

## Unibep – W oczekiwaniu na poprawę wyników od 2024 r.

Unibep jest jedną z większych grup budowlanych w Polsce, z silną pozycją w segmencie budownictwa mieszkaniowego. W ciągu ostatnich 15 lat przychody grupy kapitałowej zwiększyły się 5,5-krotnie. W drugim kwartale 2023 r. rentowność w działalności budowlanej pogorszyła się, ale utrzymana była wysoka zyskowość w segmencie deweloperskim. W związku z trudną sytuacją w branży budowlanej, spodziewamy się relatywnie słabych wyników grupy Unibep w drugim półroczu 2023 r. W kolejnych latach widzimy potencjał do dużej poprawy rezultatów finansowych, przede wszystkim w budownictwie przemysłowo-energetycznym i drogowym. Wyznaczamy cenę docelową za akcję na 12,5 zł.

### Słabe otoczenie w branży budowlanej wpływa na wyniki

Wyniki w 2Q'23 były stosunkowo słabe, w szczególności w segmencie kubaturowym i modułowym. Spółce nadal daje się we znaki wzrost cen materiałów budowlanych i kosztów usług obcych z 2022 r. W sytuacji gorszej koniunktury w branży budowlanej klienci są niechętni do waloryzacji, stąd rentowność części realizowanych umów jest bardzo niska. Obawiamy się, że w drugim półroczu pod tym względem zmian na lepsze nie będzie. Zarząd sygnalizuje jednocześnie możliwość przyjęcia bardziej konserwatywnej polityki ujmowania w wyniku wszelkiego rodzaju ryzyk, uzgodnień waloryzacyjnych, rezerw serwisowych, tworzenia odpisów na należności, co może wpłynąć na obniżenie wyniku za rok 2023.

### Nowa strategia zakłada szybszą ekspansję

Zarząd pracuje nad strategią dla grupy na najbliższe lata. Zakładany jest istotny wzrost skali prowadzonej działalności w obszarze infrastruktury oraz budownictwa energetyczno-przemysłowego. Drugi z tych obszarów funkcjonuje w Unibepie zaledwie od grudnia 2021 r., a już w bieżącym roku może osiągnąć przychody rzędu 600 mln zł. W zakresie budownictwa drogowego Unibep ma być bardziej aktywny w pozyskiwaniu dużych zleceń od GDKiA nie tylko w Polsce północno-wschodniej (jak obecnie), ale również w innych regionach kraju. Strategia prawdopodobnie zakładać będzie również wzrost skali prowadzonej działalności deweloperskiej. Naszym zdaniem, już w 2024 r. wyniki finansowe spółki wyraźnie się poprawią, a w 2025 r. może nastąpić skokowy przyrost zysków.

### Potencjalna odbudowa Ukrainy szansą dla spółki

W poprzednich latach Unibep zrealizował kilka kontraktów budowlanych w Ukrainie. Z racji bliskości geograficznej to jeden z najciekawszych rynków zagranicznych. Potencjalne zakończenie wojny i odbudowa kraju mogą dać spółce możliwość pozyskania dużych umów i stać się źródłem znaczących przychodów i zysków na wiele lat.

**Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 11,92 zł oraz porównawczą na 10,07 zł. Pierwszej z metod przypisaliśmy 75% wagi, drugiej – 25%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 12,5 zł.**

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	1 682,3	1 714,0	2 258,3	2 540,0	2 750,0	3 260,0
EBITDA	78,3	77,1	89,3	35,3	109,5	149,5
EBIT	59,8	55,1	63,8	7,5	80,5	118,5
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	37,2	28,2	7,4	-31,8	31,2	64,8
EPS	1,06	0,80	0,21	-0,91	0,89	1,85
DPS	0,21	0,27	0,46	0,44	0,00	0,18
P/E (x)	9,8	12,9	48,8	-	11,6	5,6
EV/EBITDA (x)	2,9	3,8	5,2	13,2	4,1	3,1

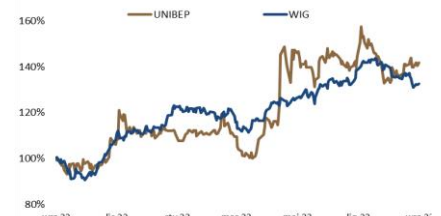
Źródło: Unibep S.A., P - prognozy Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 15.09.2023 o godz. 16:40. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 15.09.2023 o godz. 16:50.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

(Raport inicjujący)

Cena bieżąca	10,35 zł
Cena docelowa (9M)	12,5 zł
Potencjał wzrostu	21%
Kapitalizacja	363 mln zł
Free float	22%
Śr. wolumen 6M	14 182



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

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

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Zofia Mikołuszeko	25,1%
Beata Maria Skowrońska	15,7%
Allianz OFE	10,7%
Beata Lachocka	7,1%
Wojciech Stajkowski	7,1%
Akcje własne	6,6%
Bankowy OFE	6,0%
Pozostali	21,7%

Źródło: Unibep S.A.

**Dariusz Nawrot**

**Starszy Analityk Akcji**

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

## Spis treści

<b>Wycena</b> .....	3
Wycena metodą DCF .....	3
Wycena metodą porównawczą .....	4
<b>Model biznesowy</b> .....	5
<b>Portfel zamówień</b> .....	13
<b>Sytuacja finansowa</b> .....	14
<b>Dywidendy</b> .....	16
<b>Akcjonariat</b> .....	17
<b>Strategia</b> .....	18
<b>Rynek budowlany</b> .....	20
<b>Czynniki ryzyka i szanse</b> .....	22
<b>Mocne strony, szanse</b> .....	23
<b>Środowisko, Społeczna Odpowiedzialność i Ład Korporacyjny (ESG)</b> .....	23
<b>Założenia do prognoz wyników</b> .....	25
<b>Tabele z wynikami finansowymi i prognozami</b> .....	26

## WYCENA

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 75% i analizy porównawczej z wagą 25%. Drugiej z metod przypisaliśmy niższy udział ze względu na relatywnie niską liczbę krajowych spółek budowlanych uwzględnionych w analizie i nieco odmienne profile działania od Unibepu.

**W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 12,5 zł.**

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	75%	11,92
Wycena porównawcza	25%	10,07
Średnia ważona metod		11,5
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>12,5</b>
Cena aktualna		10,35
Potencjał		21%

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2023-2032.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 1 września 2023 r.
- Dług netto na 30.06.2023 r. – 178 mln zł.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6%, premia za ryzyko - 6,3%, Beta na poziomie 1,0.

## WYCENA DCF

DCF	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	2 540	2 750	3 260	3 423	3 594	3 774	3 963	4 161	4 369	4 587
NOPAT	6	64	95	82	86	88	92	97	101	106
Amortyzacja	28	29	31	32	32	33	34	34	35	36
Zmiany KON	57	-13	-61	-131	-33	-35	-36	-38	-40	-42
CAPEX	-15	-23	-25	-27	-28	-29	-31	-32	-34	-36
<b>FCFF</b>	<b>76</b>	<b>58</b>	<b>40</b>	<b>-44</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>64</b>
WACC	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>
Współczynnik dyskonta	0,97	0,88	0,80	0,72	0,66	0,60	0,54	0,49	0,45	0,40
DFCF	73	51	32	-32	38	34	32	30	28	26
SUMA DFCFF do 2032	310									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna po 2032	706									
Zdyskontowana wartość rezydualna	286									
Wartość Firmy (EV)	596									
Dług netto 30.06.2023	178									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	418									
Liczba akcji (w mln)	35,1									
Wartość na 1 akcję	11,92									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	11,2	12,0	12,9	14,1	15,6
WACC - 0,5%	10,4	11,1	11,9	12,9	14,2
WACC	9,7	10,3	11,1	11,9	13,0
WACC + 0,5%	9,1	9,6	10,3	11,0	12,0
WACC + 1,0%	8,5	9,0	9,5	10,2	11,0

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
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	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
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>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</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	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Dług netto/EV	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>WACC</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o akcje 6 krajowych spółek budowlanych. Profile poszczególnych spółek są zróżnicowane, cechą wspólną jest to, że działają głównie w Polsce i borykają się często z podobnymi problemami dotyczącymi dostępności i cen materiałów budowlanych, czy też kosztów podwykonawstwa.

W tabeli zamieściliśmy prognozowane wskaźniki P/E i EV/EBITDA na lata 2023 - 2025, ale do wyceny przyjęliśmy tylko te dla lat 2024 – 2025. Zrezygnowaliśmy ze wskaźników 2023 r., ponieważ w tym roku rezultaty Unibepu będą obciążone zdarzeniami niepowtarzalnymi w kolejnych latach.

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 10,07 zł.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	10 799	17,4	18,0	18,6	9,0	8,8	8,7
Mirbud	671	5,6	5,4	6,1	3,0	2,7	2,9
Mostostal Zabrze	306	6,8	9,4	9,8	2,7	3,7	3,7
Polimex	1 027	10,8	9,8	7,3	4,2	3,8	3,3
ZUE	137	11,4	10,1	8,8	3,6	3,6	3,2
Torpol	420	7,3	13,9	12,0	1,5	1,8	2,3
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>9,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>
Unibep	363	-	11,6	5,6	13,2	4,1	3,1
Premia/dyskonto do mediany			17%	-40%		12%	-6%
<b>Implikowana wartość godziwa Unibep</b>			<b>8,86</b>	<b>17,16</b>		<b>5,96</b>	<b>8,31</b>
Waga wskaźnika			25%	25%		25%	25%
<b>Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep</b>			<b>10,07</b>				

Źródło: Noble Securities

## Model biznesowy

Unibep należy do największych grup budowlanych w Polsce. Spółka matka specjalizuje się w budownictwie kubaturowym, infrastrukturalnym, przemysłowym i energetycznym. Spółki zależne prowadzą działalność deweloperską oraz w zakresie budowy obiektów mieszkalnych z modułów drewnianych. zatrudnienie w całej grupie kapitałowej na koniec pierwszego półrocza 2023 r. wynosiło 1 724 osoby, z czego 2/3 stanowili pracownicy umysłowi.

Historia Unibepu sięga 1950 roku. W wyniku zmian własnościowych na początku lat dziewięćdziesiątych przedsiębiorstwo stało się własnością komunalną miasta Bielsk Podlaski, potem zostało włączone do grupy Budimex. W 2002 r. akcje zostały odkupione przez osoby prywatne, z których większość do tej pory jest akcjonariuszami spółki.

Najważniejsze etapy w historii Unibepu:

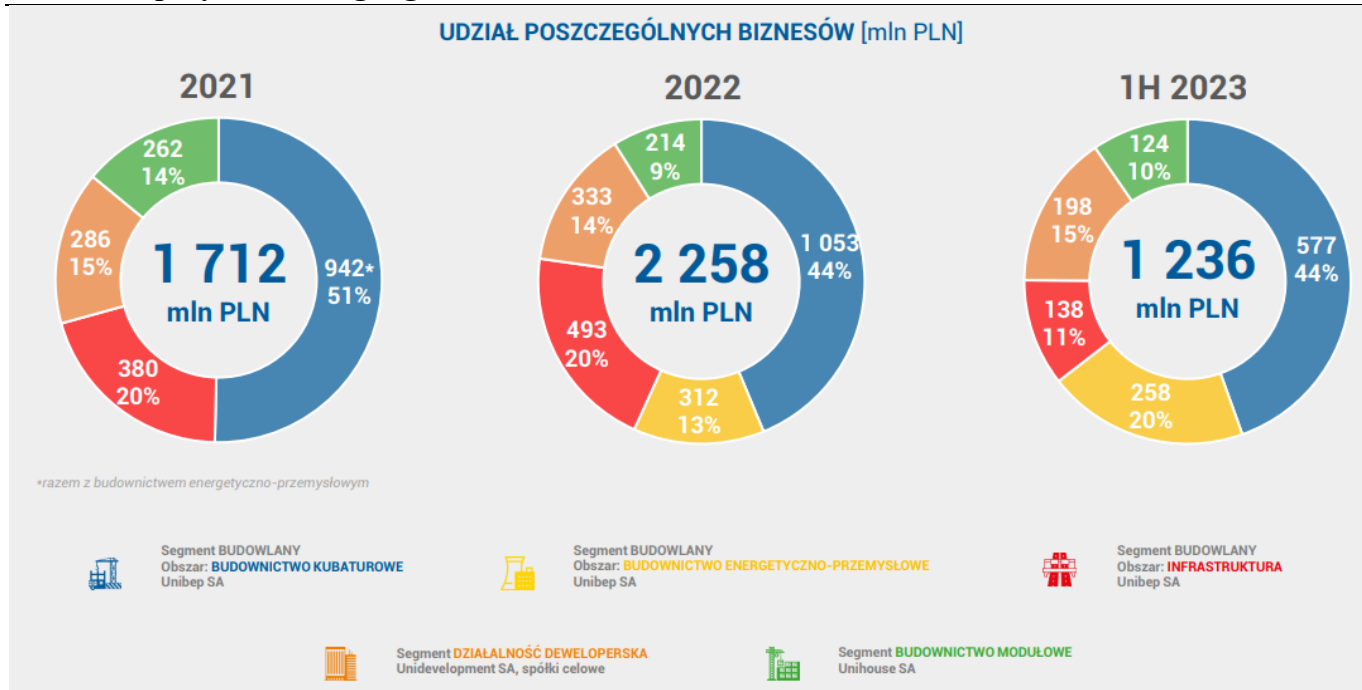
- 1950 r. - utworzenie Powiatowego Przedsiębiorstwa Budowlanego w Bielsku Podlaskim, zajmującego się budową szkół, ośrodków zdrowia, spichrzów, budynków inwentorskich,
- 1998 r. – przekształcenie w jednoosobową sp. z o. o. Gminy Miejskiej w Bielsku Podlaskim,
- 1999 r. – sprzedaż udziałów spółce Unibud S.A.,
- 2000 r. – włączenie firmy w struktury grupy Budimex,
- 2002 r. – odkup akcji przez osoby fizyczne powiązane z prezesem spółki, Janem Mikołuszko,
- 2004 r. – rozpoczęcie działalności na rynku rosyjskim,
- 2006 r. – zmiana nazwy na Unibep S.A.,
- 2008 r. – debiut Unibep na giełdzie, utworzenie spółki deweloperskiej – Unidevelopment,
- 2009 r. – wejście w segment drogowy – zakup firmy Makbud, uruchomienie produkcji modułów drewnianych w spółce zależnej Unihouse,
- 2010 r. – zakup Przedsiębiorstwa Robót Drogowych i Mostowych w Bielsku Podlaskim; pozyskanie pierwszego kontraktu na moduły w Norwegii, wejście na rynek białoruski,
- 2015 r. – nabycie Budrex-Kobi, specjalizującego się w budowie mostów,
- 2017 r. – rozpoczęcie sprzedaży modułów w Szwecji,
- 2018 r. – pierwsze kontrakty na rynku ukraińskim,
- 2019 r. – przekształcenie Unihouse w spółkę akcyjną,
- 2023 r. – połączenie Unibep S.A. z Budrex sp. z o. o.

Najistotniejszym podmiotem w grupie kapitałowej pod względem przychodów jest Unibep S.A. W tej spółce skupiona jest obecnie niemal cała działalność usługowo-budowlana grupy. W ramach Unibep wyodrębnione są wyspecjalizowane oddziały, zajmujące się:

- budownictwem kubaturowym – budynki mieszkalne (ok.  $\frac{3}{4}$  przychodów tego segmentu), użyteczności publicznej, biura, hotele, galerie handlowe, magazyny,
- budownictwem infrastrukturalnym – drogi mosty, wiadukty, inne obiekty inżynieryjne,
- budownictwem energetyczno – przemysłowym: spalarnie odpadów, kotłownie gazowe, ciepłownie, elektrociepłownie, prace remontowo-serwisowe w zakładach energetycznych, budowa hal magazynowych, oczyszczalni ścieków, rurociągów.

W ramach grupy kapitałowej prowadzona jest działalność deweloperska – od 2008 r. Zajmuje się tym odrębna spółka – Unidevelopment. Podobnie jest w przypadku budownictwa modułowego – wyodrębniona jest spółka Unihouse.

## Struktura przychodów wg segmentów



Źródło: Unibep S.A.

## Segment budownictwa kubaturowego

To najstarszy i nadal największy pod względem przychodów segment grupy kapitałowej. Jego zasadniczą częścią jest budownictwo mieszkaniowe – stanowi 70-80% przychodów tej części biznesu Unibepu. Spółka prowadzi tę działalność głównie w dużych polskich miastach. Co istotne jest doceniana przez inwestorów – pozytywnie o terminowości i jakości prac Unibepu wypowiadają się m.in. przedstawiciele deweloperów, których akcje notowane są na warszawskiej giełdzie. Poza budownictwem mieszkaniowym, działalność Unibepu w tym segmencie obejmuje również budowę biur, galerii handlowych, magazynów, hoteli, obiektów użyteczności publicznej oraz militarnych.

Spółka ma ugruntowaną pozycję w budownictwie mieszkaniowym, współpracuje z podobną grupą podwykonawców, buduje bloki mieszkalne w dużych miastach (głównie Warszawa, Poznań, Katowice, Kraków, Łódź), w atrakcyjnych lokalizacjach, dla znanych deweloperów. W ostatnich latach Unibep realizował budowy m.in. dla: Dom Development, Victoria Dom, LC Corp (obecnie Develia), Dantex, Neocity, Port Praski (spółka zależna Cyfrowego Polsatu), czy też dla własnego dewelopera – Unidevelopment. Spółka jest też znanym wykonawcą biurów – zbudowała m.in. Centrum Biznesowe Okęcie i Domaniewska Office Hub w Warszawie.

Roczne przychody segmentu kubaturowego od wielu lat oscylują w przedziale 0,9 – 1,1 mld zł. Marża brutto na sprzedaży w poszczególnych latach oscylowała w przedziale 2–7% (średnio 4,7% w 2016–2022). W ubiegłym roku, wskutek skokowego wzrostu cen materiałów budowlanych po wybuchu wojny

w Ukrainie oraz wzrosty kosztów podwykonawstwa, marża obniżyła się do 2,0%, a pierwszym półroczu 2023 r. do 1,6%. Niestety spółka nadal wskazuje na trudne otoczenie (duży spadek liczby inwestycji rozpoczynanych w budownictwie kubaturowym w ostatnich kwartałach), które praktycznie uniemożliwia waloryzację kontraktów stosowną do wzrostu kosztów realizacji. Obawiamy się, że taka sytuacja może zmusić Unibep do skorygowania budżetów i dalszego obniżenia marż na realizowanych kontraktach. Naszym zdaniem ubytku tego nie nadrobią kontrakty pozyskane w ostatnich miesiącach, bo umowy były podpisywane w trudnym otoczeniu konkurencyjnym. W drugim półroczu 2023 r. zakładamy wykazanie przez Unibep niewielkiej straty brutto na sprzedaży, a w całym bieżącym roku spodziewamy się w tym segmencie tylko symbolicznego zysku brutto na sprzedaży. W kolejnych dwóch latach zakładamy powolną odbudowę marż (zakładamy brak wzrostu cen materiałów budowlanych i podwykonawstwa oraz nieco mniejszą konkurencję dzięki prawdopodobnie większej liczbie inwestycji rozpoczynanych przez deweloperów), przy zbliżonych przychodach.

### Budownictwo kubaturowe Unibep – wyniki historyczne i prognozy

mln zł	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H'23	2023P	2024P	2025P
Przychody	905,5	1 117,0	1 111,2	1 094,5	943,1	941,8	1 053,6	576,6	1 100,0	1 100,0	1 150,0
Zysk brutto na sprzedaży	46,7	53,0	29,7	58,3	63,6	57,1	20,7	9,1	3,0	38,5	46,0
Marża brutto na sprzedaży	5,2%	4,7%	2,7%	5,3%	6,7%	6,1%	2,0%	1,6%	0,3%	3,5%	4,0%

Źródło: 2016-1H'23: Unibep S.A., 2023P-2025P: prognozy Noble Securities

### Segment budownictwa infrastrukturalnego

Segment ten funkcjonuje w grupie od 2009 r. W jego skład wchodziła spółka zależna Budrex, ale w kwietniu br. została połączona z Unibep. W ramach segmentu realizowana jest budowa dróg lokalnych, powiatowych, wojewódzkich głównie na Podlasiu (w mniejszym zakresie na Mazowszu, Warmii, Mazurach, lubelszczyźnie), dróg ekspresowych w północno-wschodniej Polsce, budowa mostów (w tym specjalizuje się dawny Budrex) i innych obiektów inżynierskich (wiaduktów, przepustów drogowych, kładek dla pieszych). Do realizacji w tym oddziale Unibepu trafiają też bardziej nietypowe zlecenia, jak choćby w ubiegłym roku – budowa zapory na granicy z Białorusią. W ramach działalności infrastrukturalnej funkcjonuje wytwórnia mas bitumicznych, produkująca głównie na potrzeby własnych kontraktów drogowych, niewielka część sprzedawana jest na zewnątrz.

Przychody w segmencie drogowym wyraźniej zwiększyły się w 2018 r., w kolejnych 3 latach utrzymały się na zbliżonym poziomie. W 2022 sprzedaż skokowo wzrosła, dzięki budowie zapory na granicy z Białorusią (umowa miała wartość 197,5 mln zł, większość przychodów została zaksięgowana w 2022 r.). W pierwszej połowie 2023 r. sprzedaż wróciła do poziomów sprzed 2-3 lat.

Na koniec pierwszego półrocza portfel zamówień w tym segmencie zwiększył się o 6% r/r, do 1 mld zł. Do realizacji w 2H'23 przypada ok. 260 mln zł, na 2024 – ok. 460 mln zł (ok. 280 mln zł na 2025 r.). Uważamy, że w całym 2023 r. przychody zamkną się blisko 400 mln zł – szacujemy ok. 380 mln zł. Zakładamy, że spółka w najbliższych miesiącach pozyska jeszcze kilka zleceń (wartość potencjalnych kontraktów do podpisania w nadchodzących miesiącach wynosi ok. 270 mln zł) – spodziewamy się wzrostu przychodów w 2024 r. do ok. 500 mln zł. Zarząd zapowiada większą aktywność w pozyskiwaniu kontraktów w kolejnych latach, ostrożnie zakładamy jednak wzrost przychodów w 2025 r. „tylko” o 20%, do 600 mln zł.

Rentowność w infrastrukturze Unibepu podlega silnym wahaniam, przede wszystkim w konsekwencji zmian cen materiałów i nasilenia konkurencji. Zakładamy, że w drugim półroczu 2023 r. marża brutto na sprzedaży poprawi się do ok. 4%, a w całym 2023 r. wyniesie 3%. W związku ze wzrostem skali działalności i rozwodniem części kosztów, zakładamy poprawę marży brutto w 2024 r. do 4,5%, a w 2025 r. do 5,0% (średnia z lat 2016-2022 to 4,0%).

#### Budownictwo infrastrukturalne Unibep – wyniki historyczne i prognozy

mln zł	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H'23	2023P	2024P	2025P
Przychody	162,9	199,5	337,2	339,0	379,0	381,9	493,0	138,0	380,0	500,0	600,0
Zysk brutto na sprzedaży	5,69	-18,9	15,7	36,3	38,2	7,9	33,0	2,9	11,5	22,5	30,0
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	-9,5%	4,7%	10,7%	10,1%	2,1%	6,7%	2,1%	3,0%	4,5%	5,0%

Źródło: 2016-1H'23: Unibep S.A., 2023P-2025P: prognozy Noble Securities

#### Segment budownictwa energetyczno-przemysłowego

To najnowszy segment w grupie – utworzony w grudniu 2021 r. Zatrudnione jest tam nieco poniżej 100 osób, stan osobowy będzie się jednak zwiększał. W obszarze zainteresowania Unibepu są prace w kotłowniach gazowych, elektrowniach, elektrociepłowniach, zakładach termicznego przekształcania odpadów, instalacjach kogeneracyjnych, oczyszczalniach ścieków oraz związane z OZE (farmy fotowoltaiczne, magazyny energii, akumulatory ciepła), jak również budowa zakładów produkujących pompy ciepła, systemy bateryjne, itp.

Unibep wykazuje się dużą skutecznością w pozyskiwaniu kontraktów w tym obszarze – przychody w 2022 r. przekroczyły 300 mln zł, a w pierwszym półroczu bieżącego roku osiągnęły już niemal poziom ubiegłoroczny. Portfel zamówień na koniec półrocza wyniósł 726 mln zł (zbliżony r/r). Obecnie spółka realizuje kilkanaście kontraktów, z których kilka ma wartość ponad 100 mln zł: budowa zakładu produkującego pompy ciepła dla Viessmanna (380 mln zł), hala magazynowo-produkcyjna dla Mondi (164 mln zł), budowa źródła szczytowo-rezerwowego pary dla Anwilu (160 mln zł), zabudowa układu kondensacji spalin w Elektrociepłowni Siekierki w Warszawie (114 mln zł), hale magazynowo-logistyczne dla Panattoni (28,9 mln euro). W kolejnych miesiącach Unibep liczy na pozyskanie ponad 500 mln zł nowych zleceń – w trakcie „akwizycji” są kontrakty na obiekty przemysłowe o wartości 116 mln zł oraz na obiekty energetyczne o wartości 450 mln zł.

Portfel zleceń do realizacji na 2H'23 wynosi 342 mln zł, zakładamy, że Unibep zrealizuje ok. 320 mln zł przychodów (580 mln zł w całym 2023 r.). W kolejnych latach szacujemy wyższe przychody: 700 mln zł w 2024 r. i 900 mln zł w 2025 r. Oczekiwania zarządu Unibep co do sprzedaży są bardziej ambitne.

#### Budownictwo infrastrukturalne Unibep – wyniki historyczne i prognozy

mln zł	2022	1H'23	2023P	2024P	2025P
Przychody	312,2	257,7	580,0	700,0	900,0
Zysk brutto na sprzedaży	28,2	14,3	20,0	35,0	45,0
Marża brutto na sprzedaży	9,0%	5,5%	3,4%	5,0%	5,0%

Źródło: 2022-1H'23: Unibep S.A., 2023P-2025P: prognozy Noble Securities

Marża brutto na sprzedaży wykazana w tym segmencie w 2022 r. była bardzo wysoka (9,0%), w 1H'23 obniżyła się już do bardziej typowych poziomów – 5,5%. Uważamy, że obecna, trudna, sytuacja w branży budowlanej (relatywnie mało robót), problemy części inwestorów z organizowaniem



finansowania czy też zbyt duży zakres niektórych inwestycji (w kontekście obecnego spowolnienia gospodarczego), może skłonić część klientów Unibepu do ograniczenia skali zaplanowanych wcześniej inwestycji i skutkować niższymi marżami wykazywanymi przez spółkę w najbliższych kwartałach. Zakładamy, że do takiej sytuacji może dojść już w 2H'23 – spodziewamy się obniżenia raportowanej marży. W 2024 i 2025 r. liczymy na poprawę marży brutto na sprzedaży do ok. 5%.

## Unidevelopment

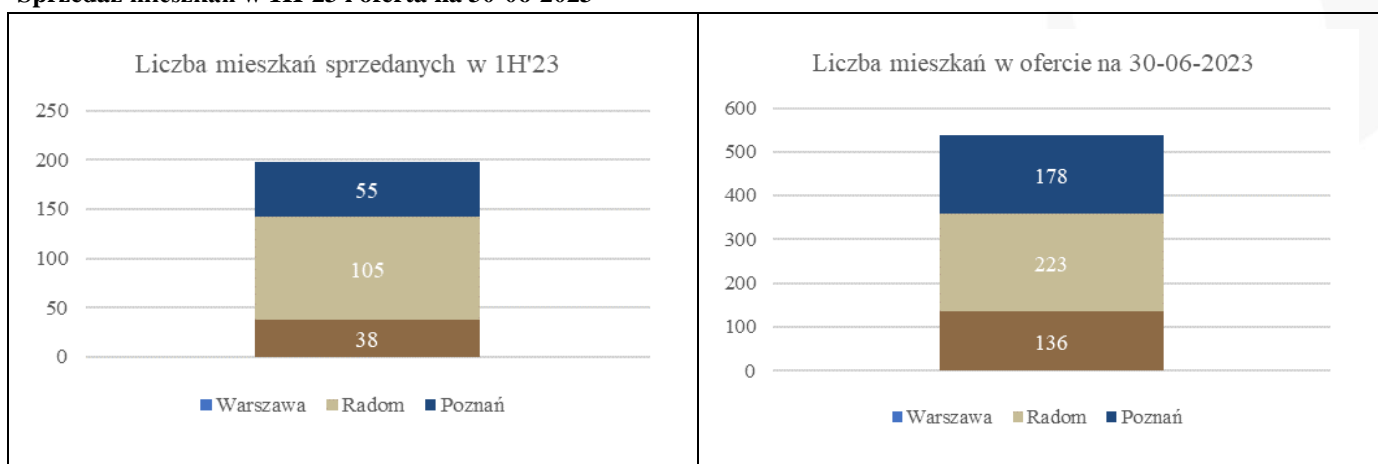
Ta spółka funkcjonuje od 15 lat, w 2012 r. planowano nawet jej wprowadzenie na giełdę, ostatecznie z tych zamiarów zrezygnowano. Unidevelopment w ostatnich latach generuje wyraźnie największe zyski w grupie kapitałowej. Deweloper działa obecnie w 4 aglomeracjach: Warszawie, Poznaniu, Radomiu i Trójmieście (od 2022 r.). W najbliższych latach możliwe jest wejście do innych dużych miast.

Unidevelopment z reguły prowadzi w tym samym czasie kilka projektów deweloperskich. Generalnym wykonawcą wielu z nich jest Unibep (większości projektów poza Radomiem). Spółka część inwestycji deweloperskich realizuje w joint venture – obecnie w Poznaniu, w poprzednich latach również w Warszawie, w dzielnicy Ursus (ostatni projekt jv w Warszawie ukończono w 2Q'22). W związku z tym duża część zysku netto dewelopera przypisywana jest akcjonariuszom mniejszościowym.

Rekordowo wysoką liczbę mieszkań Unidevelopment sprzedał w 2021 r. Najlepsze wyniki finansowe osiągnął rok później: 333 mln zł przychodów i 55 mln zł zysku netto w 2022 r. W ubiegłym roku spółka sprzedała 270 mieszkań w Poznaniu inwestorowi operującemu w segmencie wynajmu mieszkań (Private Rental Sector), co podbiło wyniki sprzedażowe – bez tej transakcji liczba sprzedanych lokali wyniosłaby jedynie 365 (aczkolwiek część mieszkań zarezerwowanych dla PRS pewnie znalazłby nabywców wśród klientów indywidualnych).

W ofercie na 30 czerwca br. znajdowało się 537 lokali w 3 miastach, w ramach 6 projektów. Jeden z projektów realizowany jest w jv, znajduje się w nim 178 lokali. W czwartym kwartale bieżącego roku spółka planuje rozpocząć realizację jeszcze jednej inwestycji – w Gdańsku (132 lokale).

### Sprzedaż mieszkań w 1H'23 i oferta na 30-06-2023



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

Sprzedaż mieszkań w 1H'23 była zbliżona r/r i wyniosła 198 sztuk. Zwiększony popyt na nieruchomości w ostatnich miesiącach pozwala z lekkim optymizmem spoglądać na wyniki sprzedażowe spółki

w najbliższych kwartałach. Ostrożnie szacujemy jednak, że liczba sprzedanych mieszkań w drugim półroczu będzie zbliżona do 1H'23 i wolumen w całym 2023 r. wyniesie ok. 400 sztuk (częściowo będzie to wynikać z niezbyt dużej obecnie oferty mieszkań). W kolejnych latach spodziewamy się większej liczby uruchamianych projektów i wyraźnie wyższej liczby sprzedawanych mieszkań: 550 w 2024 r. i 800 w 2025 r.

## Sprzedż i przekazania lokali



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

W 3Q'23 Unidevelopment zakończy budowę jednego projektu – „Pauza Ochota” w Warszawie (56 lokali). W 4Q'23 przewidziane jest oddanie do użytkowania projektu w Radomiu – „Osiedle Idea Venus” (137 lokali). Większość mieszkań z tych inwestycji powinna zostać zaksięgowana w 4Q'23, część w 1Q'24. W 2024 r. powinna zakończyć się budowa 536 lokali: (369 w 2Q'24 w Poznaniu i 167 w 4Q'24 w Radomiu). W 2025 r. planowane jest oddanie do użytkowania ok. 400 lokali, a w 2026 r. blisko 700 mieszkań.

W 2H'23 spodziewamy się przekazania klientom ok. 150 mieszkań, co dawałoby łącznie ok. 580 lokali w całym 2023 r. W 3Q'23 spółka zaksięguje niewiele lokali, spodziewamy się wyniku finansowego netto w okolicy zera. W 4Q'23 zysk brutto na sprzedaży może wynieść ok. 25 mln zł. W 2024 r. szacujemy, że liczba przekazanych lokali może się zbliżyć do 500, w 2025 r. wyniesie ok. 630. Marżę brutto na sprzedaży ostrożnie szacujemy na ok. 25%, wzrost cen mieszkań w ostatnich miesiącach może jednak poprawić rentowność powyżej tych poziomów.

## Działalność deweloperska – wyniki historyczne i prognozy

mln zł	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H'23	2023P	2024P	2025P
Przychody	98,7	228,2	137,5	165,9	242,5	285,9	333,1	197,6	310,0	300,0	450,0
Zysk brutto na sprzedaży	22,4	60,87	47,7	37,4	57,2	65,3	99,9	49,4	78,0	76,5	112,5
Marża brutto na sprzedaży	22,7%	26,7%	34,7%	22,5%	23,6%	22,8%	30,0%	25,0%	25,2%	25,5%	25,0%

Źródło: 2016-1H'23: Unibep S.A., 2023P-2025P: prognozy Noble Securities

Obecnie bank ziemi umożliwi budowę 4,8 tys. lokali (ostatnia inwestycja planowana do 2032 r.):

- 657 (+2 lokale usługowe) w Warszawie w 3 projektach,
- 1 350 (+49 lokali usługowych) w Radomiu w 4 projektach,
- 1 807 (+53 lokale usługowe) w Poznaniu w 2 projektach (w tym 1 705 mieszkań w jv),
- 1 023 (+6 lokali usługowych) w Trójmieście w 3 projektach.

## Unihouse

To spółka dedykowana do produkcji modułów drewnianych znajdujących zastosowanie w budynkach wielorodzinnych, biurowych, przedszkolach, akademikach, hotelach, motelach, domach spokojnej starości, pawilonach handlowych. Obecnie w Unihouse zatrudnionych jest blisko 500 osób, z czego 35% to kadra inżynierska, 10% administracja, 50% - pracownicy fizyczni. W pierwszych 10 latach działania Unihouse sprzedawał domy modułowe przede wszystkim do Skandynawii: głównie Norwegii, w mniejszym stopniu do Szwecji. W ostatnich latach coraz więcej modułów jest sprzedawanych w Niemczech i w Polsce. Obecnie główni partnerzy w Niemczech to Arge – (Aktivhause & Wolff & Müller) – mieszkania komunalne, L&L Immo Invest GmbH - powtarzalne domy komunalne i letniskowe, Korian Deutschland i Carestone GmbH – powtarzalne domy seniora. W Polsce moduły Unihouse wykorzystywane są w budowlach szkół, żłobków, budynków komunalnych. Spółka liczy na szersze zainteresowanie tą technologią ze strony Społecznych Inicjatyw Mieszkaniowych, administracji rządowej i wojska. Obiecujący może być też rynek ukraiński – po zakończeniu działań wojennych.

Unihouse osiąga najsłabsze wyniki w grupie kapitałowej. Mimo kilkunastu lat działania, w dalszym ciągu ma problemy z wypracowaniem dodatniej rentowności. Dziesięć lat temu, przy pierwszych realizacjach budynków mieszkalnych z modułów w Norwegii, problemem dla Unihouse okazało się spełnienie restrykcyjnych norm obowiązujących w tym kraju i długich okresów gwarancyjnych (po kilku latach sporu sądowego Unihouse przegrał proces). W kolejnych latach okresowo rentowność obniżało osłabienie korony norweskiej względem złotego (najbardziej odczuwalne w 2020 r.). W 2022 r. i 2023 r. dużym problemem okazał się znaczący wzrost kosztów budowy modułów (przede wszystkim istotny wzrost cen drewna, wełny mineralnej) oraz kosztów transportu drogą lądową i morską. Wzrostu tych wydatków nie zgodzili się pokryć klienci (choć początkowo wyrażali zrozumienie dla zaistniałej sytuacji – skoku cen w efekcie wybuchu wojny w Ukrainie). W 3 kwartale 2023 r. większość nierentownych kontraktów z 2022 r. powinna być kończona, a do produkcji powinny wchodzić zamówienia oparte na aktualnych cenach materiałów budowlanych i usług. Od 4 kwartału można spodziewać się stopniowej poprawy marżowości, ale obawiamy się, że marża brutto na sprzedaży nie wyjdzie jeszcze powyżej zera nawet w 4Q'23, a strata w drugim półroczu 2023 r. będzie jedynie trochę niższa niż w 1H'23.

Obecnie maksymalne zdolności produkcyjne fabryki wynoszą ok. 1500 modułów powtarzalnych, o powierzchni ok. 45 tys. m<sup>2</sup>. W przypadku modułów niestandardowych ich liczba jest mniejsza (poniżej 1000 sztuk), ale powierzchnia może być większa – powyżej 50 tys. m<sup>2</sup>. Wg naszych szacunków, przy założeniu modułu powtarzalnego i ceny na poziomie 1,3 – 1,4 tys. euro za m<sup>2</sup>, zdolności produkcyjne Unihouse w ujęciu przychodowym to 270 – 300 mln zł. Przy modułach niestandardowych może to być kwota o kilkadziesiąt mln zł wyższa. Dla porównania w pierwszym półroczu 2023 r. Unihouse wyprodukował 15,5 tys. m<sup>2</sup> modułów (12,8 tys. m<sup>2</sup> w 1H'22), w całym 2023 r. prawdopodobnie będzie to ok. 32 tys. m<sup>2</sup>. Teoretycznie jest więc pole do zwiększania produkcji w kolejnych latach, choć wydaje nam się, że osiągnięcie 45 tys. m<sup>2</sup> rocznie może być trudne – w praktyce produkcyjnej prawdopodobnie pojawiają się wąskie gardła. W swoich szacunkach wyników Unihouse zakładamy produkcję na poziomie ok. 36 -38 tys. m<sup>2</sup> w 2024 i w 2025 r i przychody nieco wyższe od prognozowanych na 2023 r.

Unihouse w pozyskiwanych w ostatnich miesiącach umowach zawiera klauzule waloryzacyjne, mamy więc nadzieję, że w przyszłym roku nie powinno być uszczerbku na marży z tytułu potencjalnego wzrostu cen materiałów budowlanych (choć wzrostów cen nie zakładamy). W 2024 r. liczymy na poprawę marży brutto na sprzedaży do poziomu osiąganego w latach 2019-2021 (4,8%). Zakładamy, że spółka stopniowo

będzie poprawiać nadzór nad realizowanymi kontraktami, lepiej szacować ryzyka z nimi związane, w efekcie spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży w 2025 r. do 6%.

#### Budownictwo modułowe grupy Unibep – wyniki historyczne i prognozy

mln zł	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H'23	2023P	2024P	2025P
Przychody	156,4	181,65	142,0	183,4	211,3	261,8	213,5	124,5	270,0	270,0	300,0
Zysk brutto na sprzedaży	9,98	11,5	4,8	1,4	-6,4	7,2	-32,3	-9,1	-15,0	13,0	18,0
Marża brutto na sprzedaży	6,4%	6,3%	3,3%	0,7%	-3,0%	2,7%	-15,1%	-7,3%	-5,6%	4,8%	6,0%

Źródło: 2016-1H'23: Unibep S.A., 2023P-2025P: prognozy Noble Securities

Wyniki jednostkowe Unihouse różnią się nieco od wykazywanych w sprawozdawczości grupy Unibep w ramach segmentu „budownictwo kubaturowe”. Różnice nie są duże na poziomie przychodów, ale większe na poziomie marży brutto na sprzedaży (zwłaszcza w pierwszym pełnym roku działalności Unihouse jako spółki akcyjnej – 2020 r.). Wynika to z wzajemnych rozliczeń między spółkami, wyłączeń konsolidacyjnych, itp. Nie jesteśmy w stanie przewidzieć jak te różnice w raportowaniu mogą wyglądać w najbliższych latach, ale żeby pokazać wybrane pozycje rachunku zysków i strat oraz bilansu Unihouse przyjęliśmy uproszczone podejście, że w okresie 2023-2025 przychody i zysk brutto na sprzedaży Unihouse będą zbieżne do prognozowanych przez nas dla segmentu modułowego.

#### Unihouse – wybrane pozycje rachunku zysków i strat oraz bilansu

mln zł	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	30,4	225,7	273,3	223,3	270,0	270,0	300,0
Zysk brutto na sprzedaży	1,5	8,6	15,2	-28,7	-15,0	13,0	18,0
Koszty zarządu	1,4	7,4	-8,4	-9,0	-9,5	-10,0	-10,5
Saldo pozostałej operacyjnej	0,0	-0,1	-0,8	-0,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,1	1,1	6,0	-38,4	-24,5	3,0	7,5
EBITDA	0,7	4,1	11,1	-33,3	-19,4	8,0	12,6
Saldo finansowe	0,0	-0,5	-5,3	-5,2	-5,0	-3,5	-3,0
Zysk netto	0,3	0,1	0,3	-35,6	-24,2	-0,3	3,6
Marża brutto na sprzedaży	5,0%	3,8%	5,6%	-12,9%	-5,6%	4,8%	6,0%
Dług netto	-2,9	20,5	23,4	33,8	20,0	15,0	10,0
Kapitały własne	48,9	45,1	48,9	27,8	23,6	23,3	26,9

Źródło: 2019-2022: Ministerstwo Sprawiedliwości - [www.ekrs.ms.gov.pl](http://www.ekrs.ms.gov.pl), 2023P-2025P: prognozy Noble Securities

Dotychczasowe wydatki Unibepu związane z działaniem Unihouse wynoszą blisko 100 mln zł:

- ok. 25 mln zł wydane w 2009 r. na budowę farbyki modułów,
- ok. 8 mln zł w 2013 r. na rozbudowę fabryki,
- ok. 25 mln zł w 2017 r. na dalszą rozbudowę,
- ok. 10 mln zł w 2022 r. na dokapitalizowanie Unihouse,
- 30 mln zł pożyczki udzielonej w styczniu 2023 r., z teminem spłaty 31 grudnia 2025 r (w lutym 2022 r. pożyczka udzielona przez Unibep do Unihouse wynosiła 20 mln zł i miała być spłacona do końca 2022 r., biorąc pod uwagę tegoroczne wyniki Unihouse można przypuszczać, że spółka nie będzie w stanie zwrócić pożyczki do końca 2025 r., bardziej prawdopodobna jest zamiana części pożyczki na kapitał zakładowy – w szacunkach na 2023 r. założyliśmy, że 20 mln zł zostanie skonwertowane na KZ Unihouse).

Dla Unihouse przed 3 laty prowadzony był przegląd opcji strategicznych, nie zakończył się on jednak żadną konkluzją. Obecnie, ponownie, rozważane są różne warianty dla spółki:

- sprzedaż Unihouse na rzecz podmiotu zewnętrznego,
- nawiązanie współpracy z inwestorem branżowym (sprzedaż części akcji Unihouse takiemu inwestorowi), który pomógłby spółce w skuteczniejszym wykorzystaniu jej potencjału,
- gruntowne zmiany w organizacji spółki, które dałyby szansę na trwałą poprawę rentowności.

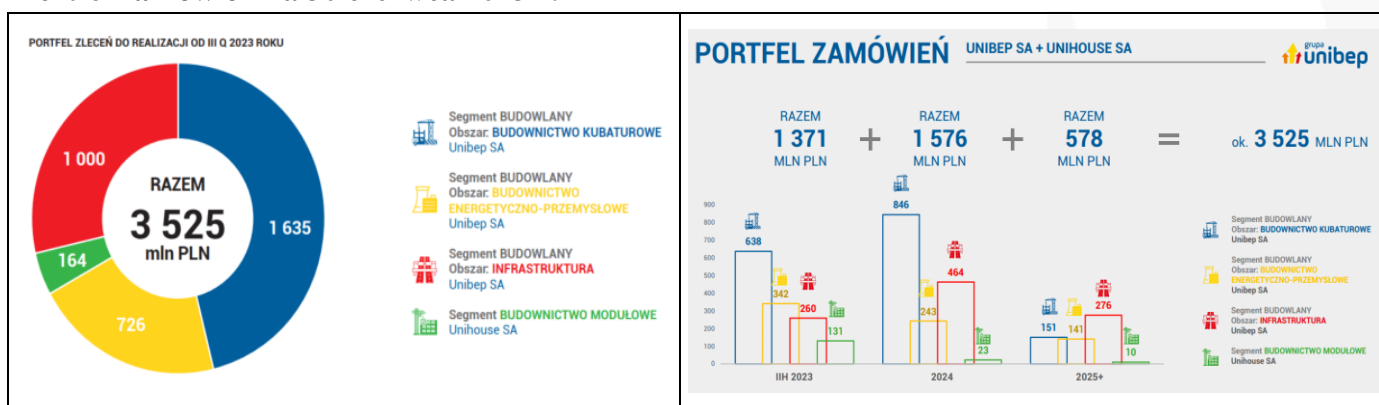
Wydaje się, że, obecnie, po 2 latach znaczących strat w spółce, mogą zostać podjęte bardziej zdecydowane działania, włączając w to sprzedaż firmy na rzecz podmiotu zewnętrznego. W scenariuszu bazowym zakładamy jednak, że Unihouse pozostanie w grupie kapitałowej i dzięki zmianie sposobu zarządzania sprzedaż uda się w sposób trwały uzyskać dodatnie wyniki – moduły produkowane przez spółkę mają liczne zalety (lekkość konstrukcji, ekologiczne materiały, dobra odporność ogniowa, dobra akustyka, krótki czas realizacji budowy), są doceniane przez klientów, Unihouse otrzymuje nagrody, wyróżnienia, certyfikaty jakości na wytwarzane moduły, niestety nie potrafi na nich zarabiać.

## Portfel zamówień

W 1H'23 grupa Unibep pozyskała 954 mln zł zamówień: 820 mln zł w segmencie budowlanym (łącznie w kubaturze, infrastrukturze, budownictwie energetyczno-przemysłowym) i 134 mln zł w segmencie modułowym. Poziom kontraktacji w segmencie budowlanym był dużo niższy niż w pierwszym półroczu 2022 r. (0,82 mld zł vs 1,54 mld zł), co wynikało przede wszystkim z mniejszej liczby umów w segmencie budownictwa mieszkaniowego

Backlog grupy na koniec pierwszego półrocza 2023 r. wyniósł 3,525 mld zł, był zbliżony do poziomu sprzed roku, ale niższy niż na koniec 2022 r. (3,829 mld zł). Niemal połowa portfela to budownictwo kubaturowe (1,63 mld zł), w którym ok. 3/4 stanowi budownictwo mieszkaniowe. Ponad 20% portfela przypada na budownictwo energetyczno-przemysłowe. Budownictwo modułowe to blisko 5% backlogu, a segment infrastruktury stanowi niespełna 30% (głównie drogi).

## Portfel zamówień na 30 czerwca 2023 r.



Źródło: Unibep S.A.

## Sytuacja finansowa

Wyniki w drugim kwartale 2023 r. były stosunkowo słabe, szczególnie w segmencie kubaturowym: 1,4 mln zł straty brutto na sprzedaży przy sprzedaży segmentu w wysokości 317 mln zł. Głównym

powodem były wzrosty cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa w poprzednich kwartałach (kiedy Unibep nabywał materiały i podpisywał umowy z podwykonawcami). W komentarzu do wyników spółka stwierdza, że kolejne kwartały mogą okazać się także bardzo wymagające. Spółka nie widzi dużych możliwości uzyskania dopłat do kontraktów ze względu na ogólne spowolnienie w branży budowlanej – klienci nie są skłonni do dopłat, jeśli jest szansa na znalezienie tańszego wykonawcy.

Spodziewamy się słabych wyników w 3Q'23 – niewielkiej straty brutto na sprzedaży w budownictwie kubaturowym, obniżenia marży w budownictwie przemysłowym (ale nadal dodatniej), poprawy marży w segmencie infrastruktury. W 3Q'23 spodziewamy się bardzo niskiej liczby przekazanych mieszkań (we wrześniu oddany zostanie 1 projekt z 56 mieszkaniami, większość z nich prawdopodobnie będzie księgowana w 4Q'23) i wyniku w deweloperce zbliżonego do zera. W konsekwencji przewidujemy skonsolidowaną stratę na poziomie operacyjnym i netto.

### Wyniki skonsolidowane Unibep i prognoza na 3Q'23

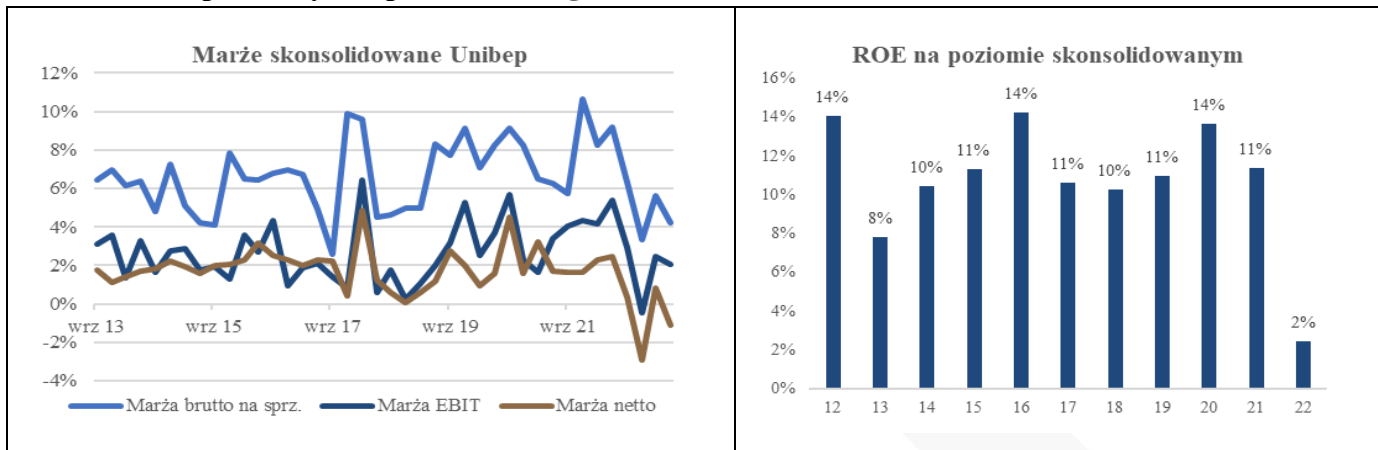
mln zł	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23P
Przychody ze sprzedaży	419,1	600,3	575,9	663,1	523,7	711,9	635,0
Zysk brutto na sprzedaży	34,5	55,2	36,4	22,2	29,3	29,9	8,0
Koszty sprzedaży	-3,8	-6,4	-4,7	-5,8	-2,6	-2,3	-2,6
Koszty ogólnego zarządu	-14,5	-14,9	-14,0	-14,9	-13,7	-14,4	-14,5
EBIT	17,3	32,4	17,0	-2,9	12,9	14,8	-9,1
Saldo finansowe	-0,5	-2,3	-3,0	-11,3	-6,1	-9,9	-7,5
Wynik netto	9,7	14,9	2,2	-19,4	4,3	-8,0	-14,8
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,2%	9,2%	6,3%	3,3%	5,6%	4,2%	1,3%
Marża EBIT	4,1%	5,4%	3,0%	-0,4%	2,5%	2,1%	-1,4%
Marża netto	2,3%	2,5%	0,4%	-2,9%	0,8%	-1,1%	-2,3%

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

Rentowność sprzedaży grupy Unibep w ciągu ostatnich 10 lat podlegała dość istotnym wahaniom – głównie była zależna od koniunktury w branży budowlanej. W ostatnich kwartałach zyskowność grupy Unibep utrzymuje się poniżej długoterminowych średnich (średnia marża brutto na sprzedaży z 40 ostatnich kwartałów – 6,6%, operacyjna – 2,7%, netto – 1,7%), co w głównej mierze wynika ze słabej koniunktury w branży budowlanej i wzrostów cen materiałów budowlanych w poprzednich miesiącach (kiedy były negocjowane dostawy).

W długim terminie Unibep utrzymuje relatywnie wysoki zwrot na kapitale własnym – średnia z ostatnich 11 lat na poziomie 11%. W ubiegłym roku ROE obniżyło się do 2%, przewidujemy, że w 2023 r. osiągnie wartość ujemną, ale w kolejnych latach wyraźnie się poprawi.

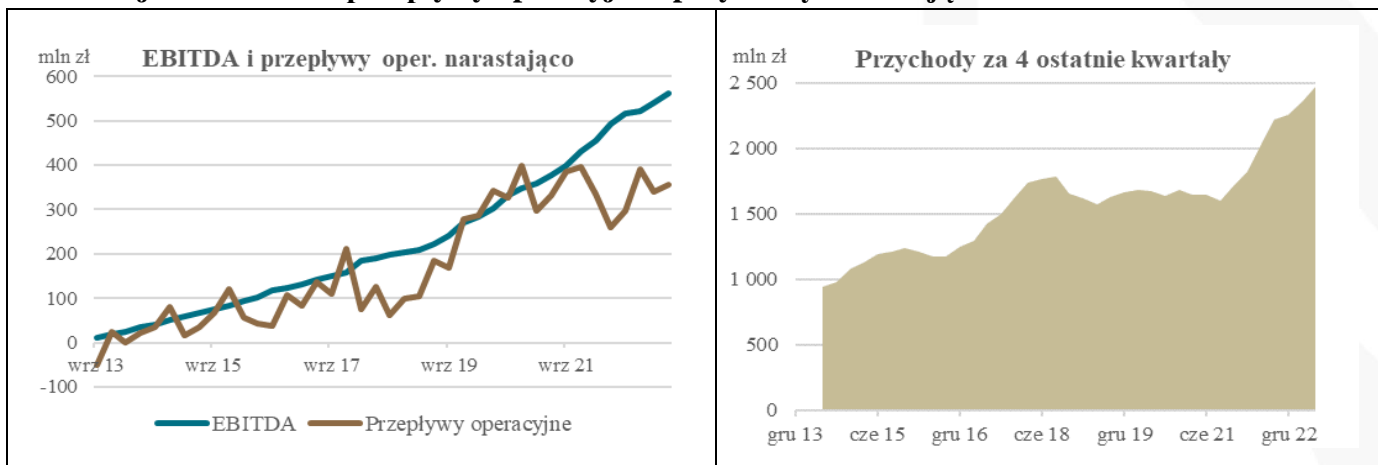
### Rentowność sprzedaży i kapitału własnego



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

Na przestrzeni lat, Unibep wykazuje się dość dobrą konwersją EBITDA na przepływy operacyjne. Generalnie przepływy z podstawowej działalności są zbliżone do gotówkowych zysków, w ostatnich kwartałach zaczynają odstawać w dół, ale głównie za sprawą rosnących przychodów i zwiększonego zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

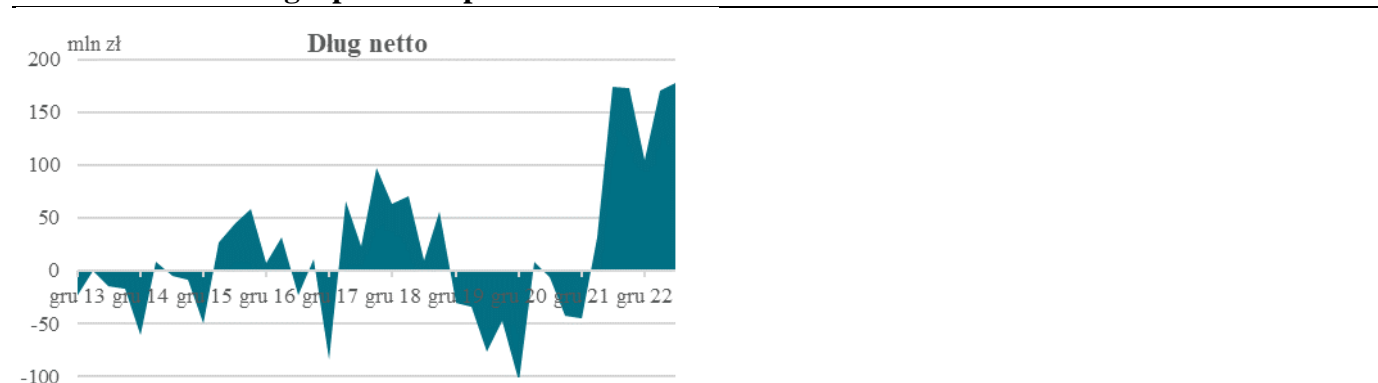
### Konwersja EBITDA na przepływy operacyjne i przychody narastająco



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

W konsekwencji rosnących przychodów i gorszych wyników finansowych zwiększa się zadłużenie. Spodziewamy się utrzymania relatywnie zbliżonego zadłużenia w najbliższych kwartałach.

### Zadłużenie netto w grupie Unibep

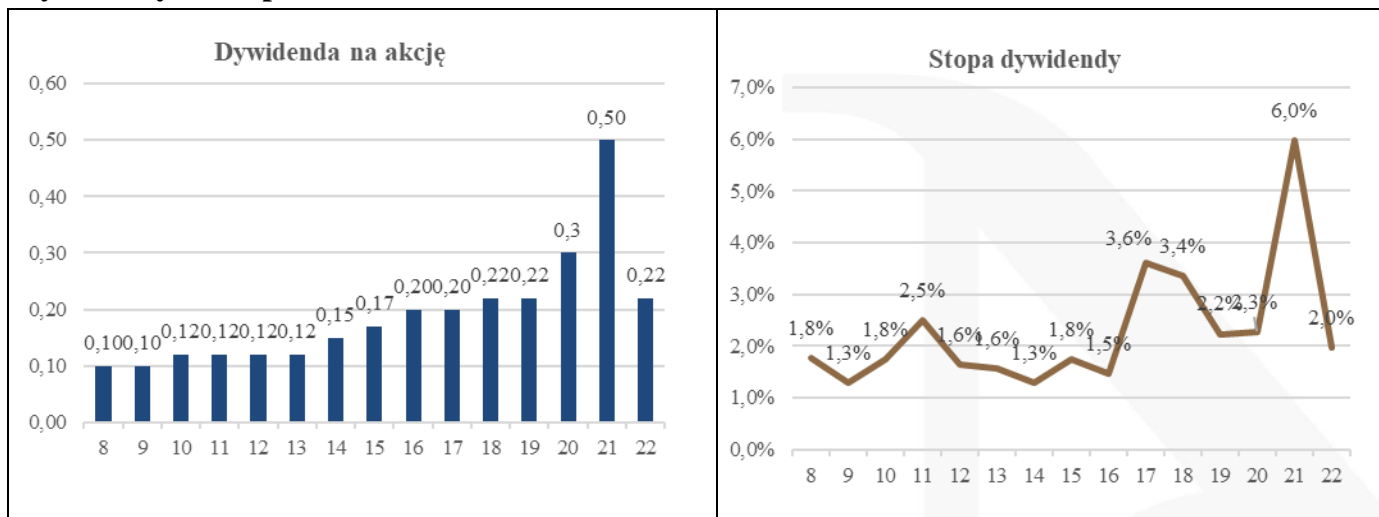


Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

## Dywidendy

Unibep należy do nielicznych spółek giełdowych, które regularnie dzielą się zyskiem z akcjonariuszami. Od wejścia na giełdę spółka co roku, przez ostatnie 15 lat, wypłacała dywidendy. Łącznie na 1 akcję od 2008 r. wypłacono 2,86 zł. W ujęciu wartościowym kwota dywidend przez 15 lat wyniosła ok. 100 mln zł i stanowiła nieco ponad 20% zysku netto Unibepu w tym okresie.

### Dywidendy Unibep S.A.



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

Poza wypłaconymi dywidendami spółka 3-krotnie przeprowadziła też skup akcji:

- 1,0 mln akcji po 10,72 zł w 2017 r.,
- 1,0 mln akcji po 6,80 zł w 2019 r.,
- 1,5 mln akcji po 9,20 zł w 2020 r.

Łączna kwota wydana na nabycie akcji własnych wyniosła 31,3 mln zł. Skupionych zostało 10% akcji. W ostatnich 2 latach 1,2 mln akcji zostało sprzedane osobom z kierownictwa Unibep i Unidevelopment w ramach programu motywacyjnego (po 3 zł za akcję).

Na akcje własne nie jest wypłacana dywidenda.



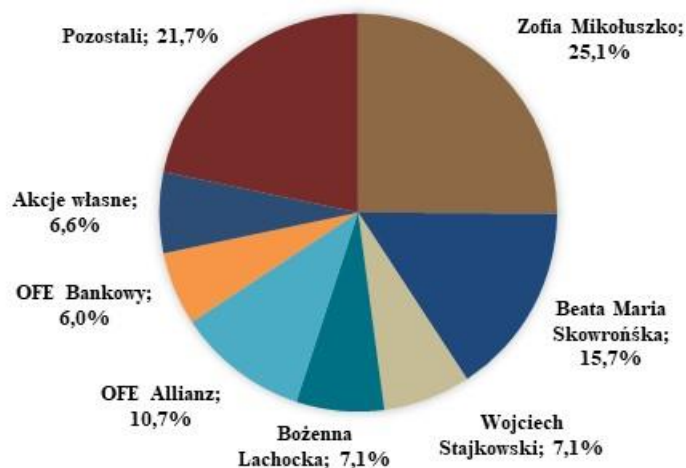
## Akcjonariat

Główni akcjonariusze to osoby fizyczne, które w 2002 r. odkupiły akcje spółki od Budimeksu – 4 osoby łącznie posiadają 55% akcji. Stabilność akcjonariatu w ostatnich 20 latach pozwalała w sposób skuteczny prowadzić ekspansję geograficzną i segmentową Unibepu, nie wystawiając spółki na podejmowanie nadmiernych ryzyk.

W grupie znaczących akcjonariuszy są też 2 otwarte fundusze emerytalne. Ok. 1/5 akcji znajduje się w posiadaniu inwestorów indywidualnych i finansowych.

## Akcjonariat

STRUKTURA AKCJONARIATU NA 7-09-2023



Źródło: Unibep S.A.

Na dzień publikacji raportu finansowego za pierwsze półrocze 2023 r. (7 września) Unibep posiadał 2,3 mln akcji własnych (6,57% kapitału zakładowego). Akcje te prawdopodobnie zostaną przeznaczone na realizację programu motywacyjnego dla kluczowych osób z kierownictwa spółki w najbliższych latach.

## Strategia

W ciągu ostatnich 15 lat grupa Unibep zwiększyła przychody 5,5-krotnie, co niewątpliwie można pochytać za spory sukces. Strategia grupy zakłada dalszy istotny wzrost skali prowadzonej działalności - poprzez powiększanie udziałów rynkowych, wchodzenie w nowe obszary działalności oraz szersze wyjście na rynki ościenne.

W najbliższych latach spółka liczy przede wszystkim na znaczący wzrost przychodów w segmencie energetyczno-przemysłowym. Unibep działa w tej części rynku budowlanego za ledwie od grudnia 2021 r. Plany zarządu są ambitne i zakładają dojsście do 1,5 mld zł przychodów tego segmentu w 2026 r. Spółka istotnych szans upatruje w rozpoczęciu ofertowania na rynku hydrotechnicznym, rozwoju obszarów przesyłu i dystrybucji energii oraz z zakresu energetyki odnawialnej: farmy fotowoltaiczne, fabryki pomp ciepła, magazyny energii, kotłownie gazowe, wodne, parowe, układy kogeneracyjne, modernizacja źródeł ciepła. Będzie się to wiązało ze zwiększeniem zatrudnienia (głównie kadra inżynierska i dyrektorzy handlowi – do identyfikowania i pozyskiwania kontraktów) oraz zakupem sprzętu. Aby poszerzyć kompetencje w tym obszarze Unibep chciałaby pozyskać partnera technologicznego do realizowanych projektów – potencjalna akwizycja spółki montażowo-wytwórczej pod kątem rozbudowy własnych mocy produkcyjnych.

Drugim segmentem działalności, który ma się wyraźnie rozwinąć w najbliższych latach jest budownictwo infrastrukturalne. Spółka planuje wyjście z roli wykonawcy specjalizującego się w budowie i remontach dróg krajowych i wojewódzkich na Podlasiu do generalnego wykonawcy realizującego duże kontrakty drogowe. W najbliższym czasie nadal głównym obszarem zainteresowania ma być Polska Północno-Wschodnia, ale w kolejnych latach Unibep zamierza startować w przetargach organizowanych przez Generalną Dyрекcję Dróg Krajowych i Autostrad również w innych regionach kraju. Aby skutecznie zwiększyć skalę budownictwa drogowego najprawdopodobniej niezbędny będzie zakup kolejnej wytwórni mas bitumicznych (wydatek rzędu 10 mln zł). Plany zarządu dla segmentu infrastruktury zakładają osiągnięcie ok. 1 mld zł przychodów w 2026 r. Dodatkowo realizacja dużych kontraktów drogowych powinna pozytywnie przełożyć się na realizowane marże, o czym mogą świadczyć rentowności osiągane przez Budimex i Mirbud w ostatnich latach. W przypadku dużych kontraktów łatwiej też uzyskać waloryzacje wynikające ze wzrostu kosztów budowy, co jest bardzo trudne w przypadku realizacji małych kontraktów drogowych.

Istotnym elementem strategii jest też wzmocnienie pozycji dewelopera, będącego w ostatnich latach centrum generowania zysków w grupie kapitałowej. Unidevelopment ma skupiać się na realizacji mniejszych projektów w dużych miastach. Bank ziemi spółki jest obecnie duży (wystarcza na prawie 10 lat budowania), rozważane jest jednak wyjście z inwestycjami do kolejnych dużych miast w Polsce. Kluczowe w tym zakresie będzie pozyskiwanie finansowania na zakup kolejnych gruntów – od kilku lat spółka finansuje takie zakupy głównie emisją obligacji bądź pożyczkami od Unibepu.

W zakresie nowych obszarów działalności budowlanej rozważane jest również wejście w segment kolejowy, jednak to bardziej odległy horyzont czasowy – nie w perspektywie najbliższych kwartałów.

Kolejnym sposobem na zwiększenie przychodów i zysków ma być wyjście spółki na rynki ościenne. Z racji bliskości geograficznej (siedzibą spółki jest Bielsk Podlaski) największe znaczenie ma Ukraina.

Unibep przed wybuchem wojny zrealizował w tym kraju kilka kontraktów, w planach było pozyskiwanie kolejnych, napaść Rosji pokrzyżowała te zamierzenia. W przypadku zakończenia wojny w Ukrainie i rozpoczęcia odbudowy kraju, wydaje się, że Unibep może być jedną z najistotniejszych polskich firm budowlanych, które w tym procesie będą uczestniczyć.

Za wschodnią granicą Unibep w poprzednich latach realizował też umowy w Rosji i na Białorusi. Powrót na pierwszy z rynków w najbliższych latach jest mało prawdopodobny, ale pozyskiwanie zleceń na Białorusi w przypadku poprawy relacji politycznych wydaje się możliwe (w kwietniu br. Unibep podpisał umowę ze Skarbem Państwa o wartości 41,7 mln euro na przebudowę polskiej ambasady w Mińsku).

W zakresie działalności modułowej planowana jest zmiana rynków docelowych – ze Skandynawii na Niemcy i Polskę. W Niemczech Unihouse już pozyskał kilku stałych odbiorców i w oparciu o nich zamierza zwiększać sprzedaż modułów w najbliższych latach. W Polsce spółka liczy na udział w realizacji projektów Społecznych Inicjatyw Mieszkaniowych, a także na wykorzystanie modułów w budowie żłobków, przedszkoli, hoteli, obiektów dla wojska i policji. Unihouse ma też przygotowany produkt na rynek ukraiński, który mógłby wprowadzić po zakończeniu działań wojennych.

Szanse na skuteczną realizację całościowej strategii grupy wydaje się zwiększać osoba nowego (od maja br.) prezesa Unibepu – Dariusza Blochera, który w poprzednich latach był prezesem Budimeksu (2009 – 2021) i jest utożsamiany z sukcesem tamtej spółki.

Budowa strategii na najbliższe lata może jednocześnie wiązać się ze zmianą sposobu ujmowania ryzyk biznesowych w wynikach spółki. Prezes Blocher, podczas majowej konferencji Unibepu, podsumowującej wyniki 2022 r., sygnalizował potrzebę bardziej konserwatywnego podejścia. Również w komentarzu zarządu do wyników pierwszego półrocza pojawiła się informacja o działaniach, które będą się koncentrowały „na wypracowaniu nowej, bardziej konserwatywnej niż dotychczasowa polityki ujmowania w wyniku wszelkiego rodzaju ryzyk, uzgodnień waloryzacyjnych, obciążeń podwykonawców, rezerw serwisowych czy tworzenia odpisów na należności, co wpłynie na obniżenie wyniku za 2023 r.”

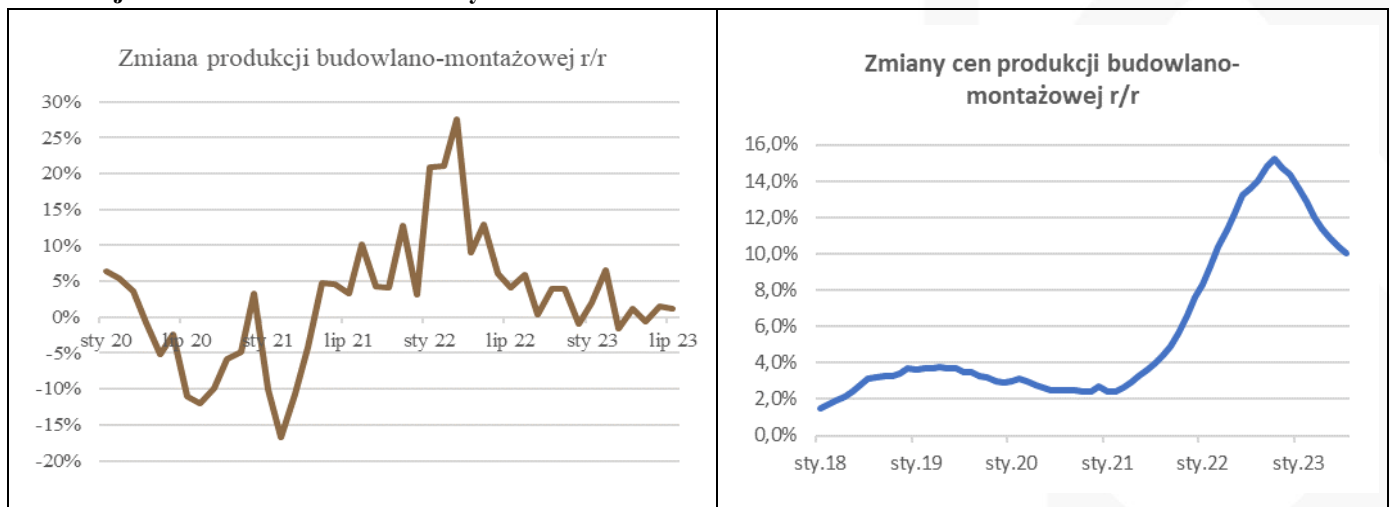
## Rynek budowlany

Na rynku budowlanym w Polsce od kilku kwartałów widać spadającą aktywność. Wpływ na to miały: znaczące wzrosty cen materiałów budowlanych (rozpoczęte latem 2021 r.), wysokie ceny paliw, szybko rosnące płace i koszty obsługi długu (efekt podwyżek stóp procentowych), a na koniec wybuch wojny w Ukrainie powodujący zerwanie łańcuchów dostaw i skokowy wzrost cen stali i wielu materiałów budowlanych.

Przy braku skutecznych mechanizmów waloryzacji kontraktów, w szczególności na rynku zamówień publicznych, wiele umów podpisanych przed wybuchem wojny w Ukrainie przynosi firmom budowlanym w ostatnich kwartałach straty. Już w pierwszym półroczu 2023 r. widać było rekordowy wzrost liczby niewypłacalności firm budowlanych, a sytuacja prawdopodobnie nie poprawi się w drugiej połowie roku.

Ogólny spadek aktywności w całej gospodarce (nie tylko polskiej, ale również zachodnioeuropejskiej) przekłada się na mniejszą liczbę nowych inwestycji związanych z budową zakładów produkcyjnych, magazynów, biur, centrów handlowych. Zmniejszenie podaży robót budowlanych skutkuje zaostrzeniem konkurencji cenowej i spadkiem marż. Utrzymywanie takiej sytuacji przez dłuższy czas będzie zmuszać firmy do redukcji zatrudnienia i szukania oszczędności w różnych obszarach działalności.

### Produkcja budowlano-montażowa i ceny



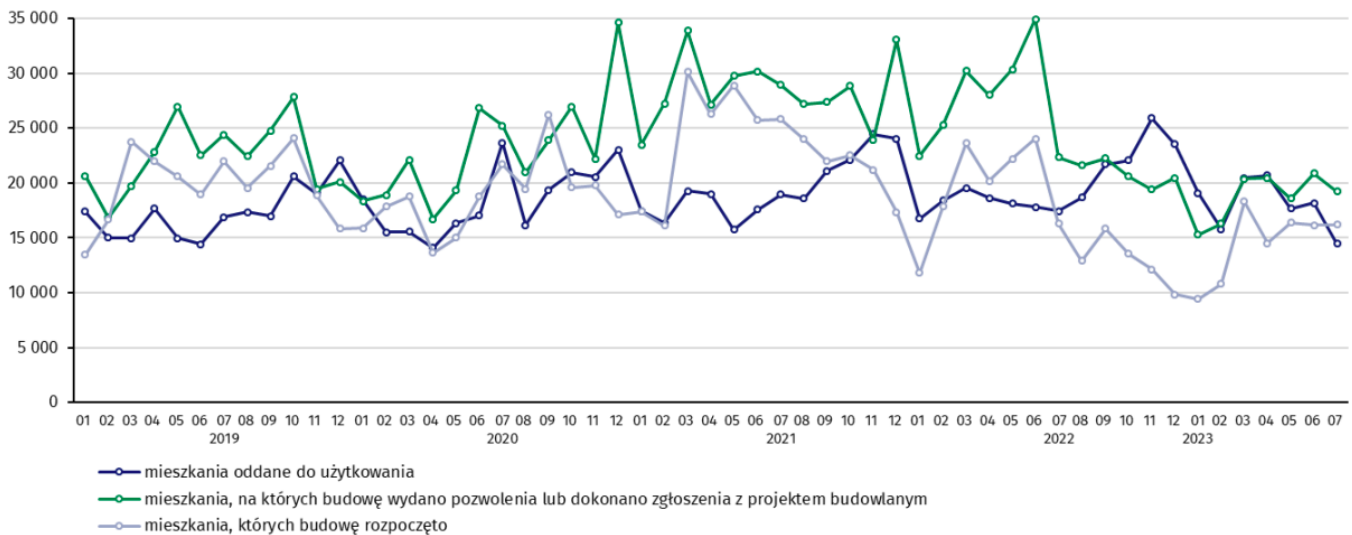
Źródło: GUS, opracowanie Noble Securities

Od 2 kwartału 2022 r. największe spowolnienie widoczne było w segmencie budownictwa mieszkaniowego (stanowi 1/5 całego rynku budowlanego w Polsce) – najpierw w efekcie szybkich podwyżek stóp procentowych obniżających zdolność kredytową klientów (wiosną ub. r. dołożyło się jeszcze zaostrzenie rekomendacji S – zwiększenie bufora przy badaniu zdolności kredytowej przez banki z 2,5% do 5,0%), potem w następstwie wojny, zwiększającej niepewność wśród części klientów i powodującej odkładanie decyzji o zakupie mieszkania czy domu na bardziej spokojne czasy.

„Bezpieczny kredyt 2%” oraz złagodzenie rekomendacji S (powrót do 2,5% bufora w lutym br.) wyraźnie poprawiły sytuację na rynku mieszkaniowym w ostatnich miesiącach – popyt na mieszkania istotnie się zwiększył, a ceny mieszkań zaczęły rosnąć. Na razie nie widać tej poprawy w liczbie uruchamianych

projektów deweloperskich - wg GUS, liczba pozwoleń na budowę mieszkań uzyskanych przez deweloperów w pierwszych 7 miesiącach 2023 r. obniżyła się o 35,4% r/r, a liczba rozpoczętych budów mieszkań była o 28,4% niższa r/r. Mimo to w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać większej liczby rozpoczynanych budów, bo „zapas” mieszkań u deweloperów nie był duży.

### Budownictwo mieszkaniowe w Polsce



Źródło: GUS

Brak środków z Krajowego Planu Odbudowy i Rozwoju przekłada się wyraźnie negatywnie na budownictwo kolejowe i energetyczne – duża część projektów w tych segmentach miała opierać się na dofinansowaniu z tego unijnego programu. Na wsparcie środkami z KPO liczyły też samorządy. Lukę w finansowaniu z KPO miało zapewnić zapowiedziane na początku tego roku prefinansowanie wybranych inwestycji przez Polski Fundusz Rozwoju. Niestety nie widać istotnego wpływu tego prefinansowania na liczbę podpisywanych umów, zwłaszcza w budownictwie kolejowym, gdzie znaczące inwestycje miały ruszyć już w 2023 r. Na razie nie ma też napływu środków z budżetu UE na lata 2021 – 2027, należy się tego spodziewać dopiero w latach 2024-2025.

Segmentem, gdzie sytuacja wygląda nieco lepiej jest budownictwo drogowe - inwestycje finansowane są obecnie głównie ze środków zgromadzonych w Krajowym Funduszu Drogowym. Plany GDKiA na cały 2023 r. zakładają ogłoszenie 29 mld zł nowych przetargów, (wykonanie prawdopodobnie będzie zauważalnie niższe). Co istotne Generalna Dyrekcja ma zapewnione finansowanie tych inwestycji.

Prawdopodobnie do końca bieżącego roku nie dojdzie do zauważalnej poprawy na szeroko rozumianym rynku budowlanym. Naszym zdaniem, po wyborach parlamentarnych jest szansa na poprawę relacji z Komisją Europejską i odblokowanie środków z KPO. Wraz z prawdopodobnie większą liczbą inwestycji realizowanych przez deweloperów powinno to się przełożyć na ogólną poprawę sytuacji w budownictwie w 2024 r. i kolejnych latach.

## Czynniki ryzyka

- Ryzyko spowolnienia gospodarczego – przedłużenie trwającego od kilku kwartałów spowolnienia gospodarczego może przełożyć się na zmniejszenie liczby inwestycji w budownictwie kubaturowym (mniej rozpoczynanych budów zakładów produkcyjnych, hal magazynowych, obiektów użyteczności publicznej, budynków mieszkalnych).
- Ryzyko zaostrzenia konkurencji – w sytuacji spowolnienia gospodarczego należy liczyć się z zaostrzeniem konkurencji między firmami budowlanymi, co będzie skutkowało obniżeniem marż na realizowanych kontraktach.
- Ryzyko odpisów na należności – w gorszym otoczeniu makroekonomicznym zwiększa się ryzyko odpisów na należności (pogorszenie sytuacji finansowej klientów).
- Ryzyko dalszych opóźnień w transferze środków z UE – brak środków z Krajowego Planu Odbudowy i Rozwoju wpłynął na wstrzymanie szeregu inwestycji publicznych (przede wszystkim w budownictwie kolejowym). Przedłużanie takiego stanu będzie się przekładać negatywnie na aktywność w branży budowlanej.
- Ryzyko strat na poszczególnych kontraktach – błędne kalkulacje lub zmiany otoczenia rynkowego mogą spowodować, że wyniki na niektórych kontraktach będą znacznie poniżej oczekiwań spółki.
- Ryzyko sporów sądowych z klientami – w przypadku kontraktów budowlanych występuje relatywnie wysokie ryzyko sporu firm budowlanych z klientami, co do jakości wykonania, terminowości, niedochowania zapisów umownych. Część z takich sporów ma finał w sądzie, w przypadku przegranej przez spółkę budowlaną może ją narażać na duże straty. W przypadku Unibepu najpoważniejszą sprawą sporną jest sprawa dotycząca rozliczeń kontraktu drogowego Sokółka – Dąbrowa Białostocka. Spór w sądzie toczy się od 2018 r. Unibep domaga się 44,6 mln zł płatności za roboty dodatkowe i kary umowne, a Podlaski Zarząd Dróg Wojewódzkich dochodzi od Unibepu 106 mln zł. Obecnie trwa postępowanie mediacyjne – do października br.
- 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 – w poprzednich latach grupa Unibep do 1/3 przychodów uzyskiwała z rynków zagranicznych, zmiany kursów walutowych (przede wszystkim korony norweskiej) okresowo przekładały się wyraźnie negatywnie na rentowność realizowanych kontraktów.
- Ryzyko stóp procentowych – grupa Unibep w dużym zakresie korzysta z kredytów bankowych, a spółka Unidevelopment emituje obligacje, w przypadku których płatności odsetkowe uzależnione są od rynkowych stóp procentowych (najczęściej od WIBOR). Wzrost stóp procentowych wpływa negatywnie na koszty finansowe i w skrajnym scenariuszu może zagrozić utrzymaniu płynności finansowej w grupie.
- Ryzyko utraty płynności finansowej – niebezpieczeństwo zbyt niskiego poziomu środków pieniężnych, utrudnione finansowanie bankowe.

## Mocne strony/szanse

- Dobra opinia o jakości i terminowości robót wykonywanych przez Unibep ze strony części klientów – m.in. przedstawicieli giełdowych deweloperów mieszkaniowych.
- Konsekwentny wzrost skali prowadzonej działalności, obecność w wielu segmentach rynku budowlanego: budownictwo kubaturowe, przemysłowe, drogowe, modułowe, działalność deweloperska.
- Wejście w nowe segmenty rynku budowlanego, poszerzanie kompetencji.
- Potencjalna odbudowa Ukrainy po zakończeniu wojny – Unibep w poprzednich latach realizował kontrakty na rynku ukraińskim, pozyskiwał też zlecenia na Białorusi i w Rosji. Ustanie walk na wschodzie, ewentualna poprawa relacji politycznych z Białorusią może umożliwić spółce powrót na tamte rynki.
- Poszerzenie działalności deweloperskiej – wejście do nowych dużych miast, zwiększenie liczby prowadzonych inwestycji.
- Wzrost popularności ekologicznego budownictwa modułowego, potencjalny wzrost zamówień na obiekty modułowe od klientów z Niemiec, Polski, Ukrainy.
- Zmiany w zarządzie spółki, które mogą wpłynąć na uporządkowanie biznesu i lepszy nadzór nad prowadzonymi kontraktami.

## Środowisko, Społeczna Odpowiedzialność i Ład Korporacyjny (ESG)

Unibep kładzie duży nacisk na tematykę ESG. Spółka od 2016 r. przygotowuje raporty opisujące działania w zakresie środowiskowym, społecznym oraz ładu korporacyjnego. W 2021 roku w strukturach Unibep utworzono Biuro Zrównoważonego Rozwoju i Ochrony Środowiska, którego celem jest koordynacja wszelkich działań związanych z rozwijaniem postaw proekologicznych wśród pracowników, jak też wprowadzanie wysokich standardów na prowadzonych inwestycjach oraz udoskonalenie procesów mających zminimalizować wpływ działalności Grupy Unibep na klimat. Dodatkowo został powołany Zespół projektowy ds. ESG, którego członkowie z poszczególnych spółek, pod sterami Zarządu, wypracowują działania mające na celu realizowanie ustalonej strategii zrównoważonego rozwoju Grupy.

### Środowisko

Każda inwestycja Grupy Unibep od etapu jej planowania aż do jej zakończenia i przekazania do użytkowania jest weryfikowana pod kątem jej wpływu na środowisko naturalne. Nadzór inwestycji wraz z dedykowanym specjalistą ds. ochrony środowiska identyfikuje ryzyka i szanse środowiskowe, które mogą się pojawić w trakcie realizacji prac i zarządza nimi przez cały okres trwania inwestycji. Kreowanie, wdrażanie i realizowanie działań mających na celu ograniczanie wpływu na środowisko jest obowiązkiem każdego z pracowników i współpracowników. Grupa Unibep opracowała własną metodykę określania i oceny wszystkich oddziaływań na środowisko, które mogą powstawać podczas poszczególnych etapów realizacji inwestycji, w tym na etapie budowy, uruchomienia wstępnego i przekazania do eksploatacji. Planowane przez spółki Grupy Unibep działania na rzecz ochrony przyrody

uwzględniają krajowe wymagania prawne w zakresie ochrony środowiska oraz przepisy prawa miejscowego, w tym zapisy decyzji środowiskowych określonych dla poszczególnych inwestycji.

## **Spoleczna odpowiedzialność**

Unibep kładzie duży nacisk na kształcenie pracowników poprzez szkolenia i kursy zawodowe. Firma dba o „zastępowalność” kadry i zapewnienie wymiany doświadczeń oraz kompetencji pomiędzy pracownikami. W tym celu wdrożony jest program mentoringowy oraz inne programy szkoleń dla pracowników. Grupa kładzie duży nacisk na politykę równego traktowania i zarządzania różnorodnością, szczególnie w obszarze rekrutacji, oceny wyników pracy, szkoleń, awansów i wynagrodzeń. Prowadzone są badania, kontrole oraz audyty, których celem jest identyfikacja oraz ocena ryzyka związanego z pracą. Ich wyniki wykorzystywane są do ewaluacji i ciągłego usprawniania systemu zarządzania zdrowiem i bezpieczeństwem pracowników. Nad bezpieczeństwem i higieną pracy w Grupie Unibep czuwa Biuro BHP. Z kolei Dział Personalny organizuje szkolenia i programy rozwojowe dla pracowników, pozwalające podnosić ich kompetencje. Pracownicy mogą również uzyskać dofinansowanie do studiów zaocznych, egzaminów i uprawnień zawodowych, kursów językowych. Grupa stara się tworzyć właściwą atmosferę w pracy, dzięki której pracownicy czują się doceniani i szanowani, mają możliwość rozwoju i pełnej realizacji swojego potencjału zawodowego.

## **Ład korporacyjny**

Kodeks postępowania wyznacza obowiązujące we wszystkich spółkach Grupy Unibep standardy biznesowe i wzorce postępowania w relacjach z partnerami biznesowymi i relacjach wewnętrznych. W swoich działaniach Grupa opiera się na trzech wartościach: wiedzy, pasji i zaufaniu. Wartości te stanowią podstawę do transparentnej i uczciwej działalności prowadzonej zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa i wewnętrznymi regulacjami. Jakość prowadzonych działań i wytwarzanych dóbr jest wynikiem współpracy w duchu tolerancji, równowagi, uczciwości, poszanowania praw człowieka i zapewnienia bezpieczeństwa. Kodeks postępowania w Grupie Unibep jest punktem wyjścia dla pozostałych regulacji w Grupie i współistnieje z nimi. Wszelkie inne polityki wewnętrzne Grupy uwzględniają zasady w nim zawarte.



- **Założenia do prognoz wyników**

- W drugim półroczu 2023 r. spodziewamy się relatywnie słabych wyników przede wszystkim w segmencie kubaturowym, ale również obniżenia marżowości w segmencie energetyczno-przemysłowym, zakładamy zbliżone marże w budownictwie infrastrukturalnym.
- Prognozy przychodów i zysku brutto na sprzedaży bazują na naszych szacunkach wyników w poszczególnych segmentach opisanych w sekcji „Model biznesowy”. Na linii przychodów w latach 2023-2025 dokonujemy wyłączeń konsolidacyjnych rzędu 100-140 mln zł. Korygujemy też wartość marży brutto na sprzedaży o wyłączenia między segmentami – kwoty rzędu 13-18 mln zł w każdym z lat 2023-2025.
- Do wyników całego 2023 r. prawdopodobnie zostanie zastosowana przez zarząd bardziej konserwatywna polityka ujmowania ryzyk, tworzenia odpisów i rezerw, co dodatkowo obniży wyniki roczne. Trudno oszacować skalę tych zdarzeń, ostateczne decyzje w tym zakresie mogą zapaść pod koniec bieżącego roku. Czysto teoretyzując, przy uwzględnieniu obecnego portfela zamówień w wysokości 3,5 mld zł, zwiększenie poziomu wszelkiego rodzaju ryzyk, przykładowo, o 1 pkt proc. skutkowałoby zawiązaniem rezerw i obniżeniem wyniku o 35 mln zł. Po przyjęciu jednolitej polityki ujmowania ryzyk, wpływ na wyniki kolejnych lat będzie już neutralny – Unibep już od początku realizacji kontraktu będzie uwzględniał w raportowanej marży, wyższy niż w poprzednich latach poziom rezerw, skutkiem czego marża przez prawie cały okres realizacji umowy będzie niższa (niż wg obecnej polityki), ale na końcu realizacji może się skokowo zwiększyć (jeśli ryzyka się nie zmaterializują). Ponieważ nie wiemy jakie będą konkluzje zarządu w kwestii poziomu początkowych rezerw na kontraktach, nie ujmujemy tych zdarzeń w wynikach 2023 r. Spodziewamy się jednak, że mogą one zauważalnie obniżyć raportowane wyniki za bieżący rok.
- Bardziej konserwatywne podejście do biznesu może również skutkować zawiązaniem rezerw na niektóre sprawy sporne z inwestorami. W tym zakresie na razie również nie ma decyzji, ale uważamy, że jest dość prawdopodobne, że takie rezerwy zostaną zawiązane – oceniamy je na nieco ponad 10 mln zł i ujmujemy w saldzie na pozostałej działalności operacyjnej 2023 r.
- W związku ze wzrostem skali działalności zakładamy wzrost kosztów sprzedaży oraz kosztów ogólnego zarządu – głównie w efekcie rosnącego zatrudnienia oraz przewidywanych przez nas podwyżek płac.
- Zwiększająca się skala biznesu zwiększy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, zakładamy utrzymywanie długu netto i relatywnie wysokie koszty finansowe w najbliższych latach.
- Spodziewamy się, że spółka utrzyma konsekwencję w zakresie wypłaty dywidendy – ze względu na prognozowaną przez nas stratę netto w 2023 r. nie zakładamy wypłaty w przyszłym roku, ale powrót do dywidend w 2025 r. – przewidujemy przeznaczenie na dywidendę około 20% zysku netto przypisanego akcjonariuszom Unibepu.

## Tabele z wynikami finansowymi i prognozami

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 682,3</b>	<b>1 714,0</b>	<b>2 258,3</b>	<b>2 540,0</b>	<b>2 750,0</b>	<b>3 260,0</b>
Zysk brutto na sprzedaży	138,7	127,3	148,3	89,5	173,5	231,5
Koszty sprzedaży	-8,5	-14,8	-14,2	-20,6	-12,0	-18,0
Koszty ogólnego zarządu	-56,5	-61,1	-58,3	-60,0	-70,0	-80,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-8,9	3,2	-5,6	-10,0	-5,0	-8,0
<b>EBIT</b>	<b>59,8</b>	<b>55,1</b>	<b>63,8</b>	<b>7,5</b>	<b>80,5</b>	<b>118,5</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-5,2	-2,2	-21,9	-30,0	-24,2	-22,0
Zysk przed opodatkowaniem	54,6	52,7	41,9	-22,8	56,3	96,5
Podatek dochodowy	-17,5	-10,6	-10,0	0,0	-11,3	-22,2
Zysk netto	37,2	42,1	31,9	-22,8	45,0	74,3
<b>Zysk netto przypisany akc. jedn. dom.</b>	<b>37,2</b>	<b>28,2</b>	<b>7,4</b>	<b>-31,8</b>	<b>31,2</b>	<b>64,8</b>
Amortyzacja	18,5	22,0	25,6	27,8	29,0	31,0
<b>EBITDA</b>	<b>78,3</b>	<b>77,1</b>	<b>89,3</b>	<b>35,3</b>	<b>109,5</b>	<b>149,5</b>

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

Bilans	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>1 227,3</b>	<b>1 535,5</b>	<b>1 813,2</b>	<b>1 747,2</b>	<b>1 734,1</b>	<b>1 934,5</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>294,4</b>	<b>331,8</b>	<b>401,1</b>	<b>397,0</b>	<b>385,0</b>	<b>402,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	128,4	141,2	152,3	149,0	145,0	142,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	24,6	24,9	23,9	24,0	24,0	24,0
Inne aktywa trwałe	141,4	165,7	224,9	224,0	216,0	236,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>932,9</b>	<b>1 203,7</b>	<b>1 412,1</b>	<b>1 350,2</b>	<b>1 349,1</b>	<b>1 532,5</b>
Zapasy	306,6	406,6	543,5	483,4	501,2	580,8
Należności handlowe	251,5	238,5	384,5	361,9	376,7	446,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	264,1	271,5	137,9	135,0	143,2	164,2
Inne aktywa obrotowe	110,8	287,1	346,1	370,0	328,0	341,0
<b>Pasywa</b>	<b>1 227,3</b>	<b>1 535,5</b>	<b>1 813,2</b>	<b>1 747,2</b>	<b>1 734,1</b>	<b>1 934,5</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>275,7</b>	<b>303,5</b>	<b>302,1</b>	<b>270,3</b>	<b>301,6</b>	<b>366,4</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>204,0</b>	<b>269,3</b>	<b>298,0</b>	<b>300,7</b>	<b>297,7</b>	<b>286,7</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	95,5	139,9	169,7	162,7	154,7	137,7
Inne	108,5	129,4	128,2	138,0	143,0	149,0
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>692,6</b>	<b>894,1</b>	<b>1 131,3</b>	<b>1 176,2</b>	<b>1 134,8</b>	<b>1 281,5</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	33,0	63,2	71,1	74,1	76,1	123,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	220,3	269,5	415,3	389,4	409,4	497,8
Inne	439,3	561,4	644,9	712,7	649,3	660,6
<b>Dług netto</b>	<b>-135,6</b>	<b>-68,3</b>	<b>102,8</b>	<b>101,8</b>	<b>87,6</b>	<b>96,6</b>

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

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk brutto	54,6	52,7	41,9	-22,8	56,3	96,5
Amortyzacja	18,5	22,0	25,6	27,8	29,0	31,0
Zmiana kapitału obrotowego	-22,7	-38,0	-137,1	56,9	-12,6	-61,1
Zapłacony podatek dochodowy	-11,9	-32,8	0,0	0,0	-11,3	-22,2
Inne	82,8	-7,0	65,4	0,0	0,0	0,0
<b>CF operacyjny</b>	<b>121,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>61,9</b>	<b>61,4</b>	<b>44,2</b>
CAPEX	-17,2	-4,0	-63,4	-15,0	-23,0	-25,0
Inne	9,9	-7,1	6,1	0,0	0,0	0,0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-7,3</b>	<b>-11,2</b>	<b>-57,3</b>	<b>-15,0</b>	<b>-23,0</b>	<b>-25,0</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,3	38,3	7,4	-4,0	-6,0	30,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-7,2	-9,6	-16,3	-15,6	0,0	-6,2
Inne	-21,4	-7,0	-63,1	-30,3	-24,2	-22,0
<b>CF finansowy</b>	<b>-28,4</b>	<b>21,7</b>	<b>-72,1</b>	<b>-49,9</b>	<b>-30,2</b>	<b>1,8</b>
<b>CF</b>	<b>85,5</b>	<b>7,5</b>	<b>-133,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>8,2</b>	<b>21,0</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	178,5	264,1	271,5	137,9	135,0	143,2
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	264,1	271,5	137,9	135,0	143,2	164,2

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

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS, Adj+ (PLN)	1,08	0,82	0,22	-0,92	0,91	1,88
Revenue (mln PLN)	1682,3	1714,0	2258,3	2540,0	2750,0	3260,0
Gross Margin %	8,2%	7,4%	6,6%	3,5%	6,3%	7,1%
EBIT (mln PLN)	59,8	55,1	63,8	7,5	80,5	118,5
EBITDA (mln PLN)	78,3	77,1	89,3	35,3	109,5	149,5
Pre-Tax Profit	54,6	52,7	41,9	-22,8	56,3	96,5
Net Income Adj+ (mln PLN)	37,2	28,2	7,4	-31,8	31,2	64,8
Net debt (mln PLN)	-135,6	-68,3	102,8	101,8	87,6	96,6
BPS (PLN)	8,01	8,82	8,78	7,85	8,76	10,64
DPS (PLN)	0,29	0,00	0,00	0,00	0,18	0,94
Return on Equity (ROE)	14%	10%	2%	-11%	11%	19%
Return on Assets (ROA)	3%	2%	0%	-2%	2%	4%
Depreciation (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortization (mln PLN)	18,5	22,0	25,6	27,8	29,0	31,0
Free Cash Flow (mln PLN)	104,1	-7,0	-67,6	46,9	38,4	19,2
CAPEX (mln PLN)	17,2	4,0	63,4	15,0	23,0	25,0

Źródło: Obliczenia Noble Securities

### OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

**BV** – wartość księgowa  
**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 księgowa 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)

### PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych. Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, 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.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz 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 REKOMENDACJI

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.

NS nie był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta. Emitent miał możliwość zapoznania się z częścią Raportu w zakresie faktów prezentowanych w części opisowej dotyczących Emitenta. Weryfikacja przez Emitenta nie dotyczyła elementów ocennych.

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

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

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed

szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiąganych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie 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.

Inwestowanie 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.

**Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani 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 o obrocie instrumentami finansowymi.

**Rekomendacja**

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacji może być upubliczniony na stronie internetowej NS [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl),
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona 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 Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

#### **UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Rekomendację: Dariusz Nawrot

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji 15.09.2023 o godz. 16:30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 15.09.2023 o godz. 16:40.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

**Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:**

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Photon Energy	nd	13,9	10,8	10,28	36%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3	6,86	47%	07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0	18,40	24%	07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0	27,90	51%	30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6	33,42	27%	31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0	18,36	23%	18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0	25,70	21%	17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	KUPUJ	4,2	2,8	3,84	8%	07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3	24,60	-34%	04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answer.com	Kupuj	48,0	34,5	36,40	32%	04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3	21,05	19%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9	15,54	110%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0	120,00	53%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0	60,70	34%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	19,2	16,2	15,40	25%	27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4	19,50	54%	18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6	12,00	8%	17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2	47,35	-12%	16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0	268,00	26%	09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6	65,00	28%	08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3	32,16	145%	26.04.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3	21,80	-7%	21.04.2023	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5	3,85	39%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5	20,80	74%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	79,50	7%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	372,00	-4%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	15,41	21%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7			20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8			27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0			03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2			28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7			28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2			12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4			06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aparator	Redukuj	12,9	15,0			06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7			06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0			26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6			20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0			20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0			17.10.2022	24M	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 Akcji

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

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

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

**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

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

**Jacek Paszkowski, CFA**  
[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@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

