0</b>	<b>302,0</b>	<b>323,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	141,2	152,3	146,8	142,0	145,0	150,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	24,9	23,9	24,6	24,0	24,0	25,0
Inne aktywa trwałe	165,7	224,9	179,4	123,0	133,0	148,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 203,7</b>	<b>1 412,1</b>	<b>1 456,5</b>	<b>1 530,6</b>	<b>1 572,1</b>	<b>1 633,6</b>
Zapasy	406,6	543,5	457,9	549,7	575,8	620,4
Należności handlowe	238,5	384,5	378,9	414,4	436,0	472,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	271,5	137,9	311,1	256,5	240,3	211,0
Inne aktywa obrotowe	287,1	346,1	308,6	310,0	320,0	330,0
<b>Pasywa</b>	<b>1 535,5</b>	<b>1 813,2</b>	<b>1 807,3</b>	<b>1 819,6</b>	<b>1 874,1</b>	<b>1 956,6</b>
<b>Kapitał własny przyp. akcj. j.d.</b>	<b>303,5</b>	<b>302,1</b>	<b>136,9</b>	<b>147,8</b>	<b>195,1</b>	<b>236,4</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>269,3</b>	<b>298,0</b>	<b>410,3</b>	<b>397,1</b>	<b>380,1</b>	<b>372,9</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	139,9	169,7	254,9	232,9	215,9	198,9
Inne	129,4	128,2	155,4	164,2	164,2	174,0
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>894,1</b>	<b>1 131,3</b>	<b>1 183,9</b>	<b>1 197,7</b>	<b>1 220,9</b>	<b>1 267,4</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	63,2	71,1	72,7	58,7	55,7	57,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	269,5	415,3	416,7	439,7	460,6	496,3
Inne	561,4	644,9	694,5	699,3	704,6	713,4
<b>Dług netto</b>	<b>-68,3</b>	<b>102,8</b>	<b>16,6</b>	<b>35,1</b>	<b>31,3</b>	<b>45,6</b>

Źródło: Unibep S. A, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk brutto	52,7	41,9	-177,3	37,2	60,1	93,4
Amortyzacja	22,0	25,6	28,4	29,5	31,0	31,6
Zmiana kapitału obrotowego	-38,0	-137,1	92,6	-104,2	-26,8	-45,2
Zapłacony podatek dochodowy	-32,8	0,0	20,8	-8,6	-12,3	-18,7
Inne	-7,0	65,4	192,6	0,0	0,0	0,0
<b>CF operacyjny</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>157,1</b>	<b>-46,1</b>	<b>52,1</b>	<b>61,1</b>
CAPEX	-8,0	-70,7	-6,6	-15,0	-25,0	-35,0
Inne	-3,2	13,5	10,4	75,0	0,0	0,0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-11,2</b>	<b>-57,3</b>	<b>3,8</b>	<b>60,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-35,0</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	38,3	7,4	84,6	-36,1	-20,0	-15,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-9,6	-16,3	-7,1	0,0	0,0	-24,5
Inne	-7,0	-63,1	-65,2	-32,4	-23,3	-16,0
<b>CF finansowy</b>	<b>21,7</b>	<b>-72,1</b>	<b>12,3</b>	<b>-68,5</b>	<b>-43,3</b>	<b>-55,5</b>
<b>CF</b>	<b>7,5</b>	<b>-133,5</b>	<b>173,3</b>	<b>-54,6</b>	<b>-16,2</b>	<b>-29,4</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	264,1	271,5	137,9	311,1	256,5	240,3
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	271,5	137,9	311,1	256,5	240,3	211,0

Źródło: Unibep S. A. P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+ (PLN)	0,80	0,21	-4,73	0,31	1,35	1,88
Revenue (mln PLN)	1714,0	2258,3	2429,8	2854,1	3002,5	3252,5
Gross Margin %	7,4%	6,6%	-1,6%	6,3%	6,7%	7,2%
EBIT (mln PLN)	55,1	63,8	-137,8	69,6	83,4	109,4
EBITDA (mln PLN)	77,1	89,3	-109,4	99,1	114,4	141,0
Pre-Tax Profit	52,7	41,9	-177,3	37,2	60,1	93,4
Net Income Adj+ (mln PLN)	28,2	7,4	-165,9	10,8	47,3	65,8
Net debt (mln PLN)	-68,3	102,8	16,6	35,1	31,3	45,6
BPS (PLN)	8,65	8,62	3,90	4,21	5,56	6,74
DPS (PLN)	0,30	0,50	0,22	0,00	0,00	0,70
Return on Equity	10%	2%	-76%	8%	28%	31%
Return on Assets	2%	0%	-9%	1%	3%	3%
Depreciation (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortization (mln PLN)	22,0	25,6	28,4	29,5	31,0	31,6
Free Cash Flow (mln PLN)	-11,0	-75,0	150,5	-61,1	27,1	26,1
CAPEX (mln PLN)	8,0	70,7	6,6	15,0	25,0	35,0

Źródło: Obliczenia Noble Securities

**OBIĄśNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI**

**BV** – wartość księgową  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EBITDAA** – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**EPS Adj+** – zysk netto znormalizowany przypadający na 1 akcję  
**BPS** – wartość księgową przypadająca na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**Gross Margin %** – procentowa marża zysku brutto na sprzedaży  
**Pre-Tax Profit** – zysk brutto przed opodatkowaniem  
**Net income Adj+** – zysk netto znormalizowany  
**Net debt** – zadłużenie finansowe pomniejszone o środki pieniężne  
**Depreciation** – odpisy na aktywa trwałe  
**Amortization** – amortyzacja aktywów trwałych  
**Capex** – wydatki inwestycyjne  
**Free Cash Flow** – przepływy operacyjne pomniejszone o wydatki inwestycyjne  
**P** – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację  
**P/E** – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję  
**P/EBIT** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję  
**P/EBITDA** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję  
**P/BV** – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję  
**EV/EBIT** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego  
**EV/EBITDA** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
**ROE** – stopa zwrotu z kapitału własnego  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu  
**SG&A** – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży  
**LCOE** – jednostkowy koszt wytwarzania energii elektrycznej (ang. Levelized Cost of Electricity)  
**LTM** – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

**ZASTŻENIA PRAWNE**
**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

**Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.**

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocen, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

**ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA**

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiąganych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanej Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

### **POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA**

NS zapewnia, że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

**Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

**Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.**

Rekomendacja została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Rekomendacja stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

**Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

**Raport**

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1796-bioton-s-a>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

### **UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Raport analityczny: Dariusz Nawrot

Data i godzina zakończenia sporządzenia Raportu: 9.05.2024 o godz. 16:40. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 9.05.2024 o godz. 16:55.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### **Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotycząca Unibep S. A.**

Rekomendacja/aktualizacja	n/d
Data wydania	15.09.2023
Kurs z dnia rekomendacji	10,4
Cena docelowa	12,5
WIG w dniu rekomendacji	67 368,11



## Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Sonel	nd	15,8	15,0	14,90	6%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,0	16,2	16,40	16%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,5	3,5	3,55	26%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,5	7,2	7,50	53%	11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	80,00	64%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	29,86	-24%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	26,70	52%	05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,5	38,0	30,55	16%	19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	396,10	12%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	13,83	14%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	124,10	55%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4	30,55	3%	05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9	15,60	63%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	3,02	2%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	16530,00	17%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8	23,20	9%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	70,70	54%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	31,8	31,2	23,45	36%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7			05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	17,26	32%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8			30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	80,00	71%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	325,00	20%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	65,24	4%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	70,00	4%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	16,9	14,9	15,02	13%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	14,28	65%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	23,20	26%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8	19,68	-3%	15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	51,80	50%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Zakończona	40,6	47,7			06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0			20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	26,80	26%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	539,00	31%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0			02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	7,83	31%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8			19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4	9,62	30%	15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	7,50	86%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3			07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0			07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0			30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6			31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0			18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0			17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8			07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3			04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answer.com	Kupuj	48,0	34,5			04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	19,2	16,2			27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4			18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6			17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2			16.05.2023	24M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

(2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji



## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

**Sobiesław Kozłowski, MPW**  
[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 39  
Modelowe portfele, strategia, banki

**Krzysztof Radojewski**  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 35  
Biotechnologia

**Michał Sztabler**  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 36  
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 602 445 334  
Handel detaliczny, przemysł

**Mateusz Chrzanowski**  
[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 785 904 686  
Przemysł, automotive, gaming, XTB

**Dariusz Nawrot**  
[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 783 931 515  
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Krzysztof Ojczyk, MPW**  
[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 12 422 31 00  
Analiza techniczna

**Jacek Borawski**  
[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)  
Analiza techniczna

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

**Jacek Paszkowski, CFA**  
[jacek.paszowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 244 13 02  
mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**  
[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 244 13 04

