

2021-09-07 18:08

**Dane podstawowe**

Cena docelowa [PLN]	17,0
Wycena DCF [PLN]	16,3
Wycena porównawcza [PLN]	17,3
Cena rynkowa [PLN]	12,9
Pot.wzrostu/spadku [%]	31,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	452,4
Free float [mln PLN]	16,6%
Sektor	budownictwo
Kod GPW	UNI
Bloomberg	UNI PW

**Analityk:**
**Artur Wizner**

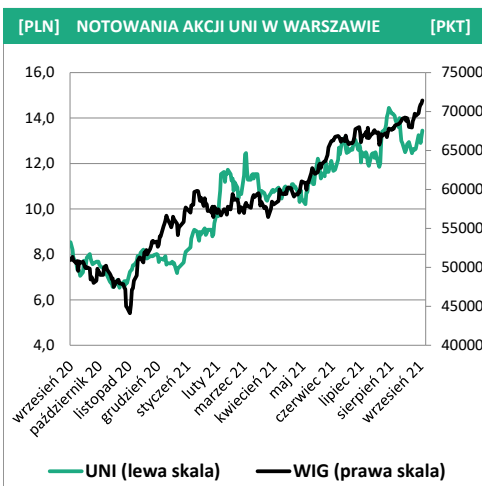
Tel.: +48 (22) 53 95 548

**Profil Spółki:**

Grupa jest generalnym wykonawcą w Polsce i za granicą (działa na rynkach: białoruskim i ukraińskim), posiada fabrykę domów modułowych (sprzedaje je głównie do krajów skandynawskich), działa w drogownictwie (buduje drogi głównie na terenie woj. podlaskiego), a poprzez swoją spółkę Budrex realizuje i remontuje mosty na terenie całego kraju oraz prowadzi także działalność deweloperską w Warszawie, Poznaniu, Radomiu i Bielsku Podlaskim.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze :	[%]
Zofia Mikołuszeko	25,1
Beata Maria Skowrońska	15,7
Unibep SA	10,0
OFE Aviva Santander	9,7
OFE PKO BP Bankowy	8,7
Wojciech Jacek Stajkowski	7,1
Bożenna Anna Lachocka	7,1



# UNIBEP SA

Inicjujący raport analityczny

## Silny przemysł szansą na wzrost przychodów

Ostatni rok mimo pandemii wykazał się kontynuacją wysokich obrotów produkcji budowlano–montażowej, co znalazło również odzwierciedlenie w wynikach najlepiej prosperujących spółek budowlanych w Polsce. Do wzrostu przychodów głównie przyczynił się utrzymujący się popyt na usługi budowlane w sektorze infrastrukturalnym. Grupa Unibep w ubiegłym roku osiągnęła historyczne wyniki: 37 mln zł zysku netto (wzrost o 28 % r/r), przy sprzedaży na poziomie 1,68 mld zł (wzrost o 1 % r/r). Dodatkowo Grupa znacznie poprawiła pozycję gotówkową oraz zbudowała solidny portfel zamówień we wszystkich segmentach działalności. W części budowlano-infrastrukturalnej na początku roku posiadała zamówienia na kwotę ok. 2,5 mld zł.

**Największe szanse** rozpoznajemy w segmencie budownictwa kubaturowego, w wyniku widocznego ożywienia w polskim przemyśle po pandemii oraz rosnących zagranicznych inwestycji. W dłuższym terminie do wyników powinny pozytywnie kontrybuować segmenty Infrastruktury (Fundusz Odbudowy), działalności deweloperskiej oraz cieszące się coraz większą popularnością ekologiczne domy modułowe Unihouse.

Wśród **potencjalnych zagrożeń** dla wartości Spółki widzimy rosnące ceny materiałów budowlanych oraz nasilającą się presję na wzrost wynagrodzeń.

Unibep SA wyceniamy metodą dochodową (DCF) oraz porównawczą. Cena docelowa (17,0 zł) stanowi premię w stosunku do obecnej ceny rynkowej (12,9 zł) na poziomie 31,8%.

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	1 682 336,7	1 684 066,6	1 830 166,2	1 844 980,5	1 857 701,1	1 868 847,8
EBITDA	78 285,0	66 747,6	78 833,1	81 067,8	81 187,0	80 395,6
marża EBITDA	4,7%	4,0%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%
<b>EBIT</b>	59 792,6	48 411,1	60 129,9	61 990,6	61 728,2	60 547,6
Zysk netto	50 206,6	39 784,0	46 667,2	49 295,7	49 956,5	48 066,0
<b>Kapitał własny</b>	275 742,4	318 271,8	361 215,0	402 886,4	443 477,3	480 682,7
Dług	172 560,6	134 668,1	141 127,1	150 380,2	144 767,7	146 358,5
P/E	9,0	11,4	9,7	9,2	9,1	9,4
P/BV	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	3,6	4,8	3,9	3,7	3,8	3,8
DY	1,8%	2,0%	2,3%	2,4%	2,5%	2,4%

## Spis treści

Model biznesowy i strategia .....	3
Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka .....	8
Wycena .....	11
Prognozy finansowe.....	14
ESG .....	16
Wykaz stosowanych skrótów.....	17
Informacje i zastrzeżenia prawne .....	18



## Model biznesowy i strategia

### Historia - Od powiatowego zakładu do jednego z największych przedsiębiorstw budowlanych w Polsce

Spółka powstała 1 kwietnia 1950 roku, kiedy zostało powołane Budowlane Przedsiębiorstwo Powiatowe w Bielsku Podlaskim. W połowie 1998 r. nastąpiło przekształcenie firmy w jednoosobową spółkę z o.o. gminy miejskiej w Bielsku Podlaskim, zaś we wrześniu 1999 r. przedsiębiorstwo kupił bielski Unibud. Rok potem jednak firma była już w strukturach Grupy Budimex, a dwa lata potem kupiła ją grupa osób fizycznych. Spółka od zawsze swoją główną siedzibę ma na Podlasiu, w Bielsku Podlaskim, ale posiada także swoje biura w



Warszawie, Białymstoku, Łomży, Mińsku, Kijowie, Poznaniu. Pracuje głównie na rynku polskim, ale jest także znaczącym eksporterem usług budowlanych – buduje w Norwegii, Szwecji, Białorusi i Ukrainie (eksport stanowi ok 26% przychodów Grupy). Najważniejsze daty w najnowszej historii Unibepu to:

Źródło: Spółka

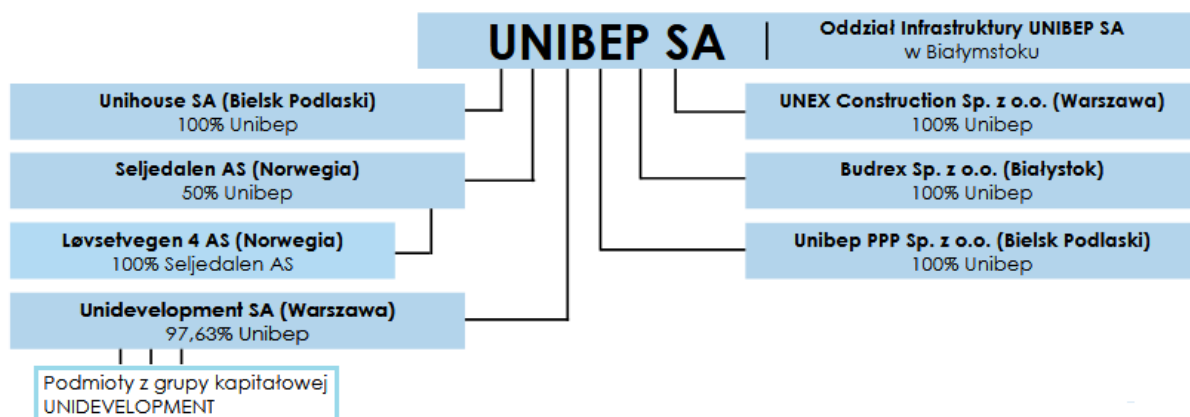
- 2004 r. – założenie spółki produkcyjnej Unihouse;
- 2006 r. – zmiana wizerunku i nazwy na Unibep SA;
- 2008 r. – wejście na GPW w Warszawie i założenie formy Unidevelopment;
- 2009 r. – Wejście Unibep SA do segmentu drogowego – zakup firmy Makbud Sp. z o.o. z Łomży. Fuzja Grupy Unibep, powstanie Oddziału Drogowego Makbud w Łomży oraz Oddziału Produkcyjnego Unihouse w Bielsku Podlaskim.

### Model biznesowy

Biznes Grupy Kapitałowej Unibep zbudowany jest na pięciu uzupełniających się segmentach:

- **Generalne Wykonawstwo Kraj Unibep SA**
- **Generalne Wykonawstwo Eksport Unibep SA**
- **Infrastruktura drogowa Unibep SA i mostowa Budrex Sp. z o.o.**
- **Budownictwo Modułowe Unihouse SA**
- **Działalność Deweloperska Unidevelopment SA**

### Schemat Grupy Unibep (stan na dzień 31.12.2020 r.)



Źródło: Spółka



**Generalne Wykonawstwo Kraj Unibep SA** w Polsce, w ramach którego głównym filarem jest budownictwo mieszkaniowe. Firma posiada silną pozycję na rynku warszawskim. Spółka realizuje też projekty związane z budownictwem komercyjnym (obiekty hotelowe, biurowe, handlowo-usługowe). W ostatnim okresie dużą uwagę zwraca na budowanie i rozwój kompetencji w budownictwie przemysłowym (fabryki, przetwórstwo, centra logistyczne). Generalne wykonawstwo jest realizowane przez podmiot dominujący Unibep SA.



Źródło: Spółka

**Generalne Wykonawstwo Eksport Unibep SA** (Białoruś, Ukraina), głównie w zakresie budownictwa komercyjnego (hotele, galerie handlowe, centra logistyczne). Eksport usług budowlanych jest realizowany głównie przez jednostkę dominującą Unibep SA. i jej Przedstawicielstwa na rynku białoruskim i ukraińskim.



**Infrastruktura drogowa Unibep SA i mostowa Budrex Sp. z o.o.** – Ten Segment działalności realizuje projekty drogowe głównie na terenie województw Polski północno-wschodniej, a w przypadku budowy mostów – na terenie niemal całego kraju. Jest liderem wykonawstwa drogowego w regionie Polski północno – wschodniej oraz wysokiej klasy specjalistą w zakresie budownictwa mostowego o zasięgu ogólnopolskim.

W Oddziale Infrastruktury Unibep SA produkowane są również mieszanki bitumiczne wykonywane na potrzeby własnych kontraktów oraz realizatorom dużych projektów infrastrukturalnych na terenie Polski północno – wschodniej.



Źródło: Spółka



**Budownictwo Modułowe Unihouse SA** - znane i stosowane od wielu lat w Europie. Sprawdza się m.in. na wymagających rynkach skandynawskich. W naszym kraju wciąż zdobywa popularność. Realizowane jest przez Unihouse SA, który jest pionierem na polskim rynku w produkcji nowoczesnych budynków modułowych w szkieletcie drewnianym skierowanych m.in. pod inwestycje budynków wielorodzinnych, biurowych, akademików, przedszkoli, pawilonów handlowych, hoteli i moteli,.



Źródło: Spółka

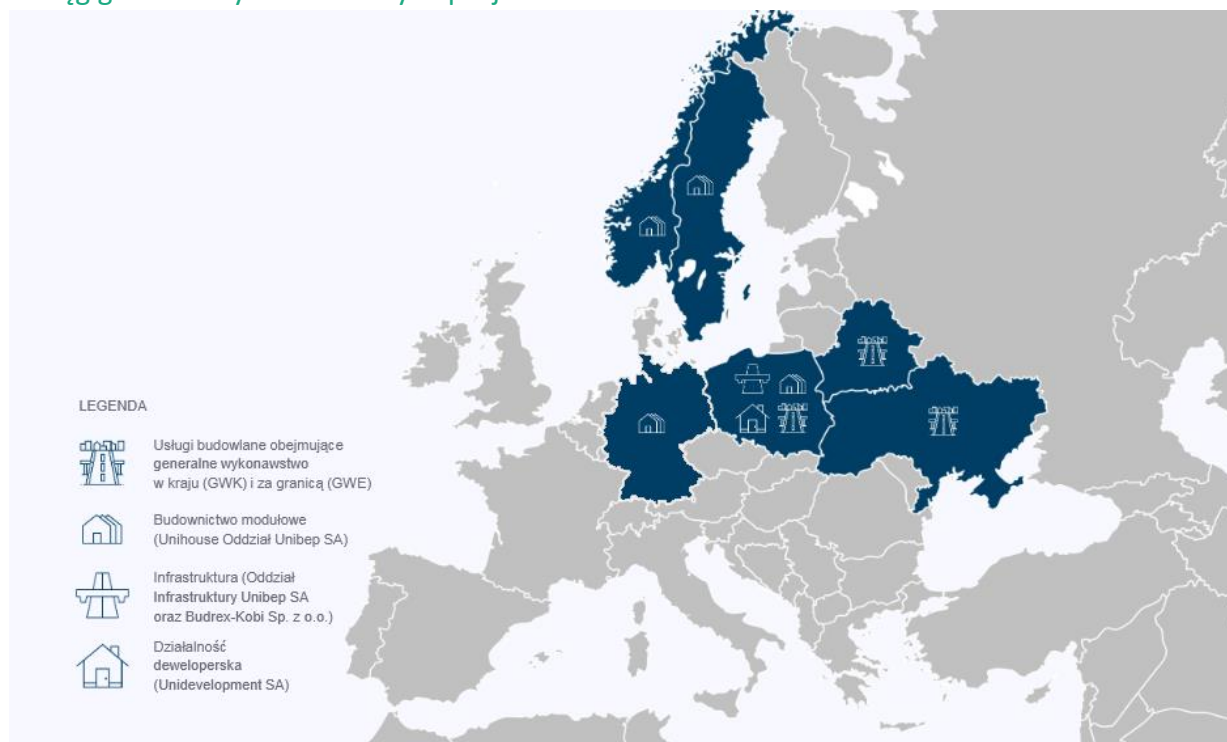


**Działalność Deweloperska Unidevelopment SA** - prowadzona za pośrednictwem Grupy UNIDEVELOPMENT. Obszarem działalności są głównie rynek warszawski i poznański, a także radomski. Spółka zrealizowała również projekt w Bielsku Podlaskim i zakupiła grunt deweloperski w Trójmieście.



Źródło: Spółka

### Zasięg geograficzny realizowanych projektów

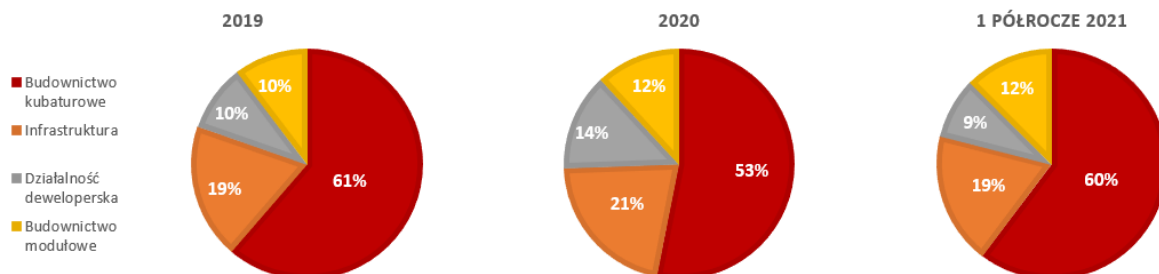


Źródło: Spółka



## Struktura przychodów

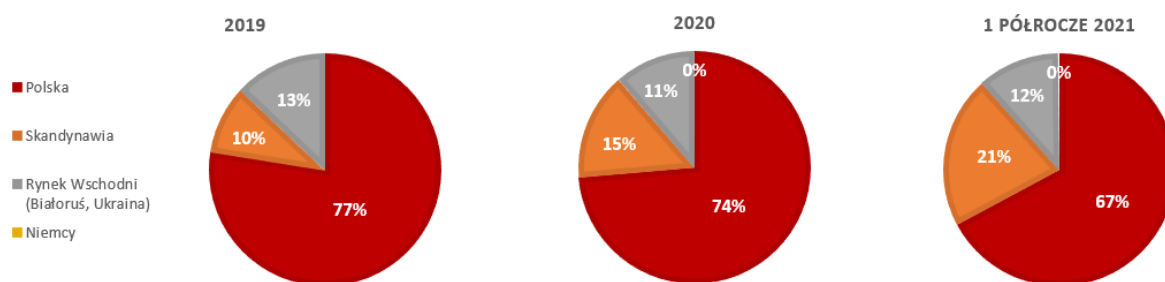
### Struktura przychodów wg segmentów



Źródło: Opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

W ostatnich dwóch latach oraz w I połowie 2021 roku Grupa posiada zdywersyfikowaną oraz stabilną strukturę przychodów zarówno pod względem segmentów, jak również geograficznie. W ubiegłym roku do wyniku pozytywnie kontrybuował segment deweloperski, który odnotował wzrost przychodów o 44% w ujęciu r/r. Dobra koniunktura na rynku deweloperskim dalej się utrzymuje, więc spodziewamy się dobrego wyniku spółki deweloperskiej Unidevelopment również na koniec bieżącego roku, szczególnie że spółka posiada w realizowanych kontraktach 1560 lokali. W strukturze geograficznej udział wyraźnie zyskuje Skandynawia (głównie Norwegia), gdzie Unibep realizuje projekty w segmencie budownictwa modułowego. Pomimo znaczącego wzrostu sprzedaży na tym rynku z 116 mln zł. w I półroczu 2020 do 147 mln zł. w I półroczu 2021, ze względu na niską marżowość segmentu wzrost ten nie miał istotnego przełożenia na wyniki Grupy.

### Struktura przychodów wg regionu

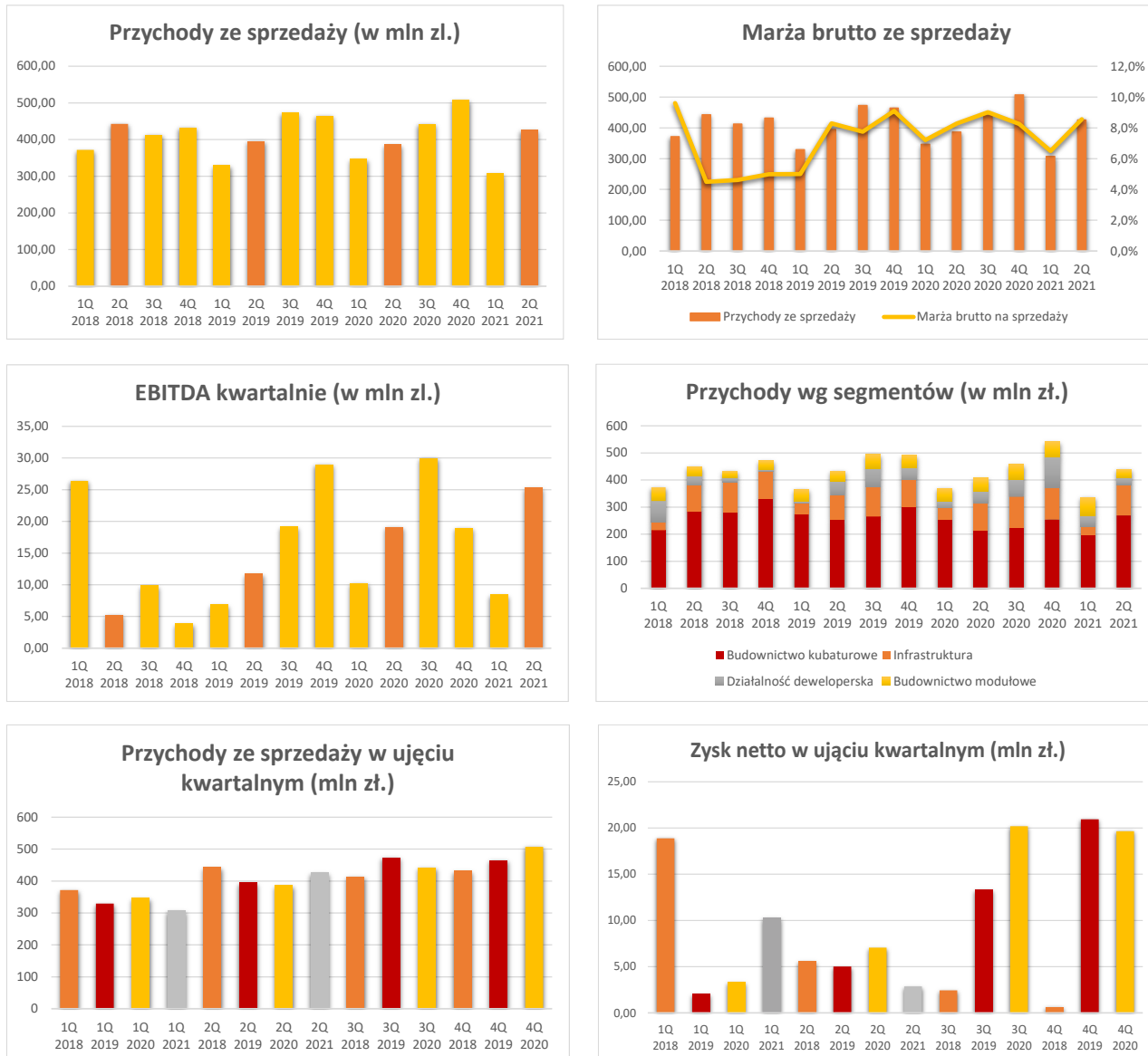


Źródło: Opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

Również pozostałe segmenty od dłuższego czasu prezentują solidne i stabilne wyniki. Na początku 2019 roku nastąpił widoczny wzrost marży brutto do poziomu ok. 8%, który został utrzymany mimo rosnących przychodów oraz rosnących cen materiałów budowlanych i surowców. Stwarza to nadzieję, że bogaty

portfel zamówień, jaki posiadają segmenty budownictwa kubaturowego oraz infrastruktury przełoży się na dobre wyniki Grupy w kolejnych latach.

## Historyczne wyniki finansowe



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

## Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka

### Główne rynki działalności spółki

Zdecydowana większość działalności spółki (74% przychodów w 2020 r.) koncentruje się w Polsce. Drugim coraz istotniejszym rynkiem dla Unibepu jest Skandynawia (głównie Norwegia), którego udział w przychodach Spółki ogółem wzrósł na przestrzeni ostatnich dwóch lat z 10% w 2019 roku do 21% w pierwszym półroczu 2021 r. Unibep prowadzi również działalność na rynku wschodnim (Białoruś, Ukraina) oraz planuje zwiększyć ekspozycję na rynku niemieckim.

**Polska** - Fundusze unijne dalej jako siła napędowa wydatków na budownictwo. Obecnie jesteśmy w końcówce perspektywy na lata 2014-2020 (rozliczenie funduszy zostanie przeprowadzone do 2023). Całkowita wartość środków przeznaczonych dla Polski wyniosła 82,5 mld EUR (330 mld zł.). Większość funduszy została wykorzystana w inwestycjach transportowych które wyniosły 78 mld zł. Na kolejnych miejscach znalazły się inwestycje nisko emisyjne z 31,3 mld zł. oraz wydatki na R&D z 21,5 mld. Około 18 mld zł. zostało przekazane na cele związane z ochroną środowiska, a także na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw. Aktualnie Polska ma być jednym z głównych beneficjentów unijnego Funduszu Odbudowy, który ma wesprzeć gospodarki krajów członkowskich osłabione pandemią COVID-19. Mamy z niego otrzymać 23,9 mld euro w formie bezzwrotnych grantów, a także mieć do dyspozycji 34,2 mld euro na pożyczki. Znaczna część tych środków prawdopodobnie zostanie przeznaczona na dalszą poprawę jakości infrastruktury. Jeżeli tak się stanie, głównym beneficjentem może być tym razem wschodnia część Polski, w której inwestycje nie były do tej pory priorytetem chociażby ze względu na organizację przez Polskę EURO2012.

**Skandynawia** - Według OECD skandynawski rynek budowlany cierpi z powodu przeregulowania, co zmniejsza podaż nowych domów. Jakkolwiek ceny domów zdają się stabilizować, sektor nieruchomości pozostaje pod wpływem wielu problemów, tj. niedobór mieszkań, zasady opodatkowania, które zachęcają do zadłużania się gospodarstw domowych, pogłębiająca się nierówność społeczna, ograniczenia prawne dotyczące wynajmu, co przekłada się na nieefektywne wykorzystanie bieżących zasobów mieszkaniowych i zniechęca do przeprowadzania się. Nieefektywne wykorzystanie gruntów, a także niewielkie zachęty dla gmin powstrzymuje budowę nowych mieszkań a brak konkurencji w sektorze budowlanym podnosi ceny. W minionym roku w Norwegii odnotowano wzrost cen nieruchomości na poziomie 12,2 procent. Mieszkańcy krajów skandynawskich od lat bardzo wysoką wagę przywiązują do ekologii i budownictwa nisko i zeroemisyjnego, co stwarza szanse na dalszy dynamiczny rozwój drewnianych domów modułowych **Unihouse**.

**Rynki Wschodnie** – Na Białorusi sektor budowlany również kwitnie, choć nowych inwestycji nie wspomagają utrzymywane sankcje ze strony Europy Zachodniej.

Na Ukrainie spadek gospodarczy, z jakim kraj zmagał się na przestrzeni ostatnich lat widocznie wyhamowuje. Wszystkie rodzaje działalności biznesowej - przemysł, budownictwo, transport, handel, a także rolnictwo poprawiły swoją dynamikę, a wskaźnik oczekiwań dotyczących działalności gospodarczej wzrósł w porównaniu do ubiegłego roku. Wśród kluczowych czynników, które pozytywnie wpłynęły na gospodarkę jest korzystna w tym roku sytuacja na światowych rynkach



metali żelaznych i rud metali - głównych eksportowych sektorów Ukrainy. Na korzyść działa też zachowanie relatywnie wysokiej siły nabywczej ludności.

**Niemcy** – Niemiecka gospodarka ma duże problemy z wychodzeniem z kryzysu wywołanego przez pandemię, a PKB w dalszym ciągu jest znacznie pod kreską w porównaniu do roku 2019. Z danych Monachijskiego Instytutu Badań nad Gospodarką (Ifo) wynika, że recesja w produkcji przenosi się do innych sektorów gospodarki, a nastroje przedsiębiorstw pogorszyły się już nie tylko w usługach i w handlu lecz również w budownictwie. Biorąc pod uwagę widoczne ożywienie w niemieckim budownictwie w latach 2015-2019 oraz spodziewane inwestycje głównie na terenach wschodnich, rynek ten postrzegamy interesujący dla polskich firm budowlanych, chociażby z powodu sporego spadku liczby osób zatrudnionych w budownictwie, który w latach 1991-2019 spadł o ok. 300 tys. do niecałych 2,6 mln osób.

## Czynniki ryzyka

### Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną związaną z koronawirusem

Utrzymująca się niepewność o wpływ 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 związane ze zmiennością popytu

Spółka posiada zdywersyfikowane źródła przychodów, lecz ok. 80% z nich jest generowane przez sektory Infrastruktura i Budownictwo kubaturowe. Spadek zamówień w tych obszarach może negatywnie wpłynąć na wysokość przychodów oraz wyniki Spółki.

### 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 (m.in. znaczny wzrost cen stali w bieżącym roku) czy też inflacja kosztów usług transportowych, mogą ograniczyć rentowność firmy.

### 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 może głównie budzić obawy w segmencie generalnego wykonawstwa i jeszcze bardziej uszczuplać marże.

### Presja płacowa

Według ostatniej opublikowanej przez NBP centralnej ścieżki projekcji wzrost płac wyniesie 8,1% r/r 2021 r. oraz 7,8% w 2022 r. i 7,3% w 2023 wobec wzrostu o 5,3% w 2020 r. Jeśli te prognozy się sprawdzą, może to wywoływać dalszą presję na wyniki firmy.

### 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, który zagrażałby płynności spółki.

### Ryzyko kursowe

Grupa ok. 30% przychodów realizuje zagranicą, co powoduje narażenie na ryzyko kursowe. Grupa w szczególności jest narażona na zmienność kursów EUR, NOK, SEK, UAH, BYN 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.

### Niepewna sytuacja polityczna na Białorusi

Ryzyko wpływu sytuacji politycznej na tempo prac realizowanych projektów i realizację założeń akwizycyjnych.

## Wycena

Do wyceny Unibepu wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży budowlanej i deweloperskiej. Średnia wycena na dzień 7.09 oszacowana została na poziomie 17 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Unibep na 16,3 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 17,3 zł. Metodzie porównawczej oraz DCF przyznaliśmy równą wagę 50%.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	17,3
Wycena DCF	50%	16,3
Cena wynikowa		17,0
<b>Cena docelowa na koniec roku 2021</b>		<b>17,0</b>

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 z dyskontem w stosunku do grupy porównawczej.

	Kurs [PLN]	Kapitalizacja mIn PLN	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
GLOBE TRADE CENTRE SA	7,05	3 423,2	-	-	-	0,8	0,3	0,3	21,5	17,3	16,1
MIRBUD SA	4,46	409,2	5,0	5,0	5,0	0,8	0,7	-	4,2	4,1	3,9
ERBUD SA	83,20	1 031,6	14,8	12,2	8,5	1,3	1,1	1,0	8,1	4,2	3,0
BUDIMEX SA	309,00	7 888,8	9,6	19,0	20,7	5,0	6,1	6,2	5,8	8,0	8,4
DEVELIA SA	3,60	1 611,2	10,7	8,3	8,3	1,2	1,1	1,1	10,5	9,1	9,2
DOM DEVELOPMENT SA	143,60	3 647,2	11,2	10,7	10,4	3,0	2,8	2,7	8,6	8,2	8,0
ECHO INVESTMENT S.A.	4,42	1 822,0	9,8	8,4	5,9	1,0	1,0	0,9	15,2	13,2	10,5
<b>Mediana</b>	-	-	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
UNIBEP	12,90	452,4	11,4	9,7	9,2	1,4	1,3	1,1	4,3	3,6	3,5
premia (dyskonto)			0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,5	-0,6	-0,6
<b>Implikowana wycena</b>	-	<b>606,1</b>	<b>408,9</b>	<b>444,5</b>	<b>413,2</b>	<b>368,4</b>	<b>395,3</b>	<b>412,8</b>	<b>912,8</b>	<b>1 019,7</b>	<b>1 079,0</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>			<b>17,28</b>								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka: 1,972% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, następnie wzrost o 0,5 pp r/r
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,395 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji UNIBEP i indeksu WIG)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,54% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 1%
- Wypłata dywidendy na poziomie historycznych wartości udziału dywidendy w zysku netto
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	1 682 336,7	1 684 066,6	1 830 166,2	1 844 980,5	1 857 701,1	1 868 847,8	1 887 536,3
<b>EBITDA</b>	<b>78 285,0</b>	<b>66 747,6</b>	<b>78 833,1</b>	<b>81 067,8</b>	<b>81 187,0</b>	<b>80 395,6</b>	
<b>EBIT</b>	<b>59 792,6</b>	<b>48 411,1</b>	<b>60 129,9</b>	<b>61 990,6</b>	<b>61 728,2</b>	<b>60 547,6</b>	<b>61 153,1</b>
Stopa podatkowa	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>NOPLAT</b>	50 206,6	39 784,0	46 667,2	49 295,7	49 956,5	48 066,0	45 864,8
Amortyzacja	18 492,4	18 336,5	18 703,2	19 077,3	19 458,8	19 848,0	19 848,0
CAPEX	3 137,0	23 603,3	34 239,8	11 563,6	12 429,5	19 848,0	19 848,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	71 798,1	49 000,4	86 433,3	14 904,9	45 739,3	56 579,4	56 579,4
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>-6 236,1</b>	<b>-14 483,2</b>	<b>-55 302,7</b>	<b>41 904,4</b>	<b>11 246,5</b>	<b>-8 513,4</b>	<b>-10 714,6</b>
Współczynnik dyskontujący		0,98	0,92	0,87	0,81	0,77	0,72
<b>DFCF</b>		<b>-14 204,0</b>	<b>-51 012,1</b>	<b>36 341,9</b>	<b>9 165,1</b>	<b>-6 514,0</b>	<b>-7 697,4</b>
Stopa wzrostu po okresie prognozy		1%					
Wartość rezydualna (TV)		-194 587,5					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		-139 792,0					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>-166 015,1</b>					
Dług netto/(gotówka netto)		-166 529,6					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>514,5</b>					
Ilość akcji [w mln]		31,6					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>16,3</b>					
Przychody zmiana r/r		0,1%	8,7%	0,8%	0,7%	0,6%	1,0%
EBIT zmiana r/r		-19,0%	24,2%	3,1%	-0,4%	-1,9%	1,0%
FCF zmiana r/r		132,2%	281,8%	-175,8%	-73,2%	-175,7%	25,9%
Marża EBITDA		4,0%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%	0,0%
Marża EBIT		2,9%	3,3%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%
Marża NOPLAT		2,4%	2,5%	2,7%	2,7%	2,6%	2,4%
CAPEX/Przychody		1,4%	1,9%	0,6%	0,7%	1,1%	1,1%
CAPEX/Amortyzacja		128,7%	183,1%	60,6%	63,9%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		49 000,36	86 433,26	14 904,92	45 739,34	56 579,44	56 579,44

Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w **84,2%**

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%	13,1	13,4	13,8	14,1	14,5	16,6	19,6	23,7	30,2
	0,50%	13,6	14,0	14,3	14,7	15,1	17,5	20,7	25,4	32,8
	0,25%	14,2	14,6	15,0	15,4	15,8	18,4	21,9	27,2	35,9
	0,00%	14,8	15,2	15,6	16,1	16,3	19,3	23,3	29,3	39,6
	-0,25%	15,5	15,9	16,3	16,8	17,3	20,4	24,8	31,7	44,0
	-0,50%	16,2	16,6	17,1	17,6	18,2	21,6	26,6	34,6	49,5
	-0,75%	16,9	17,4	18,0	18,5	19,1	22,9	28,6	37,9	56,5
	-1,00%	17,7	18,3	18,9	19,5	20,2	24,4	30,8	41,9	65,6

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,97%	1,97%	1,97%	1,97%	1,97%	1,97%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Beta (zlewarowana)	0,53	0,52	0,51	0,50	0,49	0,49
Koszt kapitału własnego	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%
Udział kapitału własnego	26,9%	26,9%	27,9%	30,0%	31,9%	31,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	73,1%	73,1%	72,1%	70,0%	68,1%	68,1%
<b>WACC</b>	<b>4,57%</b>	<b>4,56%</b>	<b>4,55%</b>	<b>4,53%</b>	<b>4,53%</b>	<b>4,53%</b>

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

## Prognozy finansowe

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 658 622,1</b>	<b>1 661 973,9</b>	<b>1 682 336,7</b>	<b>1 684 066,6</b>	<b>1 830 166,2</b>	<b>1 844 980,5</b>	<b>1 857 701,1</b>	<b>1 868 847,8</b>
Budownictwo kubaturowe	1 111 169,0	1 094 547,0	943 109,6	970 997,9	999 808,3	991 916,5	985 140,0	979 202,0
Infrastruktura	337 188,9	338 957,0	378 950,2	345 389,2	416 216,8	432 066,7	445 676,4	457 602,3
Działalność deweloperska	137 510,0	168 236,6	242 523,9	173 161,5	216 646,7	221 048,9	224 829,0	228 141,3
Budownictwo modułowe	142 044,0	183 435,8	211 328,0	194 518,0	197 494,4	199 948,4	202 055,6	203 902,1
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>1 562 507,8</b>	<b>1 533 793,0</b>	<b>1 543 609,0</b>	<b>1 556 619,6</b>	<b>1 685 350,0</b>	<b>1 697 970,8</b>	<b>1 708 807,8</b>	<b>1 718 304,1</b>
Budownictwo kubaturowe	1 081 510,7	1 036 267,4	879 482,0	922 448,0	949 817,9	942 320,7	935 883,0	930 241,9
Infrastruktura	321 505,0	302 656,1	340 729,0	310 850,3	374 595,1	388 860,0	401 108,8	411 842,1
Działalność deweloperska	89 777,8	131 867,7	185 325,0	138 529,2	173 317,4	176 839,1	179 863,2	182 513,1
Budownictwo modułowe	137 294,2	182 079,7	217 728,0	184 792,1	187 619,6	189 951,0	191 952,8	193 707,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>96 114,4</b>	<b>128 180,9</b>	<b>138 727,7</b>	<b>127 447,0</b>	<b>144 816,2</b>	<b>147 009,7</b>	<b>148 893,2</b>	<b>150 543,7</b>
Koszty sprzedaży	9 274,3	8 473,0	14 830,0	15 126,6	15 429,1	15 737,7	16 052,5	16 373,5
Koszty ogólnego zarządu	46 296,4	54 130,9	56 453,7	58 147,3	59 891,7	61 688,5	63 539,1	65 445,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-5 762,0	-14 682,8	-7 651,4	-5 762,0	-9 365,4	-7 592,9	-7 573,4	-8 177,3
<b>Zysk na działalności operacyjnej</b>	<b>34 781,6</b>	<b>50 894,2</b>	<b>59 792,6</b>	<b>48 411,1</b>	<b>60 129,9</b>	<b>61 990,6</b>	<b>61 728,2</b>	<b>60 547,6</b>
Przychody finansowe	4 788,7	4 532,4	6 817,0	5 379,4	5 576,3	5 924,2	5 626,6	5 709,0
Koszty finansowe	5 955,3	12 478,4	14 493,7	10 975,8	12 649,3	12 706,3	12 110,5	12 488,7
Udział w zyskach (stratach) jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własnych	3 753,7	7 138,0	15 541,7	10 230,7	9 166,0	10 519,1	11 364,4	10 320,1
<b>Zysk brutto</b>	<b>37 368,8</b>	<b>50 086,2</b>	<b>67 657,6</b>	<b>53 045,4</b>	<b>62 222,9</b>	<b>65 727,6</b>	<b>66 608,7</b>	<b>64 088,0</b>
Podatek dochodowy	9 804,2	8 788,0	17 451,0	13 261,3	15 555,7	16 431,9	16 652,2	16 022,0
<b>ZN z działalności kontynuowanej</b>	<b>27 564,6</b>	<b>41 298,3</b>	<b>50 206,6</b>	<b>39 784,0</b>	<b>46 667,2</b>	<b>49 295,7</b>	<b>49 956,5</b>	<b>48 066,0</b>
<b>Zysk netto za okres</b>	<b>27 564,6</b>	<b>41 298,3</b>	<b>50 206,6</b>	<b>39 784,0</b>	<b>46 667,2</b>	<b>49 295,7</b>	<b>49 956,5</b>	<b>48 066,0</b>

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

### Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

CASH FLOW [tys. PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CF Operacyjny	-111 036,0	177 420,4	121 306,5	132 374,4	170 783,5	83 017,2	132 085,4	132 970,9
CF Inwestycyjny	-17 951,5	-11 045,3	-7 341,4	-6 051,3	-6 019,5	-3 207,2	-6 224,2	-6 283,4
CF Finansowy	18 460,4	-44 166,0	-28 429,3	-91 907,7	-37 311,3	-89 519,7	-71 140,0	-50 453,7
Przepływy pieniężne netto	-110 527,2	122 209,2	85 535,9	-12 866,9	83 017,5	14 497,5	45 440,0	56 395,2
Środki pieniężne na początek okresu	166 387,3	56 222,8	178 477,8	264 064,6	251 197,7	334 215,2	348 712,7	394 152,7
Środki pieniężne na koniec okresu	56 222,8	178 477,8	264 064,6	251 197,7	334 215,2	348 712,7	394 152,7	450 547,9

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka



## Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2 018	2 019	2 020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>224 872,9</b>	<b>288 754,3</b>	<b>294 403,9</b>	<b>299 670,8</b>	<b>315 207,4</b>	<b>319 257,4</b>	<b>324 657,6</b>	<b>326 239,1</b>
Środki trwałe razem	93 915,5	117 655,2	128 406,7	130 974,8	133 594,3	136 266,2	138 991,5	141 771,4
Wartości niematerialne i prawne	27 093,8	25 154,7	24 566,1	23 991,2	23 429,9	22 881,6	22 346,2	21 823,3
Nieruchomość inwestycyjna	0,0	0,0	3 903,1	3 981,1	4 060,7	4 142,0	4 224,8	4 309,3
Inwestycje w jednostki wyceniane metodą	8 839,2	24 627,2	11 221,0	14 895,8	16 914,7	14 343,8	15 384,8	15 547,8
Kaucje z tytułu umów z klientami	46 764,8	34 094,7	25 776,3	25 261,0	27 452,5	27 674,7	27 865,5	28 032,7
Pożyczki udzielone	6 458,0	46 090,0	52 608,6	53 660,7	54 733,9	55 828,6	56 945,2	58 084,1
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	37 346,2	38 016,0	43 209,1	46 906,0	55 021,3	58 120,5	58 899,6	56 670,6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>731 357,7</b>	<b>880 515,1</b>	<b>932 919,2</b>	<b>929 265,9</b>	<b>1 071 217,0</b>	<b>1 091 751,3</b>	<b>1 142 324,5</b>	<b>1 203 139,7</b>
Zapasy	225 182,5	333 383,5	306 576,3	291 114,6	316 369,9	318 930,8	321 129,7	323 056,6
Należności z tytułu dostaw i usług	252 492,9	217 508,7	251 455,6	242 826,9	263 893,1	266 029,1	267 863,3	269 470,6
Kaucje z tytułu umów z klientami	42 120,1	23 062,1	17 955,7	33 681,3	36 603,3	36 899,6	37 154,0	37 377,0
Aktywa kontraktowe	104 817,9	124 445,2	90 947,7	109 187,6	118 660,1	119 620,6	120 445,3	121 168,0
<i>Należności z tytułu bieżącego podatku doch.</i>	16 005,5	2 507,3	887,7	1 257,8	1 475,4	1 558,5	1 579,4	1 519,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	56 182,5	178 478,2	264 064,9	251 197,7	334 215,2	348 712,7	394 152,7	450 547,9
<b>Aktywa razem</b>	<b>956 230,6</b>	<b>1 169 269,5</b>	<b>1 227 323,1</b>	<b>1 228 936,7</b>	<b>1 386 424,3</b>	<b>1 411 008,7</b>	<b>1 466 982,1</b>	<b>1 529 378,8</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>258 506,5</b>	<b>270 062,5</b>	<b>275 742,4</b>	<b>318 271,8</b>	<b>361 215,0</b>	<b>402 886,4</b>	<b>443 477,3</b>	<b>480 682,7</b>
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 ceny nom	60 905,3	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8
Zyski zatrzymane , w tym	47 920,6	203 910,9	220 200,7	252 027,9	294 868,2	336 407,6	376 901,5	413 841,9
Udziały niesprawujące kontroli	5 149,3	55 067,7	54 993,5	55 030,6	55 012,1	55 021,3	55 016,7	55 019,0
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>692 574,9</b>	<b>844 139,3</b>	<b>896 587,2</b>	<b>855 634,3</b>	<b>970 197,3</b>	<b>953 101,0</b>	<b>968 488,1</b>	<b>993 677,1</b>
Zobowiązania długoterminowe	150 023,4	192 034,9	203 988,2	168 406,7	183 016,6	184 498,0	185 770,1	186 884,8
Długoterminowe %	67 952,1	45 510,3	98 558,4	70 673,6	71 580,8	80 270,9	74 175,1	75 342,3
Zobowiązania krótkoterminowe	542 551,5	652 104,4	692 599,0	639 945,3	695 463,1	701 092,6	705 926,4	710 162,2
Krótkoterminowe %	51 470,1	45 510,3	74 002,2	63 994,5	69 546,3	70 109,3	70 592,6	71 016,2
<b>Pasywa razem</b>	<b>956 230,7</b>	<b>1 169 269,5</b>	<b>1 227 323,1</b>	<b>1 228 936,7</b>	<b>1 386 424,3</b>	<b>1 411 008,7</b>	<b>1 466 982,1</b>	<b>1 529 378,8</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	1,8%	0,2%	1,2%	0,1%	8,7%	0,8%	0,7%	0,6%
EBITDAzmiana r/r	35,4%	47,4%	17,2%	-14,7%	18,1%	2,8%	0,1%	-1,0%
EBITzmiana r/r	47,2%	46,3%	17,5%	-19,0%	24,2%	3,1%	-0,4%	-1,9%
Zysk netto zmiana r/r	3,7%	49,8%	21,6%	-20,8%	17,3%	5,6%	1,3%	-3,8%
Marża brutto na sprzedaży	5,8%	7,7%	8,2%	7,6%	7,9%	8,0%	8,0%	8,1%
Marża EBITDA	2,7%	4,0%	4,7%	4,0%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%
Marża EBIT	2,1%	3,1%	3,6%	2,9%	3,3%	3,4%	3,3%	3,2%
Marża brutto	2,3%	3,0%	4,0%	3,1%	3,4%	3,6%	3,6%	3,4%
Marża netto	1,7%	2,5%	3,0%	2,4%	2,5%	2,7%	2,7%	2,6%
ROE	10,7%	15,3%	18,2%	12,5%	12,9%	12,2%	11,3%	10,0%
ROA	2,9%	3,5%	4,1%	3,2%	3,4%	3,5%	3,4%	3,1%
Dług	119 422,2	91 020,6	172 560,6	134 668,1	141 127,1	150 380,2	144 767,7	146 358,5
D/(D+E)	31,6%	25,2%	38,5%	29,7%	28,1%	27,2%	24,6%	23,3%
D/E	46,2%	33,7%	62,6%	42,3%	39,1%	37,3%	32,6%	30,4%
Odsetki / EBIT	17,1%	24,5%	24,2%	22,7%	21,0%	20,5%	19,6%	20,6%
Dług netto	63 199,4	-87 457,1	-91 504,1	-166 529,6	-263 088,1	-348 332,6	-449 385,0	-541 753,4
Dług netto / Kapitał własny	24,4%	-32,4%	-33,2%	-52,3%	-72,8%	-86,5%	-101,3%	-112,7%
Dług netto / EBITDA	139,5%	-131,0%	-116,9%	-249,5%	-333,7%	-429,7%	-553,5%	-673,9%
Dług netto / EBIT	181,7%	-171,8%	-153,0%	-344,0%	-437,5%	-561,9%	-728,0%	-894,8%
EV	408 500,6	559 157,1	563 204,1	638 229,6	734 788,1	820 032,6	921 085,0	1 013 453,4
Dług / EV	29,2%	16,3%	30,6%	21,1%	19,2%	18,3%	15,7%	14,4%
CAPEX / Przychody	0,1%	0,1%	0,2%	1,4%	1,9%	1,3%	1,3%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	10,3%	10,5%	17,0%	128,7%	183,1%	121,2%	127,8%	108,0%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
Zmiana KO / Przychody	2,0%	2,4%	0,7%	2,9%	4,7%	0,8%	2,5%	3,0%

Źródło: DM Banku BPS S.A.


## 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.



## 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. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 07 września 2021 roku, 18:00

Pierwsze udostępnienie opracowania: 07 września 2021 roku, 18:15

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególnie 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 Pięknej 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
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	2021-09-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner

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

**Dariusz Stasiak, MPW**

Dyrektor Departamentu Sprzedaży

[dariusz.stasiak@dmbps.pl](mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 541

**Krzysztof Jeż, MPW**

[krzysztof.jez@dmbps.pl](mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 559

**Lech Kucharski, MPW**

[lech.kucharski@dmbps.pl](mailto:lech.kucharski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 522

**Marcin Jakubiak, MPW**

[marcin.jakubiak@dmbps.pl](mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 560

**WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:** DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych