

Unibep – Pozytywne zmiany w spółce są kontynuowane

Informacja o rezygnacji Dariusza Blochera z pełnienia funkcji prezesa zarządu i przejścia do rady nadzorczej przyczyniła się do spadku kursu akcji Unibep w ostatnich tygodniach o blisko 25%. Kapitalizacja spółki zmniejszyła się o ok. 60 mln zł, czyli mniej więcej tyle, ile wzrosła na przełomie kwietnia i maja ub. r., kiedy zakomunikowano pozyskanie na stanowisko prezesa pana Blochera. Upraszczając, można podsumować, że akcjonariusze, sprzedający akcje, uznali, że spółka wraca do punktu wyjścia, czyli kwietnia 2023 r. Naszym zdaniem tak nie jest. Uważamy, że prezes Blocher, wraz ze współpracownikami, wprowadził w organizacji pozytywne zmiany, przede wszystkim w zakresie ofertowania i bieżącego monitoringu kontraktów, które będą skutkować wyraźną poprawą wyników finansowych Unibep w najbliższych 2-3 latach. W związku z mniejszą wartością pozyskanych zleceń w ostatnich kilku miesiącach, korygujemy nieco w dół prognozy dla grupy kapitałowej na lata 2024-2026 i nieznacznie obniżamy cenę docelową za akcję - z 12,8 zł do 11,7 zł w horyzoncie 9 miesięcy. W dłuższym okresie widzimy potencjał do kontynuacji poprawy rezultatów finansowych i wyraźnie wyższej wyceny akcji.

Efekty wewnętrznej reorganizacji przełożą się pozytywnie na wyniki w najbliższych latach

W ostatnich kilku kwartałach w grupie Unibep nastąpiła reorganizacja struktury operacyjnej. Zaimplementowane zostały procedury podejmowania decyzji, składania ofert w przetargach z uwzględnieniem szeregu aspektów finansowych i potencjalnych ryzyk. Wprowadzono regularne spotkania z pracownikami, podsumowujące stan realizacji poszczególnych kontraktów, występujące problemy, potencjalne zagrożenia. Rozbudowano kontroling operacyjny, utworzono dział kontroli kredytowej. Wszystko to skutkuje wyraźnie lepszą wiedzą o wynikach finansowych na poszczególnych kontraktach i powinno procentować w przyszłości wyższą zyskownością.

Strategia rozwoju na najbliższe lata

Głównymi kierunkami wzrostu skali prowadzonej działalności mają być kontrakty infrastrukturalne i energetyczne. W realizacji kontraktów drogowych Unibep zamierza się przesuwać ze „ściany wschodniej” w głąb kraju. Nadal większość zleceń będą stanowić umowy na budowę dróg lokalnych i wojewódzkich, bo na tego typu drogi przypada 50-60% środków unijnych. W budownictwie energetycznym spółka liczy na pozyskiwanie wyżej marżowych zleceń na budowę biogazowni, biometanowni oraz umowy z PSE - inwestycje w energetyce w najbliższych latach będą wspierane dopłatami z budżetu UE.

Decyzja o sprzedaży Unihouse do końca stycznia 2025 r.

Do końca stycznia ma zostać podjęta decyzja dotycząca potencjalnej sprzedaży Unihouse inwestorowi zewnętrznemu. Prezes Blocher ocenił prawdopodobieństwo takiego zdarzenia na 50%. Gdyby decyzja o sprzedaży została podjęta, finalizacja transakcji powinna zająć do 3 miesięcy. Uważamy, że bardziej prawdopodobne jest pozostanie Unihouse w grupie kapitałowej. Uwzględniamy tę spółkę w prognozach wyników na najbliższe 2 lata.

Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 11,40 zł oraz porównawczą na 10,25 zł. Obu metodami przypisaliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 11,7 zł.

mln zł	2021	2022	2023	2024P*	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	1 714,0	2 258,3	2 429,8	2 533,9	2 697,2	2 935,1
EBITDA	77,1	89,3	-109,4	104,5	109,2	124,5
EBIT	55,1	63,8	-137,8	75,0	78,2	92,9
Zysk netto przyp. akcji j. d.	28,2	7,4	-165,9	3,5	39,7	58,9
EPS	0,80	0,21	-4,73	0,10	1,13	1,68
DPS	0,30	0,50	0,22	0,00	0,00	0,28
P/E (x)	8,7	32,9	-	70,6	6,2	4,2
EV/EBITDA (x)	2,3	3,9	-	4,2	3,5	2,9

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

2024P* wyniki bez uwzględnienia +100,3 mln zł EBIT i +45,6 mln zł zysku netto akcji j. d. na wycenie gruntów

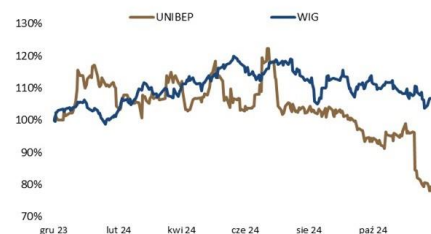
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 20.12.2024 o godz. 15:30.

Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 20.12.2024 o godz. 15:50



(Raport aktualizujący)

Cena bieżąca	6,98 zł
Cena docelowa (9M)	11,7 zł
Potencjał wzrostu	67%
Kapitalizacja	245 mln zł
Free float	28%
Śr. wolumen 6M	16 289



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 Mikołuszko	25,1%
Beata Maria Skowrońska	14,3%
Allianz OFE	10,0%
Bankowy OFE	9,1%
Joanna Małgorzata Stajkowska-Bastoui	7,1%
Akcje własne	6,4%
Pozostali	28,0%

Źródło: Unibep S.A.

Dariusz Nawrot
Starszy Analityk

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
+48 783 931 515

Spis treści

Wycena	3
Wycena metodą DCF	3
Wycena metodą porównawczą	4
Wyniki finansowe 3Q'24	5
Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki	7
Prognoza wyników finansowych 4Q'24	11
Aktualizacja prognoz finansowych	12
Czynniki ryzyka	14
Tabele z wynikami finansowymi i prognozami	15
Zastrzeżenia prawne	17

WYCENA

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 50% i analizy porównawczej z wagą 50% (bez zmian w stosunku do wyceny z 27 czerwca br.).

W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 11,7 zł (poprzednio - 12,8 zł). Przy wycenie nie uwzględniliśmy zysków na wycenie gruntów (+100,3 mln zł EBIT i +45,6 mln zł zysku netto akcjonariuszy Unibepu zaksięgowane w 1Q'24).

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednia wycena 1 akcji (zł)	Zmiana
Wycena DCF	50%	11,40	11,30	1%
Wycena porównawcza	50%	10,25	12,34	-17%
Średnia ważona metod		10,83	11,82	-8%
Cena docelowa (9M)		11,7	12,8	-9%
Cena aktualna		6,98	9,40	-26%
Potencjał		68%	36%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2025 – 2034 (poprzednio 2024 – 2033).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 19 grudnia 2024 r. (poprzednio na 26 czerwca 2024 r.).
- Prognozowany dług netto na 31.12.2024 – 190 mln zł (poprzednio dług netto na 31.03.2024 - 193 mln zł), wobec długu netto na koniec 3Q'24 na poziomie 222 mln zł.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6% (poprzednio – 5,7%), premia za ryzyko – 5,1% (poprzednio – 5,8%), Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

WYCENA DCF

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	2 697	2 935	3 082	3 236	3 398	3 568	3 746	3 933	4 130	4 337
NOPAT	63	74	74	78	82	86	90	94	99	104
Amortyzacja	31	32	32	33	34	34	35	36	36	37
Zmiany KON	-1	-19	-38	-32	-33	-35	-47	-39	-41	-43
CAPEX	-25	-25	-25	-28	-34	-34	-35	-36	-36	-37
FCFF	68	62	44	51	48	51	43	56	58	61
WACC	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Współczynnik dyskonta	1,00	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,50	0,45
DFCF	67	57	37	39	34	33	25	30	29	28
SUMA DFCFF do 2034	379									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna po 2034	762									
Zdyskontowana wartość rezydualna	346									
Wartość Firmy (EV)	726									
Prognozowany dług netto 31.12.2024	190									
Udziałowcy mniejszościowi	136									
Wartość kapitałów własnych	400									
Liczba akcji (w mln)	35,1									
Wartość na 1 akcję	11,40									

Źródło: Noble Securities

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

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
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	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt długu po tarczy	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Dług netto/EV	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
WACC	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%

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. Ze względu na duży wpływ zdarzeń jednorazowych w 2024 r. na wynik netto Unibepu (wycena działek deweloperskich w Poznaniu do wartości rynkowej), w analizie porównawczej nie uwzględniliśmy wskaźnika P/E za 2024 r. Pozostałym wskaźnikom przypisaliśmy 20% wagi (do EV/EBITDA'24 użyliśmy EBITDA skorygowanej w dół o 100,3 mln zł, wynikające z wyceny gruntów w 1Q'24).

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 10,25 zł (poprzednio – 12,34 zł). Główną przyczynę niższej niż poprzednio wyceny metodą porównawczą jest, prognozowany przez nas, wolniejszy spadek zadłużenia w grupie Unibep w latach 2024 – 2026.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	11 524	17,5	15,1	14,9	8,8	7,8	7,6
Elektrotim	397	9,9	9,5	8,8	6,7	6,4	5,8
Erbud	384	38,0	10,4	9,3	4,3	3,7	3,5
Mirbud	1 182	13,1	9,9	9,5	6,6	5,2	4,9
Mostostal Zabrze	382	10,9	9,5	8,1	4,9	4,5	4,1
Onde	518	18,0	16,4	12,9	10,6	9,9	8,7
Pekabex	420	12,9	7,9	6,5	6,1	4,5	4,0
Polimex	454	-	7,6	5,8	-	3,7	3,0
Tesgas	26	-	16,0	6,4	3,7	2,4	1,6
Torpol	753	12,5	11,9	11,0	5,3	5,1	4,7
ZUE	181	13,1	16,4	12,9	4,1	5,4	4,9
Mediana		13,1	10,4	9,3	5,7	5,1	4,7
Unibep	245		6,2	4,2	4,2	3,5	2,9
Premia/dyskonto do mediany			-41%	-55%	-27%	-33%	-39%
Implikowana wartość godziwa Unibep			11,82	15,69	6,75	7,70	9,30
Waga wskaźnika			20%	20%	20%	20%	20%
Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep			10,25				

Źródło: Noble Securities, 19.12.2024, godz. 12:40

Wyniki finansowe 3Q'24

Wyniki za 3Q'24 były nieco niższe od naszych prognoz, ale ich jakość zauważalnie poprawiła się w stosunku do poprzednich kwartałów.

Skonsolidowane przychody były o 11% wyższe r/r, ale o 14% poniżej naszych prognoz, przede wszystkim przez niską sprzedaż wykazaną w segmencie energetyczno-przemysłowym. W części budowlanej największy wzrost przychodów został osiągnięty w segmencie infrastrukturalnym (+73%), co było efektem dużej liczby kontraktów drogowych pozyskanych w ostatnich kilku kwartałach. Pozostałe dwa segmenty zanotowały spadki przychodów: kubaturowy o 13%, a energetyczno-przemysłowy aż o 50%. Niższe były też przychody Unihouse – o 17% r/r. Dużo wyższe r/r były przychody Unidevelopment, ze względu na relatywnie wysoką liczbę przekazanych lokali – 185 w 3Q'24 vs jedynie 9 w 3Q'23.

Pozytywnym zaskoczeniem była marża brutto na sprzedaży – we wszystkich segmentach, z wyjątkiem deweloperki, była wyższa od naszych założeń. W przypadku budownictwa kubaturowego i infrastrukturalnego były to najwyższe poziomy od 3 lat. Przy relatywnie niskiej sprzedaży, poprawiła się marżowość w Unihouse. Mimo dużego ubytku na przychodach segment budownictwa energetyczno-przemysłowego prawie nie miał straty na poziomie wyniku brutto na sprzedaży (-0,3 mln zł vs spodziewane przez nas -5,0 mln zł).

Skonsolidowane wyniki grupy Unibep

mln zł	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	3Q'24	
						Zmiana 3Q'24/3Q'23	prognoza NS
Przychody ze sprzedaży	597,7	596,5	455,9	703,5	666,4	11%	778,3
Zysk brutto na sprzedaży	-12,9	-84,1	16,3	41,7	66,6	-	61,0
Koszty sprzedaży	2,5	8,2	3,1	1,8	3,7	49%	2,5
Koszty ogólnego zarządu	14,0	29,2	20,9	21,3	21,5	54%	21,5
Pozostała operacyjna	0,6	-15,1	106,6	2,7	-2,5	-	0,0
EBIT	-28,8	-136,7	99,0	21,3	38,9	-	37,0
Saldo finansowe	-4,2	-19,0	-5,9	-8,4	-13,4	-	-8,5
Zysk przed podatkiem	-33,1	-150,7	93,0	12,9	25,5	-	28,5
Podatek	-6,6	11,7	16,7	2,7	6,0	-	5,7
Zysk netto	-26,5	-139,0	76,3	10,2	19,5	-	22,8
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	-43,3	-135,4	38,2	1,4	6,8	-	9,9
Marża zysku brutto ze sprzedaży	-2,2%	-14,1%	3,6%	5,9%	10,0%		7,8%
Marża EBIT	-4,8%	-22,9%	21,7%	3,0%	5,8%		4,7%
Marża netto	-7,2%	-22,7%	8,4%	0,2%	1,0%		1,3%

Źródło: Unibep, opracowanie Noble Securities

Lekko rozczarowały wyniki Unidevelopment – zakładaliśmy marżę brutto na sprzedaży zbliżoną do 2Q'24, a była niższa o ponad 4 pkt proc. Poniżej naszych szacunków była też średnia cena przekazywanego mieszkania.

Wyższe od naszych szacunków były koszty sprzedaży, gorsze było saldo na pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -2,5 mln zł, a zakładaliśmy zero. Wysoce ujemne było saldo na działalności finansowej: -13,4 mln zł vs szacowane przez nas -8,5 mln zł. Koszty odsetkowe wynosiły jednak tylko 4,5 mln zł, a pozostałe 8,9 mln zł przypadało na ujemne różnice kursowe, prowizje, gwarancje bankowe, wycenę instrumentów pochodnych, oczekiwane straty kredytowe i inne pozycje.

Stopa podatku dochodowego na poziomie skonsolidowanym też przekroczyła nasze założenia: 24% vs 20%. Duża różnica między zyskiem netto a zyskiem przypisanym akcjonariuszom Unibepu wynikała z tego, że prawie wszystkie mieszkania przekazywane przez Unidevelopment były w poznańskim

projekcie Fama realizowanym w jv (184 ze 185). W konsekwencji połowa zysku netto w deweloperce przypadła na akcjonariuszy mniejszościowych.

Podział segmentowy wyników grupy Unibep

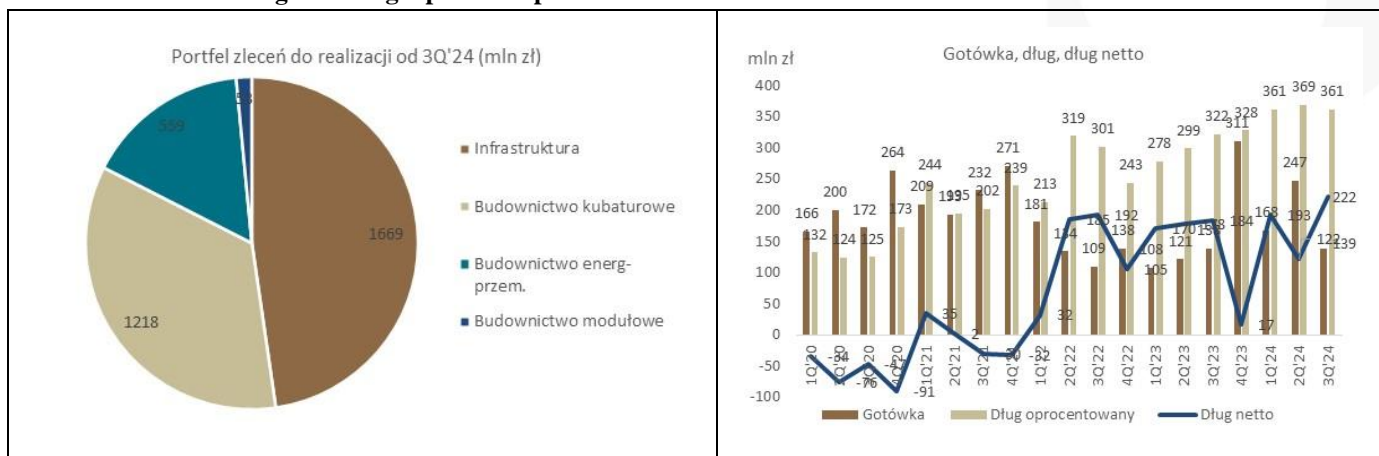
mln zł	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	3Q'24 prognoza NS
Budownictwo kubaturowe						
Przychody	291,1	280,1	259,6	282,2	254,0	270,0
Zysk brutto na sprzedaży	-4,3	-17,8	8,8	8,3	16,5	9,5
Marża brutto na sprzedaży	-1,5%	-6,4%	3,4%	2,9%	6,5%	3,5%
Budownictwo infrastrukturalne						
Przychody	113,9	99,8	56,0	169,5	197,5	210,0
Zysk brutto na sprzedaży	2,2	-10,3	2,4	14,9	15,7	14,7
Marża brutto na sprzedaży	1,9%	-10,3%	4,3%	8,8%	8,0%	7,0%
Budownictwo energetyczno-przemysłowe						
Przychody	172,5	84,4	79,0	113,8	86,7	160,0
Zysk brutto na sprzedaży	1,6	-79,7	-4,0	-19,2	-0,3	-5,0
Marża brutto na sprzedaży	1,0%	-94,5%	-5,1%	-16,9%	-0,3%	-3,1%
Budownictwo modułowe						
Przychody	44,5	53,9	48,4	39,9	36,8	30,0
Zysk brutto na sprzedaży	-9,5	-5,4	2,8	1,2	2,2	0,9
Marża brutto na sprzedaży	-21,4%	-10,0%	5,7%	3,0%	5,9%	3,0%
Deweloperka						
Przychody	12,2	106,0	33,9	106,9	103,3	123,3
Zysk brutto na sprzedaży	2,0	30,9	7,8	36,7	30,5	41,9
Marża brutto na sprzedaży	16,4%	29,1%	23,0%	34,3%	29,5%	34,0%

Źródło: Unibep, opracowanie Noble Securities

Portfel zamówień grupy Unibep nieco się obniżył w porównaniu z poprzednim kwartałem – do 3,498 mld zł z 3,742 mld zł, ale był o 13% wyższy r/r. Wartość kontraktów oczekujących na podpisanie na koniec 3Q (wybrana oferta lub najwyżej oceniona) wynosiła 356 mln zł (250 mln zł w infrastrukturze, 78 mln zł w budownictwie energetyczno-przemysłowym, 28 mln zł w Unihouse). Spodziewamy się, że zostaną podpisane w 4Q'24.

Lekko negatywnym elementem był wzrost długu netto – ze 122 mln zł na półrocze do 222 mln zł na koniec 3Q'24. Zadłużenie brutto (kredyty, leasing, obligacje, bez zobowiązań finansowych z tytułu długoterminowego najmu i wieczystego użytkowania) obniżyło się – z 369 mln zł do 361 mln zł. Szybciej spadał poziom gotówki (z 247 mln zł do 139 mln zł), angażowanej głównie w kapitał obrotowy w działalności budowlanej.

Portfel zamówień i dług netto w grupie Unibep



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

Najważniejsze informacje z wideokonferencji po wynikach 3Q'24

- Pan Dariusz Blocher tłumaczył rezygnację z funkcji prezesa względami osobistymi, rodzinnymi, dużą ilością obowiązków, mieszkania w 2 krajach, koniecznością pracy po 12 godzin dziennie.
- Przewodniczący rady nadzorczej, pan Jan Mikołuszko, stwierdził, że od samego początku (maja 2023 r.) był rozważany scenariusz z przejściem pana Blochera z zarządu do rady nadzorczej spółki.
- Prezes Blocher wierzy, że w ciągu 3 lat główne parametry zyskowności i wartości giełdowej zostaną wykonane i nastąpi potrojenie wartości giełdowej Unibep.
- Marża EBT w Unibep S.A. w 2H'24 nie powinna być mniejsza niż 1% (w 3Q'24 wyniosła 2,4%, w 4Q'24 może być niższa, jeśli pojawią się dodatkowe koszty na niektórych kontraktach).
- W 4Q'24 skonsolidowane przychody Unibep S.A. mogą wynieść blisko 700 mln zł.
- W 2025 r. wszystkie 3 kluczowe spółki z grupy kapitałowej (Unibep, Unidevelopment, Unihouse) powinny uzyskać dodatnie wyniki.
- W 2025 r. prawdopodobny jest kilkuprocentowy wzrost przychodów Unibep S.A.
- W kolejnych kwartałach spodziewane jest podwojenie kontraktacji w drogach, głównym klientem Unibepu nie jest GDDKiA, ale zarządy dróg wojewódzkich (głównie z 3 województw na „ścianie wschodniej”), nie przełoży się to jednak na przychody w 2025 r.
- Unibep uczestniczy w konsorcjach startujących w przetargach organizowanych przez PKP PLK (m.in. z Track Tec), ponieważ ma kompetencje w zakresie budowy nasypów, dojazdów, mostów, potencjalny udział prac dla Unibepu w takich konsorcjach to 10-30% wartości umowy.
- Przewodniczący RN, Jan Mikołuszko, wyklucza emisję akcji Unibepu przy obecnym poziomie cenowym, prezes Blocher liczy na potrojenie kapitalizacji Unibep w najbliższych latach.
- W Unihouse widoczna jest poprawa efektywności działania od początku br., m. in. dzięki redukcji zatrudnienia i ograniczenia mocy wytwórczych zakładu (do 30 tys. m2 rocznie z ok. 45 tys. m2), decyzja w sprawie potencjalnej sprzedaży spółki powinna zostać podjęta do końca stycznia 2025 r., prawdopodobieństwo sprzedaży spółki obecnie wynosi ok. 50%, jeśli transakcja sprzedaży akcji Unihouse zostanie zrealizowana, wpłynie to negatywnie na wycenę kapitałów własnych tej spółki w grupie Unibep, ale uwolnione zostaną limity kredytowe (na koniec 3Q'24 zadłużenie finansowe Unihouse nieznacznie przekraczało 52 mln zł, z czego ok. 42 mln zł stanowiły kredyty bankowe).
- W Unihouse ma szansę pozyskać duży kontrakt od klienta z Niemiec (kilkadziesiąt mln euro) w 1Q'25, który pozwoliłby wypełnić moce wytwórcze fabryki modułów na kolejne ok. 2 lata, ale ze względu na dużą niepewność panującą w gospodarce niemieckiej można oceniać szanse pozyskania tego zlecenia na ok. 50%.
- Nie udało się znaleźć partnera do współpracy z Unidevelopment, IPO tej spółki nie jest obecnie rozważane.
- Unidevelopment w 2025 r. planuje sprzedać nieco ponad 400 lokali, połowa z nich ma przypadać na Warszawę, reszta na Radom i Gdańsk.
- W 2024 r. Unidevelopment powinien przekazać klientom ok. 500 lokali, w 2025 r. przychody i rentowność Unidevelopment mogą być nieco niższe od osiągniętych w 2024 r.
- Rozważana jest sprzedaż jednej działki Unidevelopment w Gdyni, gdyby się to udało zrealizować, pozyskane środki zostałyby wykorzystane na zakup gruntów w innej lokalizacji.
- Kolejne etapy deweloperskie "Famy" w Poznaniu będą prawdopodobnie "zawieszane" do końca 2025 r. – trwa spór sądowy z partnerem jv., Unibep przejął kontrolę operacyjną nad poznańską spółką.
- Unibep S.A. po 2024 r. uzyska zdolność techniczną do wypłaty dywidendy.

Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki

- 12 lipca br. Unibep podpisał umowę na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ulicy Marywilskiej w Warszawie. Zamawiającym jest Uni 9 Sp.z o.o., będąca spółką zależną od Unidevelopment S.A. Termin rozpoczęcia realizacji inwestycji został zaplanowany na 3Q'24, a zakończenia na 1Q'26. Szacunkowe wynagrodzenie wynosi ok. 43,0 mln zł netto.
- 16 lipca wiceprezes, Leszek Gołabiecki, sprzedał 500 tys. akcji Unibep po 9 zł za akcję.
- 17 lipca Zarząd Dróg Wojewódzkich w Olsztynie wybrał ofertę Unibepu jako najkorzystniejszą w postępowaniu o udzielenie zamówienia publicznego pn.: „Rozbudowa drogi wojewódzkiej nr 653 na odcinku Olecko – granica województwa”. Cena oferty wyniosła ok. 96,4 mln zł netto.
- 19 lipca Unihouse zawarł z Tharfathing egf umowę na dostawę modułów do Islandii. Wartość umowy wyniosła 2,6 mln euro netto, czyli ok. 11,2 mln zł.
- 23 lipca Unihouse zawarł ze Spółeczną Inicjatywą Mieszkaniową „KZN – Zachodniopomorskie” Sp. z o. o. umowę realizację budynku wielorodzinnego w Trzebiatowie, w którym znajdzie się 48 lokali mieszkalnych. Wartość oferty wyniosła ok. 22,3 mln zł brutto.
- 5 sierpnia Unibep wraz z Tytan Systemy Bezpieczeństwa sp. z o. o. podpisał umowę z Rejonowym Zarządem Infrastruktury w Olsztynie na wykonanie robót budowlano - montażowych przy budowie taktycznego centrum szkolenia DZSW w systemie "zaprojektuj i wybuduj". Wynagrodzenie przypadające na Unibep wynosi ok. 46,2 mln zł netto.
- 7 sierpnia 2024 r. pan Marcin Dominik Hutyry złożył rezygnację z pełnienia funkcji wiceprezesa Unibep, ze skutkiem na dzień 7 sierpnia 2024 r. Przyczyną rezygnacji były powody osobiste.
- 11 września Unihouse podpisał z Gdańską Infrastrukturą Społeczną sp. z o.o.umowę na budowę budynku mieszkalnego wielorodzinnego wraz z infrastrukturą techniczną i zagospodarowaniem terenu przy ul. Kolorowej 18 w Gdańsku. Wartość umowy to 11,3 mln zł netto.
- 12 września Unihouse zawarł umowę z Gminą Baerum dotyczącą realizacji w technologii modułowej 2– kondygnacyjnego budynku szkoły, przeznaczonego dla dzieci z niepełnosprawnościami. Cena oferty wyniosła ok. 39,9mln NOK netto co stanowi równowartość ok. 14,4 mln PLN. Zakończenie realizacji Inwestycji przewidziane jest w 2Q'25.
- 23 września weszła w życie umowa warunkowa, o której Unibep informował 15 lipca, dotycząca budowy układu kogeneracyjnego na terenie elektrociepłowni w Polsce, w zakresie wykonawczym i serwisowym. Wynagrodzenie Unibepu wskazane w tej umowie stanowi ok. 166,7 mln zł netto. Oprócz Unibepu w konsorcjum uczestniczy Introl – Energomontaż sp. z o. o. z Chorzowa.
- 26 września, zastępca przewodniczącego rady nadzorczej Unibep, pani Beata Skowrońska, sprzedała 250 tys. akcji Unibep po 8,3 zł za akcję.
- 8 października Unibep poinformował o unieważnieniu przez Służbę Celną Ukrainy przetargu na przebudowę infrastruktury punktu kontrolnego „Krakowiec”. Jako przyczynę unieważnienia przetargu zamawiający podał niezgodnienie projektu umowy na realizację inwestycji przez jednostki organizacyjne Państwowej Służby Celnej, uniemożliwiające podpisanie umowy w terminach określonych prawem. Oferta Unibepu została wybrana jako najkorzystniejsza pod koniec lipca. Wartość oferty wynosiła ok. 19,8 mln euro netto, czyli ok. 83,7 mln zł.
- 9 października Unidevelopment poinformował, że sprzedał w 3Q'24 18 lokali, z czego 2 w projektach deweloperskich realizowanych z podmiotami zewnętrznymi. Grupa rozpoznała w wyniku za III kwartał 185 lokali.

- 15 października zawarł umowę na budowę obiektu modułowego w konstrukcji lekkiej na potrzeby pododdziału DZSW w Tomaszowie Mazowieckim. Zamawiającym jest Skarb Państwa - Rejonowy Zarząd Infrastruktury w Bydgoszczy. Wynagrodzenie wynosi ok. 24,3 mln zł netto.
- 21 października Unibep zawarł umowę o wartości ok. 96,4 mln zł netto na rozbudowę drogi wojewódzkiej nr 653 na odcinku Olecko - granica województwa w województwie warmińsko-mazurskim.
- 24 października zarząd Unibep zdecydował o podjęciu działań w kierunku ewentualnej sprzedaży 100 proc. akcji spółki zależnej Unihouse. Ostateczny kształt i forma ewentualnej transakcji sprzedaży zostanie wypracowana w toku szczegółowych rozmów z podmiotami zainteresowanymi akcjami Unihouse, co według wstępnych przewidywań spółki powinno nastąpić w 1Q'25.
- 20 listopada konsorcjum Unibepu i spółki Energika Zbigniew Szamałek zawarło umowę na budowę ciepłowni biomasowej w Zgorzelcu. Wynagrodzenie konsorcjum wynosi ok. 86,9 mln zł netto, z czego wynagrodzenie przypadające Unibep stanowi ok. 32 mln zł netto.
- 22 listopada Vermögen und Bau Baden-Württemberg Amt udzielił spółce Unihouse zamówienia publicznego, którego przedmiotem jest realizacja w technologii modułowej budynku biurowego w miejscowości Tybinga w Niemczech. Wynagrodzenie wynosi ok. 4,8 mln EUR netto, co stanowi ok. 20,6 mln PLN netto. Zakończenie realizacji przewidziane jest w 4Q'25
- 26 listopada rada nadzorcza Unibepu powołała Andrzeja Sterczyńskiego na stanowisko prezesa spółki od 1 stycznia 2025 r. Dotychczasowy prezes Dariusz Blocher złożył rezygnację z tej funkcji. Dariusz Blocher, dołączy od 1 stycznia 2025 r. do rady nadzorczej spółki jako przewodniczący komitetu rozwoju. Dariusz Blocher pełnił funkcję prezesa zarządu Unibep od 9 maja 2023 roku. Andrzej Sterczyński dołączył do Grupy Kapitałowej Unibep 2 stycznia 2024 roku jako dyrektor finansowy. Od 20 lutego 2024 roku pełni funkcję członka zarządu.
- 5 grudnia Unibep zawarł umowę o wartości ok. 78 mln zł netto na przebudowę kotłowni dla potrzeb wysokosprawnej kogeneracji i nowych jednostek wytwórczych zasilanych gazem w Żywcu. Zakończenie inwestycji planowane jest w 1Q'26.

Rezygnacja prezesa Blochera nie oznacza końca pozytywnych zmian w spółce

Zdecydoawnie najważniejszym wydarzeniem ostatnich tygodni, wpływającym na notowania akcji, była informacja o rezygnacji Dariusza Blochera z funkcji prezesa zarządu z końcem br. Od stycznia 2025 r. dołączy on do rady nadzorczej jako przewodniczący Komitetu Rozwoju. To dość zaskakująca informacja, przynajmniej dla osób nie związanych blisko ze spółką. Dariusz Blocher pełnił funkcję prezesa Unibep S.A. od 9 maja 2023 r. Przez większość akcjonariuszy mniejszościowych odbierany był bardzo dobrze, jako gwarant bezpieczeństwa, stąd kurs akcji Unibepu w ostatnich kilkunastu miesiącach zachowywał się relatywnie mocno, mimo bardzo słabych wyników finansowych.

Nowym prezesem Unibepu, od stycznia 2025 r., zostanie pan Andrzej Sterczyński, który obecnie jest członkiem zarządu spółki ds. finansowych. Pan Sterczyński w strukturach Unibepu funkcjonuje od 11 miesięcy, przez poprzednich 16 lat był członkiem zarządu ds. finansowych w Ulma Construction, wcześniej przez kilka lat pracował w kontrolingu w Budimeksie.

Informacja o rezygnacji Dariusza Blochera z pełnienia funkcji prezesa zarządu przyczyniła się do spadku kursu akcji Unibep w ostatnich tygodniach o blisko 25%. Kapitalizacja spółki zmniejszyła się o ok. 60 mln zł, czyli mniej więcej tyle, ile wzrosła na przełomie kwietnia i maja ub. r., kiedy zakomunikowano pozyskanie na stanowisko prezesa pana Blochera. Upraszczając, można podsumować, że akcjonariusze spółki, sprzedający akcje, uznali, że Unibep wraca do punktu wyjścia, czyli kwietnia

2023 r. Naszym zdaniem tak nie jest. Uważamy, że prezes Blocher, wraz ze współpracownikami, wprowadził w organizacji pozytywne zmiany, przede wszystkim w zakresie ofertowania i bieżącego monitoringu kontraktów. Od początku br. zaimplementowano procedury w zakresie podejmowania decyzji w procesie ofertowania, pozyskiwania finansowania, gwarancji dobrego wykonania, wyceny kontraktów. W samym procesie składania ofert uwzględnianych jest więcej różnego rodzaju ryzyk niż w poprzednich latach i bardziej intensywne poszukiwanie optymalizacji kosztowych.

Przeprowadzona została reorganizacja struktury operacyjnej, rozbudowany został zespół kontrolingu, stworzony dział kontroli kredytowej. Wprowadzone zostały regularne spotkania, w trakcie których omawiana jest sytuacja na poszczególnych kontraktach, występujące problemy w realizacji, pojawiające się ryzyka. Wszystko to przekłada się na lepszą diagnozę przewidywanych wyników finansowych na kontraktach.

Ostatecznie Dariusz Blocher nie opuszcza grupy Unibep, tylko przechodzi do rady nadzorczej. Można przypuszczać, że będzie pełnił funkcje doradcze dla zarządu, wskazywał kierunki rozwoju, opiniował ważne decyzje inwestycyjne. Ze względu na długi staż w branży budowlanej na stanowiskach kierowniczych i szerokie relacje personalne, jego wiedza może być bardzo pomocna w podejmowaniu strategicznych decyzji przez zarząd Unibep.

Strategia rozwoju na najbliższe lata

Generalnie strategia na najbliższe lata zakłada zaangażowanie w bardziej złożone, ale wyżej rentowne kontrakty. Głównymi kierunkami wzrostu skali prowadzonej działalności mają być zlecenia energetyczne i infrastrukturalne. W budownictwie energetycznym spółka liczy na pozyskiwanie wyżej marżowych zleceń na budowę biogazowni, biometanowni, bo tego typu inwestycje w najbliższych latach będą wspierane dopłatami z budżetu UE. Spółka zamierza też realizować kontrakty dla Polskich Sieci Elektroenergetycznych, bo w tym segmencie energetyki planowane są znaczące inwestycje w najbliższych latach – PSE szacuje wydatki inwestycyjne do 2034 r. na 64 mld zł. Zarząd Unibep rozważa przejęcie średniej wielkości podmiotu specjalizującego się w robotach elektroenergetycznych, który umożliwiłby szybsze zdobycie kompetencji w tym zakresie. Wydaje się, że to jednak perspektywa nie wcześniej niż 2H'25.

W zakresie kontraktów drogowych Unibep zamierza przesuwać się ze „ściany wschodniej” w głąb kraju. Nadal większość zleceń będą stanowić umowy na budowę dróg lokalnych i wojewódzkich, bo na tego typu drogi przypada 50-60% środków unijnych. Spółka będzie też uczestniczyć w przetargach organizowanych przez PKP PLK, jako konsorcjat mniejszościowy (10 – 30% udziału) – planuje realizować roboty związane z budową nasypów, dróg dojazdowych, mostów, robót ogólnobudowlanych. W zakresie budownictwa mieszkaniowego planowane jest większa aktywność na południu Polski (obecnie większość inwestycji realizowanych jest w centrum, przede wszystkim w Warszawie).

Decyzja o sprzedaży Unihouse do końca stycznia 2025 r.

Do końca stycznia ma zostać podjęta decyzja dotycząca potencjalnej sprzedaży Unihouse inwestorowi zewnętrznemu. Prezes Blocher ocenił prawdopodobieństwo takiego zdarzenia na 50%. Gdyby decyzja o sprzedaży została podjęta, finalizacja transakcji powinna zająć do 3 miesięcy. Uważamy, że bardziej prawdopodobne jest pozostanie Unihouse w grupie kapitałowej. Uwzględniamy tę spółkę w prognozach wyników na najbliższe 2 lata.

Prognoza wyników 4Q'24

W 4Q'24 prognozujemy blisko 20% wzrost skonsolidowanych przychodów w grupie Unibep. Szacujemy ok. 635 mln zł przychodów Unibep S.A. (+37% r/r). Największego wzrostu sprzedaży spodziewamy się w segmencie infrastrukturalnym – duży portfel zamówień i przechodzenie kontraktów z fazy projektowej do budowlanej. W Unihouse przychody szacujemy na poziomie nieznacznie wyższym niż w poprzednich 2 kwartałach. W Unidevelopment zakładamy przekazanie klientom 76 lokali (i przedsprzedaż 79 lokali). Zakładamy nieznaczny wzrost kosztów SG&A w porównaniu z 3Q'24, ale spodziewamy się wyraźnie niższego poziomu r/r. Marżę EBIT w Unibepie szacujemy na +1,5%, zakładamy lekko ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej. Wynik EBIT w Unihouse szacujemy na poziomie zbliżonym do zera, a w Unidevelopment przewidujemy 6,2 mln zł zysku operacyjnego.

Saldo finansowe na poziomie skonsolidowanym szacujemy na -11,5 mln zł, z czego koszty odsetek to ok. 7,5 mln zł. Zysk netto przypisany akcjonariuszom Unibepu szacujemy na 2,6 mln zł, spodziewamy się, że niemal w całości będzie pochodził z Unidevelopment.

Skonsolidowane wyniki i prognozy

mln zł	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	596,5	455,9	703,5	666,4	708,2
Zysk brutto na sprzedaży	-84,1	16,3	41,7	66,6	43,7
Koszty sprzedaży	8,2	3,1	1,8	3,7	3,6
Koszty ogólnego zarządu	29,2	20,9	21,3	21,5	22,0
Pozostała operacyjna	-15,1	106,6	2,7	-2,5	-2,0
EBIT	-136,7	99,0	21,3	38,9	16,1
Saldo finansowe	-19,0	-5,9	-8,4	-13,4	-11,5
Zysk przed podatkiem	-150,7	93,0	12,9	25,5	4,6
Podatek	11,7	16,7	2,7	6,0	0,9
Zysk netto	-139,0	76,3	10,2	19,5	3,7
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	-135,4	38,2	1,4	6,8	2,6
Marża zysku brutto ze sprzedaży	-14,1%	3,6%	5,9%	10,0%	6,2%
Marża EBIT	-22,9%	21,7%	3,0%	5,8%	2,3%
Marża netto	-22,7%	8,4%	0,2%	1,0%	0,4%

Źródło: 4Q'23-3Q'24 - Unibep S.A., 4Q'24P - prognozy Noble Securities

Wyniki i prognozy w podziale segmentowym

mln zł	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Budownictwo kubaturowe					
Przychody	280,1	259,6	282,2	254,0	290,0
Zysk brutto na sprzedaży	-17,8	8,8	8,3	16,5	11,5
Marża brutto na sprzedaży	-6,4%	3,4%	2,9%	6,5%	4,0%
Budownictwo infrastrukturalne					
Przychody	99,8	56,0	169,5	197,5	220,0
Zysk brutto na sprzedaży	-10,3	2,4	14,9	15,7	15,0
Marża brutto na sprzedaży	-10,3%	4,3%	8,8%	8,0%	6,8%
Budownictwo energetyczno-przemysłowe					
Przychody	84,4	79,0	113,8	86,7	125,0
Zysk brutto na sprzedaży	-79,7	-4,0	-19,2	-0,3	4,0
Marża brutto na sprzedaży	-94,5%	-5,1%	-16,9%	-0,3%	3,2%
Budownictwo modułowe					
Przychody	53,9	48,4	39,9	36,8	40,0
Zysk brutto na sprzedaży	-5,4	2,8	1,2	2,2	2,0
Marża brutto na sprzedaży	-10,0%	5,7%	3,0%	5,9%	5,0%
Deweloperka					
Przychody	106,0	33,9	106,9	103,3	43,2
Zysk brutto na sprzedaży	30,9	7,8	36,7	30,5	12,7
Marża brutto na sprzedaży	29,1%	23,0%	34,3%	29,5%	29,5%

Źródło: 4Q'23-3Q'24 - Unibep S.A., 4Q'24P - prognozy Noble Securities

Aktualizacja prognoz finansowych

W 2025 r. spodziewamy się poprawy wyników przede wszystkim w Unibep S.A. Zakładamy lekką poprawę w Unihouse, ale niższe zyski w Unidevelopment w związku z mniejszą liczbą przekazywanych mieszkań (300 w 2025 r. vs 462 w 2024 r.).

W 2025 r. w części budowlanej największe nominalne wzrosty przychodów zakładamy w segmencie infrastruktury, następnie budownictwa energetycznego, najmniejsze w budownictwie kubaturowym. Konserwatywnie zakładamy nieco niższe marże w budownictwie kubaturowym i infrastrukturalnym (spodziewamy się wzrostu cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa od połowy 2025 r.). W budownictwie energetycznym zakładamy powrót marż do poziomu z 1H'23, czyli okresu sprzed znaczącego obniżenia rentowności. Potencjalnie marże mogą być zauważalnie wyższe, bo Unibep zamierza realizować bardziej skomplikowane kontrakty energetyczne.

W 2025 r. spodziewamy się wyraźniejszego wzrostu kosztów ogólnego zarządu (+11% r/r) – zakładamy, że w związku z realizacją celów budżetowych w Unibep S.A. zostaną wypłacone premie za wyniki. Marżę EBIT w Unibep S.A. w 2025 r. prognozujemy na 1,7% (1,8% w 2026 r.).

Zakładamy utrzymanie dość wysokiego zadłużenia do 3Q'25, koszty finansowe na poziomie skonsolidowanym z tytułu odsetek szacujemy w 2025 r. na ok. 22,5 mln zł, ale saldo na działalności finansowej na -28 mln zł (provizje bankowe, ujemne różnice kursowe, koszty gwarancji, odsertek od kaucji). Spodziewamy się spadku zadłużenia i niższych kosztów finansowych w 2026 r.

Wyniki i prognozy w podziale segmentowym

mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Budownictwo kubaturowe						
Przychody	941,8	1 053,6	1 147,8	1 085,7	1 120,0	1 130,0
Zysk brutto na sprzedaży	57,1	20,7	-13,0	45,1	44,8	45,2
Marża brutto na sprzedaży	6,1%	2,0%	-1,1%	4,2%	4,0%	4,0%
Budownictwo infrastrukturalne						
Przychody	381,9	493,0	351,7	643,0	750,0	800,0
Zysk brutto na sprzedaży	7,9	33,0	-5,2	48,1	52,5	52,0
Marża brutto na sprzedaży	2,1%	6,7%	-1,5%	7,5%	7,0%	6,5%
Budownictwo energetyczno-przemysłowe						
Przychody		312,2	514,5	404,5	480,0	580,0
Zysk brutto na sprzedaży		28,2	-63,8	-19,5	26,4	31,9
Marża brutto na sprzedaży		9,0%	-12,4%	-4,8%	5,5%	5,5%
Budownictwo modułowe						
Przychody	261,8	213,5	222,9	165,1	210,0	250,0
Zysk brutto na sprzedaży	7,2	-32,3	-24,0	8,1	10,5	13,8
Marża brutto na sprzedaży	2,7%	-15,1%	-10,8%	4,9%	5,0%	5,5%
Deweloperka						
Przychody	285,9	333,1	315,8	287,3	207,2	275,1
Zysk brutto na sprzedaży	65,3	99,9	82,3	87,7	58,0	77,0
Marża brutto na sprzedaży	22,8%	30,0%	26,1%	30,5%	28,0%	28,0%

Źródło: 2021 - 2023 - Unibep S.A., 2024-2026P - prognozy Noble Securities

W 2025 r. zakładamy sprzedaż jeszcze jednej działki przez Unidevelopment (po zbyciu w czerwcu br. działki na Bemowie za 25,4 mln zł). Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobna jest działka w Gdyni, w dzielnicy Chylonia, przy ulicy Wioślarskiej (1,2 ha). Grunt ten został zakupiony we wrześniu 2023 r. za 13,55 mln zł netto (wstępna umowa zakupu została zawarta w grudniu 2021 r. – wtedy zapłacono 13,0 mln zł zadatku, dodatkowe 6,5 mln zł miało być płatne po uzyskaniu decyzji administracyjnych, w Gdyni Chylonia miało być kupionych kilka działek o łącznej powierzchni 3,8 ha, za łącznie 66 mln zł, na których miało zostać wybudowane 786 mieszkań i 4 lokale usługowe do 2029 r.). Spodziewamy się, że ze sprzedaży tej działki Unidevelopment pozyska ok. 30 mln zł środków pieniężnych i wykaże ok. 7 mln zł zysku w pozostałej działalności operacyjnej. Gotówka ma zostać przeznaczona na zakup gruntu w innej lokalizacji.

Wyniki i prognozy Unidevelopment

mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	273,3	333,0	315,8	287,3	206,5	275,1
Zysk brutto na sprzedaży	65,3	99,9	82,3	87,7	57,8	77,0
EBIT	47,5	67,5	53,9	171,9	34,8	42,0
Zysk netto	42,2	54,0	38,5	128,5	23,5	29,6
Zysk netto jednostki dominującej	33,1	32,5	30,0	70,4	22,9	29,6

Źródło: 2021 - 2023 - Unibep S.A., 2024-2026P - prognozy Noble Securities



Źródło: 2021 - 2023 - Unibep S.A., 2024-2026P - prognozy Noble Securities

W Unihouse w kolejnych 2 latach spodziewamy się wyraźniejszych wzrostów przychodów oraz wyjścia na symboliczne plusy na poziomie netto.

Wyniki i prognozy Unihouse

mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	273,3	223,3	223,9	165,1	210,0	250,0
Zysk brutto na sprzedaży	15,2	-28,7	-23,1	8,2	10,5	13,8
EBITDA	11,1	-33,3	-26,1	3,9	7,2	9,8
EBIT	6,0	-38,4	-31,2	-0,8	2,3	4,8
Zysk netto	0,3	-35,6	-44,7	-3,3	0,2	2,2

Źródło: 2021 - 2023 - Unibep S.A., 2024-2026P - prognozy Noble Securities

Aktualizacja prognoz wyników skonsolidowanych Unibep w stosunku do raportu analitycznego z 27 czerwca 2024 r.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2024P obecna	2024P poprzednia	Zmiana	2025P obecna	2025P poprzednia	Zmiana	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	2 533,9	2 855,0	-11%	2 696,5	3 002,5	-10%	2 935,1	3 252,5	-10%
Zysk brutto na sprzedaży	168,3	178,8	-6%	190,2	200,4	-5%	217,9	233,4	-7%
Koszty sprzedaży	-12,3	-16,0	-23%	-15,0	-23,0	-35%	-17,0	-25,0	-32%
Koszty ogólnego zarządu	-85,6	-82,0	4%	-95,0	-84,0	13%	-103,0	-89,0	16%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	104,8	103,2	2%	-2,0	-10,0	-80%	-5,0	-10,0	-50%
EBIT bez zdarzeń jednorazowych	75,0	77,8	-4%	78,2	83,4	-6%	92,9	109,4	-15%
Koszty i przychody finansowe netto	-39,2	-36,0	9%	-28,0	-23,3	20%	-19,3	-16,0	21%
Zysk netto bez zdarzeń jednorazowych	28,5	31,4	-9%	40,3	47,9	-16%	58,9	74,7	-21%
Zysk netto przypis. akcyj. j.d. bez one off	3,5	14,5	-76%	39,7	47,3	-16%	58,9	65,8	-11%
Amortyzacja	29,5	29,5	0%	31,0	31,0	0%	31,6	31,6	0%
EBITDA bez zdarzeń jednorazowych	104,5	107,3	-3%	109,2	114,4	-5%	124,5	141,0	-12%

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 może spowodować, że część planowanych inwestycji budowlanych nie zostanie zrealizowana, ze względu na ograniczenia czasowe w wydatkowaniu tych środków.
- 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
Przychody ze sprzedaży	1 714,0	2 258,3	2 429,8	2 533,9	2 696,5	2 935,1
Zysk brutto na sprzedaży	127,3	148,3	-37,8	168,3	190,2	217,9
Koszty sprzedaży	-14,2	-20,6	-15,5	-12,3	-15,0	-17,0
Koszty ogólnego zarządu	-61,1	-58,3	-71,3	-85,6	-95,0	-103,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	3,2	-5,6	-13,2	104,8	-2,0	-5,0
EBIT raportowany	55,1	63,8	-137,8	175,3	78,2	92,9
EBIT bez zdarzeń jednorazowych	55,1	63,8	-137,8	75,0	78,2	92,9
Koszty i przychody finansowe netto	-2,2	-21,9	-39,5	-39,2	-28,0	-19,3
Zysk przed opodatkowaniem	52,7	41,9	-177,3	136,1	50,2	73,6
Podatek dochodowy	-10,6	-10,0	20,8	-26,3	-10,0	-14,7
Zysk netto	42,1	31,9	-156,5	109,7	40,3	58,9
Zysk netto bez zdarzeń jednorazowych	42,1	31,9	-156,5	28,5	40,3	58,9
Zysk netto przypis. akcj. j.d. raportowany	28,2	7,4	-165,9	49,1	39,7	58,9
Zysk netto przypis. akcj. j.d. bez zdarzeń jednorazowych	28,2	7,4	-165,9	3,5	39,7	58,9
Amortyzacja	22,0	25,6	28,4	29,5	31,0	31,6
EBITDA bez zdarzeń jednorazowych	77,1	89,3	-109,4	104,5	109,2	124,5

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

Skonsolidowany bilans	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa	1 535,5	1 813,2	1 807,3	1 821,5	1 893,9	1 942,1
Aktywa trwałe	331,8	401,1	350,8	530,2	544,0	550,0
Rzeczowe aktywa trwałe	141,2	152,3	146,8	160,0	165,0	170,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	24,9	23,9	24,6	25,2	24,0	25,0
Inne aktywa trwałe	165,7	224,9	179,4	345,0	355,0	355,0
Aktywa obrotowe	1 203,7	1 412,1	1 456,5	1 291,3	1 349,9	1 392,1
Zapasy	406,6	543,5	457,9	445,0	521,9	565,8
Należności handlowe	238,5	384,5	378,9	438,5	450,7	466,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	271,5	137,9	311,1	184,8	157,4	159,9
Inne aktywa obrotowe	287,1	346,1	308,6	223,0	220,0	200,0
Pasywa	1 535,5	1 813,2	1 807,3	1 821,5	1 893,9	1 942,1
Kapitał własny przyp. akcj. j.d.	303,5	302,1	136,9	182,8	222,5	271,4
Zobowiązania długookresowe	269,3	298,0	410,3	460,0	402,2	395,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	139,9	169,7	254,9	265,0	238,0	221,0
Inne	129,4	128,2	155,4	195,0	164,2	174,0
Zobowiązania krótkookresowe	894,1	1 131,3	1 183,9	1 042,7	1 154,9	1 161,4
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	63,2	71,1	72,7	110,0	52,0	54,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	269,5	415,3	416,7	310,0	398,3	439,2
Inne	561,4	644,9	694,5	622,7	704,7	668,2
Dług netto	-68,3	102,8	16,6	190,2	132,6	115,1

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	136,1	50,2	73,6
Amortyzacja	22,0	25,6	28,4	29,5	31,0	31,6
Zmiana kapitału obrotowego	-38,0	-137,1	92,6	-153,4	-0,7	-18,7
Zapłacony podatek dochodowy	-32,8	0,0	20,8	-37,9	-10,0	-14,7
Inne	-7,0	65,4	192,6	-120,0	0,0	0,0
CF operacyjny	-3,0	-4,2	157,1	-145,7	70,5	71,8
CAPEX	-8,0	-70,7	-6,6	-14,0	-25,0	-25,0
Inne	-3,2	13,5	10,4	23,2	40,0	0,0
CF inwestycyjny	-11,2	-57,3	3,8	9,2	15,0	-25,0
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	38,3	7,4	84,6	49,5	-85,0	-15,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-9,6	-16,3	-7,1	0,0	0,0	-9,9
Inne	-7,0	-63,1	-65,2	-39,2	-28,0	-19,3
CF finansowy	21,7	-72,1	12,3	10,3	-113,0	-44,2
CF	7,5	-133,5	173,3	-126,2	-27,5	2,6
Stan środków pieniężnych na początek okresu	264,1	271,5	137,9	311,1	184,8	157,4
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	271,5	137,9	311,1	184,8	157,4	159,9

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	0,10	1,13	1,68
Revenue (mln PLN)	1714,0	2258,3	2429,8	2533,9	2696,5	2935,1
Gross Margin %	7,4%	6,6%	-1,6%	6,6%	7,1%	7,4%
EBIT (mln PLN)	55,1	63,8	-137,8	75,0	78,2	92,9
EBITDA (mln PLN)	77,1	89,3	-109,4	104,5	109,2	124,5
Pre-Tax Profit	52,7	41,9	-177,3	136,1	50,2	73,6
Net Income Adj+ (mln PLN)	28,2	7,4	-165,9	3,5	39,7	58,9
Net debt (mln PLN)	-68,3	102,8	16,6	190,2	132,6	115,1
BPS (PLN)	8,65	8,62	3,90	5,21	6,34	7,74
DPS (PLN)	0,30	0,50	0,22	0,00	0,00	0,28
Return on Equity	10%	2%	-76%	2%	20%	24%
Return on Assets	2%	0%	-9%	0%	2%	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	-159,7	45,5	46,8
CAPEX (mln PLN)	8,0	70,7	6,6	14,0	25,0	25,0

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 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 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 sporządzania Raportu: 20.12.2024 o godz. 15:30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 20.12.2024 o godz. 15:50.

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	n/d	n/d
Data wydania	15.09.2023	9.05.2024	27.06.2024
Kurs z dnia rekomendacji	10,4	9,5	9,4
Cena docelowa	12,5	12,0	12,8
WIG w dniu rekomendacji	67 368,11	87 427,54	88 135,13

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)
Budimex	Kupuj	550,00	460,00	440,40	25%	12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40	14,60	14%	12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	189,45	18%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	21,32	5%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	5,00	6%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70	67,82	31%	29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	7,30	70%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	10,20	73%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	48,40	46%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	3,85	2%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	318,00	24%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	16,62	24%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90	32,75	10%	15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00	150,00	182%	14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60	38,00	96%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	54,10	52%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,22	-1%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40	32,75	11%	14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	45,10	184%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	25,00	75%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	272,50	111%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	150,00	315%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	9,92	74%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	16,72	28%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	402,00	-34%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	7,02	15%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47	3,00	44%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20	19,60	27%	30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,00	587,00			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22 500,00	14 820,00	15930,00	41%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	18,66	95%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	505,00	64%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	25,30	57%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50	26,60	-14%	09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40	7,30	64%	28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48	3,95	84%	28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40	7,02	82%	27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Trzymaj	23,70	22,60	27,00	-12%	24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20	20,35	14%	10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00			23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,60	573,00			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,50	54,50			21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,00	34,00			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,90	21,42			14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,00	28,50			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,00	9,50			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,78	14,95			06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,00	16,20			29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,46	3,50			18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,50	7,20			11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,10	75,00			11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,70	33,70			10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,70	25,10			05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,50	38,00			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,10	412,00			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,70	15,01			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,80	106,20			05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,50	30,40			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,50	14,90			05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,08	3,63			01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19 282,00	16 000,00			16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,20	23,80			12.01.2024	9M	Dariusz Dadej

(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

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia, banki

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądej
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
tel.: +48 602 445 334
Handel detaliczny, przemysł

Mateusz Chrzanowski
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel. +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Ojczyk, MPW
krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
tel.: +48 12 422 31 00
Analiza techniczna

Jacek Borawski
jacek.borawski@noblesecurities.pl
Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA
jacek.paszowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04

