

## Unibep – Wewnętrzna reorganizacja trwa

Od kilku miesięcy trwają wewnętrzne prace nad poprawą efektywności funkcjonowania grupy Unibep. Główne kierunki działań to poprawa nadzoru nad realizowanymi kontraktami, lepsza współpraca z działami wsparcia, wzmocnienie pionu pozyskiwania kontraktów, poprawa kontroli operacyjnej i zarządzania ryzykiem (utworzono Zespół Kontrolingu Operacyjnego). Prezes Blocher twierdzi, że pierwsze dobre efekty tej pracy już widać. Zarząd podtrzymuje szacunki uzyskania w całym 2024 r. przez Unibep S.A. marży operacyjnej między 1,0% a 1,5% (bez uwzględniania wyniku na przeszacowaniu majątku). Zakładamy stopniową poprawę wyników od 2Q'24 i powolne obniżanie zadłużenia grupy kapitałowej. Liczymy, że efekty wewnętrznej reorganizacji pozwolą na istotny wzrost zysków w 2025 r. i 2026 r. Wyznaczamy cenę docelową za akcję na 12,8 zł (poprzednio – 12,0 zł).

### Wyniki 1Q'24 jeszcze pod presją nierentownych kontraktów

Oczyszczone o zdarzenia jednorazowe wyniki za 1Q'24 były gorsze r/r, aczkolwiek nie tak złe jak w 4Q'23. W podziale segmentowym przyzwoite wyniki zostały osiągnięte w budownictwie kubaturowym oraz infrastrukturalnym. Nadal obciążeniem dla spółki były słabe wyniki segmentu przemysłowo-energetycznego, gdzie występował największy udział nierentownych kontraktów pozyskiwanych w poprzednich latach. Marża brutto na sprzedaży w Unibep S.A. w 1Q'24 wyniosła +1,8%, ale operacyjna -2,5%. Poprawiły się wyniki zależnego Unihouse, niższe r/r zyski wykazał Unidevelopment, ale ze względu na dużo mniejszą liczbę lokali przekazywanych klientom (42 w 1Q'24 vs 144 w 1Q'23).

### Najbliższe kwartały powinny przynieść poprawę

W najbliższych kwartałach systematycznie będzie się zmniejszał udział nierentownych kontraktów, spodziewamy się stopniowej poprawy rezultatów finansowych. W 2Q'24 wyniki skonsolidowane będą wsparte przekazywaniem mieszkań z inwestycji Fama Jeżyce Etap 3 w Poznaniu (do końca 1Q'24 sprzedano w tym projekcie 315 z 369 mieszkań, a w kwietniu uzyskano pozwolenie na użytkowanie) oraz 3 mln zł zysku na sprzedaży działki gruntowej na warszawskim Bemowie. W następnych kwartałach liczymy na bardziej pozytywną kontrybucję wyników z działalności budowlanej. Spodziewamy się stopniowego obniżania zadłużenia grupy – po wczorajszej sprzedaży nieruchomości w Warszawie liczymy na zbycie jeszcze 1 lub 2 działek przeznaczonych pod budownictwo mieszkaniowe. Sytuacja bilansowa grupy kapitałowej może dodatkowo się poprawić, jeśli dojdzie do sprzedaży zależnego Unihouse (Unibep finansował tą spółkę w ostatnich latach pożyczkami rzędu 30 mln zł) – obecnie firma doradcza bada możliwości pozyskania inwestora dla tego podmiotu.

**Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 11,30 zł oraz porównawczą na 12,34 zł. Obu metodom przypisaliliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczaliśmy na 12,8 zł.**

mln zł	2021	2022	2023	2024P*	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	1 714,0	2 258,3	2 429,8	2 855,0	3 002,5	3 252,5
EBITDA	77,1	89,3	-109,4	107,3	114,4	141,0
EBIT	55,1	63,8	-137,8	77,8	83,4	109,4
Zysk netto przyp. akcji. j. d.	28,2	7,4	-165,9	14,5	47,3	65,8
EPS	0,80	0,21	-4,73	0,41	1,35	1,88
DPS	0,30	0,50	0,22	0,00	0,00	0,70
P/E (x)	11,7	44,3	-	22,8	7,0	5,0
EV/EBITDA (x)	3,4	4,8	-	3,5	3,2	2,8

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 w 1Q'24 oraz bez 3 mln zł zysku na sprzedaży działki na warszawskim Bemowie w 2Q'24

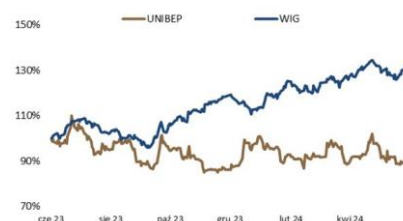
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 27.06.2024 o godz. 10:50.

Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 27.06.2024 o godz. 11:15



(Raport aktualizujący)

Cena bieżąca	9,40 zł
Cena docelowa (9M)	12,8 zł
Potencjał wzrostu	36%
Kapitalizacja	330 mln zł
Free float	19%
Śr. wolumen 6M	11 664



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	15,0%
Allianz OFE	10,7%
Bankowy OFE	9,1%
Beata Lachocka	7,1%
Wojciech Stajkowski	7,1%
Akcje własne	6,4%
Pozostali	19,4%

Źródło: Unibep S.A.

**Dariusz Nawrot**  
**Starszy Analityk**

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

## Spis treści

<b>Wycena</b> .....	3
Wycena metodą DCF .....	3
Wycena metodą porównawczą .....	4
<b>Wyniki finansowe 1Q'24</b> .....	5
<b>Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki</b> .....	7
<b>Aktualizacja prognoz finansowych</b> .....	8
<b>Czynniki ryzyka</b> .....	9
<b>Tabele z wynikami finansowymi i prognozami</b> .....	10
<b>Zastrzeżenia prawne</b> .....	12

## WYCENA

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 50% (bez zmian w stosunku do wyceny z 9 maja br.) i analizy porównawczej z wagą 50% (bez zmian).

**W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 12,8 zł.** Przy wycenie nie uwzględniliśmy zysków na wycenie i sprzedaży gruntów (+100,3 mln zł EBIT i +45,6 mln zł zysku netto akcjonariuszy Unibepu zaksięgowane na wycenie gruntów w 1Q'24 oraz ok. +3 mln zł zysku EBIT i 2,4 mln zł zysku netto na sprzedaży działki na Bemowie w 2Q'24), ale uwzględniliśmy wpływ środków do grupy z tytułu sprzedaży działek.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednia wycena 1 akcji (zł)	Zmiana
Wycena DCF	50%	11,30	11,28	0%
Wycena porównawcza	50%	12,34	10,83	14%
Średnia ważona metod		11,8	11,1	6%
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>12,8</b>	<b>12,0</b>	7%
Cena aktualna		9,4	9,50	-1%
Potencjał		36%	26%	

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2024-2033.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 26 czerwca 2024 r. (poprzednio na 9 maja 2024 r.).
- Dług netto na 31.03.2024 na poziomie 193 mln zł.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7% (bez zmian), premia za ryzyko – 5,8% (bez zmian), Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

## WYCENA DCF

DCF	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	2 865	3 003	3 253	3 415	3 586	3 765	3 953	4 151	4 359	4 577
NOPAT	62	67	88	82	86	90	95	100	105	110
Amortyzacja	30	31	32	32	33	34	34	35	36	36
Zmiany KON	-102	-27	-50	29	-22	-23	-23	-35	-37	-39
CAPEX	-15	-25	-35	-32	-33	-34	-34	-35	-36	-36
<b>FCFF</b>	-25	45	34	111	64	68	72	64	68	71
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	0,96	0,87	0,80	0,73	0,67	0,61	0,56	0,51	0,46	0,42
DFCFF	-24	40	27	81	43	41	40	33	31	30
SUMA DFCFF do 2033	342									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna po 2033	852									
Zdyskontowana wartość rezydualna	362									
Wartość Firmy (EV)	703									
Dług netto 31.03.2024	193									
Udziałowcy mniejszościowi	114									
Wartość kapitałów własnych	396									
Liczba akcji (w mln)	35,1									
Wartość na 1 akcję	11,30									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
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 (100,3 mln zł zysku z działalności operacyjnej i 45,6 mln zysku netto przypisanego akcjonariuszom Unibepu w 2024 r.) oraz ok. 3 mln zł zysku na sprzedaży nieruchomości na warszawskim Bemowie.

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 12,34 zł, wyższą niż w poprzedniej wycenie z 9 maja br. (10,83 zł), głównie ze względu na wzrost kursów akcji spółek uwzględnionych w analizie.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18 053	23,6	21,8	20,6	14,5	13,1	12,0
Elektrotim	344	8,6	9,1	8,2	5,6	5,7	5,2
Erbud	482	27,1	14,1	10,0	4,7	4,1	3,7
Mirbud	1 591	12,8	11,2	12,2	7,2	6,4	6,6
Mostostal Zabrze	314	8,1	7,8	7,3	3,3	3,1	2,8
Onde	757	13,3	13,3	11,6	9,4	9,3	9,0
Pekabex	655	11,5	9,6	8,5	6,6	5,2	4,6
Polimex	817	10,9	9,1	7,8	5,3	4,5	3,9
Tesgas	36	19,0	9,0	7,2	4,3	2,8	2,4
Torpol	885	14,6	14,2	13,9	5,7	5,5	5,4
ZUE	268	20,2	13,8	12,1	6,1	4,9	4,6
<b>Mediana</b>		<b>13,3</b>	<b>11,2</b>	<b>10,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>
Unibep	330	22,8	7,0	5,0	3,5	3,2	2,8
Premia/dyskonto do mediany		72%	-37%	-50%	-38%	-37%	-39%
<b>Implikowana wartość godziwa Unibep</b>		<b>5,47</b>	<b>15,04</b>	<b>18,70</b>	<b>11,28</b>	<b>11,07</b>	<b>12,46</b>
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep</b>							<b>12,34</b>

Źródło: Noble Securities, 26.06.2024, godz. 16:20

## Wyniki finansowe 1Q'24

Wyniki 1Q'24 wciąż były obciążone realizacją części nierentownych kontraktów z 2 poprzednich lat, nie były jednak tak dramatyczne jak w 4Q'23. Skonsolidowane przychody były o 13% niższe r/r. Spadek był efektem niższej sprzedaży w segmentach budownictwa przemysłowo-energetycznego, modułowego oraz z działalności deweloperskiej – zależny Unidevelopment przekazał klientom jedynie 42 lokale w porównaniu ze 144 w 1Q'23. Skonsolidowany zysk brutto na sprzedaży obniżył się o 45% r/r, a marża zysku brutto na sprzedaży wyniosła 3,6% vs 5,6% przed rokiem.

Relatywnie wysokie były koszty zarządu (+52% r/r), co w dużej mierze wynikało ze wzrostu zatrudnienia oraz wynagrodzeń, ale także z przeklasyfikowania części kosztów pracowniczych przypisanych do poszczególnych segmentów działalności do kosztów ogólnych zarządu – koszty pracowników z zespołów wsparcia budów. Duży wpływ na raportowane wyniki miało przekwalifikowanie i wycena części gruntów należących do Unidevelopment w związku z zaprzestaniem prac przygotowujących 2 projekty do realizacji inwestycji mieszkaniowych: duży projekt jv w Poznaniu i działka budowlana w Warszawie. Wpływ tej reklasyfikacji dołożył do pozostałej działalności operacyjnej +100,3 mln zł, do zysku netto +81,2 mln zł i +45,6 mln zł do zysku netto przypisanego akcjonariuszom Unibepu. O szacunkowym wpływie tych zdarzeń spółka informowała już 29 marca br. Z wyłączeniem wyceny gruntów, grupa Unibep osiągnęła w pierwszym kwartale 1,3 mln zł skonsolidowanej straty operacyjnej i 7,4 mln zł straty netto przypisanej akcjonariuszom jednostki dominującej.

### Skonsolidowane wyniki grupy Unibep

mln zł	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	Zmiana 1Q'24/1Q'23
Przychody ze sprzedaży	523,7	711,9	597,7	596,5	455,9	-13%
Zysk brutto na sprzedaży	29,3	29,9	-12,9	-84,1	16,3	-45%
Koszty sprzedaży	-2,6	-2,3	-2,5	-8,2	-3,1	21%
Koszty ogólnego zarządu	-13,7	-14,4	-14,0	-29,2	-20,9	52%
Pozostała działalność operacyjna	-0,1	1,6	0,6	-15,1	106,6	-
EBIT	12,9	14,8	-28,8	-136,7	99,0	667%
<b>EBIT bez zdarzeń jendorazowych</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>-28,8</b>	<b>-136,7</b>	<b>-1,3</b>	-
Saldo finansowe	-6,4	-9,3	-4,9	-19,0	-5,9	-7%
Zysk netto	4,4	4,7	-26,5	-139,0	76,3	1628%
<b>Zysk netto bez zdarz. jednoraz.</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>-26,5</b>	<b>-139,0</b>	<b>-4,9</b>	-
Wynik netto akcjonariuszy j. d.	4,3	8,5	-43,3	-135,4	38,2	795%
<b>Wynik netto akcj. j. d. bez zdarz. jednoraz.</b>	<b>4,3</b>	<b>8,5</b>	<b>-43,3</b>	<b>-135,4</b>	<b>-7,4</b>	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,6%	4,2%	-2,2%	-14,1%	3,6%	-2,0%
Marża EBIT	2,5%	2,1%	-4,8%	-22,9%	21,7%	19,2%
Marża netto	0,8%	1,2%	-7,2%	-22,7%	-1,6%	-2,4%

Źródło: Unibep, opracowanie Noble Securities

W podziale segmentowym przyzwoite wyniki zostały osiągnięte w budownictwie kubaturowym (zbliżone przychody r/r i 3,4% marży brutto na sprzedaży) oraz infrastrukturalnym (35% wzrost przychodów r/r i 4,3% marży brutto na sprzedaży), gdzie część kontraktów drogowych przeszła z fazy projektowej do budowlanej. Najgorsze wyniki wystąpiły w segmencie energetyczno-przemysłowym (przychody niższe o 27% r/r i 5,1% ujemnej marży brutto na sprzedaży), do czego m.in. przyczynił się wzrost kosztów ogólnych związanych z końcowymi odbiorami budowlanymi. Na całej działalności budowlanej, skupionej w Unibep S.A., marża brutto na sprzedaży wyniosła +1,8%, a marża operacyjna -2,5%.

Dodatnią rentowność na poziomie zysku brutto na sprzedaży osiągnął segment modułowy (5,7%), ale przy 25% spadku przychodów r/r. W strukturze przychodów tego segmentu wysoki udział miał rynek polski – 45% vs zaledwie 7% w 1Q'23. Unihouse po raz pierwszy od kilku kwartałów osiągnął zysk na

poziomie operacyjnym: +1,1 mln zł vs 6,6 mln zł straty operacyjnej w 1Q'23. Strata na poziomie netto wyniosła jedynie 0,5 mln zł (-6,2 mln zł w 1Q'23). W poprawie rentowności mogły pomóc dopłaty od klientów związane ze wzrostem kosztów po stronie Unihouse oraz dodatnie różnice kursowe.

W segmencie deweloperskim marża brutto na sprzedaży była nieco niższa kw/kw i r/r, co wynikało ze zmian w strukturze sprzedaży – większy udział mieszkań z inwestycji w Radomiu (stanowiły 78% liczby zaksięgowanych mieszkań w 1Q'24).

### Podział segmentowy wyników grupy Unibep

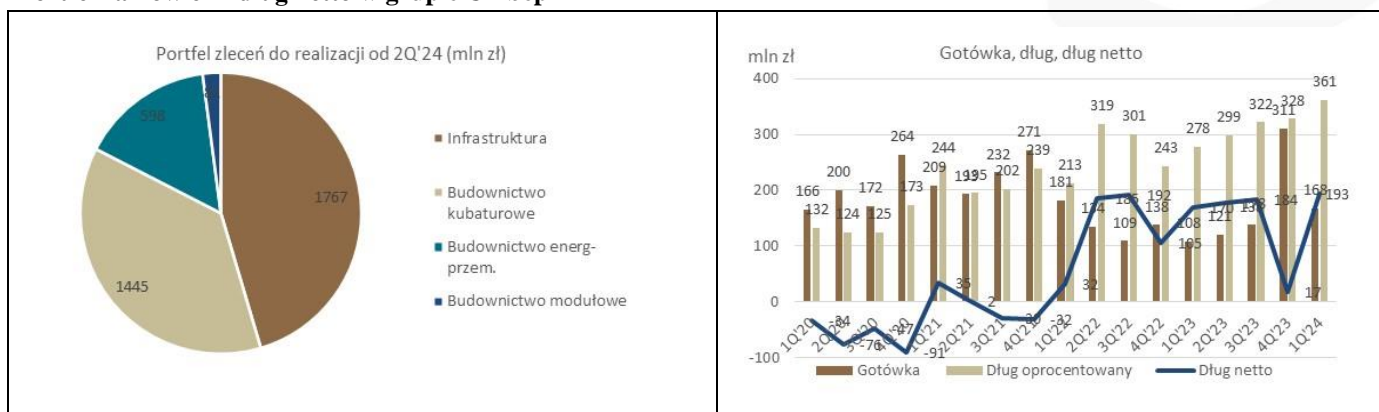
mln zł	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	Zmiana 1Q'24/1Q'23
<b>Budownictwo kubaturowe</b>						
Przychody	259,2	317,4	291,1	280,1	259,6	0,2%
Zysk brutto na sprzedaży	10,5	-1,4	-4,3	-17,8	8,8	-16,1%
Marża brutto na sprzedaży	4,1%	-0,4%	-1,5%	-6,4%	3,4%	-0,7%
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>						
Przychody	41,6	96,4	113,9	99,8	56,0	34,5%
Zysk brutto na sprzedaży	-1,2	4,1	2,2	-10,3	2,4	-
Marża brutto na sprzedaży	-2,9%	4,3%	1,9%	-10,3%	4,3%	7,2%
<b>Budownictwo przem.-energ.</b>						
Przychody	108,7	149,0	172,5	84,4	79,0	-27,3%
Zysk brutto na sprzedaży	6,0	8,3	1,6	-79,7	-4,0	-
Marża brutto na sprzedaży	5,5%	5,6%	1,0%	-94,5%	-5,1%	-10,6%
<b>Budownictwo modułowe</b>						
Przychody	64,4	60,1	44,5	53,9	48,4	-24,8%
Zysk brutto na sprzedaży	-4,4	-4,7	-9,5	-5,4	2,8	-
Marża brutto na sprzedaży	-6,8%	-7,8%	-21,4%	-10,0%	5,7%	12,5%
<b>Działalność deweloperska</b>						
Przychody	73,6	124,0	12,2	106,0	33,9	-53,9%
Zysk brutto na sprzedaży	21,2	28,2	2,0	30,9	7,8	-63,3%
Marża brutto na sprzedaży	28,8%	22,7%	16,4%	29,1%	23,0%	-5,8%

Źródło: Unibep, opracowanie Noble Securities

W pierwszym kwartale Unibep w segmencie budowlanym pozyskał nowe zlecenia o wartości 0,6 mld zł, dzięki czemu backlog zwiększył się do 3,8 mld zł (+13% r/r). Wartość zamówień w Unihouse na koniec 1Q'24 wyniosła 81 mln zł, a cały portfel zleceń grupy Unibep zwiększył się do 3,9 mld zł.

Saldo przepływów z działalności operacyjnej było mocno ujemne (-170 mln zł), co w dużej mierze wynikało z płatności dla podwykonawców (spadek zobowiązań z tytułu dostaw i usług o 108 mln zł w 1Q'24). Zadłużenie finansowe na koniec kwartału zwiększyło się do 361 mln zł, a dług netto wzrósł do 193 mln zł. Zakładamy, że poziom zadłużenia w kolejnych kwartałach powoli będzie się obniżał, w czym pomóc powinna sprzedaż działek gruntowych oraz zaliczki od części klientów.

### Portfel zamówień i dług netto w grupie Unibep



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

## Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki

- 14 maja br. Unibep zawarł z GDDKiA umowę o wartości ok. 320 mln zł brutto na projekt i budowę drogi ekspresowej S19 na odcinku: węzeł Białystok Północ (bez węzła) - węzeł Dobrzyniewo (z węzłem). Termin realizacji inwestycji wynosi 39 miesięcy od dnia podpisania umowy, z wyłączeniem okresów zimowych dla robót budowlanych (od 15 grudnia do 15 marca). O wyborze tej oferty przez GDDKiA spółka informowała już 1 grudnia ub. r.
- 21 maja Unibep otrzymał od Ministerstwa Finansów RP zawiadomienie o akceptacji treści kontraktu budowlanego, którego przedmiotem jest rekonstrukcja przejścia granicznego "Szeginie" na granicy ukraińsko-polskiej, zawartego pomiędzy Unibepem a Państwową Służbą Celną Ukrainy. W konsekwencji powyższego umowa weszła w życie 5 czerwca 2024 r., tj. po upływie 15 dni od dnia zaakceptowania jej treści przez Ministerstwa Finansów Polski i Ukrainy.
- 23 maja Unibep zawarł umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa inwestycji mieszkaniowej "Fokus Ursus" przy ul. Posąg 7 Panien w Warszawie. Zamawiającym jest Ursus Equilis Sp. z o.o. Termin realizacji umowy do 3Q'26, a jej wartość wynosi 92,0 mln zł netto.
- 24 maja Unibep w konsorcjum z TYTAN Systemy Bezpieczeństwa sp. z o.o. zawarł umowę na zaprojektowanie i budowę tymczasowego obozowiska kontenerowego wraz z niezbędną infrastrukturą towarzyszącą. Zamawiającym jest Skarb Państwa - Rejonowy Zarząd Infrastruktury w Olsztynie. Wynagrodzenie Konsorcjum z tytułu realizacji Inwestycji wynosi ok. 36,7 mln zł brutto, z czego kwota przypadająca na Unibep to ok. 23,4 mln zł brutto i ok. 19,04 mln zł netto. Zakończenie realizacji umowy przewidziane jest na 2 kwartał 2025 roku.
- 5 czerwca Unihouse otrzymał informację od Troms w Norwegii o nieuzyskaniu przez tą spółkę finansowania i w konsekwencji rezygnację z podpisania umowy z Unihouse na budowę budynku komunalnego z 26 mieszkaniami dla uchodźców. Potencjalna wartość tej umowy dla Unihouse miała wynieść w zakresie podstawowym ok. 38,7 mln zł netto, a z robotami dodatkowymi ok. 44 mln zł netto.
- 21 czerwca Unibep podpisał umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa 2 budynków mieszkalnych na 215 lokali, w ramach inwestycji „Esy Floresy”, przy u. Cybernetyki w Warszawie. Zamawiającym jest WSD SPV 9 Sp. z o.o. Wartość umowy wynosi 81 mln zł netto. Termin realizacji do 2 kwartału 2026 r.
- 26 czerwca 2024 r., spółka zależna od Unidevelopment S.A. sprzedała nieruchomość położoną w Warszawie w dzielnicy Bemowo. Przedmiotem umowy jest zbycie prawa własności gruntu o obszarze ok. 0,83 ha za łączną cenę wynoszącą 25,4 mln zł netto. W wyniku ww. transakcji odnotowany będzie wynik na poziomie zysku operacyjnego w wysokości ponad 3,0 mln zł, który zostanie wykazany w sprawozdaniu finansowym grupy kapitałowej Unibep za II kwartał 2024 r.

## Aktualizacja prognoz finansowych

Po publikacji wyników 1Q'24 nieznacznie w górę korygujemy prognozy zysków na cały 2024 r. Korekty dotyczą przede wszystkim kosztów sprzedaży, ogólnego zarządu oraz salda na pozostałej działalności operacyjnej. W wynikach 2024 r. bez zdarzeń jednorazowych nie uwzględniamy ok. +103,3 mln zł zysku operacyjnego na aktualizacji wyceny gruntów z 1Q'24 i sprzedaży działki w Warszawie. Wpływ tych zdarzeń na poziomie zysku netto szacujemy na 83,6 mln zł, a na poziomie zysku netto przypisanego akcjonariuszom Unibep na +48 mln zł. Nie modyfikujemy prognoz na 2025 r. i 2026 r.

Oczekujemy poprawy wyników na działalności budowlanej od 2Q'24. W drugim kwartale wyniki skonsolidowane będą wsparte przekazywaniem mieszkań z projektu Fama Jeżyce Etap 3 w Poznaniu – do końca 1Q'24 sprzedano w tym projekcie 315 mieszkań (z 369 w całej inwestycji), a w kwietniu uzyskano pozwolenie na użytkowanie. Zakładamy, że wyrażna większość mieszkań została przekazana klientom w ostatnich tygodniach i zostanie zaksięgowana w wynikach finansowych Unidevelopment w 2Q'24.

### Aktualizacja prognoz w stosunku do raportu analitycznego z 9 maja 2024 r.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2024P obecna	2024P poprzednia	Zmiana	2025P obecna	2025P poprzednia	Zmiana	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 855,0</b>	<b>2 854,2</b>	<b>0%</b>	<b>3 002,5</b>	<b>3 002,5</b>	<b>0%</b>	<b>3 252,5</b>	<b>3 252,5</b>	<b>0%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	178,8	179,1	0%	200,4	200,4	0%	233,4	233,4	0%
Koszty sprzedaży	-16,0	-21,5	-26%	-23,0	-23,0	0%	-25,0	-25,0	0%
Koszty ogólnego zarządu	-82,0	-78,0	5%	-84,0	-84,0	0%	-89,0	-89,0	0%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-3,0	-10,0	-70%	-10,0	-10,0	0%	-10,0	-10,0	0%
<b>EBIT bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>77,8</b>	<b>69,6</b>	<b>12%</b>	<b>83,4</b>	<b>83,4</b>	<b>0%</b>	<b>109,4</b>	<b>109,4</b>	<b>0%</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-36,0	-32,4	11%	-23,3	-23,3	0%	-16,0	-16,0	0%
Zysk przed opodatkowaniem bez one off	41,8	37,2	12%	60,2	60,2	0%	93,4	93,4	0%
Podatek dochodowy	-10,3	-8,5	21%	-12,3	-12,3	0%	-18,7	-18,7	0%
Zysk netto bez one off	31,4	28,6	10%	47,9	47,9	0%	74,7	74,7	0%
<b>Zysk netto przypis. akcj. j.d. bez one off</b>	<b>14,5</b>	<b>10,8</b>	<b>34%</b>	<b>47,3</b>	<b>47,3</b>	<b>0%</b>	<b>65,8</b>	<b>65,8</b>	<b>0%</b>
Amortyzacja	29,5	29,5	0%	31,0	31,0	0%	31,6	31,6	0%
<b>EBITDA bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>107,3</b>	<b>99,1</b>	<b>8%</b>	<b>114,4</b>	<b>114,4</b>	<b>0%</b>	<b>141,0</b>	<b>141,0</b>	<b>0%</b>

Źródło: 2024P-2026P: prognozy Noble Securities

Po sprzedaży działki na Bemowie (26 czerwca br.) w najbliższych miesiącach spodziewamy się zbycia jeszcze 1 lub 2 nieruchomości gruntowych. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobna do sprzedaży jest działka w Gdyni, w dzielnicy Chylonia (1,2 ha), zakupiona we wrześniu ub. r. (na podstawie przedwstępnej umowy z grudnia 2021 r.). Kolejny grunt możliwy do sprzedaży znajduje się w Warszawie, w dzielnicy Praga Południe, przy ulicy Omulewskiej. Sprzedaż tej nieruchomości nie jest jednak zbyt prawdopodobna, ponieważ znacząca część pozyskanych środków musiałaby zostać wykorzystana na przedterminowy wykup obligacji przez spółkę (35 mln zł). Zakładamy w 2024 r. pozyskanie ze sprzedaży działek ok. 60 mln zł środków pieniężnych (25,4 mln zł w oparciu o transakcję z 26 czerwca). W przypadku sprzedaży „Omulewskiej” kwota ta może zwiększyć się do łącznie ok. 115 mln zł.

Pod koniec bieżącego roku może dojść do sprzedaży Unihouse, jeśli zewnętrzna firma doradcza znajdzie inwestora dla tego podmiotu. W prognozach na 2025 r. i 2026 r. zakładamy jednak, że Unihouse pozostanie w grupie kapitałowej.



## 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
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 714,0</b>	<b>2 258,3</b>	<b>2 429,8</b>	<b>2 855,0</b>	<b>3 002,5</b>	<b>3 252,5</b>
Zysk brutto na sprzedaży	127,3	148,3	-37,8	178,8	200,4	233,4
Koszty sprzedaży	-14,2	-20,6	-15,5	-16,0	-23,0	-25,0
Koszty ogólnego zarządu	-61,1	-58,3	-71,3	-82,0	-84,0	-89,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	3,2	-5,6	-13,2	-3,0	-10,0	-10,0
<b>EBIT bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>55,1</b>	<b>63,8</b>	<b>-137,8</b>	<b>77,8</b>	<b>83,4</b>	<b>109,4</b>
EBIT raportowany	55,1	63,8	-137,8	181,1	83,4	109,4
Koszty i przychody finansowe netto	-2,2	-21,9	-39,5	-36,0	-23,3	-16,0
Zysk przed opodatkowaniem	52,7	41,9	-177,3	41,8	60,2	93,4
Podatek dochodowy	-10,6	-10,0	20,8	-10,3	-12,3	-18,7
<b>Zysk netto bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>42,1</b>	<b>31,9</b>	<b>-156,5</b>	<b>31,4</b>	<b>47,9</b>	<b>74,7</b>
Zysk netto raportowany	42,1	31,9	-156,5	115,0	47,9	74,7
<b>Zysk netto przypis. akcj. j.d. bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>28,2</b>	<b>7,4</b>	<b>-165,9</b>	<b>14,5</b>	<b>47,3</b>	<b>65,8</b>
Zysk netto przypis. akcj. j.d. raportowany	28,2	7,4	-165,9	62,5	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	107,3	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>1 810,4</b>	<b>1 874,0</b>	<b>1 961,6</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>1 521,4</b>	<b>1 572,0</b>	<b>1 638,6</b>
Zapasy	406,6	543,5	457,9	557,2	583,5	628,6
Należności handlowe	238,5	384,5	378,9	438,0	460,7	499,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	271,5	137,9	311,1	247,7	236,8	211,9
Inne aktywa obrotowe	287,1	346,1	308,6	278,4	291,0	299,0
<b>Pasywa</b>	<b>1 535,5</b>	<b>1 813,2</b>	<b>1 807,3</b>	<b>1 810,4</b>	<b>1 874,0</b>	<b>1 961,6</b>
<b>Kapitał własny przyp. akcj. j.d.</b>	<b>303,5</b>	<b>302,1</b>	<b>136,9</b>	<b>151,4</b>	<b>198,7</b>	<b>240,0</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>1 147,6</b>	<b>1 180,9</b>	<b>1 234,4</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	417,9	445,3	488,0
Inne	561,4	644,9	694,5	671,0	679,9	688,7
<b>Dług netto</b>	<b>-68,3</b>	<b>102,8</b>	<b>16,6</b>	<b>43,9</b>	<b>34,7</b>	<b>44,7</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	41,8	60,2	93,4
Amortyzacja	22,0	25,6	28,4	29,5	31,0	31,6
Zmiana kapitału obrotowego	-38,0	-137,1	92,6	-97,2	-21,5	-40,8
Zapłacony podatek dochodowy	-32,8	0,0	20,8	-10,3	-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>-36,3</b>	<b>57,4</b>	<b>65,6</b>
CAPEX	-8,0	-70,7	-6,6	-15,0	-25,0	-35,0
Inne	-3,2	13,5	10,4	60,0	0,0	0,0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-11,2</b>	<b>-57,3</b>	<b>3,8</b>	<b>45,0</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	-36,0	-23,3	-16,0
<b>CF finansowy</b>	<b>21,7</b>	<b>-72,1</b>	<b>12,3</b>	<b>-72,1</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>-63,3</b>	<b>-10,9</b>	<b>-24,9</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	264,1	271,5	137,9	311,1	247,7	236,8
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	271,5	137,9	311,1	247,7	236,8	211,9

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	0,41	1,35	1,88
Revenue (mln PLN)	1714,0	2258,3	2429,8	2855,0	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	77,8	83,4	109,4
EBITDA (mln PLN)	77,1	89,3	-109,4	107,3	114,4	141,0
Pre-Tax Profit	52,7	41,9	-177,3	41,8	60,2	93,4
Net Income Adj+ (mln PLN)	28,2	7,4	-165,9	14,5	47,3	65,8
Net debt (mln PLN)	-68,3	102,8	16,6	43,9	34,7	44,7
BPS (PLN)	8,65	8,62	3,90	4,32	5,67	6,84
DPS (PLN)	0,30	0,50	0,22	0,00	0,00	0,70
Return on Equity	10%	2%	-76%	10%	27%	30%
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	-51,3	32,4	30,6
CAPEX (mln PLN)	8,0	70,7	6,6	15,0	25,0	35,0

Źródło: Obliczenia Noble Securities

**OBIAŚNIENIE 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 przypadającego 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 jakakolwiek 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 osiągniętych 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 sporządzania Raportu: 27.06.2024 o godz. 10:50. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 27.06.2024 o godz. 11:15.

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
Data wydania	15.09.2023	9.05.2024
Kurs z dnia rekomendacji	10,4	9,5
Cena docelowa	12,5	12,0
WIG w dniu rekomendacji	67 368,11	87 427,54

## 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)
XTB	Trzymaj	69,5	68,1	69,78	0%	18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,6	65,0	67,50	12%	12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	17,9	16,0	16,64	8%	11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,1	17,2	17,28	34%	10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,8	7,7	7,54	-10%	31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,8	320,0	318,00	18%	23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,6	573,0	638,00	49%	22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,5	54,5	50,20	50%	21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,0	34,0	37,85	-8%	16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,9	21,4	21,72	1%	14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,0	28,5			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,0	9,5	9,40	28%	09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,8	15,0	18,15	-13%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,0	16,2	17,52	8%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,5	3,5	3,45	29%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,5	7,2	8,26	39%	11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	80,20	63%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	30,10	-25%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	26,20	55%	05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,5	38,0			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	416,30	7%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	12,90	22%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	141,40	36%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9	15,68	63%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	3,89	-21%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	17050,00	13%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8	22,00	15%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	70,50	55%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,8	31,2	22,80	39%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7			05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2			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			29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0			23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0			23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3			22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	16,9	14,9			21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	13,82	70%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	21,80	34%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8			15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0			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	23,85	42%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	546,00	30%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0			02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	7,03	46%	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			15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8			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
Answear.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

(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](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 Dądej**  
[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

