

## Unibep – Poprawa marż i wzrost portfela zamówień

W wynikach finansowych 2Q'25 widać pozytywne efekty prowadzonych działań nad poprawą rentowności kontraktów. Marża brutto na sprzedaży w segmencie budowlanym osiągnęła 7,7%, a rentowność operacyjna 4,3%, poziomy nieobserwowane w Unibep S.A. od 5 lat. W ostatnich miesiącach spółka pozyskuje większą liczbę zleceń, wyróżniając się pozytywnie na tle innych firm budowlanych. Portfel zamówień grupy kapitałowej na koniec 3Q'25 prawdopodobnie przekroczy 4 mld zł i będzie rekordowo wysoki. Zadłużenie netto w ostatnim kwartale, mimo intensyfikacji prac w sezonie letnim, obniżyło się, a dzięki otrzymywanym zaliczkom na poczet realizacji kontraktów, może spadać do końca br. Brak wzrostu cen materiałów budowlanych i bardzo niski wzrost kosztów podwykonawstwa powinien pozwolić Unibepowi realizować relatywnie wysokie marże w najbliższych kwartałach. Podwyższamy cenę docelową za akcję z 14,3 zł do 15,0 zł w horyzoncie 9 miesięcy. Rekomendujemy kupno akcji.

**Dobre jakościowo wyniki w 2Q'25, ale zaburzone wysokimi kosztami finansowymi i CIT**  
Wyniki finansowe 2 kwartału 2025 r. oceniamy neutralnie. Mocną stroną była wysoka rentowność brutto na sprzedaży osiągnięta na działalności budowlanej w Unibep S.A. – w budownictwie ogólnym i energetycznym. Pozytywną ocenę wyników przyćmiły jednak istotne koszty finansowe i wysoka stopa podatku dochodowego (39% stopa CIT w 2Q'25). Blisko połowa kosztów finansowych miała jednak księgowy charakter i nie wiązała się z wpływem gotówki z Unibepu. W kolejnych kwartałach spodziewamy się niższych kosztów finansowych i wyraźnie niższej stopy podatku dochodowego.

### Pozytywne rokowania na kolejne kwartały

Portfel zamówień w 2Q'25 zwiększył się do 3,5 mld zł, na koniec 3Q'25 spodziewamy się wzrostu do rekordowych 4 mld zł. Uważamy, że duża liczba zleceń pozyskanych w obecnym otoczeniu stabilnych cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa umożliwi spółce osiągnięcie satysfakcjonujących marż w kilku kolejnych kwartałach. Dzięki przewidywanym wypłatom zaliczek na realizację kontraktów dług netto w nadchodzących miesiącach może nadal się obniżać. W kolejnych miesiącach spodziewamy się też wyższej sprzedaży mieszkań przez Unidevelopment, dzięki wprowadzeniu we wrześniu do oferty inwestycji w Warszawie, na Pradze Południe, przy ulicy Omulewskiej.

### Czynniki ryzyka

W średnim terminie lekko negatywnymi elementami dla spółki są: toczący się spór z Urzędem Celno-Skarbowym w Poznaniu oraz brak waloryzacji kontraktu na budowę drogi wojewódzkiej nr 513. W obu przypadkach widzimy jednak szanse na korzystne rozstrzygnięcia dla Unibepu.

**Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 12,8 zł oraz porównawczą na 14,9 zł. Obu metodom przypisaliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 15,0 zł, co daje 50% potencjał wzrostu.**

mln zł	2022	2023	2024*	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	2 258,3	2 429,8	2 606,9	2 533,2	2 729,0	2 935,0
EBITDA	89,3	-109,4	98,6	118,0	124,1	123,2
EBIT	63,8	-137,8	68,3	86,7	91,9	89,7
Zysk netto przyp. akcji. j. d. skor.	7,4	-165,9	-0,7	30,6	50,1	53,3
EPS	0,21	-4,73	-0,02	0,87	1,43	1,52
DPS	0,50	0,22	0,00	0,20	0,25	0,30
P/E (x)	47,1	-	-	11,5	7,0	6,6
EV/EBITDA (x)	5,1	-	4,9	4,4	4,1	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 26.09.2025 o godz. 08:55.

Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 26.09.2025 o godz. 09:15

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLEWSKI

## KUPUJ

(Raport aktualizujący)

Cena bieżąca	10,0 zł
Cena docelowa (9M)	15,0 zł
Potencjał wzrostu	50%
Kapitalizacja	351 mln zł
Free float	47%
Śr. wolumen 6M	16 900



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

## PROFIL SPÓŁKI

Unibep jest jedną z większych grup budowlanych w Polsce, działających w budownictwie kubaturowym, infrastrukturalnym, energetycznym, 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@noblesecurities.pl  
+48 783 931 515

**Spis treści**

<b>Wycena</b> .....	3
Wycena metodą DCF .....	3
Wycena metodą porównawczą .....	4
<b>Wyniki finansowe 2Q'25</b> .....	5
<b>Najważniejsze informacje z konferencji po wynikach pierwszego półrocza 2025 r.</b> .....	7
<b>Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki</b> .....	8
<b>Sytuacja w branży budowlanej</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 6 maja 2025 r.).

**W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 15,0 zł (poprzednio - 14,3 zł). Przy wycenie nie uwzględnialiśmy zdarzeń jednorazowych.**

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednia wycena 1 akcji (zł)	Zmiana
Wycena DCF	50%	12,8	12,0	6%
Wycena porównawcza	50%	14,9	14,5	3%
Średnia ważona metod		13,8	13,2	5%
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>15,0</b>	<b>14,3</b>	<b>5%</b>
Cena aktualna		10,0	10,6	-6%
Potencjał	50%		35%	

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2025 – 2034 (bez zmian).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 25 września 2025 r. (poprzednio na 6 maja 2025 r.).
- Dług netto na 31.12.2024 skorygowany o dywidendę za 2024 r. – 110 mln zł (poprzednio – 103 mln zł).
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5% (poprzednio – 5,7%), premia za ryzyko – 5,5% (bez zmian).
- Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Średnioważony koszt kapitału na poziomie 9,9% (poprzednio 10,1%).

## WYCENA DCF

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	2 514	2 734	2 921	3 067	3 220	3 381	3 550	3 728	3 914	4 110
NOPAT	65	72	71	74	77	81	85	89	94	99
Amortyzacja	31	32	34	34	35	36	36	37	38	38
Zmiany KON	-76	-14	-4	-13	-14	-22	-15	-28	-29	-31
CAPEX	-17	-21	-25	-32	-35	-36	-36	-37	-38	-38
<b>FCFF</b>	<b>3</b>	<b>69</b>	<b>75</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>59</b>	<b>71</b>	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>68</b>
WACC	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>
Współczynnik dyskonta	0,98	0,89	0,81	0,73	0,67	0,61	0,55	0,50	0,46	0,42
DFCFF	3	61	61	46	42	36	39	31	30	28
SUMA DFCFF do 2034	377									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna po 2034	769									
Zdyskontowana wartość rezydualna	320									
Wartość Firmy (EV)	697									
Dług netto 31.12.2024	110									
Udziałowcy mniejszościowi	139									
Wartość kapitałów własnych	448									
Liczba akcji (w mln)	35,1									
Wartość na 1 akcję	12,8									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	12,9	13,9	15,3	17,0	19,4
WACC - 0,5%	11,9	12,8	14,0	15,4	17,4
WACC	11,0	11,8	12,8	14,0	15,6
WACC + 0,5%	10,1	10,8	11,7	12,8	14,2
WACC + 1,0%	9,4	10,0	10,8	11,7	12,9

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
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>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</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	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Koszt długu po tarczy	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
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>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</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 14,9 zł (poprzednio – 14,5 zł). Nieco wyższa wycena niż 6 maja br. wynika ze wzrostu cen akcji innych spółek budowlanych.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	13 342	19,9	17,4	16,9	11,2	10,0	9,7
Elektrotim	510	14,0	11,8	10,9	9,0	7,6	7,2
Erbud	390	-	13,6	10,6	5,8	4,0	3,8
Mirbud	1 512	13,4	12,0	10,4	7,4	6,9	6,4
Mostostal Zabrze	467	9,8	9,1	9,0	4,0	4,0	4,1
Onde	509	24,5	16,3	14,1	12,7	10,6	9,3
Pekabex	382	15,9	8,7	7,6	6,8	5,0	4,3
Polimex	1 736	12,9	14,5	12,3	5,0	6,0	5,6
Torpol	1 111	15,3	15,0	14,5	7,1	7,1	7,2
ZUE	264	23,0	32,2	14,3	6,3	8,0	6,3
<b>Mediana</b>		<b>15,3</b>	<b>14,0</b>	<b>11,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>6,4</b>
Unibep	351	11,5	7,0	6,6	4,4	4,1	4,0
Premia/dyskonto do mediany		-25%	-50%	-43%	-37%	-42%	-37%
<b>Implikowana wartość godziwa Unibep</b>		<b>13,32</b>	<b>20,08</b>	<b>17,67</b>	<b>12,49</b>	<b>13,91</b>	<b>12,17</b>
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep</b>				<b>14,9</b>			

Źródło: Noble Securities, 25.09.2025, godz. 17:10

## Wyniki finansowe 2Q'25

Wyniki finansowe 2 kwartału 2025 r. oceniamy neutralnie. Mocną stroną była wysoka rentowność brutto na sprzedaży osiągnięta na działalności budowlanej w Unibep S.A. Pozytywną ocenę wyników przyćmiły jednak istotne koszty finansowe i wysoka stopa podatku dochodowego.

Poziom zrealizowanych przychodów w całej grupie kapitałowej był niższy od naszych szacunków, przede wszystkim ze względu na niższą sprzedaż w segmencie ogólnobudowlanym i energetycznym. Wyraźny spadek skonsolidowanych przychodów w ujęciu r/r wynikał przede wszystkim z mniejszej liczby lokali przekazanych przez Unidevelopment: 39 w 2Q'25 vs 159 w 2Q'24.

Wszystkie segmenty grupy kapitałowej zanotowały wyraźnie dodatnią rentowność na poziomie zysku brutto na sprzedaży. Dostyc wysoka marża wystąpiła w segmentach budownictwa ogólnego (10,0%) i energetycznego (10,2%). Z kolei relatywnie niska marża została zrealizowana w segmencie infrastrukturalnym (4,4%), co wynikało z wysokich kosztów realizacji jednego z kontraktów drogowych – rozbudowy drogi wojewódzkiej 513 w okolicy Lidzbarku Warmińskiego. Niższa marża (r/r i kw/kw) wykazana została na działalności deweloperskiej – w poprzednich kwartałach pozytywnie wpływały na nią księgowanie mieszkań na projektach w Poznaniu (w 2Q'25 jedynie 6 z 39 zaksięgowanych lokali pochodziło z inwestycji w Poznaniu).

### Skonsolidowane wyniki grupy Unibep

mln zł	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	Zmiana	
						2Q'25/2Q'24	2Q'25P NS
Przychody ze sprzedaży	703,5	666,4	781,1	429,8	605,7	-14%	651,5
Zysk brutto na sprzedaży	41,7	66,6	52,0	30,0	51,7	24%	48,6
Koszty sprzedaży	1,8	3,7	-1,0	3,1	3,8	108%	3,0
Koszty ogólnego zarządu	21,3	21,5	37,6	23,3	23,4	10%	25,3
Pozostała operacyjna	2,7	-2,5	-5,9	0,7	7,0	159%	2,0
EBIT	21,3	38,9	9,5	4,3	31,4	48%	22,3
Saldo finansowe	-8,4	-13,4	-6,2	-8,8	-14,1	-	-5,7
Zysk przed podatkiem	12,9	25,5	3,3	-4,4	17,3	34%	16,6
Podatek	2,7	6,0	1,7	-0,4	6,8	153%	6,1
Zysk netto	10,2	19,5	1,6	-4,0	10,5	3%	10,5
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	1,4	6,8	-1,6	-5,6	6,0	319%	9,8
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,9%	10,0%	6,7%	7,0%	8,5%	2,6%	7,5%
Marża EBIT	3,0%	5,8%	1,2%	1,0%	5,2%	2,2%	3,4%
Marża netto	0,2%	1,0%	-0,2%	-1,3%	1,0%	0,8%	1,5%

### Skonsolidowane wyniki grupy Unibep w podziale segmentowym

mln zł	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	Zmiana	
						2Q'25/2Q'24	2Q'25P NS
<b>Budownictwo ogólnobudowlane</b>							
Przychody	235,7	254,0	304,1	182,2	216,9	-8%	230,0
Zysk brutto na sprzedaży	10,3	16,5	30,3	12,1	21,6	110%	14,2
Marża brutto na sprzedaży	4,4%	6,5%	10,0%	6,6%	10,0%	5,6%	6,2%
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>							
Przychody	169,5	197,5	244,2	87,3	222,5	31%	212,0
Zysk brutto na sprzedaży	14,9	15,7	17,9	0,6	9,7	-35%	17,2
Marża brutto na sprzedaży	8,8%	8,0%	7,3%	0,7%	4,4%	-4,5%	8,1%
<b>Budownictwo energetyczne</b>							
Przychody	160,3	86,7	153,9	85,3	111,6	-30%	147,0
Zysk brutto na sprzedaży	-21,2	-0,3	-9,7	7,2	11,4	-	9,8
Marża brutto na sprzedaży	-13,2%	-0,3%	-6,3%	8,4%	10,2%	23,4%	6,7%
<b>Budownictwo modułowe</b>							
Przychody	39,9	36,8	43,2	27,5	42,1	5%	36,0
Zysk brutto na sprzedaży	1,2	2,2	-0,8	-1,8	1,7	42%	1,1
Marża brutto na sprzedaży	3,0%	5,9%	-1,9%	-6,5%	4,0%	1,0%	3,1%
<b>Deweloperka</b>							
Przychody	106,9	103,3	54,9	62,8	28,1	-74%	26,5
Zysk brutto na sprzedaży	36,7	30,5	16,5	15,8	6,7	-82%	7,3
Marża brutto na sprzedaży	34,3%	29,5%	30,0%	25,2%	24,0%	-10,3%	27,5%

Źródło: Unibep S.A. (wyniki 2Q'24 - 2Q'25), 2Q'25P NS - prognoza Noble Securities

EBIT wyraźnie poprawiło dodatnie saldo na pozostałej działalności operacyjnej (+7 mln zł) – zyski księgowe, głównie z wyceny działek pod działalność deweloperską w Poznaniu.

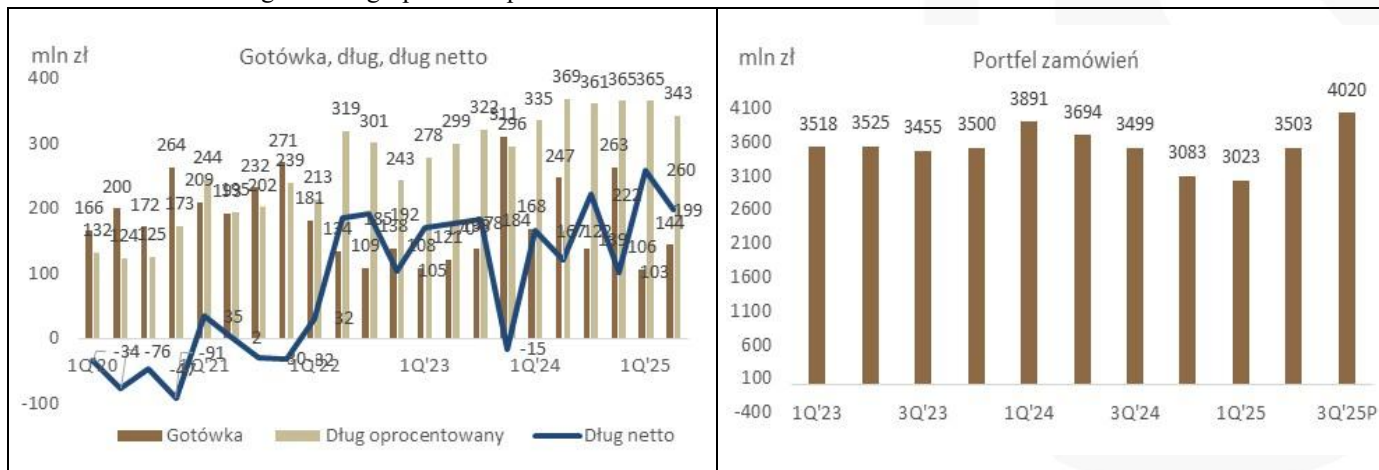
Mocno ujemne saldo wystąpiło na działalności finansowej: -14,1 mln zł vs -8,8 mln zł w poprzednim kwartale czy -8,4 mln zł w 2Q'24. Odsetki od zadłużenia stanowiły jedynie około połowy ujemnego salda, oprócz tego półka zaksięgowwała ujemny wynik na instrumentach zabezpieczających pozycję walutową, ujemny wpływ dyskonta od kaucji i zobowiązań (niższa stopa dyskontowa wynikająca ze spadku stóp procentowych NBP) oraz teoretyczne rezerwy na odpisy na należności (szacowane są co pół roku, a ich teoretyczna wartość zależy od stopnia przeterminowania należności na dany dzień bilansowych).

Negatywnym zaskoczeniem w 2Q'25 była też wysoka stopa podatku dochodowego, sięgająca aż 39% (wynikała z nieuwzględniania przez prawo podatkowe części kosztów poniesionych przez spółki z grupy kapitałowej).

Pozytywnym elementem w 2Q'25 był spadek długu netto: do 199 mln zł z 260 mln zł na koniec 1Q'25 (z wyłączeniem leasingu z tytułu długoterminowego najmu i wieczystego użytkowania), mimo iż w sezonie letnim z reguły zwiększa się zaangażowanie w kapitał obrotowy. W najbliższych tygodniach Unibep S.A. powinien otrzymać zaliczki dla części podpisanych w ostatnich miesiącach kontraktów, dzięki czemu poziom długu netto może się obniżyć o kolejne kilkadziesiąt mln zł.

Portfel zleceń na koniec 2Q'25 zwiększył się do 3,5 mld zł z 3,0 mld zł na koniec 1Q'25. Unibep S.A. oraz Unihouse od początku lipca podpisały jednocześnie umowy o wartości 1,1 mld zł. Naszym zdaniem backlog na koniec 3Q'25 wyniesie ok. 4,02 mld zł, co będzie najwyższym poziomem w historii grupy Unibep.

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



Źródło: 1Q'20-2Q'25 - Unibep S.A., 3Q'25P - prognoza Noble Securities

Na połowę 2025 r. 44% backlogu stanowiło budownictwo drogowe, 39% - budownictwo ogólne, 14% - energetyczne i 3% modułowe. W najbliższych miesiącach spodziewamy się większej ilości zleceń pozyskiwanych przede wszystkim w segmencie energetycznym (wzrostu udziału takich zleceń w całkowitym portfelu z 14% do ok. 20%).

**Najważniejsze informacje z konferencji po wynikach pierwszego półrocza 2025 r.:**

- od początku lipca do 8 września Unibep i Unihouse podpisały umowy o wartości 1 010 mln zł,
- do podpisania w najbliższych tygodniach (gdzie oferta spółki została wybrana przez klienta lub jest najkorzystniejsza) pozostają umowy o wartości ok. 1030 mln zł,
- w przygotowaniu są oferty o wartości 4,5 mld zł: 1,4 mld zł w segmencie ogólnobudowlanym, 0,9 mld zł w segmencie energetycznym, 2,1 mld zł w segmencie infrastrukturalnym, 0,1 mld zł w Unihouse,
- Unibep w najbliższych kwartałach będzie większy nacisk kładł na pozyskiwanie kontraktów publicznych a nie od prywatnych inwestorów, w 1H'25 przychody od klientów publicznych stanowiły już 60%, w 1H'24 było to 40%,
- niska marża w segmencie budownictwa infrastrukturalnego w 2Q'25 wynikała z wysokich kosztów realizacji kontraktu na rozbudowę drogi wojewódzkiej nr 513 - Unibep podpisał umowę w marcu 2022 r., wkrótce potem nastąpił istotny wzrost cen materiałów budowlanych, Unibep wystąpił z wnioskiem o waloryzację kosztów na tym kontrakcie, ale nie uzyskał dopłaty, w związku z czym 29 sierpnia br. skierował do Sądu Okręgowego w Olsztynie pozew przeciwko Województwu Warmińsko-Mazurskiemu - Zarządowi Dróg Wojewódzkich w Olsztynie domagając się zapłaty 45,6 mln zł brutto (początkowa wartość kontraktu wynosiła 178,5 mln zł brutto),
- w kolejnych kwartałach w segmentach energetycznym i ogólnobudowlanym nie należy spodziewać się aż tak wysokiej marży jak w 2Q'25: w segmencie energetycznym możliwe jest ok. 8%, w ogólnobudowlanym 6-7%, poprawić się powinna marża w budownictwie infrastrukturalnym - do ok. 8%,
- w najbliższych tygodniach powinny wpłynąć do Unibep S.A. zaliczki w przypadku 2 dużych kontraktów, dzięki czemu dług netto powinien się obniżyć do końca roku,
- Unidevelopment wprowadził w 1H'25 do oferty 180 mieszkań w Trójmieście, na koniec półrocza w ofercie były 582 lokale (168 w Warszawie, 224 w Gdańsku, 185 w Radomiu), we wrześniu oferta sprzedażowa zostanie zasilona 237 mieszkaniami i 14 lokalami usługowymi w Warszawie, przy ulicy Omulewskiej, spółka liczy na wzrost sprzedaży w najbliższych miesiącach (w 1H'25 sprzedano jedynie 110 lokali, plan z wiosny br. zakładał sprzedaż ok. 400 lokali w całym 2025 r.),
- Unidevelopment rozważa sprzedaż niektórych działek, do końca roku być może zostanie zrealizowana jedna z transakcji - potencjalnie za środki ze sprzedaży może zostać zakupiony grunt w innej lokalizacji, celem spółki jest większa koncentracja na rynku warszawskim,
- zarząd liczy na pozytywne rozstrzygnięcie sporu z Urzędem Celno-Skarbowym w Poznaniu (urząd domaga się 13,2 mln zł zobowiązania podatkowego za 2019 r. oraz należnych odsetek w wysokości 12,3 mln zł) - ma w tym zakresie 2 korzystne opinie zewnętrznych firm audytorskich.

**Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki**

- 12 maja oferta Unibepu została wybrana przez GDDKiA jako najkorzystniejsza na budowę obwodnicy Stargardu Szczecińskiego w ciągu drogi krajowej nr 22; cena złożonej oferty wyniosła 331,7 mln zł netto. 22 lipca Unibep otrzymał pismo o unieważnieniu wyboru tej oferty.
- 12 maja spółka zależna, Monday Development sp. z o. o. (MDV) otrzymała decyzję Naczelnika Wielkopolskiego Urzędu Celno-Skarbowego w Poznaniu określającą wysokość zobowiązania podatkowego w podatku dochodowym od osób prawnych za 2019 rok w kwocie 13 126.965,00 zł powiększonej o należne odsetki oraz określającą dodatkowe zobowiązanie podatkowe w kwocie 12 317.858,00 zł. W przedmiotowej decyzji Organ podatkowy kwestionuje biznesowe uzasadnienie połączenia MDV ze spółką UDM2 Sp. z o.o. w 2019 roku. Zdaniem Organu podatkowego, połączenie spółek nie zostało przeprowadzone z uzasadnionych przyczyn ekonomicznych, lecz jego głównym celem było osiągnięcie korzyści podatkowej w drodze wykorzystania strat podatkowych MDV z lat wcześniejszych. W związku z odmienną oceną powyższych okoliczności MDV odwoła się od ww. decyzji. Zarząd Unibep poinformował, że MDV dysponuje szeregiem dowodów oraz opinii ekspertów z dziedziny prawa i ekonomii wskazujących, że celem połączenia było zwiększenie efektywności operacyjnej Grupy Unidevelopment m.in. poprzez uporządkowanie i uproszczenie jej struktury i brak jest podstaw do kwestionowania neutralności połączenia w podatku dochodowym przez organ podatkowy.
- 14 maja Unibep podpisał z Orlen Termika S.A. umowę na budowę kotłowni biomasowej w Elektrociepłowni Pruszków; wartość umowy wyniosła 207,6 mln zł netto, termin realizacji do 4 kwartału 2027 r.
- 16 maja Rada Nadzorcza powołała Paną Ewelinę Karp na stanowisko członka zarządu Unibep S.A., ze skutkiem od 1 czerwca br.
- 19 maja Unibep podpisał umowę z PKL Group sp. z o. o. spółką komandytową na budowę budynku mieszkalnego na 13 lokali w Warszawie przy ulicy Zakopiańskiej; wartość umowy wyniosła 20,4 mln zł netto, termin realizacji do 1 kwartału 2027 r.
- 29 maja oferta konsorcjum Unibepu i SBB Energy S.A. z siedzibą w Opolu została wybrana jako najkorzystniejsza przez PGE Energię Ciepłą. Oferta dotyczyła wykonania projektu oraz budowy elektrociepłowni gazowej w Krakowie. Wartość łączna oferty wyniosła 885,7 mln zł netto, z czego na Unibep S.A. przypadało 589,7 mln zł netto. Umowa została podpisana 21 lipca.
- 29 maja Unibep podpisał umowę z Wojskową Akademią Techniczną na budowę budynku dydaktycznego na potrzeby kształcenia kandydatów do zawodowej służby wojskowej. Wartość umowy wyniosła 156,5 mln zł netto. Termin realizacji – 1000 dni.
- 4 czerwca oferta Unihouse została wybrana jako najkorzystniejsza przez Społeczną Inicjatywę Mieszkaniową „KNZ- Zachodniopomorskie” Sp. z o.o. z siedzibą w Koszalinie na budowę budynku mieszkalnego w Złocięncu. Wartość złożonej oferty wyniosła 15,6 mln zł netto.
- 6 czerwca konsorcjum w składzie: Unibep (lider), Tytan Systemy Bezpieczeństwa Sp. z o.o. z siedzibą w Białymstoku oraz ELNET Sp. z o.o. z siedzibą w Olsztynie podpisało umowę z Rejonowym Zarządcą Infrastruktury w Olsztynie na budowę infrastruktury stacjonarnej wraz z infrastrukturą towarzyszącą (postępowanie 87/RB). Wartość umowy netto wyniosła 74,8 mln zł netto, a w części przypadającej na Unibep S.A. – 54,0 mln zł netto. Termin realizacji do 2 kwartału 2027 r.

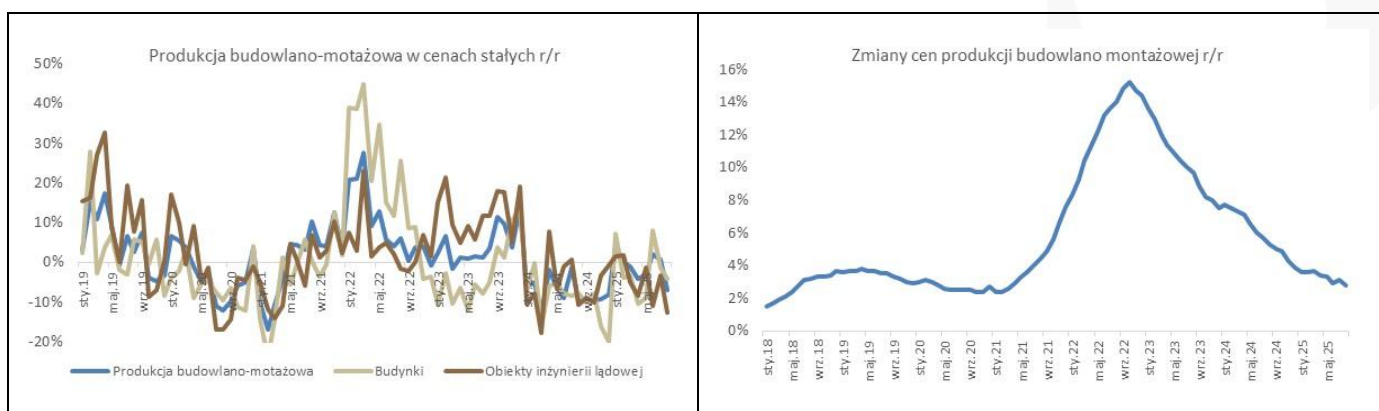
- 9 czerwca Unihouse zawarł umowę ze Społeczną Inicjatywą Mieszkańców „KNZ-Zachodniopomorskie” Sp. z o.o. z siedzibą w Koszalinie na budowę budynku mieszkalnego w Złocięncu. Wartość umowy wyniosła 15,6 mln zł netto.
- 18 czerwca WZA Unibep podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy za 2024 r. w kwocie 20 gr na akcję. Dzień dywidendy ustalono na 2 lipca, a dzień wypłaty na 15 sierpnia br.
- 24 czerwca oferta Unihouse została wybrana jako najkorzystniejsza przez Miasto Kobyłka na budowę żłobka publicznego. Wartość oferty wyniosła 8,7 mln zł brutto.
- 25 czerwca konsorcjum w składzie: Unibep (lider), Tytan Systemy Bezpieczeństwa Sp. z o.o. z siedzibą w Białymstoku oraz ELNET Sp. z o.o. z siedzibą w Olsztynie podpisało umowę z Rejonowym Zarządcą Infrastruktury w Olsztynie na budowę infrastruktury stacjonarnej wraz z infrastrukturą towarzyszącą (postępowanie 88/RB). Wartość umowy netto wyniosła 67,7 mln zł netto, a w części przypadającej na Unibep S.A. – 49,1 mln zł netto. Termin realizacji do 1 kwartału 2027 r.
- 27 czerwca spółka zależna od Unidevelopment – UNI4 sp. z o. o. podpisała umowy kredytowe z Alior Bank na kwotę 92,872 mln zł.
- 2 lipca oferta Unibep została wybrana jako najkorzystniejsza przez Komendanta Głównego Straży Granicznej na przebudowę istniejącej drogi technicznej na granicy z Republiką Białorusi. Wartość oferty netto wyniosła 237,7 mln zł.
- 3 lipca Unihouse podpisał umowę z Miastem Kobyłka na budowę żłobka publicznego. Wartość umowy wyniosła 8,7 mln zł brutto. Termin realizacji do 2 kwartału 2026 r.
- 9 lipca Unibep podpisał umowę na przebudowę istniejącej drogi technicznej na granicy z Republiką Białorusi. Wartość umowy netto wyniosła 237,7 mln zł. Zakończenie realizacji umowy zaplanowano na 4 kwartał 2025 r.
- 10 lipca Unidevelopment poinformował, że w 2 kwartale 2025 r. sprzedał umowami deweloperskimi 60 lokali i przekazał klientom 39 lokali.
- 16 lipca Unibep podpisał umowę z VINCI Immobilier Polska Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie na budowę 2 budynków mieszkalnych w Poznaniu na 141 lokali mieszkalnych i 213 miejsc postojowych. 21 lipca umowa została podpisana. Wartość umowy wyniosła 53,5 mln zł netto. Termin realizacji do 2 kwartału 2027 r.
- 23 lipca w ramach realizacji postanowień programu motywacyjnego zarząd Unibep złożył Panu Dariuszowi Blocherowi ofertę sprzedaży 194 625 akcji Unibep po 3,50 zł za akcję. Pan Dariusz Blocher przyjął ofertę.
- 23 lipca oferta Unibep została wybrana jako najkorzystniejsza przez Sąd Okręgowy w Suwałkach w postępowaniu na budowę budynku sądu rejonowego w Suwałkach, przy ulicy Utrata. Wartość oferty wyniosła 57,9 mln zł netto. Umowa została podpisana 17 września.
- 4 sierpnia oferta Unihouse została wybrana jako najkorzystniejsza przez Gminę Lubawka na budowę 2 budynków mieszkalnych przy ulicy Karkonoskiej w miejscowości Lubawka. Wartość oferty wyniosła 27,2 mln zł netto. Umowa została podpisana 21 sierpnia.
- 5 sierpnia Unibep opublikował wstępne szacunkowe wyniki za 1 półrocze 2025 r.
- 7 sierpnia konsorcjum w składzie: Unibep (lider) i Maat4 sp. z o. o. z siedzibą w Warszawie podpisało umowę z Rejonowym Zarządcą Infrastruktury w Olsztynie na przebudowę i zmianę sposobu użytkowania pomieszczeń w budynku dydaktycznym z przeznaczeniem na funkcję biurowo – sztabową, budowa budynku biura przepustek, budynku technicznego oraz

infrastruktury towarzyszącej. Wartość umowy wyniosła 60,9 mln zł brutto, z czego na Unibep przypada 39,4 mln zł brutto, czyli 32,0 mln zł netto.

- 29 sierpnia oferta Unihouse została wybrana jako najkorzystniejsza przez Gminę Wasilków na budowę 4 budynków mieszkalnych na 40 lokali w Wasilkowie. Wartość oferty wyniosła 14,5 mln zł netto. Umowa została podpisana 12 września.
- 1 września oferta Unibepu została wybrana jako najkorzystniejsza przez Społeczną Inicjatywę Mieszkańców „KZN - Kaszuby” Sp. z o.o. z siedzibą w Szemudzie w postępowaniu na budowę budynku mieszkalnego na 18 lokali w Kielnie. Wartość oferty wyniosła 10,5 mln zł netto. Umowa została podpisana 12 września.
- 10 września Unibep podpisał umowę ze spółką zależną, Unidevelopment, na wybudowanie budynku mieszkalnego na 237 mieszkań i 14 lokali usługowych. Wartość umowy wyniosła ok. 111,9 mln zł netto. Termin realizacji to 23 miesiące.
- 10 września z udziału w zarządzie Unibep S.A. zrezygnował Pan Zbigniew Gościcki, pozostając nadal prezesem spółki zależnej, Unidevelopment. Jednocześnie do zarządu Unibep S.A. Rada Nadzorcza powołała Pana Pawła Nogalskiego, który od marca 2025 r. pełnił funkcję dyrektora finansowego w Unibep S.A.

### Sytuacja w branży budowlanej

Po 8 miesiącach br. produkcja budowlano-montażowa w cenach stałych była o 1,3% niższa r/r. W samym sierpniu doszło do dość mocnego spadku – o 6,9% r/r. Od początku roku najslabsza koniunktura występuje w segmencie budowy budynków – spadek o 5,0% r/r. W przypadku obiektów inżynierii lądowej i wodnej spadek po 8 miesiącach wynosi 3,2%. Bieżący rok będzie drugim z rzędu ze spadkiem produkcji budowlano-montażowej (w 2024 r. spadek wyniósł aż 7,7% r/r w cenach stałych). Spodziewamy się, że od połowy 2026 r. produkcja budowlano-montażowa zacznie wyraźniej rosnać w związku z większą liczbą inwestycji publicznych (głównie kolejowych i drogowych), osiągając apogeum dynamiki w połowie 2027 r. (na poziomie zbliżonym do dynamiki z początku 2022 r.). Pokłosem niskiej aktywności w budownictwie jest niska dynamika cen produkcji budowlano-montażowej – w ostatnich miesiącach widać względną stabilizację na ok. +3%, w sierpniu +2,8% r/r. Taka sytuacja powinna służyć generalnym wykonawcom z relatywnie dużym portfelem zamówień, takim jak Unibep.



Źródło: GUS, opracowanie Noble Securities

## Aktualizacja prognoz finansowych

Po niższych od naszych szacunków przychodach w 2Q'25 korygujemy w dół prognozy sprzedaży na cały 2025 r. Po wysokiej marżowości w segmencie ogólnobudowlanym i energetycznym w 2Q'25 podwyższamy jednocześnie prognozy zysku brutto na sprzedaży w tych segmentach. W 2027 r. spodziewamy się obniżenia marżowości we wszystkich segmentach budowlanych, w związku z przewidywanym wzrostem cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa od połowy 2026 r.

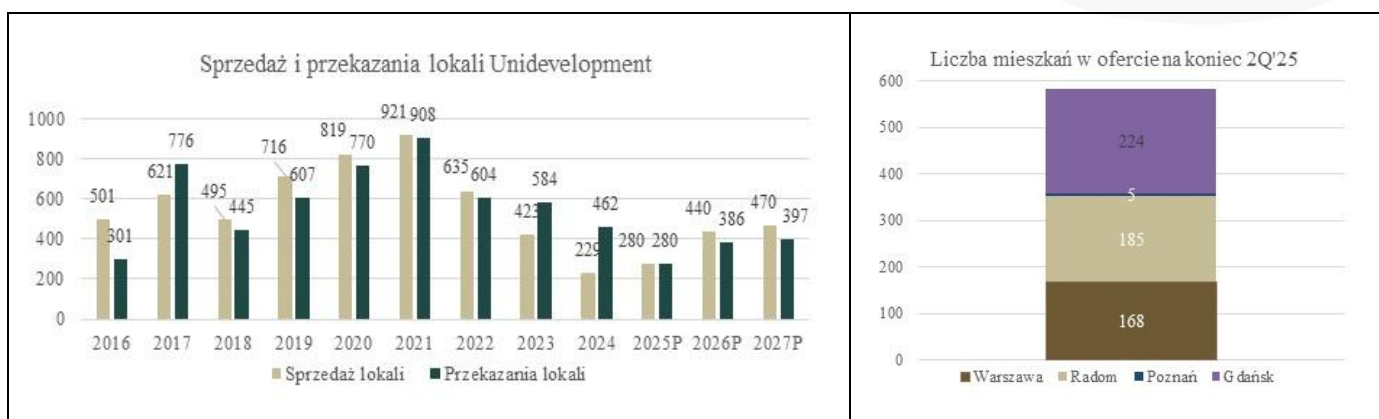
Wyniki i prognozy w podziale segmentowym

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	1 010,0	1 050,0	1 100,0
Zysk brutto na sprzedaży	57,1	20,7	-13,0	63,9	76,8	67,8	66,0
Marża brutto na sprzedaży	6,1%	2,0%	-1,1%	5,8%	7,6%	6,5%	6,0%
<b>Budownictwo infrastrukturalne</b>							
Przychody	381,9	493,0	351,7	667,2	780,0	820,0	840,0
Zysk brutto na sprzedaży	7,9	33,0	-5,2	51,0	48,4	57,4	54,6
Marża brutto na sprzedaży	2,1%	6,7%	-1,5%	7,6%	6,2%	7,0%	6,5%
<b>Budownictwo energetyczne</b>							
Przychody		312,2	514,5	433,4	430,0	480,0	550,0
Zysk brutto na sprzedaży		28,2	-63,8	-33,2	27,1	33,6	35,8
Marża brutto na sprzedaży		9,0%	-12,4%	-7,7%	6,3%	7,0%	6,5%
<b>Budownictwo modułowe</b>							
Przychody	261,8	213,5	222,9	168,4	170,0	200,0	240,0
Zysk brutto na sprzedaży	7,2	-32,3	-24,0	5,3	8,2	11,4	14,4
Marża brutto na sprzedaży	2,7%	-15,1%	-10,8%	3,1%	4,8%	5,7%	6,0%
<b>Deweloperka</b>							
Przychody	285,9	333,1	315,8	299,0	203,2	269,0	285,0
Zysk brutto na sprzedaży	65,3	99,9	82,3	91,5	50,8	69,1	74,0
Marża brutto na sprzedaży	22,8%	30,0%	26,1%	30,6%	25,0%	25,7%	26,0%

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

Zakładamy, że Unidevelopment w 2025 r. sprzeda i przekaze klientom po ok. 280 lokali (w 1H'25 sprzedano 110, przekazano 97) – w raporcie z maja br. liczyliśmy na ok. 300 lokali. W ofercie sprzedażowej na koniec 2Q'25 znajdowały się 582 lokale: 224 w Trójmieście, 168 w Warszawie i 185 w Radomiu. We wrześniu do oferty sprzedażowej został wprowadzony projekt na Pradze Południe w Warszawie, przy ulicy Omulewskiej (237 mieszkań i 14 lokali usługowych). Poszerzenie oferty mieszkań w Warszawie powinno przełożyć się na wzrost sprzedaży w kolejnych miesiącach.

W 2025 r. marżę brutto na sprzedaży szacujemy na ok. 25%, ale w 2026 r. i 2027 r. zakładamy poprawę do 26% - dzięki większemu udziałowi projektów z Gdańska i Warszawy, mniejszego z Radomia.



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

## Wyniki i prognozy Unidevelopment

mln zł	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	273,3	333,0	315,8	299,0	203,2	269,0	285,0
Zysk brutto na sprzedaży	65,3	99,9	82,3	91,5	50,8	69,1	74,0
EBIT	47,5	67,5	55,8	171,6	32,0	39,6	40,5
Zysk netto	42,2	54,0	38,7	131,2	18,7	25,1	26,2
Zysk netto jednostki dominującej	33,1	32,5	30,2	71,3	12,5	24,6	26,2

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

W przypadku Unihouse w 2025 r. zakładamy przychody na poziomie zbliżonym do osiągniętych w 2024 r. EBIT szacujemy nieco poniżej 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, w 2026 r. wyniku netto nieco poniżej zera, a w 2027 r. na niewielkim plusie.

## 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	170,0	200,0	240,0
Zysk brutto na sprzedaży	8,6	15,2	-28,7	-23,1	5,4	8,2	11,4	14,4
EBIT	4,1	11,1	-33,3	-25,9	-0,1	-0,6	1,6	3,9
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	-3,3	-0,6	1,6

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, choć powinno być nieco niższe niż na koniec 2Q'25. Zakładamy stopniowe obniżki stóp procentowych i spadek kosztów odsetkowych oraz pozostałych finansowych.

Zakładamy, że Unibep będzie wypłacał dywidendy w kolejnych latach – 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 6 maja 2025 r.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2025P obecna	2025P poprzednia	Zmiana	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana	2027P obecna	2027P poprzednia	Zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 533,2</b>	<b>2 646,0</b>	<b>-4%</b>	<b>2 729,0</b>	<b>2 808,7</b>	<b>-3%</b>	<b>2 935,0</b>	<b>2 998,8</b>	<b>-2%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	208,7	197,3	6%	235,4	226,6	4%	241,7	243,8	-1%
Koszty sprzedaży	-14,0	-9,9	41%	-15,5	-12,0	29%	-17,0	-13,5	26%
Koszty ogólnego zarządu	-113,0	-111,0	2%	-125,0	-123,0	2%	-133,0	-135,0	-1%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	5,0	2,0	150%	-3,0	-3,0	0%	-2,0	-4,0	-50%
<b>EBIT</b>	<b>86,7</b>	<b>78,4</b>	<b>11%</b>	<b>91,9</b>	<b>88,6</b>	<b>4%</b>	<b>89,7</b>	<b>91,3</b>	<b>-2%</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-36,1	-30,9	17%	-26,9	-24,8	9%	-22,2	-21,8	2%
Zysk netto	36,8	37,5	-2%	50,6	51,0	-1%	53,3	55,6	-4%
<b>Zysk netto przypis. akcji j.d.</b>	<b>30,6</b>	<b>36,5</b>	<b>-16%</b>	<b>50,1</b>	<b>51,0</b>	<b>-2%</b>	<b>53,3</b>	<b>55,6</b>	<b>-4%</b>
Amortyzacja	31,3	31,3	0%	32,2	32,2	0%	33,5	33,5	0%
<b>EBITDA</b>	<b>118,0</b>	<b>109,7</b>	<b>8%</b>	<b>124,1</b>	<b>120,8</b>	<b>3%</b>	<b>123,2</b>	<b>124,8</b>	<b>-1%</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>2 533,2</b>	<b>2 729,0</b>	<b>2 935,0</b>
Zysk brutto na sprzedaży	148,3	-37,8	176,6	208,7	235,4	241,7
Koszty sprzedaży	-20,6	-15,5	-7,7	-14,0	-15,5	-17,0
Koszty ogólnego zarządu	-58,3	-71,3	-101,2	-113,0	-125,0	-133,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-5,6	-13,2	100,9	5,0	-3,0	-2,0
EBIT raportowany	63,8	-137,8	168,6	86,7	91,9	89,7
<b>EBIT bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>63,8</b>	<b>-137,8</b>	<b>68,3</b>	<b>86,7</b>	<b>91,9</b>	<b>89,7</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-21,9	-39,5	-41,9	-36,1	-26,9	-22,2
Zysk przed opodatkowaniem	41,9	-177,3	134,8	50,6	64,9	67,5
Podatek dochodowy	-10,0	20,8	-27,1	-13,7	-14,3	-14,2
Zysk netto	31,9	-156,5	107,7	36,8	50,6	53,3
<b>Zysk netto bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>31,9</b>	<b>-156,5</b>	<b>26,5</b>	<b>36,8</b>	<b>50,6</b>	<b>53,3</b>
Zysk netto przypis. akcji. j.d. raportowany	7,4	-165,9	44,9	30,6	50,1	53,3
<b>Zysk netto przypis. akcji. j.d. bez zdarzeń jednorazowych</b>	<b>7,4</b>	<b>-165,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>30,6</b>	<b>50,1</b>	<b>53,3</b>
Amortyzacja	25,6	28,4	30,2	31,3	32,2	33,5
EBITDA bez zdarzeń jednorazowych	89,3	-109,4	98,6	118,0	124,1	123,2

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>1 958,6</b>	<b>2 020,1</b>	<b>2 091,8</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>1 490,6</b>	<b>1 538,1</b>	<b>1 589,8</b>
Zapasy	543,5	457,9	406,5	433,4	463,5	494,0
Należności handlowe	384,5	378,9	402,9	439,9	459,2	480,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	137,9	311,1	262,5	207,3	200,4	195,7
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>1 958,6</b>	<b>2 020,1</b>	<b>2 091,8</b>
<b>Kapitał własny przyp. akcji. j.d.</b>	<b>302,1</b>	<b>136,9</b>	<b>180,2</b>	<b>204,3</b>	<b>246,2</b>	<b>289,7</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>1 203,0</b>	<b>1 230,5</b>	<b>1 266,7</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	395,5	424,2	458,2
Inne	644,9	694,5	683,1	677,6	678,4	686,7
<b>Dług netto</b>	<b>102,8</b>	<b>16,6</b>	<b>132,7</b>	<b>162,9</b>	<b>156,9</b>	<b>144,5</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	50,6	64,9	67,5
Amortyzacja	25,6	28,4	30,2	31,3	32,2	33,5
Zmiana kapitału obrotowego	-137,1	92,6	20,9	-78,6	-20,7	-17,4
Zapłacony podatek dochodowy	0,0	20,8	-45,1	-13,7	-14,3	-14,2
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>-10,5</b>	<b>62,2</b>	<b>69,4</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	-36,1	-26,9	-22,2
<b>CF finansowy</b>	<b>-72,1</b>	<b>12,3</b>	<b>13,0</b>	<b>-67,7</b>	<b>-48,1</b>	<b>-49,1</b>
<b>CF</b>	<b>-133,5</b>	<b>173,3</b>	<b>-48,6</b>	<b>-55,2</b>	<b>-7,0</b>	<b>-4,7</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	271,5	137,9	311,1	262,5	207,3	200,4
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	137,9	311,1	262,5	207,3	200,4	195,7

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	0,87	1,43	1,52
Revenue (mln PLN)	2258,3	2429,8	2606,9	2533,2	2729,0	2935,0
Gross Margin %	6,6%	-1,6%	6,8%	8,2%	8,6%	8,2%
EBIT (mln PLN)	63,8	-137,8	68,3	86,7	91,9	89,7
EBITDA (mln PLN)	89,3	-109,4	98,6	118,0	124,1	123,2
Pre-Tax Profit	41,9	-177,3	134,8	50,6	64,9	67,5
Net Income Adj+ (mln PLN)	7,4	-165,9	-0,7	30,6	50,1	53,3
Net debt (mln PLN)	102,8	16,6	132,7	162,9	156,9	144,5
BPS (PLN)	8,62	3,90	5,14	5,83	7,02	8,26
DPS (PLN)	0,50	0,22	0,00	0,20	0,25	0,30
Return on Equity	2%	-76%	0%	16%	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	-27,5	41,2	44,4
CAPEX (mln PLN)	70,7	6,6	9,8	17,0	21,0	25,0

Źródło: Obliczenia Noble Securities

**OBIĄśNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub 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 osiąganych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

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

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

## **POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA**

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

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

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

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

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

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

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

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

**Raport**

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

## **UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Raport analityczny: Dariusz Nawrot

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 26.09.2025 o godz. 08:55. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 26.09.2025 o godz. 09:15

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

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

Rekomendacja/aktualizacja	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
Data wydania	15.09.2023	9.05.2024	27.06.2024	20/12/2024	6/05/2025
Kurs z dnia rekomendacji	10,4	9,5	9,4	6,98	10,6
Cena docelowa	12,5	12,0	12,8	11,7	14,3
WIG w dniu rekomendacji	67 368,11	87 427,54	88 135,13	79 577,32	99 195,99

## 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)
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,10	18%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20	522,60	7%	18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00	447,00	11%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	8,14	17%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	339,00	9%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	8,47	-15%	8.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	279,50	21%	8.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	23,85	-19%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	27,00	26%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Akumuluj	23,20	20,40	24,20	-4%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90	37,80	35%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	19,22	63%	3.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	559,00	38%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	18,08	33%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50	36,10	138%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80	21,80	55%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70	7,47	59%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10	27,30	119%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36	22,37	-2%	13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	2,91	27%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	107,00	72%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,95	68%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50	17,00	-11%	8.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60	9,94	44%	6.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00	522,60	-1%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	31,30	27,85	31,10	1%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37	9,37	32%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90	29,30	44%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			7.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60	18,40	32%	2.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82	45,37	-21%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50	4,55	-1%	5.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23 300,00	18 140,00	17955,00	30%	3.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			3.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70	48,30	-18%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	72,38	12%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			6.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			3.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Trzymaj	26,80	28,15			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	179,20	36%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,00	20,10			16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,00	460,00			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,61	15,40			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	255,00	-13%	2.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	23,85	-6%	2.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	7,36	-28%	2.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50			29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30			29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50			27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60			26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00			22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77			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			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00			6.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	58,40	41%	4.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	10,73	-43%	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			8.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00			26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski

(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 - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

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

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

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

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

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

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

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

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

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

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

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

