

20.09.2022 08:30

Key data

Target price [PLN]	10,0
DCF Valuation [PLN]	9,9
Comparative Valuation [PLN]	9,7
Market price [PLN]	7,2
Growth/decrease potential [%]	38,1%
Market cap [mln PLN]	295,0
Free float [%]	16,0%
Sector	building
WSE code	UNI
Bloomberg code	UNI PW

Analysts
Artur Wizner

Tel.: +48 (22) 53 95 548

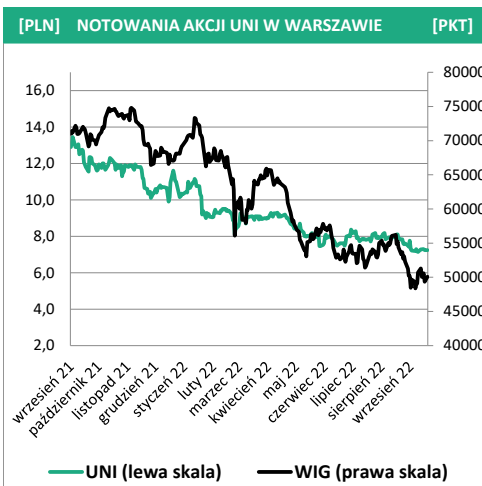
Company profile

The Group is a general contractor in Poland and abroad (operates on the Belarusian and Ukrainian markets), has a factory of modular houses (sells them mainly to Scandinavian countries), operates in road construction (builds roads mainly in the Podlaskie Voivodeship), and through its company Budrex builds and repairs bridges throughout the country and also conducts development activities in Warsaw, Poznań, Radom and Bielski Podlaski.

Source: www.gpw.pl

Shareholders:

	[%]
Zofia Mikołuszek	25,1
Beata Maria Skowrońska	15,7
Unibep SA	10,0
OFE Aviva Santander	9,7
OFE PKO BP Bankowy	9,2
Wojciech Jacek Stajkowski	7,1
Bożenna Anna Lachocka	7,1



UNIBEP SA

Raport aktualizujący

Rekordowe przychody pod presją marży

W obecnym, bardzo trudnym dla sektora budowlanego okresie, wyniki Grupy Unibep uważamy za dobre. W pierwszym półroczu 2022 Grupa osiągnęła przychody na 1 mld zł (wzrost o 47% r/r), które miały przełożenie na 62,2 mln zł EBITDA (wzrost 84% r/r) oraz 38 mln zł zysku netto (wzrost o 138% r/r). Odnotowany został jednak spadek marż, będący wynikiem wielu czynników, z którymi zmagają się branża budowlana m.in. wzrost cen materiałów, energii, kosztów usług obcych. Uważamy, że w tych warunkach Grupa dobrze sobie radzi zarówno z posiadanym portfelem kontraktów, jak i zdobywaniem kolejnych, przy widocznym na rynku zahamowaniu inwestycji prywatnych. Uważamy, że aktualny backlog przekraczający 3,5 mld zł zapewni Grupie stabilne przychody. W większości składa się on z nowych kontraktów, co w dużej mierze ogranicza ryzyko ich rentowności. Niestety, w naszej ocenie, w najbliższym okresie brakuje na horyzoncie szans, które mogłyby sprawić, że inwestorzy bardziej optymistycznie spojrzeliby na sektor budowlany. Oddalająca się perspektywa środków z KPO oraz środowisko wysokich stóp procentowych, które Grupa najsilniej odczuła spadkiem zamówień w segmencie budownictwa modułowego oraz rewizji w górę premii za ryzyko dla naszego kraju, sprawiają, że, pozostając pozytywnie nastawieni do Grupy, a jednocześnie konserwatywni w wycenie, dokujemy niewielkiej zmiany założeń, obniżając cenę docelową z 11 do 10 zł na koniec 2022 roku.

Czynniki wzrostu

1. Solidny portfel kontraktów
2. Wzrost zamówień publicznych
3. Segment energetyczno-przemysłowy
4. Odrodzenie budownictwa po pandemii

Czynniki ryzyka

1. Wojna na Ukrainie i jej konsekwencje
2. Wahania kursów walut
3. Spadek koniunktury
4. Rosnące ceny surowców i wzrost wynagrodzeń

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 712 390,4	2 046 153,7	2 017 289,8	2 045 312,9	2 071 049,3	2 095 243,1
EBITDA	83 437,7	80 833,9	68 844,7	72 716,8	75 926,5	81 946,0
<i>marża EBITDA</i>	4,9%	4,0%	3,4%	3,6%	3,7%	3,9%
EBIT	61 479,7	59 287,7	45 574,8	47 818,0	49 284,8	53 705,8
Zysk netto	47 132,7	42 251,9	31 976,2	34 382,8	36 168,0	40 278,9
Kapitał własny	308 545,8	340 122,5	353 323,4	375 494,0	398 531,0	425 164,8
Dług	239 072,0	363 765,8	281 226,6	232 347,5	163 377,0	94 344,7
P/E	5,4	6,0	7,9	7,4	7,0	6,3
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	3,4	3,2	3,5	3,0	3,4	2,8
EPS	1,34	1,20	0,91	0,98	1,03	1,15

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2022 r.....	4
Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka	8
Wycena	15
Zmiany prognoz finansowych	17
ESG	20
Wykaz stosowanych skrótów.....	22
Informacje i zastrzeżenia prawne	22



Ostatnie wydarzenia

- 19.09.2022 (ESPI RB 55/2022) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację budynków w technologii modułowej w ośrodku wypoczynkowym w Jeleniej Górze.
- 15.09.2022 (ESPI RB 54/2022) Aktualizacja informacji nt. zawarcia umowy na wykonanie hali magazynowej w Tuszynie w województwie łódzkim.
- 08.09.2022 (ESPI RB 53/2022) Zawarcie umowy na wykonanie robót budowlanych dla projektu pn.: "Rozbudowa układu drogowego przez budowę ul. Plażowej i modernizację ul. Pstrowskiego w Olsztynie".
- 31.08.2022 (ESPI RB 52/2022) Zawarcie umowy na realizację zadania pn. "Budowa Kotłowni Spółdzielni Mieszkaniowej "Świt" w Ełku bazującej na produkcji energii cieplnej ze spalania biomasy".
- 19.08.2022 (ESPI RB 51/2022) Nabycie przez spółkę zależną nieruchomości położonych w dzielnicy Białołęka w Warszawie.
- 17.08.2022 (ESPI RB 50/2022) Zawarcie z Viessmann Technika Grzewcza Sp. z o.o. umowy na realizację zakładu produkcji pomp ciepła w Legnicy.
- 22.07.2022 (ESPI RB 48/2022) Zawarcie przez spółkę zależną umów kredytowych z przeznaczeniem na realizację kolejnego etapu inwestycji deweloperskiej przy ul. Jana Henryka Dąbrowskiego w Poznaniu.
- 21.06.2022 (ESPI RB 41/2022) Decyzja ZWZ UNIBEP S.A. dotycząca wypłaty dywidendy za 2021 r.
- 03.06.2022 (ESPI RB 39/2022) Zawarcie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ul. Kolejowej w Warszawie.
- 30.05.2022 (ESPI RB 38/2022) Nabycie przez spółkę zależną nieruchomości położonej w dzielnicy Praga - Południe w Warszawie.
- 30.05.2022 (ESPI RB 37/2022) Zawarcie umowy kredytowej z przeznaczeniem na finansowanie i refinansowanie budowy zabezpieczenia granicy państwowej.
- 25.05.2022 (ESPI RB 36/2022) Zawarcie umowy na realizację IV i V etapu inwestycji mieszkaniowej przy ulicy Klasyków w Warszawie.
- 24.05.2022 (ESPI RB 34/2022) Zawarcie umowy na wykonanie hali magazynowej w Tuszynie w województwie łódzkim.
- 04.05.2022 (ESPI RB 31/2022) Aktualizacja informacji nt. zawarcia umowy na realizację etapu DE inwestycji mieszkaniowej przy ul. Szwedzkiej w Warszawie.

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2022 r.

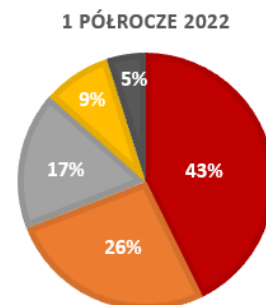
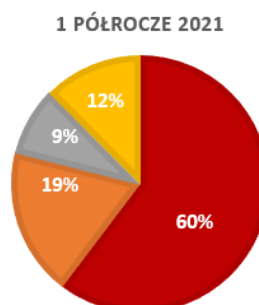
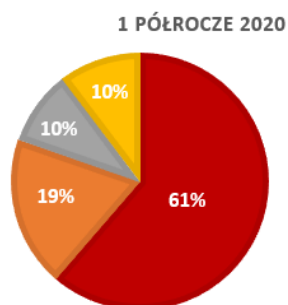
Pierwsze półrocze 2022 było dla Grupy Unibep rekordowe zarówno pod względem przychodów (łącznie 1,02 mld zł) jak również zysków. Do w naszej ocenie bardzo dobrego wyniku w największym stopniu przyczynił się II kw., w którym Unibep odnotował wzrost przychodów o 43,2% w ujęciu k/k oraz o 41% w stosunku do II kw. roku 2021. W pierwszym półroczu 2022 spośród segmentów najbardziej wzrosła działalność deweloperska (o 17,6% r/r) oraz budownictwo modułowe (o 23,9% r/r), co pokazuje że dywersyfikacja przychodów odgrywa kluczową rolę dla spółek z sektora budowlanego i może uodparniać wyniki na wiele czynników ryzyka specyficznych dla danego obszaru. Utrzymująca się dobra koniunktura w branży deweloperskiej, pozwoliła na zachowanie wysokiej marży segmentu (25,12%). Łączna marża brutto ze sprzedaży Grupy w pierwszym półroczu wyniosła 8,8% i była o 1,1 p.p. wyższa niż przed rokiem, co na tle pozostałych spółek z branży uważamy za dobry wynik. Na poziomie zysku z działalności operacyjnej, Unibep odnotował ponad dwukrotny wzrost, natomiast za sprawą wyższych przychodów finansowych (o 5,1%) i niższych kosztów (o 11,9%), a także niższych odpisów z tytułu oczekiwanych strat kredytowych, wynik netto Grupy wyniósł 38,4 mln zł i był prawie trzykrotnie wyższy w stosunku do pierwszego półrocza 2021.

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022
Przychody ze sprzedaży	329 575,0	395 038,8	472 790,7	464 569,4	346 885,0	386 587,5	441 570,9	507 294,3	307 459,0	425 725,7	353 200,3	626 005,4	419 066,8	600 298,0
Budownictwo kubaturowe	273 860,0	254 717,7	265 290,5	300 678,8	255 780,0	211 892,3	221 547,0	253 890,3	198 480,0	269 192,0	210 790,0	263 332,9	198 950,0	267 031,9
Infrastruktura	41 562,0	88 882,1	109 104,9	99 408,0	40 864,0	103 289,0	116 229,5	118 567,6	30 779,0	113 374,0	120 799,0	115 301,4	103 191,3	184 089,9
Działalność deweloperska	4 934,0	50 351,4	68 360,7	44 590,5	24 991,0	42 043,4	64 385,8	111 103,7	40 058,0	26 688,9	-5 593,9	224 001,5	76 727,4	113 406,9
Budownictwo modułowe	45 460,0	39 101,3	51 578,3	47 296,2	47 261,0	49 573,9	56 273,9	58 219,2	66 798,0	30 036,9	95 538,2	69 427,1	55 759,7	37 876,7
Budownictwo energetyczno-przemysłowe													16 541,0	37 069,5
Zysk brutto ze sprzedaży	16 494,0	32 758,5	36 625,3	42 303,1	25 010,0	31 995,3	39 832,2	41 893,1	19 969,0	36 442,1	10 510,9	66 742,8	34 511,0	55 220,7
Koszty sprzedaży	1 527,0	2 323,1	1 837,9	2 785,0	2 245,0	2 206,8	2 221,2	8 157,0	2 981,0	2 040,0	3 922,0	5 297,6	3 753,8	6 398,3
Koszty ogólnego zarządu	11 512,0	12 454,3	12 142,9	18 021,7	13 298,0	12 245,8	11 438,2	19 471,7	12 047,0	13 609,7	11 576,3	23 910,2	14 462,8	14 932,7
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	35,0	-10 116,2	-7 691,4	3 089,8	-1 959,0	-4 296,2	-1 039,8	-356,4	144,0	-2 770,5	16 122,5	-10 296,7	2 224,5	-2 709,9
EBITDA	6 860,7	11 747,8	19 194,4	28 979,1	10 233,5	19 097,2	29 982,7	18 974,6	8 458,1	25 281,4	16 731,5	32 967,3	23 320,8	38 840,0
EBIT	3 490,0	7 864,9	14 953,1	24 586,2	7 508,0	13 246,5	25 133,1	13 908,0	5 085,0	18 021,9	11 135,1	27 238,3	17 325,8	32 372,8
Przychody finansowe	1 608,0	1 085,5	1 257,9	581,0	2 299,0	1 317,1	1 314,1	1 886,8	4 812,0	-1 638,0	1 422,0	2 568,7	5 764,1	5 473,1
Koszty finansowe	2 844,0	3 947,9	2 441,1	3 245,4	5 716,0	2 927,6	2 676,2	3 173,9	4 945,0	3 700,0	1 030,0	3 096,9	5 575,6	5 395,9
Udział w zyskach (stratach) jednostek podp.	430,0	3 205,1	4 399,8	-896,9	-154,0	-633,2	4 714,2	11 614,7	7 272,0	-7 519,2	5 824,2	248,0	1 177,5	-118,0
Zysk brutto	2 684,0	8 207,5	18 169,8	21 024,8	3 936,0	11 002,8	28 485,2	24 235,6	12 224,0	5 164,7	17 606,3	24 631,1	18 012,0	29 945,8
Zysk netto za okres	2 037,0	5 016,4	13 306,5	20 938,4	3 313,0	7 061,1	20 182,5	19 652,0	10 278,0	2 869,2	12 017,8	22 478,1	15 026,9	23 346,2
Marża brutto na sprzedaży	5,0%	8,3%	7,7%	9,1%	7,2%	8,3%	9,0%	8,3%	6,5%	8,6%	3,0%	10,7%	8,2%	9,2%
Marża EBITDA	2,1%	3,0%	4,1%	6,2%	3,0%	4,9%	6,8%	3,7%	2,8%	5,9%	4,7%	5,3%	5,6%	6,5%
Marża netto	0,6%	1,3%	2,8%	4,5%	1,0%	1,8%	4,6%	3,9%	3,3%	0,7%	3,4%	3,6%	3,6%	3,9%

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

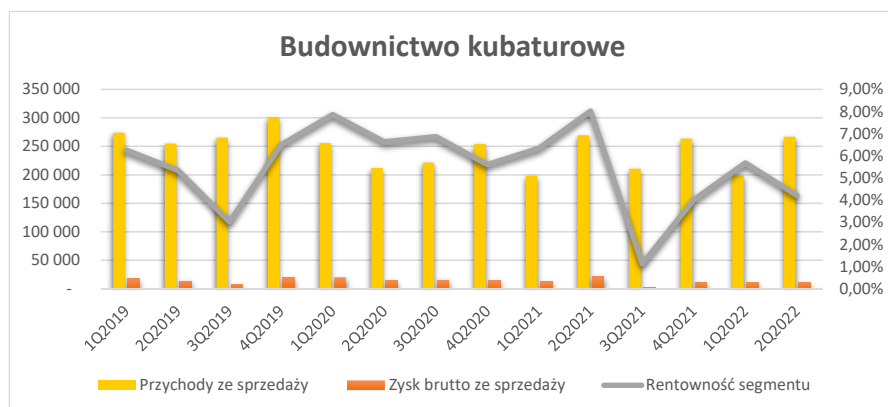
Struktura przychodów wg segmentów

- Budownictwo kubaturowe
- Infrastruktura
- Działalność deweloperska
- Budownictwo modułowe
- Budownictwo energetyczno-przemysłowe

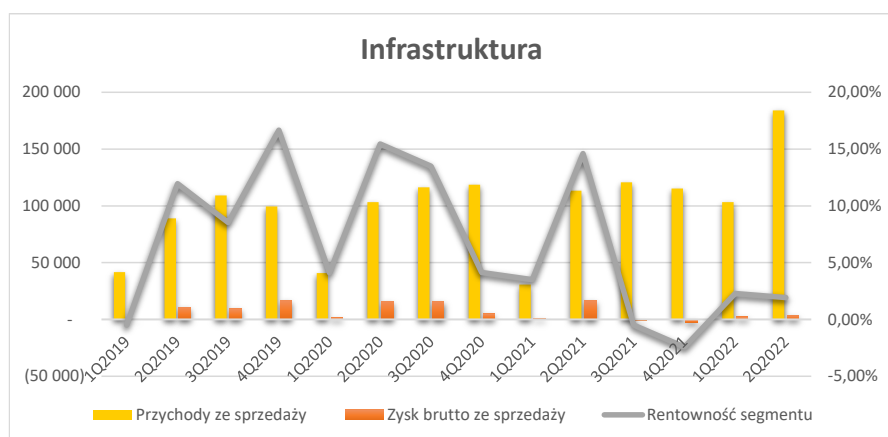


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

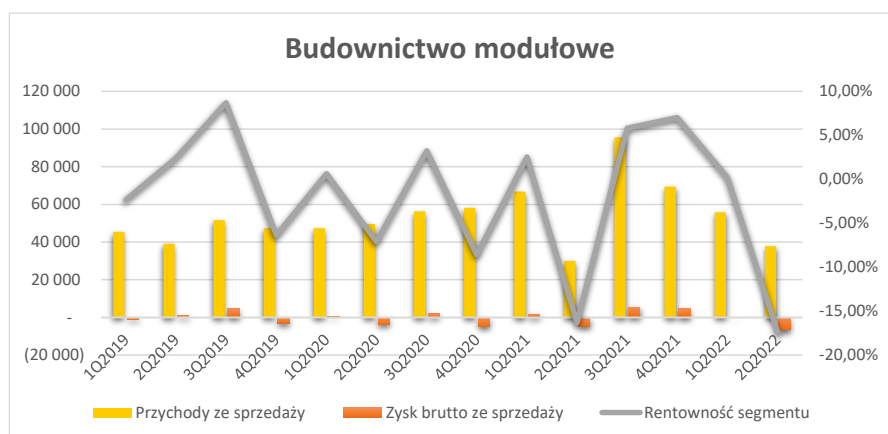
Grupa posiada zdywersyfikowaną oraz stabilną strukturę przychodów. W pierwszym półroczu 2022 w dalszym ciągu dominującą rolę odgrywały przychody z segmentu Budownictwo kubaturowe (43%), choć udział tego segmentu w strukturze przychodów maleje na rzecz innych segmentów w porównaniu do analogicznych okresów 2020 oraz 2021 roku. Najbardziej swój udział zwiększył segment deweloperski (z 9% do 17%), który bardzo pozytywnie kontrybuuje do wyniku Grupy. Nowy segment budownictwa energetyczno-przemysłowego w pierwszym półroczu osiągnął udział na poziomie 5% przychodów Grupy. Na poniższych wykresach zaprezentowano przychody segmentów w ujęciu kwartalnym (w tys. zł) oraz rentowność.



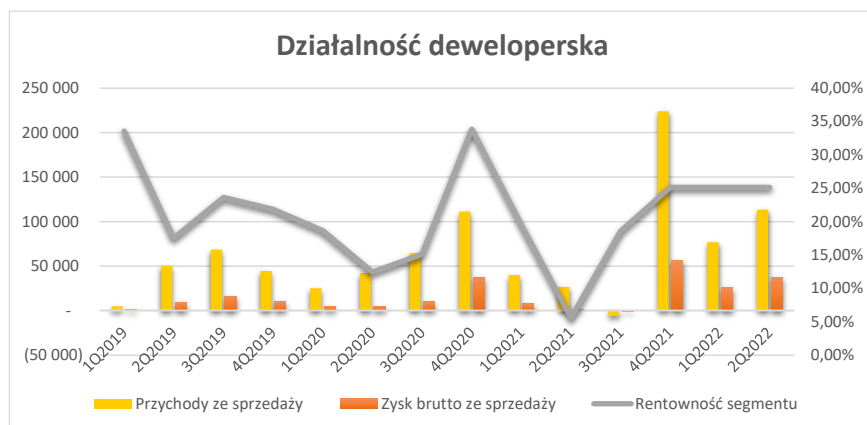
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



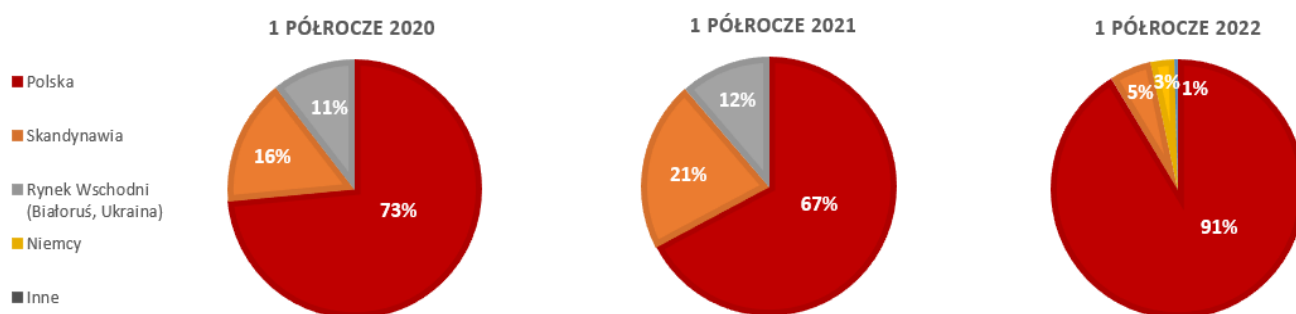
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

Na powyższych wykresach widać, że jedynym segmentem który pomimo niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego utrzymał ubiegłoroczną rentowność jest sektor deweloperski i on też miał największy wpływ na wyniki Grupy w pierwszym półroczu 2022. Rentowność poszczególnych segmentów została poddana szczegółowej analizie w dalszej części raportu, przy omówieniu otoczenia makroekonomicznego.

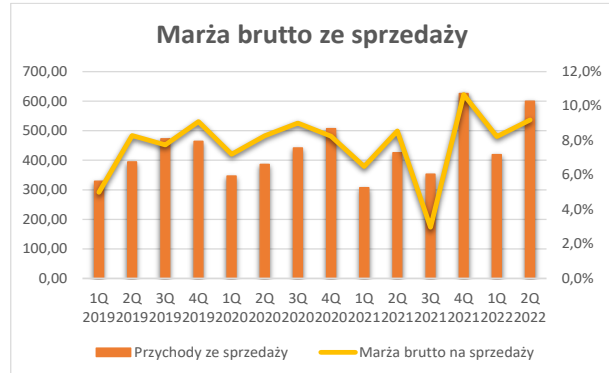
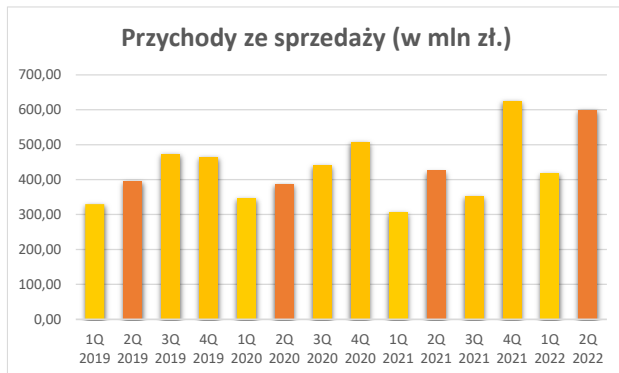
Struktura przychodów wg regionu



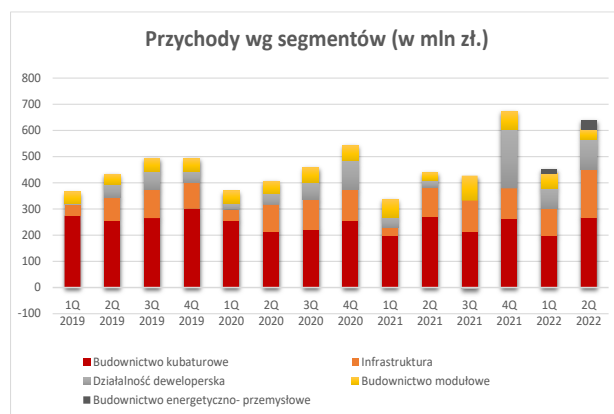
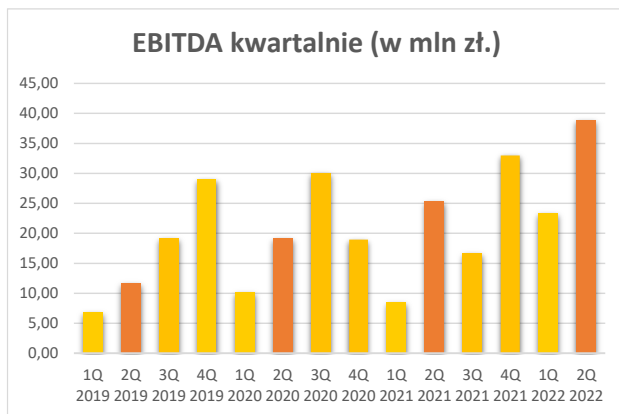
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

W strukturze geograficznej przychody w I półroczu 2022 zostały zdominowane przez udział polski (91%). W poprzednich latach istotny udział w przychodach miały kraje skandynawskie (głównie Norwegia), w których Unibep realizuje projekty w segmencie budownictwa modułowego, a także rynki wschodnie (Białoruś i Ukraina), na których Unibep realizował projekty w segmencie budownictwa kubaturowego. Od rozpoczęcia wojny na Ukrainie, działalność w tym kraju nie prowadzona i na chwilę obecną trudno jest określić, kiedy będzie możliwy powrót na ten rynek. Z rynku białoruskiego Grupa najprawdopodobniej całkiem się wycofała i nie planuje powrotu. W najbliższym okresie, największe szanse na wzrost udziału w strukturze geograficznej posiada rynek niemiecki, na którym Grupa zawarła w pierwszym półroczu 2022 duży kontrakt na budowę domów seniora. Zmiany dotyczące kierunków ekspansji zagranicznej należy uznać za pozytywne, również w kontekście nastawienia na rozwój w segmencie budownictwa modułowego. Ryzykiem dla rentowności na realizowanych kontraktach w tym segmencie poza wzrostem cen drewna, materiałów ociepleniowych oraz frachtu (Skandynawia) jest zachowanie się kursów walut.

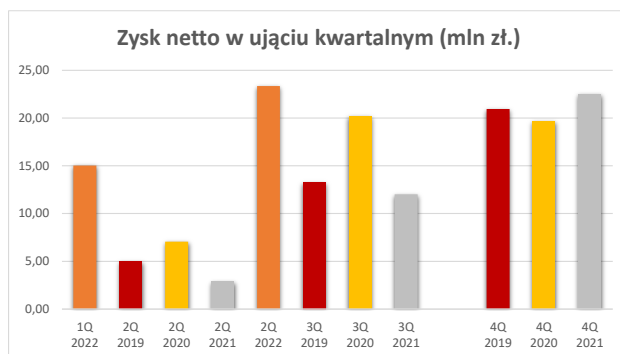
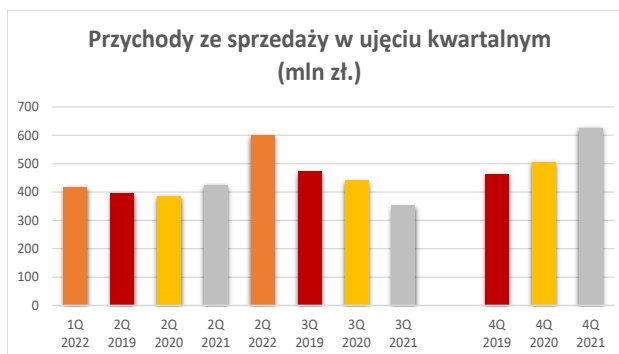
Historyczne wyniki finansowe



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

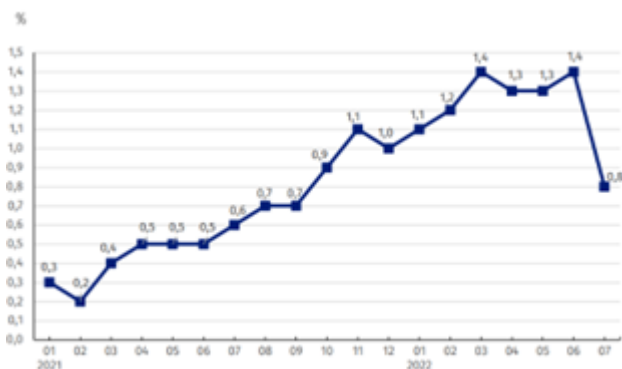


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka

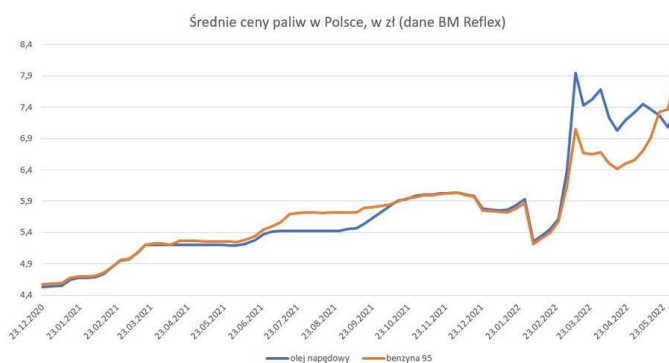
Po, obiektywnie oceniając, udanym dla branży budowlanej roku 2021, który, mimo trwającej pandemii, który spółki z sektora zamknęły z dobrymi wynikami, w pierwszym półroczu 2022 sytuacja na rynku zrobiła się trudna. Od początku roku oraz wraz z wybuchem wojny na Ukrainie sytuacja na rynku diametralnie się zmieniła. Począwszy od gwałtownie rosnących cen materiałów, surowców oraz paliw, przez rosnące stopy procentowe na zmianach na rynku pracy, związanych z odpływem pracowników z Ukrainy skończywszy. W tym niezbyt korzystnym otoczeniu, wyniki osiągnięte przez Grupę Unibep uważamy za bardzo dobre. Grupa posiada zdywersyfikowane źródła przychodów, które w różny sposób odczuły zmieniające się warunki rynkowe. W dalszej części zostanie przedstawiona analiza poszczególnych segmentów działalności grupy uwzględniająca szanse oraz czynniki ryzyka, specyficzne dla danego obszaru.

Zmiany cen produkcji budowlano-montażowej w latach 2021-2022 w stosunku do okresu poprzedniego



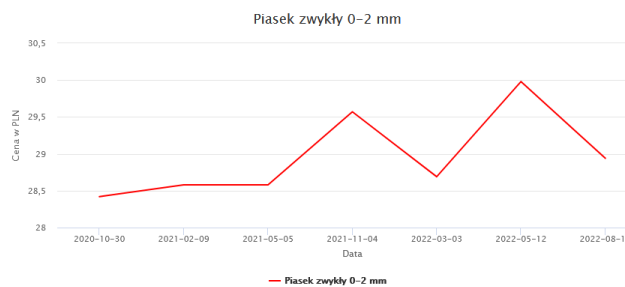
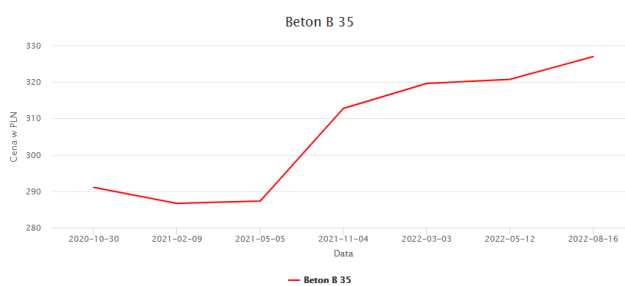
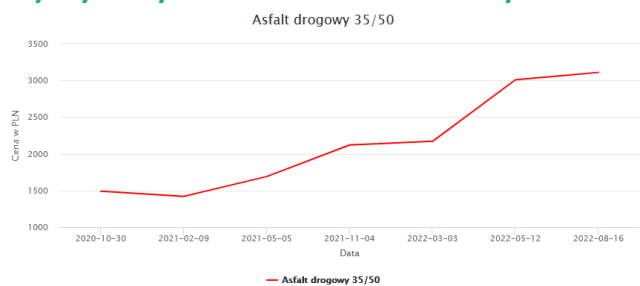
Źródło: GUS

Średnie ceny paliw w Polsce



Źródło: Business Insider

Ceny wybranych materiałów budowlanych w okresie wrzesień 2020-wrzesień 2022



Źródło: wnp.pl

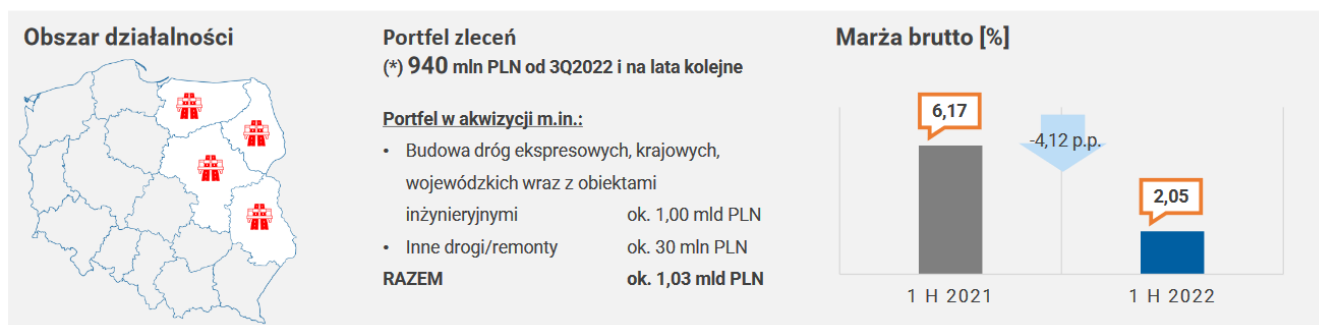
Zaczynając od rosnących cen surowców i materiałów budowlanych, które wpływają na wszystkie segmenty działalności Grupy. Po dużych wzrostach, które miały miejsce na przestrzeni ostatniego roku, średnio wzrosły o 25% r/r (m.in. beton +15%, stal +100%, asfalt +70%), od lipca nastąpiła pewna stabilizacja. Polski Związek Pracodawców Budownictwa przewiduje, że efektem drożejącej ropy naftowej, miedzi, aluminium i rudy żelaza będą wyższe ceny m.in. asfaltu, kabli i przewodów elektrycznych, wyrobów stalowych i konstrukcji aluminiowych, a dodatkowo drożące surowce energetyczne znacznie zwiększą koszty produkcji materiałów, a także podwyższą koszty eksploatacji maszyn i sprzętu budowlanego. Od czerwca przywołane surowce znajdują się w trendzie spadkowym, korygując wzrosty z początku roku, które jeszcze się zdynamizowały po rozpoczęciu wojny na Ukrainie i wprowadzeniu sankcji na Rosję. Zmniejszone zostało tym samym ryzyko dalszej presji na marże w drugim półroczu dla Grupy Unibep.

Przeglądając się szansom oraz zagrożeniom specyficznym dla poszczególnych obszarów działalności Grupy Unibep, w **segmencie deweloperskim**, największym ryzykiem są rosnące stopy procentowe, przekładające się na wysokość oprocentowania oraz dostępność kredytów hipotecznych, co może ograniczyć popyt na nowe mieszkania i schłodzić rozpędzoną koniunkturę. Szansą dla segmentu jest utrzymanie się popytu inwestycyjnego na wysokim poziomie (ucieczka przed inflacją) oraz zakupy dokonywane przez fundusze inwestycyjne w miastach o dobrze rozwiniętym rynku najmu (Warszawa, Poznań, Trójmiasto). W pierwszym półroczu 2022 działalność deweloperska najlepiej sobie radziła spośród wszystkich segmentów Grupy. Przychody ze sprzedaży wzrosły z 57,5 mln zł w I półroczu 2021 do 190,1 mln (wzrost o 230% r/r), a marża brutto wzrosła z 15,5% do 33,5%. W I półroczu 2022 została rozpoczęta sprzedaż 829 mieszkań, z których 208 zostało sprzedanych. Grupa w tym okresie przekazała łącznie 336 mieszkań. W naszej ocenie bardzo dobry wynik segmentu, jest jeszcze rezultatem rewelacyjnego dla branży roku 2021, w którym przy względnie stabilnych cenach materiałów budowlanych oraz szybko rosnących cenach mieszkań, deweloperzy odnotowywali coraz lepsze marże. Wzrost cen materiałów budowlanych oraz stóp procentowych, przekładający się na wyhamowanie wzrostu cen na rynku nieruchomości a także podnoszący koszty obsługi długu, w naszej ocenie przełoży się negatywnie na wyniki segmentu w drugim półroczu 2022. Polepszenia koniunktury oczekujemy z końcem 2023 roku, wraz z prognozowanym rozpoczęciem cyklu obniżania stóp procentowych.



Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za IH 2022

W segmencie infrastruktury, w pierwszym półroczu 2022 nastąpił znaczny wzrost przychodów z 134 mln zł do 287 mln zł, do czego w dużej mierze przyczyniło się zakończenie prac przy budowie trzeciego i czwartego odcinka zapory na granicy z Białorusią (ok. 197,5 mln zł netto). Jednocześnie wzrost cen materiałów budowlanych i surowców przełożył się na spadek marży brutto segmentu, która spadła z 6,17% do 2,05%. W naszej ocenie jest to segment, którego rentowność jest najbardziej narażona na wzrost kosztów. Na początku 2022 roku Ministerstwo Infrastruktury podniosło próg waloryzacji kontraktów z 5% do 10%, co powinno w pewnym stopniu ograniczyć ryzyko towarzyszące inwestycjom infrastrukturalnym. Unibep w tym segmencie zbudował bogaty portfel zleceń (940 mln zł), z czego większość kontraktów została zawarta na przełomie 2021/2022 roku, kiedy spółki zaczęły zarządzać ryzykiem wzrostu kosztów, co ograniczyło dużą konkurencję kosztową jaka panowała na rynku inwestycji infrastrukturalnych w ostatnich latach. W naszej ocenie przy stabilnej sytuacji na rynku materiałów budowlanych i surowców oraz braku niespodziewanych zdarzeń, marża segmentu powinna wzrosnąć. W dłuższym horyzoncie szansą dla segmentu jest realizowany przez GDDKiA sprawnie działający Program Budowy Dróg Krajowych, jeden z terminem do 2023 oraz kolejny do 2030 roku oraz nowa perspektywa unijna przewidująca 300 mld zł w ciągu 6 lat na budowę infrastruktury drogowej, kolejowej oraz hydrotechnicznej. Wychodząc naprzeciw nowym inwestycjom, Grupa Unibep zainwestowała w nową wytwórnię mas bitumicznych w Lipowej Górze Wschodniej koło Szczytna. Grupa Unibep posiada cztery zakłady produkcji mas na terenie głównie Polski północno-wschodniej.

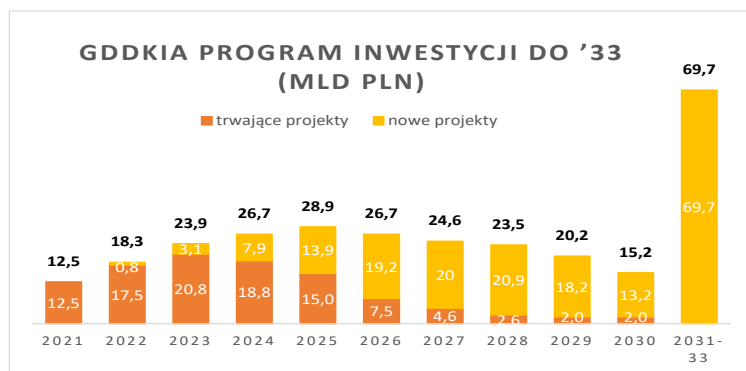


Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za I półrocze 2022

Planowane inwestycje GDDKiA w 2022 roku.

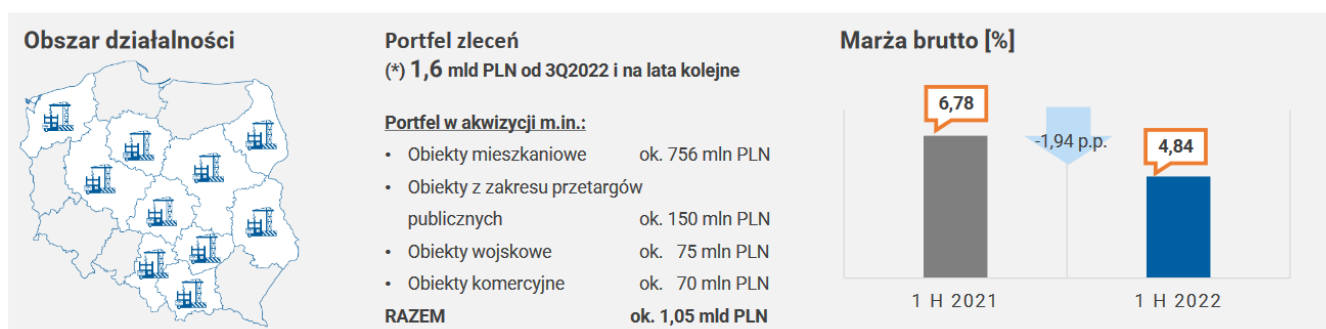


Źródło: GDDKiA



Źródło: opracowanie DM Banku BPS, GDDKiA

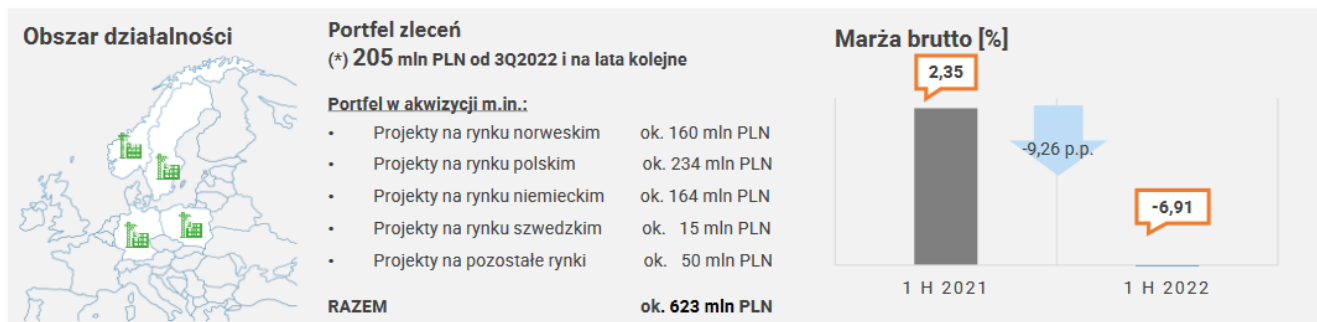
W segmencie **budownictwa kubaturowego**, w którym Grupa Unibep zawsze była bardzo aktywna, przychody ze sprzedaży wzrosły z 432 mln zł do 466 mln zł w pierwszym półroczu 2022. Marża brutto odnotowała spadek z 6,78% do 4,84%, co przy aktualnych warunkach rynkowych nie jest złym rezultatem. Większość zamawiających w tym segmencie stanowią prywatni inwestorzy, którzy prawdopodobnie są bardziej skłonni do renegotjacji kontraktów. W ostatnim półroczu Unibep powiększył portfel zleceń o kilka dużych kontaktów (na budowę Kampusu Akademii Muzycznej w Bydgoszczy, wykonanie robót budowlanych w inwestycji BOHEMA w Warszawie, realizację V etapu inwestycji mieszkaniowej „19. Dzielnica” w Warszawie oraz realizację zespołu budynków wraz z infrastrukturą towarzyszącą dla potrzeb Jednostki Wojskowej w Węgorzewie). Szczególnie ta ostatnio inwestycja jest interesująca w kontekście przyszłych zwiększonych wydatków na obronność w Polsce. Łącznie portfel zleceń w segmencie budownictwa kubaturowego wynosi 1,6 mld zł. W dłuższej perspektywie szansą dla tego segmentu jest wzięcie przez Grupę udziału w odbudowie Ukrainy, na której Unibep posiada poświadczenie, jednak ze względu na wciąż toczące się działania wojenne, w naszej ocenie jest jeszcze za wcześnie, aby prognozować ewentualne kontrakty na tym rynku.



Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za I półrocze 2022

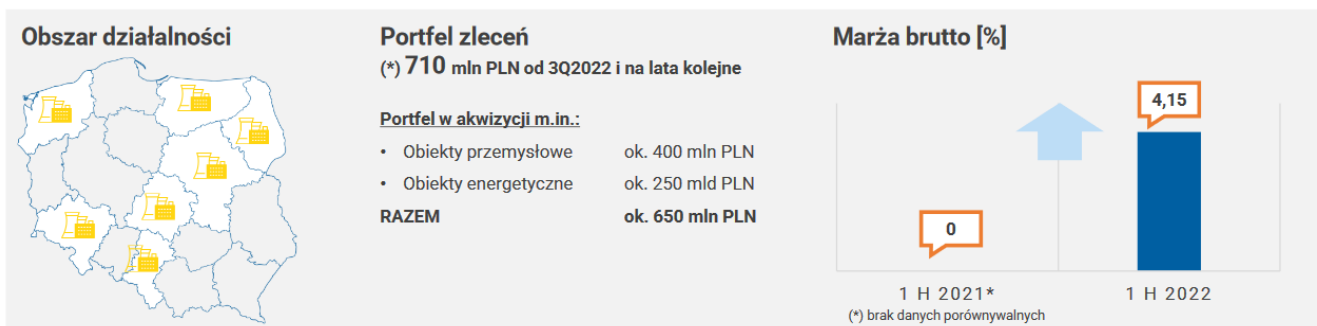
W segmencie **budownictwa modułowego** w pierwszym półroczu 2022 miał miejsce zarówno spadek przychodów z 134 do 94 mln zł, jak również spadek marży brutto z 2,35% do -6,91%. Unibep realizując kontrakty głównie na rynku norweskim, mocno odczuł wzrost cen drewna, materiałów ociepleniowych oraz kosztów frachtu. W związku z tym, że większość kontraktów jest jeszcze w realizacji, ewentualne ich renegotjacje mogą mieć miejsce po ich ukończeniu na przełomie 2022/2023 roku. Mimo słabszego wyniku, uważamy że obserwowany wzrost zainteresowania budynkami zero i niskoemisyjnymi przełoży się na rozwój segmentu w najbliższych latach. Na najbliższy okres Grupa posiada portfel kontraktów na

205 mln złotych, z czego większość została zawarta w pierwszym półroczu 2022. W naszej ocenie stwarza to realną szansę na przywrócenie rentowności segmentu od początku 2023 roku.



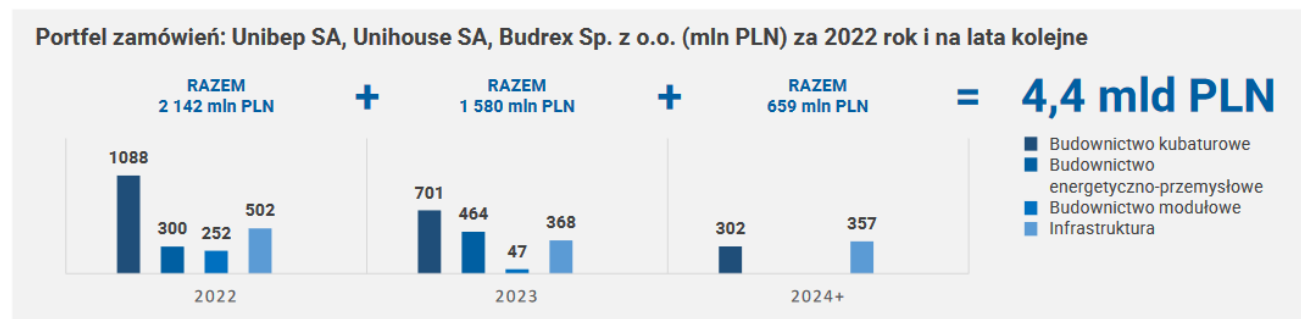
Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za I półrocze 2022

W najnowszym segmencie **budownictwa energetyczno – przemysłowego**, w pierwszym półroczu 2022 Grupa wygenerowała 54 mln zł przychodów osiągając marżę na poziomie 4,15%. Zbudowany został również portfel zleceń na 710 mln zł, m.in. kontrakty z Mondi (164,0 mln zł netto), Panattoni (ok. 133,2 mln zł netto) oraz Viessmann Technika Grzewcza Sp. z o.o. (ok. 370 mln zł). Mimo jeszcze wczesnej fazy rozwoju segmentu i budowania kompetencji, podpisane kontrakty w naszej ocenie świadczą o silnej pozycji Grupy Unibep na rynku i pozwalają z optymizmem patrzeć na przyszłość również go obszaru działalności.



Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za I półrocze 2022

Łączny portfel realizowanych zamówień Grupy Unibep SA



Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za I półrocze 2022

Podsumowując, pierwsze półrocze 2022 było dla spółek z branży budowlanej dużym wyzwaniem. Osiągnięte wyniki są dla inwestorów niezwykle istotne, aby ocenić jak spółki sobie radzą w środowisku rosnących cen materiałów budowlanych, surowców, presji na wzrost wynagrodzeń oraz wyższych stóp procentowych, które wpływają nie tylko na koszty finansowe ale również na decyzje inwestycyjne potencjalnych zleceniodawców. W naszej ocenie wyniki osiągnięte przez Unibep są dobre a perspektywy dla Grupy nie uległy pogorszeniu. Zbudowany został solidny portfel kontraktów, który naszym zdaniem powinien zapewnić Grupie co najmniej na dotychczasowym poziomie. Zakładając pogorszenie wyników w drugim półroczu 2022, m.in. stabilizacji cen materiałów i surowców na aktualnym wysokim poziomie oraz mniejsza kontrybucja segmentu deweloperskiego do wyniku, a także „schłodzenie” gospodarki w okresie 2023-2024 w wyniku podniesionych stóp procentowych, uważamy że akcji Grupy Unibep jest obecnie niedoszacowana przez rynek względem swojej wartości fundamentalnej.

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z działaniami wojennymi na Ukrainie

Zdarzeniem mającym wpływ na działalność Spółki i Grupy Kapitałowej oraz przyszłe wyniki finansowe, jest konflikt zbrojny, który rozpoczął się 24 lutego 2022 roku na Ukrainie, jego konsekwencje, jak i podejmowane przez społeczności międzynarodowe działania wobec Rosji. Unibep podtrzymuje zamiar realizacji inwestycji, natomiast dalsza współpraca i realizacja kontraktów na Ukrainie uzależniona jest od rozwoju sytuacji geopolitycznej w tym regionie. Ryzyko spadku przychodów dotyczy również innych rynków, ponieważ wielu prywatnych inwestorów wstrzymało się z decyzjami i czeka na rozwój sytuacji.

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną związaną z koronawirusem

Utrzymująca się niepewność dotycząca wpływu pandemii na poszczególne gospodarki, w tym na rynki będące obszarem działalności Spółki. Potencjalne zaburzenia w utrzymaniu łańcucha dostaw i tym samym wpływ na terminowość realizacji wszelkich zamówień, w tym zobowiązań wobec zamawiających.

Ryzyko stóp procentowych

Unibep posiada i będzie posiadał zobowiązania finansowe uzależnione od bieżących stóp procentowych. Wzrost poziomu stóp procentowych zwiększa koszt finansowania, a tym samym obniża rentowność wyników Grupy. Dodatkowo wzrost stóp procentowych wpływa na wzrost kosztów kredytów hipotecznych, co może przełożyć się na spadek popytu na nowe mieszkania. Jest to ryzyko szczególnie istotne dla przychodów segmentu deweloperskiego.

Ryzyko związane z sytuacją polityczną na rynkach wschodnich

Grupa zrezygnowała z realizacji umów w Rosji i Białorusi. Należy oczekiwać, że w najbliższych okresach pozyskanie nowych znaczących kontraktów na rynku ukraińskim, jak również białoruskim i rosyjskim może być niemożliwe.

Ryzyko związane ze zmiennością popytu

Spółka posiada zdywersyfikowane źródła przychodów, lecz ok. 70% z nich jest generowane przez sektory Infrastruktura i Budownictwo kubaturowe. Spadek zamówień w tych obszarach może negatywnie wpłynąć na wysokość przychodów oraz wyniki Grupy.

Niekorzystny trend na rynkach cen materiałów i usług

Spółka, realizując duże kontrakty jako generalny wykonawca, jest silnie narażona na ryzyko rosnących cen materiałów budowlanych oraz usług. Niekorzystne tendencje, takie jak rosnące koszty surowców i materiałów budowlanych czy też wzrost kosztów usług transportowych, mogą ograniczyć rentowność Grupy.

Brak siły roboczej

Niedobór wykwalifikowanej siły roboczej w budownictwie może spowodować, że Unibep nie będzie miał wystarczającej liczby pracowników do prowadzenia działalności gospodarczej. Obecnie w polskim budownictwie notuje się niedobór wykwalifikowanej siły roboczej. Pogorszenie sytuacji stanowiłoby istotne ryzyko dla Unibepu: niedobór siły roboczej miałby negatywny wpływ na wydajność, koszty i zdolność firmy do utrzymania lub zwiększenia produkcji. Dalszy spadek stopy bezrobocia w sektorze oraz odpływ pracowników z Ukrainy może przełożyć się na dostępność pracowników w sektorze budowlanym.

Presja płacowa

Według ostatniej opublikowanej przez NBP centralnej ścieżki projekcji inflacji wyniesie 14,2% r/r w 2022 r. oraz 12,3% w 2023 r. i 4,1% w 2024 wobec wzrostu o 5,1% w 2021 r. Jeśli te prognozy się sprawdzą, może to wywoływać dalszą presję wzrost wynagrodzeń oraz na wyniki Grupy.

Wzrost należności

Największym zagrożeniem dla Spółki byłby szybki wzrost należności wynikających z kontraktów budowlanych, który rzuciłby cień na ich rentowność. Ponieważ portfel zamówień Unibepu jest dość krótki, na dzień dzisiejszy nie spodziewamy się wstrzymania płatności, które zagrażałoby płynności Grupy.

Ryzyko kursowe

Grupa ok. 10% przychodów realizuje zagranicą, co powoduje narażenie na ryzyko kursowe. Grupa w szczególności jest narażona na zmienność kursów Euro i Korony norweskiej względem złotówki. Grupa stosuje politykę zabezpieczania ryzyka walutowego (hedging).

Spowolnienie gospodarcze

Szacunki dotyczące gospodarki polskiej, szwedzkiej i niemieckiej wskazują na niższe stopy wzrostu PKB w przyszłości. W rezultacie część inwestycji może zostać zawieszona, co budzi wątpliwości co do poziomu przyszłych zamówień. Zmniejszające się fundusze unijne prawdopodobnie spotęgują problem.

Wycena

Do wyceny Unibepu wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich spółek z branży budowlanej i deweloperskiej. Średnia wycena na dzień 20.09 oszacowana została na poziomie 9,8 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Unibep na 9,9 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 9,7 zł. Metodzie porównawczej oraz DCF przyznaliśmy równą wagę 50%.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	9,7
Wycena DCF	50%	9,9
Cena wynikowa		9,8
Cena docelowa na koniec roku 2022		10,0

Źródło: DM Banku BPS

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Unibep odnieśliśmy do siedmiu polskich spółek z branży budowlanej i deweloperskiej. W wycenie porównawczej spółek budowlanych naszym zdaniem najistotniejszy jest wskaźnik EV/EBITDA, który neutralizuje wpływ różnic w strukturze kapitałowej i podatkach, uwzględnia różnice w poziomie zadłużenia i koncentruje się na generowaniu gotówki przez spółki. Według tego mnożnika, Unibep jest notowany ze znacznym dyskontem w stosunku do grupy porównawczej.

	Kurs [PLN]	Kapitalizacja mln PLN	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
MIRBUD SA	3,44	315,6	2,9	2,5	2,2	0,5	0,4	0,4	2,4	2,2	2,1
ERBUD SA	28,10	339,9	70,3	3,6	2,5	0,5	0,4	0,3	7,8	1,8	1,3
BUDIMEX	235,00	5 999,6	16,4	15,7	14,2	5,1	5,0	4,9	6,0	5,9	5,7
DEVELIA SA	2,43	1 087,6	6,6	7,0	8,8	0,8	0,8	0,8	6,2	7,1	8,9
DOM DEVELOPMENT SA	90,60	2 314,7	6,7	6,6	7,7	1,7	1,6	1,5	4,8	4,9	5,9
ECHO INVESTMENT S.A.	3,24	1 337,1	8,3	7,2	4,4	0,8	0,8	0,7	10,5	11,2	7,9
Mediana	-	-	7,5	6,8	6,1	0,8	0,8	0,7	6,1	5,4	5,8
UNIBEP	7,24	253,9	5,4	6,0	7,9	0,8	0,7	0,7	2,7	3,2	3,0
premia (dyskonto)			-0,3	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,4	-0,5
Implikowana wycena	-	340,9	353,6	288,9	193,5	242,3	257,7	255,1	567,8	425,4	483,8
Wycena 1 akcji (PLN)			9,72								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 6,115% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), wzrost o 0,5 pp r/r w roku 2023, a następnie proporcjonalny spadek
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, wzrost o 0,5 pp r/r w roku 2023, a następnie proporcjonalny spadek
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,645 (obliczony na podstawie dwuletniego okresu stóp zwrotu akcji UNIBEP i indeksu WIG)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,19% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,5%
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto na koniec grudnia 2022

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	1 712 390,4	2 046 153,7	2 017 289,8	2 045 312,9	2 071 049,3	2 095 243,1	2 105 719,3
EBITDA	83 437,7	80 833,9	68 844,7	72 716,8	75 926,5	81 946,0	82 214,5
EBIT	61 479,7	59 287,7	45 574,8	47 818,0	49 284,8	53 705,8	53 974,3
Stopa podatkowa	20%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
NOPLAT	49 017,7	46 837,3	36 004,1	37 776,3	38 935,0	42 427,6	42 639,7
Amortyzacja	21 958,0	21 546,2	23 269,9	24 898,8	26 641,7	28 240,2	28 240,2
CAPEX	7 985,0	10 538,9	12 401,8	10 308,9	11 083,2	28 240,2	28 240,2
Inwestycje w kapitał obrotowy	-49 022,0	9 194,3	25 362,8	24 572,4	-35 916,0	26 702,9	26 702,9
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	112 012,7	48 650,3	21 509,4	27 793,8	90 409,6	15 724,7	15 936,8
Współczynnik dyskontujący		0,98	0,89	0,82	0,76	0,70	0,65
DFCF		47 468,0	19 165,8	22 762,6	68 413,2	11 054,1	10 407,9
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		223 139,3					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		145 726,1					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		314 589,8					
Dług netto/(gotówka netto)		-32 511,6					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		347 101,4					
Liczba akcji [w tys.]		35 070,6					
Cena jednej akcji [PLN]		9,9					
Przychody zmiana r/r		19,5%	-1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-3,6%	-23,1%	4,9%	3,1%	9,0%	0,5%
FCF zmiana r/r		-56,6%	-55,8%	29,2%	225,3%	-82,6%	1,3%
Marża EBITDA		4,0%	3,4%	3,6%	3,7%	3,9%	3,9%
Marża EBIT		2,9%	2,3%	2,3%	2,4%	2,6%	2,6%
Marża NOPLAT		2,3%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%
CAPEX/Przychody		0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	1,3%	1,3%
CAPEX/Amortyzacja		48,9%	53,3%	41,4%	41,6%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		9 194,32	25 362,77	24 572,37	-35 916,02	26 702,88	26 702,88

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

EV/EBITDA ('22) dla wyceny DCF 3,9

Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) v 46,3%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Stopa wolna od ryzyka	6,12%	6,62%	6,12%	5,62%	5,12%	5,12%
Premia za ryzyko	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
Beta	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Beta (zlewarowana)	1,19	1,05	0,96	0,85	0,76	0,76
Koszt kapitału własnego	14,7%	14,2%	13,0%	11,8%	10,6%	10,6%
Udział kapitału własnego	20,2%	20,2%	18,8%	20,5%	21,9%	21,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,8%	8,3%	7,8%	7,3%	6,8%	6,8%
Udział kapitału obcego	79,8%	79,8%	81,2%	79,5%	78,1%	78,1%
WACC	9,20%	9,50%	8,80%	8,23%	7,64%	7,64%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,10%	0,20%	0,30%	0,40%
wzrost/spadek premii za ryzyko	0,75%	9,5	9,6	9,7	9,7	9,8	9,9	9,9	10,0	10,1
	0,50%	9,6	9,6	9,7	9,8	9,8	9,9	10,0	10,0	10,1
	0,25%	9,6	9,7	9,7	9,8	9,9	9,9	10,0	10,1	10,1
	0,00%	9,6	9,7	9,8	9,8	9,9	10,0	10,0	10,1	10,2
	-0,25%	9,7	9,7	9,8	9,9	9,9	10,0	10,1	10,2	10,2
	-0,50%	9,7	9,8	9,8	9,9	10,0	10,0	10,1	10,2	10,3
	-0,75%	9,7	9,8	9,9	9,9	10,0	10,1	10,2	10,2	10,3
	-1,00%	9,8	9,8	9,9	10,0	10,1	10,1	10,2	10,3	10,4

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Zmiany prognoz finansowych

Zmiana prognoz

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 21.04.2022 [tys. zł.]

	2022P			2023P			2024P		
	stara	nowa	%	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 944 255,3	2 046 153,7	5,2%	1 971 401,7	2 017 289,8	2,3%	1 995 804,0	2 045 312,9	2,5%
Koszt własny sprzedaży	-1 816 228,2	-1 903 649,8	4,8%	-1 829 327,0	-1 884 882,2	3,0%	-1 849 355,9	-1 909 084,3	3,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	128 027,2	142 503,9	11,3%	142 074,7	132 407,6	-6,8%	146 448,1	136 228,6	-7,0%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-69 705,6	-60 754,7	-12,8%	-73 519,7	-63 025,0	-14,3%	-77 078,3	-68 211,7	-11,5%
Zysk (strata) na sprzedaży	58 321,5	81 749,2	40,2%	68 555,0	69 382,6	1,2%	69 369,8	68 016,9	-2,0%
EBITDA	76 352,4	80 833,9	5,9%	89 227,2	68 844,7	-22,8%	91 750,7	72 716,8	-20,7%
EBIT	54 806,2	59 287,7	8,2%	65 957,3	45 574,8	-30,9%	66 851,9	47 818,0	-28,5%
Zysk (strata) brutto	52 877,9	53 483,4	1,1%	65 355,7	40 476,2	-38,1%	67 011,5	43 522,5	-35,1%
Zysk (strata) netto	41 773,5	42 251,9	1,1%	51 631,0	31 976,2	-38,1%	52 939,1	34 382,8	-35,1%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	7,0%		7,2%	6,6%		7,3%	6,7%	
Marża EBITDA	3,9%	4,0%		4,5%	3,4%		4,6%	3,6%	
Marża EBIT	2,8%	2,9%		3,3%	2,3%		3,3%	2,3%	
Marża netto	2,1%	2,1%		2,6%	1,6%		2,7%	1,7%	

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	1 661 973,9	1 682 336,7	1 712 390,4	2 046 153,7	2 017 289,8	2 045 312,9	2 071 049,3	2 095 243,1
<i>Budownictwo kubaturowe</i>	1 094 547,0	943 109,6	941 794,9	922 194,0	930 678,3	916 752,3	903 132,7	889 464,3
<i>Infrastruktura</i>	338 957,0	378 950,2	380 253,4	476 366,8	431 294,0	441 058,4	447 489,8	450 892,1
<i>Działalność deweloperska</i>	168 236,6	242 523,9	285 154,5	338 744,1	305 944,0	316 225,3	325 234,5	333 252,3
<i>Budownictwo modułowe</i>	183 435,8	211 328,0	261 800,1	208 848,8	234 373,5	239 027,0	243 104,8	246 733,8
<i>Budownictwo energetyczno-przemysłowe*</i>				100 000,0	115 000,0	132 250,0	152 087,5	174 900,6
Koszt własny sprzedaży	1 533 793,0	1 543 609,0	1 578 725,5	1 903 649,8	1 884 882,2	1 909 084,3	1 928 668,3	1 944 659,3
<i>Budownictwo kubaturowe</i>	1 036 267,4	879 482,0	894 696,5	876 084,3	893 451,2	880 082,2	867 007,4	849 438,4
<i>Infrastruktura</i>	302 656,1	340 729,0	366 020,4	466 839,5	422 668,1	432 237,2	438 540,0	441 874,3
<i>Działalność deweloperska</i>	131 867,7	185 325,0	220 631,5	260 833,0	235 576,9	243 493,5	250 430,5	256 604,2
<i>Budownictwo modułowe</i>	182 079,7	217 728,0	254 609,6	209 893,0	229 686,0	234 246,5	235 811,6	239 331,8
<i>Budownictwo energetyczno-przemysłowe*</i>				90 000,0	103 500,0	119 025,0	136 878,8	157 410,6
Zysk brutto ze sprzedaży	128 180,9	138 727,7	133 664,9	142 503,9	132 407,6	136 228,6	142 380,9	150 583,8
Koszty sprzedaży	8 473,0	14 830,0	14 240,8	20 461,5	20 172,9	20 453,1	20 710,5	20 952,4
Koszty ogólnego zarządu	54 130,9	56 453,7	61 143,3	61 754,7	64 842,5	68 084,6	71 488,8	75 063,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-14 682,8	-7 651,4	3 198,9	-1 000,0	-1 817,5	127,1	-896,8	-862,4
Zysk na działalności operacyjnej	50 894,2	59 792,6	61 479,7	59 287,7	45 574,8	47 818,0	49 284,8	53 705,8
Przychody finansowe	4 532,4	6 817,0	7 164,7	20 000,0	20 400,0	20 808,0	21 224,2	21 648,6
Koszty finansowe	12 478,4	14 493,7	12 771,7	22 000,0	21 560,0	21 128,8	20 706,2	20 292,1
Udział w zyskach (stratach) jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własnych	7 138,0	15 541,7	5 825,1	2 334,2	2 113,3	2 161,2	2 192,7	2 209,4
Oczekiwane straty kredytowe	12 314,8	13 054,0	2 582,3	6 138,5	6 051,9	6 135,9	6 213,1	6 285,7
Zysk brutto	37 771,4	54 603,6	59 115,4	53 483,4	40 476,2	43 522,5	45 782,3	50 985,9
Podatek dochodowy	8 788,0	17 451,0	11 982,7	11 231,5	8 500,0	9 139,7	9 614,3	10 707,0
ZN z działalności kontynuowanej	28 983,5	37 152,6	47 132,7	42 251,9	31 976,2	34 382,8	36 168,0	40 278,9
Zysk netto za okres	28 983,5	37 152,6	47 132,7	42 251,9	31 976,2	34 382,8	36 168,0	40 278,9

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A., *-nowy segment od początku grudnia 2021

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

CASH FLOW [tys. PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF Operacyjny	177 420,4	121 306,5	-3 012,0	144 466,1	24 082,6	46 224,3	107 410,5	48 760,0
CF Inwestycyjny	-11 045,3	-7 341,4	-11 153,0	-56 703,1	-2 147,2	-6 450,1	-6 425,9	-8 850,5
CF Finansowy	-44 166,0	-28 429,3	21 685,0	5 967,3	-121 634,5	-109 822,7	-131 368,8	-133 081,4
Przepływy pieniężne netto	122 209,2	85 535,9	7 519,0	93 730,3	-99 699,0	-70 048,6	-30 384,2	-93 171,9
Środki pieniężne na początek okresu	56 222,8	178 477,8	264 064,6	271 583,6	365 313,9	265 614,9	195 566,4	165 182,2
Środki pieniężne na koniec okresu	178 477,8	264 064,6	271 583,6	365 313,9	265 614,9	195 566,4	165 182,2	72 010,3

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	288 754,3	294 403,9	330 591,0	390 852,3	386 143,1	408 166,1	429 562,9	454 755,8
Środki trwałe razem	117 655,2	128 406,7	141 194,0	128 068,7	138 314,2	147 996,2	158 355,9	167 857,3
Wartości niematerialne i prawne	25 154,7	24 566,1	24 430,0	24 918,6	25 417,0	25 925,3	26 443,8	26 972,7
Nieruchomość inwestycyjna	0,0	3 903,1	24 930,0	74 940,0	76 438,8	77 967,6	79 526,9	81 117,5
Należności długoterminowe	3 085,0	4 713,1	7 077,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w jednostki wyceniane mpw	24 627,2	11 221,0	4 708,0	0,0	5 309,7	3 339,2	2 883,0	3 844,0
Kaucje z tytułu umów z klientami	34 094,7	25 776,3	21 126,0	30 692,3	30 259,3	30 679,7	31 065,7	31 428,6
Pożyczki udzielone	46 090,0	52 608,6	62 271,0	76 032,7	82 875,6	90 334,5	98 464,6	107 326,4
Aktywa z tytułu poch. instrumentów fin.	31,7	0,0	168,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	38 016,0	43 209,1	44 689,0	56 200,0	27 528,5	31 923,7	32 823,0	36 209,4
Aktywa obrotowe	880 515,1	932 919,2	1 197 745,0	1 416 415,4	1 331 776,7	1 295 452,7	1 237 324,7	1 178 143,2
Zapasy	333 383,5	306 576,3	406 648,0	423 077,2	443 803,8	470 422,0	434 920,3	460 953,5
Należności z tytułu dostaw i usług	217 508,7	251 455,6	245 758,0	289 093,7	292 017,5	292 862,4	296 319,4	301 031,5
Kaucje z tytułu umów z klientami	23 062,1	17 955,7	19 327,0	24 442,0	22 798,7	23 544,0	23 995,3	24 024,7
Aktywa kontraktowe	124 445,2	90 947,7	233 824,0	306 923,1	302 593,5	306 796,9	310 657,4	314 286,5
<i>Należności z tytułu bież. podatku doch.</i>	<i>2 507,3</i>	<i>887,7</i>	<i>14 410,0</i>	<i>269,8</i>	<i>69,7</i>	<i>100,0</i>	<i>138,3</i>	<i>119,7</i>
Aktywa z tytułu poch. instrumentów fin.	628,2	0,0	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pożyczki udzielone	502,0	1 031,1	6 309,0	7 295,6	4 878,6	6 161,1	6 111,7	5 717,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	178 478,2	264 064,9	271 461,0	365 313,9	265 614,9	195 566,4	165 182,2	72 010,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1 169 269,5	1 227 323,1	1 528 336,0	1 807 267,6	1 717 919,8	1 703 618,8	1 666 887,6	1 632 899,0
Kapitał (fundusz) własny	270 062,5	275 742,4	308 545,8	340 122,5	353 323,4	375 494,0	398 531,0	425 164,8
Kapitał (fundusz) podstawowy	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1
Kapitał ze sprzedaży akcji powyżej nom.	62 153,8	62 153,8	62 153,8	63 893,8	63 893,8	63 893,8	63 893,8	63 893,8
Pozostałe kapitały	490,7	-10 119,2	-1 290,0	-543,9	818,0	915,0	1 180,0	1 180,0
Zyski zatrzymane, w tym	203 910,9	220 200,7	244 175,0	273 265,6	285 104,6	307 178,2	329 950,2	356 584,0
<i>zysk (strata) z lat ubiegłych</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>220 200,7</i>	<i>246 733,1</i>	<i>265 918,9</i>	<i>286 548,5</i>	<i>308 249,3</i>	<i>332 416,7</i>
<i>zysk (strata) netto bieżącego roku</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>37 706,1</i>	<i>26 532,4</i>	<i>19 185,7</i>	<i>20 629,7</i>	<i>21 700,8</i>	<i>24 167,3</i>
Udziały niesprawujące kontroli	55 067,7	54 993,5	68 467,0	71 994,5	70 230,7	71 112,6	70 671,7	70 892,2
Zobowiązania i rezerwy	844 139,3	896 587,2	1 151 323,0	1 394 395,6	1 298 172,3	1 264 183,9	1 207 389,0	1 150 837,0
Zobowiązania długoterminowe	192 034,9	203 988,2	257 940,0	345 350,4	323 589,7	275 299,1	206 869,0	138 344,8
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	0,0	815,0	2 009,0	2 046,2	2 017,3	2 045,3	2 071,0	2 095,2
Kaucje z tyt. umów z klientami	50 185,3	54 230,0	51 623,0	61 384,6	60 518,7	61 359,4	62 131,5	62 857,3
Długoterminowe %	45 510,3	98 558,4	144 580,0	220 535,0	200 535,0	150 535,0	80 535,0	10 535,0
Rezerwy	37 924,2	50 385,0	59 727,0	61 384,6	60 518,7	61 359,4	62 131,5	62 857,3
Zobowiązania krótkoterminowe	652 104,4	692 599,0	893 383,0	1 049 045,2	974 582,6	988 884,8	1 000 520,0	1 012 492,1
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	250 340,6	261 273,0	269 506,0	306 923,1	302 593,5	306 796,9	310 657,4	314 286,5
Zobowiązania kontraktowe	168 426,4	152 491,0	295 417,0	327 384,6	322 766,4	327 250,1	331 367,9	335 238,9
Kaucje z tyt. umów z klientami	47 478,9	49 462,0	47 561,0	58 315,4	57 492,8	58 291,4	59 024,9	59 714,4
Krótkoterminowe %	45 510,3	74 002,2	94 492,0	143 230,8	80 691,6	81 812,5	82 842,0	83 809,7
Rezerwy	134 811,7	149 491,0	175 862,0	204 615,4	201 729,0	204 531,3	207 104,9	209 524,3
Zob. z tyt. bieżącego podatku doch.	4 854,1	5 879,0	10 546,0	8 576,0	9 309,4	10 202,5	9 522,9	9 918,3
Pasywa razem	1 169 269,5	1 227 323,1	1 528 336,0	1 806 512,6	1 721 726,5	1 710 790,5	1 676 591,7	1 646 894,0

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka


ESG

W swojej strategii biznesowej Unibep przywiązuje dużą wagę do tematyki ESG, co widać w wielu obszarach działalności Spółki. W naszej analizie bierzemy pod uwagę czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Unibep SA w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG.

Environment

Kwestie ochrony środowiska są dla spółki szczególnie istotne nie tylko ideologicznie, lecz również przez pryzmat rynków, na których Unibep działa (m.in. Skandynawia) i w jaki sposób jest na nich odbierany. Unibep od wielu lat udoskonala segment domów modułowych (Unihouse) w kierunku coraz większej energooszczędności. Również w pozostałych segmentach Unibep podejmuje przedsięwzięcia zmierzające do ograniczenia negatywnego wpływu własnej działalności na środowisko. Wprowadza standardy mające na celu m.in. poprowadzenie prac budowlanych w sposób zapewniający oszczędne korzystanie z terenu i minimalne przekształcanie jego powierzchni, ograniczenie do minimum wycinki drzew, przenoszenie roślin w inne miejsca i realizowanie sadzeń kompensacyjnych oraz skuteczne nadzorowanie prac i szkolenie podwykonawców z obowiązujących procedur w zakresie ochrony środowiska.

Social

Unibep przywiązuje dużą wagę zarówno do rozwoju swoich pracowników, jak również do wspierania młodych talentów. Grupa założyła fundację  **unitalent**, której celem jest działalność na rzecz dobra publicznego w zakresie rozwoju przedsiębiorczości i innych indywidualnych aktywności na terenie działania Grupy Unibep, w tym na terenie województwa podlaskiego, zwłaszcza wśród młodych ludzi. Innymi celami Fundacji są: promowanie postaw proprzedsiębiorczych i proaktywnych. Edukowanie, rozwijanie i wspieranie talentów biznesowych oraz promocja i organizacja wolontariatu pracowniczego. Poprzez codzienną działalność Unibep pragnie dawać radość pracownikom Grupy i zdolnym młodym ludziom, z którymi w przyszłości będzie pracować.

Governance

Jedną z kluczowych przewag konkurencyjnych Unibep SA jest kultura organizacyjna. Grupa Unibep, firma mająca swoje korzenie na Podlasiu, od lat kieruje się kodeksem stworzonym przez pracowników. Każdy z nowo zatrudnionych pracowników Grupy podpisuje zobowiązanie do przestrzegania reguł i procedur obowiązujących w Grupie Unibep, w tym deklarację o poszanowaniu praw człowieka. W obowiązującej „Wspólnocie zasad i celów” zostały zapisane takie wartości, jak m. in. szacunek, współpraca, odpowiedzialność.

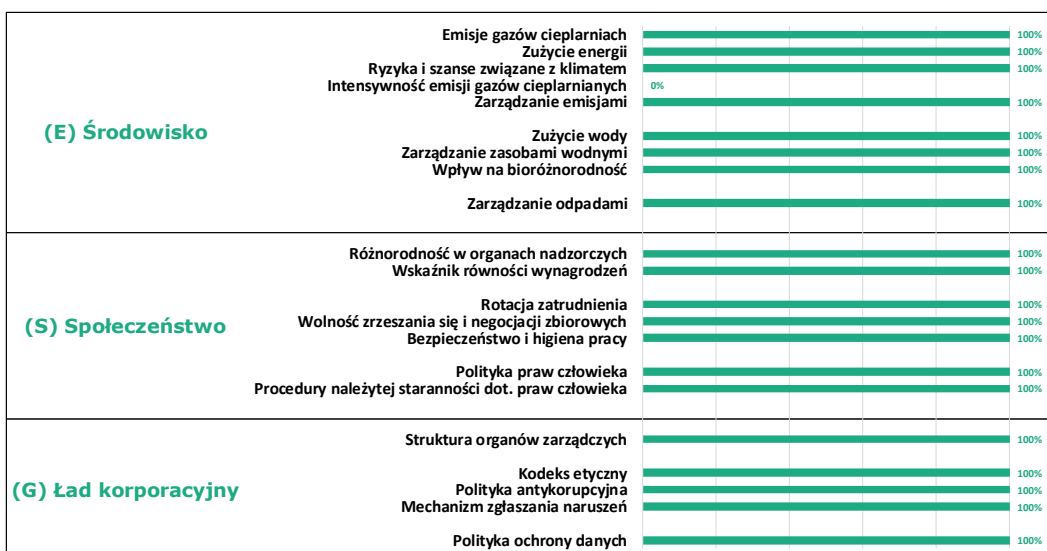


Grupa Unibep sporządza Raport Zrównoważonego Rozwoju, który przeanalizowaliśmy pod kątem wytycznych jakości raportowania sporządzonych przez GPW. W tym celu DM BPS stworzył rating raportowania korporacyjnego w obszarze ESG, w którym bierzemy pod uwagę istotność i jakość raportowania danego czynnika dla poszczególnych branż, przypisując im odpowiednią wagę. Ocena finalna **A** (20,78 pkt), jaką uzyskał u nas Unibep, świadczy o jakości raportowania w obszarze ESG na najwyższym poziomie. Analizę przeprowadzamy raz w roku. Poprzedni scoring dokonany został w kwietniu i bazował na danych z 2021 r. Stąd na potrzeby obecnego raportu aktualizującego, utrzymujemy ocenę raportowania w obszarze ESG z kwietnia br.

DM BPS ESG SCORE	A
------------------	----------

L. PUNKTÓW	20,78
------------	--------------

ESG score	20,78
(E) Środowisko	5,69
(S) Społeczeństwo	8,74
(G) Ład korporacyjny	6,35



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Zródło: opracowanie DM BPS

ZRÓDŁA DANYCH
Raport Zrównoważonego Rozwoju 2021
Sprawozdanie Finansowe za 2021
Strona internetowa unibep.pl

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępny na stronie: www.dmbps.pl/wsparcieanalizy

Wykaz stosowanych skrótów

CAPEX (ang. *capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

DCF (ang. *discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

DFCF – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

EBIT (ang. *earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

EBITDA (ang. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (ang. *amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (ang. *depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

EV (ang. *Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

EV/EBITDA – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

FCFF (ang. *Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

FIDIC Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżynieryjno – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

NOPLAT – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT*(1 - stopa podatkowa).

P/BV (ang. *price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

P/E (ang. *price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

PV TV – wartość bieżąca (ang. *Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

TP – (ang. *Target Price*) – cena docelowa.

TV (ang. *Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

WACC (ang. *weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 20 września 2022 roku, 08:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 20 września 2022 roku, 08:45

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/unibep-s-a>.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zlecających.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 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 w rozumieniu 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.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do 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.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane 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.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca 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.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknnej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	06.10.2021	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	08.10.2021	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	18.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	17.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	24.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	02.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	03.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	10.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	10.12.2021	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Analiza wyników	20.09.2022	Artur Wizner

<p>Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl</p>	
<p>Departament Analiz</p>	
<p>Tomasz Czarniecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarniecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542</p> <p>Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548</p> <p>Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874</p>	<p>Jacek Borawski Analityk techniczny</p>

Departament Sprzedaży	
<p>Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541</p>	<p>Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559</p> <p>Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522</p> <p>Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560</p> <p>Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>