

## Unibep – Powolna poprawa wyników

Naszym zdaniem wewnętrzna reorganizacja w grupie Unibep i zwiększenie roli kontrolingu przyniesie pozytywne efekty w wynikach finansowych najbliższych lat. Po słabym sezonowo 1 kwartale spodziewamy się systematycznej poprawy wyników w kolejnych okresach. Od 2Q'25 nie powinny już ciążyć dodatkowe koszty problematycznych kontraktów pozyskiwanych 3 lata temu. Spodziewamy się wyraźnej poprawy marżowości przede wszystkim w segmencie energetycznym oraz utrzymania na zbliżonym poziomie marż w budownictwie ogólnym i infrastrukturalnym. Nadal duży wkład do wyników grupy kapitałowej będzie miał Unidevelopment – wg naszych prognoz na poziomie zysku netto w najbliższych 3 latach wyniesie on ok. 60%. Liczymy na powolną poprawę w Unihouse dzięki większej liczbie zleceń pozyskiwanych w Polsce (Społeczne Inicjatywy Mieszkaniowe i zlecenia wojskowe) oraz potencjalnemu ożywieniu gospodarczemu w Niemczech. W związku z istotnymi wzrostami cen akcji innych spółek budowlanych uzyskujemy wyraźnie wyższą wycenę Unibep przede wszystkim w analizie porównawczej. Cenę docelową za akcję podwyższamy z 11,7 zł do 14,3 zł w horyzoncie 9 miesięcy.

### Jeszcze bez przełomu w wynikach 1Q'25

Ze względu na sezonowość działalności budowlanej nie spodziewamy się jeszcze przełomu w wynikach w 1 kwartale 2025 r. Szacujemy ok. 435 mln zł przychodów Unibep S.A. (+7% r/r). W Unihouse spodziewamy się ok. 45 mln zł przychodów i 5,5% marży brutto na sprzedaży. Unidevelopment przekazał klientom jedynie 68 lokali - przychody szacujemy na 32,5 mln zł, EBIT na 4,1 mln zł, zysk netto dla akcjonariuszy Unibep na 1,2 mln zł. Zakładamy istotny, 20% wzrost kosztów ogólnego zarządu r/r - wyższe koszty wynagrodzeń oraz rezerwy na poczet premii za wyniki 2025 r. Marżę EBIT w Unibep S.A. szacujemy na +0,5%. Przewidujemy wynik netto przypisany akcjonariuszom Unibepu nieznacznie poniżej zera.

### W całym 2025 r. spodziewamy się dobrych wyników

W trakcie konferencji podsumowującej wyniki 2024 r. prezes Sterczyński twierdził, że Unibep S.A. w długim terminie będzie dążył do osiągania marży brutto na sprzedaży w segmencie ogólnobudowlanym w przedziale 4-5%, w segmencie infrastrukturalnym ok. 9%, a w energetycznym ok. 7%. W 2025 r. marża operacyjna w Unibep S.A. ma być zbliżona do marży osiągniętej w 2H'24 (1,6%). Przychody skonsolidowane grupy kapitałowej w 2025 r. mają się zwiększyć o 1-3%. Przyjmujemy nieco ostrożniejsze założenia co do marży brutto na sprzedaży w 2025 r., ale spodziewamy się osiągnięcia w bieżącym roku w segmencie budowlanym rentowności EBIT na poziomie 1,6%. Prognozujemy ok. 12 mln zł zysku netto w Unibep S.A., ok. 26 mln zł zysku netto w Unidevelopment i ok. 2 mln zł straty netto w Unihouse.

**Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 12,0 zł oraz porównawczą na 14,5 zł. Obu metodom przypisaliliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 14,3 zł, co daje 35% potencjał wzrostu.**

mln zł	2022	2023	2024*	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	2 258,3	2 429,8	2 606,9	2 646,0	2 808,7	2 986,8
EBITDA skor.	89,3	-109,4	98,6	109,7	120,8	124,8
EBIT skor.	63,8	-137,8	68,3	78,4	88,6	91,3
Zysk netto przyp. akcji j. d. skor.	7,4	-165,9	-0,7	36,5	51,0	55,6
EPS	0,21	-4,73	-0,02	1,04	1,46	1,59
DPS	0,50	0,22	0,00	0,20	0,25	0,30
P/E (x)	49,9	-	-	10,2	7,3	6,7
EV/EBITDA (x)	5,3	-	4,8	4,5	4,2	4,0

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

2024\* wyniki bez uwzględnienia +100,3 mln zł EBIT i +45,6 mln zł zysku netto akcji j. d. na wycenie gruntów  
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.05.2025 o godz. 16:50.

Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.05.2025 o godz. 17:00



(Raport aktualizujący)

Cena bieżąca	10,6 zł
Cena docelowa (9M)	14,3 zł
Potencjał wzrostu	35%
Kapitalizacja	372 mln zł
Free float	47%
Śr. wolumen 6M	28 302



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	24,5%
Beata Maria Skowrońska	14,3%
Allianz OFE	10,0%
Bankowy OFE	9,2%
Joanna Małgorzata Stajkowska-Bastoui	7,1%
Akcje własne	6,4%
Pozostali	28,5%

Źródło: Unibep S.A.

**Dariusz Nawrot**

**Starszy Analityk**

**dariusz.nawrot@noblescurities.pl**  
**+48 783 931 515**

**Spis treści**

<b>Wycena</b> .....	3
Wycena metodą DCF.....	3
Wycena metodą porównawczą.....	4
<b>Wyniki finansowe 4Q'24</b> .....	5
<b>Najważniejsze informacje z wideokonferencji po wynikach 2024 r</b> .....	6
<b>Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki</b> .....	8
<b>Prognoza wyników finansowych 1Q'25</b> .....	10
<b>Aktualizacja prognoz finansowych</b> .....	11
<b>Czynniki ryzyka</b> .....	13
<b>Tabele z wynikami finansowymi i prognozami</b> .....	14
<b>Zastrzeżenia prawne</b> .....	16

## WYCENA

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 50% i analizy porównawczej z wagą 50% (bez zmian w stosunku do wyceny z 20 grudnia 2024 r.).

**W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 14,3 zł** (poprzednio - 11,7 zł). Przy wycenie nie uwzględniliśmy zysków na wycenie gruntów (+100,3 mln zł EBIT i +45,6 mln zł zysku netto akcjonariuszy Unibepu zaksięgowane w 1Q'24).

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednia wycena 1 akcji (zł)	Zmiana
Wycena DCF	50%	12,0	11,4	5%
Wycena porównawcza	50%	14,5	10,2	41%
Średnia ważona metod		13,2	10,8	22%
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>14,3</b>	<b>11,7</b>	<b>23%</b>
Cena aktualna		10,6	6,98	57%
Potencjał		35%	68%	

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2025 – 2034 (bez zmian).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 6 maja 2025 r. (poprzednio na 20 grudnia 2024 r.).
- Dług netto na 31.12.2024 – 103 mln zł (poprzednio – 190 mln zł).
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7% (poprzednio – 5,6%), premia za ryzyko – 5,5% (poprzednio – 5,1%), Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

## WYCENA DCF

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	2 646	2 809	2 987	3 136	3 293	3 458	3 630	3 812	4 003	4 203
NOPAT	63	71	73	75	79	83	87	91	96	101
Amortyzacja	31	32	34	34	35	36	36	37	38	38
Zmiany KON	-46	-45	-13	-14	-15	-23	-15	-29	-30	-31
CAPEX	-17	-21	-25	-28	-35	-36	-36	-37	-38	-38
<b>FCFF</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>64</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>69</b>
WACC	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>
Współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,70	0,64	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39
DFCFF	29	31	53	48	41	35	38	30	29	27
SUMA DFCFF do 2034	361									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna po 2034	769									
Zdyskontowana wartość rezydualna	303									
Wartość Firmy (EV)	664									
Dług netto 31.12.2024	103									
Udziałowcy mniejszościowi	139									
Wartość kapitałów własnych	421									
Liczba akcji (w mln)	35,1									
Wartość na 1 akcję	12,0									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	12,2	13,2	14,4	16,0	18,0
WACC - 0,5%	11,2	12,1	13,1	14,5	16,2
WACC	10,3	11,1	12,0	13,1	14,6
WACC + 0,5%	9,5	10,2	11,0	12,0	13,2
WACC + 1,0%	8,8	9,4	10,1	10,9	12,0

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
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	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
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>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</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	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>WACC</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o akcje 10 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 2025 – 2027 (poprzednio 2024 – 2026). Wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy równe wagi: 16,7%.

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 14,5 zł (poprzednio – 10,2 zł). Głównymi przyczynami istotnego zwiększenia wyceny są wzrosty cen akcji spółek z grupy porównawczej oraz zmiana zakresu analizy z lat 2024-2026 na 2025-2027, czyli na okres, w którym Unibep powinien osiągać już dobre wyniki finansowe.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	16 748	22,7	21,7	21,2	14,0	13,2	13,2
Elektrotim	504	13,9	12,9	11,8	9,3	8,5	8,2
Erbud	443	53,6	12,5	10,6	6,3	4,6	4,1
Mirbud	1 596	13,7	11,1	10,8	7,3	6,4	6,2
Mostostal Zabrze	422	9,4	8,7	8,1	3,9	3,5	3,6
Onde	589	27,1	17,3	14,7	14,7	11,4	9,5
Pekabex	489	9,2	7,4	7,1	5,2	4,6	4,2
Polimex	1 129	17,2	14,1	11,4	5,6	5,1	4,7
Torpol	915	13,1	12,2	10,9	6,6	6,0	5,6
ZUE	212	26,9	17,9	15,2	7,0	6,5	6,0
<b>Mediana</b>		<b>15,5</b>	<b>12,7</b>	<b>11,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>
Unibep	372	10,2	7,3	6,7	4,5	4,2	4,0
Premia/dyskonto do mediany		-34%	-42%	-40%	-33%	-31%	-32%
<b>Implikowana wartość godziwa Unibep</b>		<b>16,16</b>	<b>18,43</b>	<b>17,66</b>	<b>11,55</b>	<b>11,54</b>	<b>11,58</b>
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep</b>		<b>14,5</b>					

Źródło: Noble Securities, 6.05.2025, godz. 13:20

## Wyniki finansowe 4Q'24

Skonsolidowane wyniki za 4Q'24 oceniamy neutralnie. Pozytywnym zaskoczeniem były dość wysokie przychody (+31% r/r), blisko 10% powyżej naszej prognozy. W każdym segmencie sprzedaż była nieco wyższa od naszych szacunków, z wyjątkiem deweloperki (zakładaliśmy nieco wyższą cenę lokali przekazywanych klientom). Zysk brutto na sprzedaży również okazał się ok. 10% wyższy od naszej prognozy – pozytywnie zaskoczyła przede wszystkim wysoka marża w segmencie kubaturowym (10,0%), m.in. dzięki ponadprzeciętnie rentownemu kontraktowi na budowę ambasady polskiej w Mińsku. Dobre wyniki zostały osiągnięte w segmencie infrastruktury. Rozczarowujące były rezultaty segmentu energetyczno-przemysłowego – spodziewaliśmy się 4 mln zł zysku brutto na sprzedaży, a było 9,7 mln zł straty, głównie w związku z dodatkowymi kosztami na kontraktach z wydłużonym terminem realizacji – przede wszystkim a budowę fabryki pomp ciepła dla Viessmanna. Strata brutto na sprzedaży wystąpiła też w Unihouse, podczas gdy spodziewaliśmy się niewielkiego zysku.

Negatywnie zaskoczyły dość wysokie koszty ogólnego zarządu (+29% r/r), w których pojawiły się rezerwy na premie dla pracowników za wyniki osiągnięte na realizacji kontraktów w 2024 r. Głównie przez te koszty zysk operacyjny okazał się o blisko połowę niższy od naszej prognozy. Saldo na działalności finansowej było korzystniejsze od naszych szacunków, ale na poziomie wyniku przypisanego akcjonariuszom Unibepu pojawiła się niewielka strata, podczas gdy prognozowaliśmy niewielki zysk.

### Skonsolidowane wyniki grupy Unibep

mln zł	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	Zmiana 4Q'24/4Q'23	4Q'24
Przychody ze sprzedaży	596,5	455,9	703,5	666,4	781,1	31%	714,7
Zysk brutto na sprzedaży	-84,1	16,3	41,7	66,6	52,0	-	46,9
Koszty sprzedaży	8,2	3,1	1,8	3,7	-1,0	-	3,6
Koszty ogólnego zarządu	29,2	20,9	21,3	21,5	37,6	29%	22,5
Pozostała operacyjna	-15,1	106,6	2,7	-2,5	-5,9	-	-2,0
EBIT	-136,7	99,0	21,3	38,9	9,5	-	18,8
Saldo finansowe	-19,0	-5,9	-8,4	-13,4	-6,2	-	-12,5
Zysk przed podatkiem	-150,7	93,0	12,9	25,5	3,3	-	6,3
Podatek	11,7	16,7	2,7	6,0	1,7	-	1,3
Zysk netto	-139,0	76,3	10,2	19,5	1,6	-	5,1
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	-135,4	38,2	1,4	6,8	-1,6	-	3,4
Marża zysku brutto ze sprzedaży	-14,1%	3,6%	5,9%	10,0%	6,7%		6,6%
Marża EBIT	-22,9%	21,7%	3,0%	5,8%	1,2%		2,6%
Marża netto	-22,7%	8,4%	0,2%	1,0%	-0,2%		0,5%

### Skonsolidowane wyniki grupy Unibep w podziale segmentowym

mln zł	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	4Q'24P
<b>Budownictwo kubaturowe</b>						
Przychody	280,1	259,6	282,2	254,0	304,1	290,0
Zysk brutto na sprzedaży	-17,8	8,8	8,3	16,5	30,3	11,5
Marża brutto na sprzedaży	-6,4%	3,4%	2,9%	6,5%	10,0%	4,0%
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>						
Przychody	99,8	56,0	169,5	197,5	244,2	220,0
Zysk brutto na sprzedaży	-10,3	2,4	14,9	15,7	17,9	15,0
Marża brutto na sprzedaży	-10,3%	4,3%	8,8%	8,0%	7,3%	6,8%
<b>Budownictwo energetyczno-przemysłowe</b>						
Przychody	84,4	79,0	113,8	86,7	153,9	125,0
Zysk brutto na sprzedaży	-79,7	-4,0	-19,2	-0,3	-9,7	4,0
Marża brutto na sprzedaży	-94,5%	-5,1%	-16,9%	-0,3%	-6,3%	3,2%
<b>Budownictwo modułowe</b>						
Przychody	53,9	48,4	39,9	36,8	43,2	40,0
Zysk brutto na sprzedaży	-5,4	2,8	1,2	2,2	-0,8	2,0
Marża brutto na sprzedaży	-10,0%	5,7%	3,0%	5,9%	-1,9%	5,0%
<b>Deweloperka</b>						
Przychody	106,0	33,9	106,9	103,3	54,9	58,7
Zysk brutto na sprzedaży	30,9	7,8	36,7	30,5	16,5	16,4
Marża brutto na sprzedaży	29,1%	23,0%	34,3%	29,5%	30,0%	28,0%

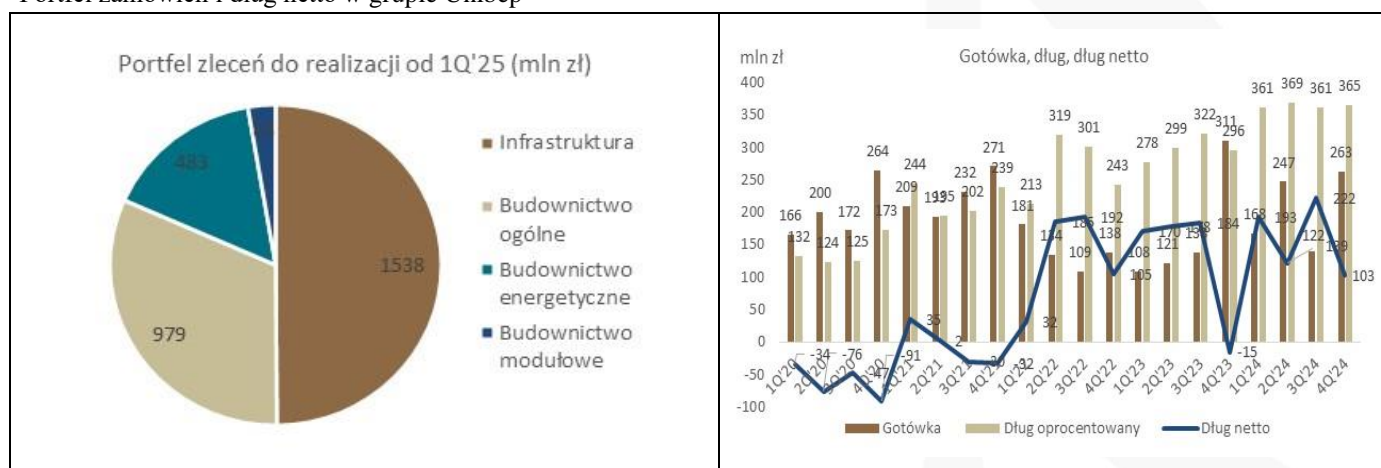
Źródło: Unibep S.A. (wyniki 4Q'23 - 4Q'24), 4Q'24P - prognoza Noble Securities

Lekko pozytywnym elementem był dość wysoki poziom środków pieniężnych na koniec roku (263 mln zł). Dzięki temu zadłużenie netto (z wyłączeniem leasingu z tytułu długoterminowego najmu i wieczystego użytkownika) obniżyło się do 103 mln zł (spodziewaliśmy się ok. 190 mln zł).

W związku z wysokimi przychodami wykazanymi w 4Q'24, portfel zamówień grupy Unibep dosyć wyraźnie się obniżył – do 3 083 mln zł, z 3,498 mld zł na koniec 3Q'24. Najbardziej spadł backlog w segmencie ogólnobudowlanym, gdzie dominowały kontrakty mieszkaniowe. Na koniec roku połowę całego portfela zleceń stanowiło budownictwo drogowe, budownictwo ogólne – 32%, energetyczne – 16%, modułowe – 12%. W ciągu pierwszych 4 miesięcy 2025 r. Unibep i Unihouse poinformowały o podpisaniu kolejnych znaczących umów o wartości ok. 765 mln zł netto. W związku z tym spodziewamy się wzrostu backlogu na koniec kwietnia.

Po publikacji wyników rocznych zarząd zaproponował przeznaczenie na wypłatę dywidendy 20 gr na akcję. Odbieramy to lekko pozytywnie – Unibep tylko jeden raz w 17-letniej, giełdowej historii nie wypłacił dywidendy: w ubiegłym roku, ze względu na olbrzymią stratę.

#### Portfel zamówień i dług netto w grupie Unibep



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

#### Najważniejsze informacje z wideokonferencji po wynikach 2024 r.:

- wysokie koszty ogólnego zarządu w 4Q'24 wynikały m.in. z rezerw na premie dla pracowników za wyniki osiągnięte na realizacji kontraktów z 2024 r., w 2025 r. ta kategoria kosztów nadal będzie rosła, ale prawdopodobnie w tempie jednocyfrowym,
- wysoka marża w 4Q'24 w segmencie kubaturowym wynikała w dużej mierze z realizacji umowy na budowę ambasady w Mińsku, gdzie uzyskiwana jest relatywnie wysoka rentowność,
- słabe wyniki segmentu energetyczno-przemysłowego w 4Q'24 wynikały z konieczności poniesienia dodatkowych kosztów przede wszystkim na kontrakcie dla Viessmanna, w mniejszej mierze w związku ze sporem z Umicore, w 1Q'25 może pojawić się jeszcze ok. 2 mln zł dodatkowych kosztów,
- w 2025 r. przychody prawdopodobnie zwiększą się o 1-3%, spółce nie zależy na pozyskiwaniu dużej ilości zleceń, ale na budowie rentownego portfela zamówień,
- marża EBIT w Unibep S.A. (działalność budowlana) w 2025 r. powinna być zbliżona do osiągniętej w 2H'24 (marża operacyjna w 2H'24 wyniosła 1,6%, w tym 2,4% w 3Q'24 i 1,0% w 4Q'24),
- docelowo Unibep liczy na uzyskiwanie 4-5% marży brutto na sprzedaży w budownictwie ogólnym, ok. 7% w budownictwie energetycznym, ok. 9% w budownictwie infrastrukturalnym,

- Unibep w 2025 r. planuje pozyskać ok. 1,2 mld zł zleceń w segmencie ogólnobudowlanym (głównie kubatura), ok. 0,8 mld zł zleceń w segmencie energetycznym i ok. 1,2 mld zł kontraktów w segmencie infrastruktury (1,2 mld zł to kwota dotycząca kontraktów drogowych, oprócz tego możliwe jest pozyskanie, w konsorcjum, kontraktów kolejowych),
- w kontraktach budowlanych realizowanych dla wojska przewidziane są waloryzacje, nie ma jednak koszyków waloryzacyjnych takich jak w przypadku PKP PLK czy GDDKiA (naszym zdaniem trudniej będzie uzyskać dopłaty za wzrost kosztów realizacji),
- w kontrakcie dla Agencji Mienia Wojskowego, pozyskanym 11 marca br. (garnizon Powidz), nie jest przewidziana wypłata zaliczki (wartość umowy to 235,4 mln zł netto),
- w Unihouse powinna być widoczna w 2025 r. powolna poprawa wyników, spółka liczy na pozyskiwanie kolejnych zleceń od wojska, w bieżącym roku planowany jest EBIT powyżej zera, ale przez koszty finansowe od pożyczek i kredytów, będzie strata na poziomie netto, obecne zdolności wytwórcze zakładu to ok. 30 tys. m<sup>2</sup> modułów rocznie, produkcja w ub. r. wyniosła ok. 18 tys. m<sup>2</sup>,
- Unidevelopment w 2025 r. planuje sprzedać około 2 razy więcej lokali niż w 2024 r. (231), w tym roku do sprzedaży mają być wprowadzone 4 projekty na łącznie 577 lokali: w 1Q'25 wprowadzono do sprzedaży 2 etap "Kusocińskiego" w Gdańsku, w 3Q i 4Q ma rozpocząć się realizacja 1 projektu w Radomiu i 2 projektów w Warszawie (na Białołęce i Pradze Południe) - Unidevelopment czeka na uzyskanie pozwoleń na budowę,
- w 2025 r. Unidevelopment zakończy budowę 410 lokali (111 na warszawskiej Sadybie zakończono już pod koniec 1Q'25), liczba przekazanych lokali będzie jednak niższa - na etapie pozwolenia na użytkowanie Unidevelopment z reguły ma sprzedane ok. 60% mieszkań (zakładamy przekazanie ok. 300 lokali w 2025 r.),
- marża brutto na sprzedaży w Unidevelopment w 2025 r. powinna wynieść 25 - 28%,
- nadal rozważana jest sprzedaż jednej działki w Gdyni Chylonia (pozyskane środki zostałyby wykorzystane na zakup gruntów w innej lokalizacji) lub wejście w jv do realizacji takiego projektu,
- Unidevelopment zamierza koncentrować się na realizacji inwestycji deweloperskich 1-2 etapowych, a nie wieluetapowych,
- kolejne etapy deweloperskie "Famy Jeżyce" w Poznaniu będą "zawieszane" do końca 2025 r. ze względu na trwający spór sądowy z partnerem w jv, zarząd nie widzi ryzyka niespłacenia 105 mln zł pożyczek udzielonych do spółki odpowiedzialnej za inwestycje w Poznaniu,
- nie należy spodziewać się spadku długu netto w kolejnych kwartałach,
- w drugim półroczu może rozpocząć się proces wyszukiwania firmy do przejęcia, specjalizującej się w robotach elektroenergetycznych dla PSE.

**Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki**

- 30 grudnia ub. r. Unidevelopment zawarł z VeloBank umowę kredytu inwestycyjnego i VAT na kwotę 48,5 mln zł, z przeznaczeniem na finansowanie inwestycji mieszkaniowej „Impuls Marywilska” w Warszawie.
- 7 stycznia br. Zarząd Dróg Wojewódzkich w Olsztynie wybrał ofertę Unibepu jako najkorzystniejszą na rozbudowę drogi wojewódzkiej nr 651. Wartość oferty: 120,5 mln zł netto.
- 20 stycznia br. Unibep zawarł umowę na realizację inwestycji mieszkaniowej w Warszawie. Wartość umowy: 28,4 mln zł netto.
- 6 lutego br. Rada Nadzorcza Unibepu podjęła decyzję o wstrzymaniu działań w kierunku ewentualnej sprzedaży akcji Unihouse.
- 20 lutego br. Unidevelopment podjął uchwałę o uruchomieniu programu emisji obligacji o wartości nominalnej nieprzekraczającej 55 mln zł. Celem programu było pozyskanie środków na przedterminowy wykupu trzyletnich zabezpieczonych obligacji serii A/B oraz C wyemitowanych przez Unidevelopment w 2023 roku o łącznej wartości 55,0 mln zł. Przedterminowy wykup wskazanych wyżej obligacji zabezpieczonych miał umożliwić wykreślenie zabezpieczeń hipotecznych z nieruchomości, na których Unidevelopment planuje rozpocząć realizację projektów deweloperskich.
- 6 marca podjęta została uchwała o przedterminowym wykupie obligacji serii A/B i C. Wykup został zrealizowany 25 marca br.
- 6 marca br. SIM Zagłębie Sp. z o.o. z siedzibą w Sosnowcu wybrało ofertę Unihouse jako najkorzystniejszą na budowę budynku mieszkalnego w Ogrodzieńcu. Wartość oferty: 18,9 mln zł netto.
- 10 marca Miasto Białystok wybrało ofertę Unihouse jako najkorzystniejszą na budowę żłobka w Białymstoku. Wartość oferty: 13,4 mln zł.
- 11 marca Unibep zawarł umowę na budowę 3 koszarowców i stołówki na terenie Garnizonu Powidz w województwie wielkopolskim. Wartość umowy: 235,4 mln zł netto.
- 13 marca br. Unidevelopment wyemtiował 55 tys. 3,5-letnich niezabezpieczonych obligacje serii D o wartości nominalnej 55 mln zł.
- 14 marca br. Unihouse zawarł umowę o wartości 18,9 mln zł netto na realizację budynku mieszkalnego w Ogrodzieńcu.
- 17 marca Koleje Mazowieckie – KM sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie wybrały jako najkorzystniejszą ofertę konsorcjum Unibepu (lider) oraz Przedsiębiorstwa EL-IN Sp. z o.o. z siedzibą w Skierniewicach i DB PROJEKT Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie na zaprojektowanie i wybudowanie hali utrzymaniowo – naprawczej pojazdów kolejowych w Sochaczewie. Wartość oferty konsorcjum wyniosła 289,6 mln zł netto, a w części przypadającej na Unibep: 166,6 mln zł netto.
- 20 marca Unihouse zawarł umowę na budowę żłobka w Białymstoku. Wartość oferty: 13,4 mln zł.
- 20 marca zarząd Unibep, mając na uwadze przedstawienie lepszej jakościowo informacji dotyczącej udziałów w spółkach zależnych, podjął uchwałę o przyjęciu zmiany polityki rachunkowości w zakresie ujęcia inwestycji w jednostkach zależnych, wspólnych przedsięwzięciach i jednostkach stowarzyszonych z dotychczas stosowanej metody według kosztu na metodę praw własności określoną w MSR 28, zgodnie z §10 pkt c) MSR 27 „Jednostkowe sprawozdanie finansowe”. Po uwzględnieniu powyższej zmiany, jednostkowy wynik finansowy Unibep S.A. netto za rok 2024 uległ zwiększeniu o kwotę ok. 49 mln zł, a wartość kapitałów

własnych zwiększyła się o ok. 157 mln zł, łącznie za wszystkie ubiegłe i bieżące okresy sprawozdawcze.

- 7 kwietnia Wojskowa Akademia Techniczna wybrała ofertę Unibepu jako najkorzystniejszą na budowę budynku dydaktycznego na potrzeby kształcenia kandydatów do zawodowej służby wojskowej. Wartość umowy: 156,5 mln zł netto.
- 10 kwietnia Unidevelopment poinformował, że w 1Q'25 sprzedał umowami deweloperskimi 50 lokali, w tym 2 lokale w projektach jv oraz przekazał klientom 58 lokali, w tym 9 w ramach projektów jv.
- 11 kwietnia oferta Unihouse na budowę domów wielorodzinnych w Będzinie została wybrana jako najkorzystniejsza. Wartość umowy: 54,8 mln zł netto.
- 15 kwietnia Unibep wraz z konsorcjantami podpisał umowę na zaprojektowanie i budowę hali utrzymaniowo-naprawczej pojazdów kolejowych w Sochaczewie. Wartość umowy w części przypadającej na Unibep wyniosła 166,6 mln zł netto.
- 22 kwietnia 2025 r. zarząd Unibep podjął decyzję o rekomendowaniu Zwyczajnemu Walnemu Zgromadzeniu wypłaty dywidendy z zysku netto za 2024 rok. Kwota dywidendy ma wynieść 6,564 mln zł, tj. 0,20 zł na każdą akcję (po wyłączeniu akcji własnych posiadanych przez Unibep). Pozostała część zysku netto za 2024 rok w kwocie 22,592 mln zł ma być przeznaczona na kapitał zapasowy.
- 23 kwietnia Unibep w konsorcjum z Track Tec Construction sp. z o. o. zawarł umowę ramową z Centralnym Portem Komunikacyjnym Sp. z o.o. na projekt i budowę układu drogowego łączącego teren lotniska CPK z siecią dróg publicznych. CPK dokonał wyboru 14 ofert. Umowa ramowa będzie obowiązywać przez 72 miesiące. Łączna wartość umów wykonawczych nie przekroczy 2 279 mln zł.
- 24 kwietnia Unihouse zawarł umowę na budowę domów wielorodzinnych w Będzinie. Wartość umowy: 54,8 mln zł netto.
- 25 kwietnia Unibep zawarł 2 umowy na rozbudowę drogi wojewódzkiej nr 651. Wartość pierwszej z umów to 120,5 mln zł, drugiej – 127,7 mln zł netto.
- 28 kwietnia Pani Zofia Mikołuszko sprzedała 200 tys. akcji Unibep po cenie 9,50 zł za akcję.

## Prognoza wyników 1Q'25

Ze względu na sezonowość działalności budowlanej nie spodziewamy się szczególnie dobrych wyników w 1 kwartale. Szacujemy ok. 435 mln zł przychodów Unibep S.A. (+7% r/r). W segmencie ogólnobudowlanym przewidujemy ok. 255 mln zł przychodów (-2% r/r) i 5,5% marży brutto na sprzedaży. W segmencie infrastruktury szacujemy ok. 70 mln zł przychodów (+23% r/r) i 6,5% marży brutto na sprzedaży. W segmencie energetycznym przychody szacujemy na 103 mln zł (+31% r/r), spodziewamy się ok. 3,5% marży brutto na sprzedaży, będzie zaksięgowane jeszcze 2-3 mln zł dodatkowych kosztów związanych z zakończoną inwestycją dla Viessmanna.

W Unihouse spodziewamy się ok. 45 mln zł przychodów i 5,5% marży brutto na sprzedaży. Unidevelopment przekazał klientom 68 lokali (i przedsprzedał 50 lokali) - przychody szacujemy na 32,5 mln zł, EBIT na 4,1 mln zł, zysk netto na 1,7 mln zł, a dla akcjonariuszy Unibep na 1,2 mln zł.

Zakładamy istotny, 20% wzrost kosztów ogólnego zarządu - wyższe koszty wynagrodzeń oraz rezerwy na poczet premii za wyniki 2025 r. Marżę EBIT w Unibepie szacujemy na +0,5%, zakładamy lekko ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej. Saldo finansowe na poziomie skonsolidowanym prognozujemy na ok. -6 mln zł. Przewidujemy wynik netto przypisany akcjonariuszom Unibepu nieznacznie poniżej zera.

### Skonsolidowane wyniki i prognozy

mln zł	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	Zmiana 1Q'25P/1Q'24
Przychody ze sprzedaży	455,9	703,5	666,4	781,1	485,5	6%
Zysk brutto na sprzedaży	16,3	41,7	66,6	52,0	33,6	106%
Koszty sprzedaży	3,1	1,8	3,7	-1,0	2,5	-20%
Koszty ogólnego zarządu	20,9	21,3	21,5	37,6	25,0	20%
Pozostała operacyjna	106,6	2,7	-2,5	-5,9	0,0	-
EBIT	99,0	21,3	38,9	9,5	6,1	-94%
Saldo finansowe	-5,9	-8,4	-13,4	-6,2	-6,0	-
Zysk przed podatkiem	93,0	12,9	25,5	3,3	0,1	-
Podatek	16,7	2,7	6,0	1,7	0,0	-
Zysk netto	76,3	10,2	19,5	1,6	0,1	-
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	38,2	1,4	6,8	-1,6	-0,4	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,6%	5,9%	10,0%	6,7%	6,9%	
Marża EBIT	21,7%	3,0%	5,8%	1,2%	1,3%	
Marża netto	8,4%	0,2%	1,0%	-0,2%	-0,1%	

### Wyniki i prognozy w podziale segmentowym

mln zł	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
<b>Budownictwo kubaturowe</b>					
Przychody	259,6	282,2	254,0	304,1	255,0
Zysk brutto na sprzedaży	8,8	8,3	16,5	30,3	14,0
Marża brutto na sprzedaży	3,4%	2,9%	6,5%	10,0%	5,5%
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>					
Przychody	56,0	169,5	197,5	244,2	70,0
Zysk brutto na sprzedaży	2,4	14,9	15,7	17,9	4,6
Marża brutto na sprzedaży	4,3%	8,8%	8,0%	7,3%	6,5%
<b>Budownictwo energetyczno-przemysłowe</b>					
Przychody	79,0	113,8	86,7	153,9	103,0
Zysk brutto na sprzedaży	-4,0	-19,2	-0,3	-9,7	3,6
Marża brutto na sprzedaży	-5,1%	-16,9%	-0,3%	-6,3%	3,5%
<b>Budownictwo modułowe</b>					
Przychody	48,4	39,9	36,8	43,2	45,0
Zysk brutto na sprzedaży	2,8	1,2	2,2	-0,8	2,5
Marża brutto na sprzedaży	5,7%	3,0%	5,9%	-1,9%	5,6%
<b>Deweloperka</b>					
Przychody	33,9	106,9	103,3	54,9	32,5
Zysk brutto na sprzedaży	7,8	36,7	30,5	16,5	9,1
Marża brutto na sprzedaży	23,0%	34,3%	29,5%	30,0%	28,0%

Źródło: 1Q'24-4Q'24 - Unibep S.A., 1Q'25P - prognozy Noble Securities

## Aktualizacja prognoz finansowych

W trakcie konferencji podsumowującej wyniki 2024 r. przez Sterczyński twierdził, że Unibep S. A. będzie dążył do osiągnięcia docelowo marży brutto na sprzedaży w segmencie ogólnobudowlanym w przedziale 4-5%, w segmencie infrastrukturalnym ok. 9%, a w energetycznym ok. 7%. W 2025 r. marża operacyjna w Unibep S.A. ma być zbliżona do marży osiągniętej w 2H'24 (1,6%). Przychody skonsolidowane grupy kapitałowej w 2025 r. mają się zwiększyć o 1-3%.

Bazując na tych wypowiedziach, marżach osiągniętych w ostatnich kwartałach i bieżącym portfelu zleceń, prognozujemy 3,5% wzrost przychodów Unibep S.A. w 2025 r. Nieco ostrożniej szacujemy marżę brutto na sprzedaży: ok. 4,5% w segmencie ogólnobudowlanym, ok. 7,5% w infrastrukturalnym, ok. 6% w energetycznym.

W związku z przewidywaną poprawą wyników na realizowanych kontraktach spodziewamy się ok. 10% wzrostu kosztów ogólnego zarządu r/r w najbliższych 3 latach (premie za wyniki). W Unibep S.A. marżę operacyjną w 2025 r. szacujemy na 1,6%, w kolejnych latach na 1,6 – 1,7%. Na poziomie skonsolidowanym spodziewamy się 3,0% marży EBIT, dzięki wyraźnie wyższej rentowności segmentu deweloperskiego.

Wyniki i prognozy w podziale segmentowym

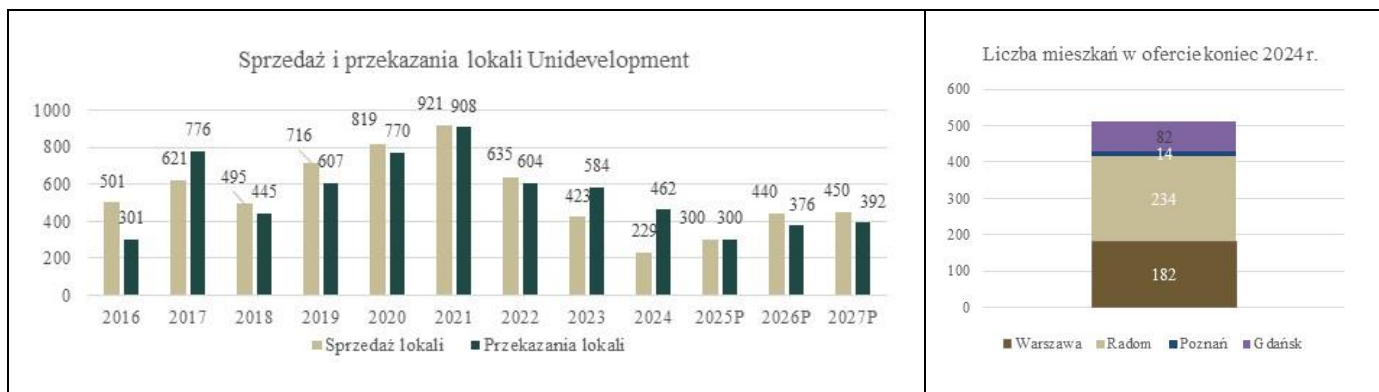
mln zł	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
<b>Budownictwo ogólne</b>							
Przychody	941,8	1 053,6	1 147,8	1 099,8	1 050,0	1 080,0	1 120,0
Zysk brutto na sprzedaży	57,1	20,7	-13,0	63,9	47,3	49,0	50,4
Marża brutto na sprzedaży	6,1%	2,0%	-1,1%	5,8%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>							
Przychody	381,9	493,0	351,7	667,2	760,0	780,0	840,0
Zysk brutto na sprzedaży	7,9	33,0	-5,2	51,0	56,2	58,8	63,0
Marża brutto na sprzedaży	2,1%	6,7%	-1,5%	7,6%	7,4%	7,5%	7,5%
<b>Budownictwo energetyczne</b>							
Przychody		312,2	514,5	433,4	460,0	520,0	550,0
Zysk brutto na sprzedaży		28,2	-63,8	-33,2	24,4	31,72	34,1
Marża brutto na sprzedaży		9,0%	-12,4%	-7,7%	5,3%	6,1%	6,2%
<b>Budownictwo modułowe</b>							
Przychody	261,8	213,5	222,9	168,4	198,0	235,0	270,0
Zysk brutto na sprzedaży	7,2	-32,3	-24,0	5,3	9,9	13,4	16,2
Marża brutto na sprzedaży	2,7%	-15,1%	-10,8%	3,1%	5,0%	5,7%	6,0%
<b>Deweloperka</b>							
Przychody	285,9	333,1	315,8	299,0	218,0	273,7	296,8
Zysk brutto na sprzedaży	65,3	99,9	82,3	91,5	61,0	76,6	83,1
Marża brutto na sprzedaży	22,8%	30,0%	26,1%	30,6%	28,0%	28,0%	28,0%

Źródło: 2021 - 2024 - Unibep S.A., 2025-2027P - prognozy Noble Securities

Zakładamy, że Unidevelopment w 2025 r. sprzeda ok. 300 lokali (w 1Q'25 sprzedano jedynie 50), choć prezes Gościński liczy na przekroczenie poziomu 400. Taki poziom będzie bardzo trudny do osiągnięcia, jeśli nie uda się uzyskać pozwoleń na budowę dla dwóch nowych inwestycji w Warszawie w 3Q'25 („Przejezdna” i „Omulewska”) – łącznie na 389 mieszkań i 20 lokali usługowych.

Na koniec 2024 r. liczba mieszkań w ofercie spółki wynosiła 512: 36% z nich dostępnych było w Warszawie, 46% w Radomiu, 16% w Gdańsku, 3% w Poznaniu. W 2026 i 2027 r. spodziewamy się sprzedaży po ok. 450 lokali.

W oparciu o przewidywaną sprzedaż i terminy zakończenia poszczególnych inwestycji przewidujemy przekazanie klientom ok. 300 mieszkań w 2025 r., 376 w 2026 r. i 392 w 2027 r. Marżę brutto na sprzedaży w najbliższych 3 latach szacujemy na 28%.



Źródło: 2016 - 2024 - Unibep S.A., 2025-2027P - prognozy Noble Securities

Zakładamy, że w najbliższych miesiącach Unidevelopment sprzeda 1 nieruchomość. Najbardziej prawdopodobna jest działka w Gdyni, przy ulicy Wioślarskiej (1,2 ha). Grunt ten został zakupiony we wrześniu 2023 r. za 13,55 mln zł netto (wstępna umowa zakupu została zawarta w grudniu 2021 r. – wtedy zapłacono 13,0 mln zł zadatku, dodatkowe 6,5 mln zł miało być płatne po uzyskaniu decyzji administracyjnych. Spodziewamy się, że ze sprzedaży tej działki Unidevelopment pozyska blisko 30 mln zł środków pieniężnych i wykaże ok. 7 mln zł zysku w pozostałej działalności operacyjnej.

#### Wyniki i prognozy Unidevelopment

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	273,3	333,0	315,8	299,0	218,0	273,7	296,8
Zysk brutto na sprzedaży	65,3	99,9	82,3	91,5	61,0	76,6	83,1
EBIT	47,5	67,5	55,8	171,6	42,3	47,1	50,6
Zysk netto	42,2	54,0	38,7	131,2	27,0	31,2	34,3
Zysk netto jednostki dominującej	33,1	32,5	30,2	71,3	26,0	31,2	34,3

Źródło: 2021 - 2024 - Unibep S.A., 2025-2027P - prognozy Noble Securities

W przypadku Unihouse w 2025 r. zakładamy osiągnięcie blisko 200 mln zł przychodów i wyjścia z EBIT nieco powyżej zera. W najbliższych kwartałach spodziewamy się pozyskania przez spółkę większej ilości zleceń w Polsce (m.in. ze strony SIM i MON) oraz w Niemczech i wyraźniejszego wzrostu przychodów w kolejnych 2 latach. Zakładamy osiągnięcie 6% marży brutto na sprzedaży i niewielkiego zysku netto od 2026 r.

#### Wyniki i prognozy Unihouse

mln zł	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	225,7	273,3	223,3	223,9	169,7	198,0	235,0	270,0
Zysk brutto na sprzedaży	8,6	15,2	-28,7	-23,1	5,4	9,9	13,4	16,2
EBITDA	4,1	11,1	-33,3	-25,9	-0,1	5,7	8,5	10,6
EBIT	1,1	6,0	-38,4	-31,2	-5,0	0,7	3,4	5,4
Saldo finansowe	-0,5	-5,3	-5,2	-13,7	-6,7	-3,5	-2,4	-1,9
Zysk netto	0,1	0,3	-35,6	-44,7	-8,3	-2,2	0,8	2,8

Źródło: 2020 - 2024 - Unibep S.A., 2025-2027P - prognozy Noble Securities

Zakładamy, że w związku ze wzrostem skali działalności czy planami przejęcia podmiotu specjalizującego się w robotach elektroenergetycznych (wejście na rynek zleceń z PSE), zadłużenie w najbliższych latach będzie się utrzymywać na relatywnie wysokim poziomie. W związku z zapowiadanyimi przez członków RPP obniżkami stóp procentowych, spodziewamy się jednak stopniowego spadku kosztów odsetkowych.

Zakładamy, że Unibep będzie kontynuował politykę wypłaty dywidend – przewidujemy 25 gr na akcję w 2026 r. i 30 gr na akcję w 2027 r.

Aktualizacja prognoz wyników skonsolidowanych Unibep w stosunku do raportu analitycznego z 20 grudnia 2024 r.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2025P obecna	2025P poprzednia	Zmiana	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana	2027P obecna
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 646,0</b>	<b>2 696,5</b>	<b>-2%</b>	<b>2 808,7</b>	<b>2 935,1</b>	<b>-4%</b>	<b>2 998,8</b>
Zysk brutto na sprzedaży	197,3	190,2	4%	226,6	217,9	4%	243,8
Koszty sprzedaży	-9,9	-15,0	-34%	-12,0	-17,0	-29%	-13,5
Koszty ogólnego zarządu	-111,0	-95,0	17%	-123,0	-103,0	19%	-135,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2,0	-2,0	-	-3,0	-5,0	-40%	-4,0
<b>EBIT bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>78,4</b>	<b>78,2</b>	<b>0%</b>	<b>88,6</b>	<b>92,9</b>	<b>-5%</b>	<b>91,3</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-30,9	-28,0	10%	-24,8	-19,3	28%	-21,8
Zysk netto bez zdarzeń jednorazowych	37,5	40,3	-7%	51,0	58,9	-13%	55,6
<b>Zysk netto przypis. akcji j.d. bez one off</b>	<b>36,5</b>	<b>39,7</b>	<b>-8%</b>	<b>51,0</b>	<b>58,9</b>	<b>-13%</b>	<b>55,6</b>
Amortyzacja	31,3	31,0	1%	32,2	31,6	2%	33,5
<b>EBITDA bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>109,7</b>	<b>109,2</b>	<b>0%</b>	<b>120,8</b>	<b>124,5</b>	<b>-3%</b>	<b>124,8</b>

Źródło: 2025P-2027P: prognozy Noble Securities

## Czynniki ryzyka

- Ryzyko spowolnienia gospodarczego – przedłużenie trwającego od kilku kwartałów spowolnienia gospodarczego może przełożyć się na zmniejszenie liczby inwestycji w budownictwie kubaturowym (mniej rozpoczynanych budów zakładów produkcyjnych, hal magazynowych, obiektów użyteczności publicznej, budynków mieszkalnych).
- Ryzyko zaostrzenia konkurencji – w sytuacji spowolnienia gospodarczego należy liczyć się z zaostrzeniem konkurencji między firmami budowlanymi, co będzie skutkowało obniżeniem marż na realizowanych kontraktach.
- Ryzyko odpisów na należności – w gorszym otoczeniu makroekonomicznym zwiększa się ryzyko odpisów na należności (pogorszenie sytuacji finansowej klientów).
- Ryzyko 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	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 258,3</b>	<b>2 429,8</b>	<b>2 606,9</b>	<b>2 646,0</b>	<b>2 808,7</b>	<b>2 986,8</b>
Zysk brutto na sprzedaży	148,3	-37,8	176,6	197,3	226,6	243,8
Koszty sprzedaży	-20,6	-15,5	-7,7	-9,9	-12,0	-13,5
Koszty ogólnego zarządu	-58,3	-71,3	-101,2	-111,0	-123,0	-135,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-5,6	-13,2	100,9	2,0	-3,0	-4,0
EBIT raportowany	63,8	-137,8	168,6	78,4	88,6	91,3
<b>EBIT bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>63,8</b>	<b>-137,8</b>	<b>68,3</b>	<b>78,4</b>	<b>88,6</b>	<b>91,3</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-21,9	-39,5	-33,9	-30,9	-24,8	-21,8
Zysk przed opodatkowaniem	41,9	-177,3	134,8	47,5	63,8	69,6
Podatek dochodowy	-10,0	20,8	-27,1	-9,9	-12,8	-13,9
Zysk netto	31,9	-156,5	107,7	37,5	51,0	55,6
<b>Zysk netto bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>31,9</b>	<b>-156,5</b>	<b>26,5</b>	<b>37,5</b>	<b>51,0</b>	<b>55,6</b>
Zysk netto przypis. akcji. j.d. raportowany	7,4	-165,9	44,9	36,5	51,0	55,6
<b>Zysk netto przypis. akcji. j.d. bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>7,4</b>	<b>-165,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>36,5</b>	<b>51,0</b>	<b>55,6</b>
Amortyzacja	25,6	28,4	30,2	31,3	32,2	33,5
EBITDA bez zdarzeń jednorazowych	89,3	-109,4	98,6	109,7	120,8	124,8

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

Skonsolidowany bilans	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa</b>	<b>1 813,2</b>	<b>1 807,3</b>	<b>1 975,5</b>	<b>1 985,7</b>	<b>2 043,6</b>	<b>2 111,5</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>401,1</b>	<b>350,8</b>	<b>474,1</b>	<b>468,0</b>	<b>482,0</b>	<b>502,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	152,3	146,8	152,6	158,0	166,0	172,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	23,9	24,6	22,3	23,0	24,0	25,0
Inne aktywa trwałe	224,9	179,4	299,2	287,0	292,0	305,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 412,1</b>	<b>1 456,5</b>	<b>1 501,4</b>	<b>1 517,7</b>	<b>1 561,6</b>	<b>1 609,5</b>
Zapasy	543,5	457,9	406,5	435,5	479,2	502,8
Należności handlowe	384,5	378,9	402,9	426,8	451,2	467,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	137,9	311,1	262,5	245,4	216,2	218,8
Inne aktywa obrotowe	346,1	308,6	429,5	410,0	415,0	420,0
<b>Pasywa</b>	<b>1 813,2</b>	<b>1 807,3</b>	<b>1 975,5</b>	<b>1 985,7</b>	<b>2 043,6</b>	<b>2 111,5</b>
<b>Kapitał własny przyp. akcji. j.d.</b>	<b>302,1</b>	<b>136,9</b>	<b>180,2</b>	<b>210,2</b>	<b>253,1</b>	<b>298,8</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>298,0</b>	<b>410,3</b>	<b>419,0</b>	<b>412,3</b>	<b>404,3</b>	<b>396,3</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	169,7	254,9	251,3	240,3	229,3	218,3
Inne	128,2	155,4	167,7	172,0	175,0	178,0
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>1 131,3</b>	<b>1 183,9</b>	<b>1 237,2</b>	<b>1 224,1</b>	<b>1 247,2</b>	<b>1 277,3</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	71,1	72,7	143,9	129,9	127,9	121,9
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	415,3	416,7	410,2	416,6	439,3	466,6
Inne	644,9	694,5	683,1	677,6	680,0	688,8
<b>Dług netto</b>	<b>102,8</b>	<b>16,6</b>	<b>103,2</b>	<b>124,8</b>	<b>141,0</b>	<b>121,4</b>

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

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Zysk brutto	41,9	-177,3	134,8	47,5	63,8	69,6
Amortyzacja	25,6	28,4	30,2	31,3	32,2	33,5
Zmiana kapitału obrotowego	-137,1	92,6	20,9	-46,5	-45,4	-12,9
Zapłacony podatek dochodowy	0,0	20,8	-45,1	-9,9	-12,8	-13,9
Inne	65,4	192,6	-223,6	0,0	0,0	0,0
<b>CF operacyjny</b>	<b>-4,2</b>	<b>157,1</b>	<b>-82,7</b>	<b>22,4</b>	<b>37,8</b>	<b>76,2</b>
CAPEX	-70,7	-6,6	-9,8	-17,0	-21,0	-25,0
Inne	13,5	10,4	31,0	40,0	0,0	0,0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-57,3</b>	<b>3,8</b>	<b>21,2</b>	<b>23,0</b>	<b>-21,0</b>	<b>-25,0</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	7,4	84,6	63,5	-25,0	-13,0	-17,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-16,3	-7,1	0,0	-6,6	-8,2	-9,8
Inne	-63,1	-65,2	-50,5	-30,9	-24,8	-21,8
<b>CF finansowy</b>	<b>-72,1</b>	<b>12,3</b>	<b>13,0</b>	<b>-62,5</b>	<b>-46,0</b>	<b>-48,6</b>
<b>CF</b>	<b>-133,5</b>	<b>173,3</b>	<b>-48,6</b>	<b>-17,1</b>	<b>-29,2</b>	<b>2,6</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	271,5	137,9	311,1	262,5	245,4	216,2
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	137,9	311,1	262,5	245,4	216,2	218,8

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

Wybrane wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+ (PLN)	0,21	-4,73	-0,02	1,04	1,46	1,59
Revenue (mln PLN)	2258,3	2429,8	2606,9	2646,0	2808,7	2986,8
Gross Margin %	6,6%	-1,6%	6,8%	7,5%	8,1%	8,2%
EBIT (mln PLN)	63,8	-137,8	68,3	78,4	88,6	91,3
EBITDA (mln PLN)	89,3	-109,4	98,6	109,7	120,8	124,8
Pre-Tax Profit	41,9	-177,3	134,8	47,5	63,8	69,6
Net Income Adj+ (mln PLN)	7,4	-165,9	-0,7	36,5	51,0	55,6
Net debt (mln PLN)	102,8	16,6	103,2	124,8	141,0	121,4
BPS (PLN)	8,62	3,90	5,14	5,99	7,22	8,52
DPS (PLN)	0,50	0,22	0,00	0,20	0,25	0,30
Return on Equity	2%	-76%	0%	19%	22%	20%
Return on Assets	0%	-9%	0%	2%	3%	3%
Depreciation (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortization (mln PLN)	25,6	28,4	30,2	31,3	32,2	33,5
Free Cash Flow (mln PLN)	-75,0	150,5	-92,6	5,4	16,8	51,2
CAPEX (mln PLN)	70,7	6,6	9,8	17,0	21,0	25,0

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)

**ZASTĘŻENIA 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 WPLYNAĆ 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: 6.05.2025 o godz. 16:50.. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 6.05.2025 o godz. 17:00..

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

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

Rekomendacja/aktualizacja	n/d	n/d	n/d	n/d
Data wydania	15.09.2023	9.05.2024	27.06.2024	20/12/2024
Kurs z dnia rekomendacji	10,4	9,5	9,4	6,98
Cena docelowa	12,5	12,0	12,8	11,7
WIG w dniu rekomendacji	67 368,11	87 427,54	88 135,13	79 577,32

## 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)
TOYA	nd	12,40	6,37	6,31	97%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00	630,40	-19%	07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	24,50	72%	02.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,30	19,60	18,90	29%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30	31,40	90%	24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	358,40	488,20	519,80	-31%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32	10,50	-6%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00	630,40	-19%	13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	3,65	24%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	15500,00	50%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32	18,72	36%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20	25,30	48%	21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	39,00	1%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	79,50	2%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40	26,60	27%	06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40	3,43	56%	03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Trzymaj	26,80	28,15	27,85	-4%	13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98	9,64	21%	20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	207,60	17%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10	22,50	7%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40	17,45	-5%	12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	225,20	-1%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	22,20	1%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	6,51	-18%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	6,31	97%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	8,50	107%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	30,00	135%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	5,51	-28%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	308,00	28%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	16,89	22%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60	31,40	137%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	62,60	31%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	7,64	-20%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	33,90	277%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	370,00	56%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	207,60	200%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	10,04	72%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	18,60	15%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47			09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20			30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,00	587,00			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22 500,00	14 820,00			19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	17,90	103%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	549,00	50%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00			17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50			09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40			28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48			28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40			27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	23,70	22,60			24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20			10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00			23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,60	573,00			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,50	54,50			21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,00	34,00			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,90	21,42			14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,00	28,50			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,00	9,50			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot

(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

