

2021-11-24 17:00

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	14,0
Wycena DCF [PLN]	14,6
Wycena porównawcza [PLN]	13,9
Cena rynkowa [PLN]	10,4
Pot.wzrostu/spadku [%]	35,3%
Kapitalizacja [mln PLN]	363,0
Free float [mln PLN]	16,6%
Sektor	budownictwo
Kod GPW	UNI
Bloomberg	UNI PW

Analitik:
Artur Wizner

Tel.: +48 (22) 53 95 548

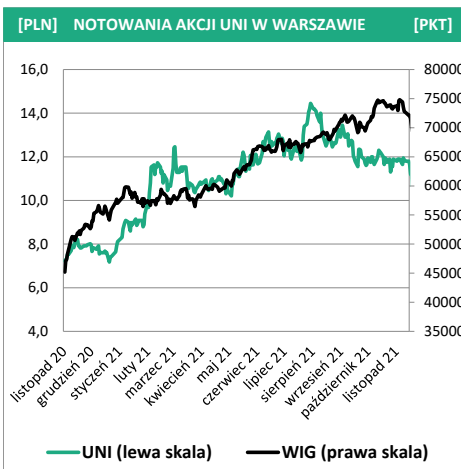
Profil Spółki:

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 Mikołuszko	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

raport analityczny

Wyniki pod presją kosztów

Rynek budowlany oraz polskie firmy budowlane funkcjonują bardzo dobrze w okresie pandemii. Zdecydowanie lepiej niż inne branże i sektory gospodarki. W tym czasie na rynku pojawił się strumień publicznych pieniędzy na inwestycje infrastrukturalne, a deweloperzy i inwestorzy indywidualni budowali na potęgę. Na tym tle, wyniki grupy Unibep naszym zdaniem prezentują się rozczarowująco. Uważamy, że Spółka nie wykorzystała sprzyjającego otoczenia do maksymalizacji wyników. Osiągnięte przychody ze sprzedaży w trzecim kwartale były słabsze w porównaniu do analogicznego okresu z poprzednich lat. Podobnie wygenerowana marża brutto ze sprzedaży - również zaliczyła istotny spadek. Solidny portfel zamówień we wszystkich segmentach działalności, na który ostatnio zwracaliśmy uwagę z jednej strony jest gwarantem stabilnych przychodów, z drugiej natomiast jest ryzykiem dla rentowności przy rosnących cenach materiałów budowlanych, cenach energii oraz kosztów pracy. Dodatkowo w przypadku kontraktów na rynku skandynawskim, ryzykiem dla marż są wahania kursu szwedzkiej i norweskiej korony.

Uwzględniając powyżej przedstawione czynniki, dokonujemy rewizji prognozowanych przychodów i zakładanych marż w 2022 roku, co przekłada się na obniżenie ceny docelowej akcji Unibep do 14 zł. Cały czas największe szanse rozpoznajemy w segmencie budownictwa kubaturowego oraz w rosnącym udziale inwestycji zagranicznych, szczególnie w segmencie ekologicznych domów modułowych. W dłuższym terminie do wyników powinien pozytywnie kontrybuować segment Infrastruktury (Fundusz Odbudowy).

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 682 336,7	1 647 933,2	1 841 628,7	1 822 092,3	1 854 804,9	1 870 970,4
EBITDA	78 285,0	61 016,6	94 367,3	96 348,7	110 959,1	117 034,9
<i>marża EBITDA</i>	4,7%	3,7%	5,1%	5,3%	6,0%	6,3%
EBIT	59 792,6	41 421,8	73 008,9	73 068,0	85 583,2	89 375,2
Zysk netto	50 206,6	34 542,0	56 326,4	57 603,8	67 847,8	69 686,7
Kapitał własny	275 742,4	303 995,1	376 669,8	423 906,8	486 477,3	543 962,7
Dług	172 560,6	198 876,0	170 086,6	171 623,1	182 010,8	177 539,1
P/E	7,2	10,5	6,4	6,3	5,3	5,2
P/BV	1,3	1,2	1,0	0,9	0,7	0,7
EV/EBITDA	2,4	2,7	2,0	2,0	1,6	1,6
DY	2,0%	2,9%	4,7%	5,6%	6,5%	6,7%

Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w III kw. 2021 r.	5
Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka	7
Wycena	11
Zmiany prognoz finansowych	15
ESG	17
Wykaz stosowanych skrótów.....	18
Informacje i zastrzeżenia prawne	18



Ostatnie wydarzenia

- **24.11.2021 (ESPI RB 63/2021) Informacja nt. emisji obligacji serii H Unibep S.A.**
- **24.11.2021 (ESPI RB 62/2021) Zawarcie umów dotyczących nabycia przez spółkę zależną nieruchomości położonych w dzielnicy Białołęka w Warszawie.**
- **22.11.2021 (ESPI RB 60/2021) Aktualizacja informacji nt. kierunkowej rekomendacji Rady Nadzorczej Unibep S.A. dotyczącej nowego segmentu działalności.**
- **19.11.2021 (ESPI RB 59/2021) Wejście w życie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej wielorodzinnej przy ulicy Korczaka w Katowicach.**
- **19.11.2021 (ESPI RB 58/2021) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej inwestycji pn. "Finnsta" na rynku szwedzkim.**

Zamawiającym jest Markarydsbostader AB z siedzibą w Sztokholmie, podmiot należący do Hembla AB z siedzibą w Sztokholmie. Przedmiotem Umowy jest realizacja w technologii modułowej budynku wielorodzinnego, w którym znajdują się 44 lokale mieszkalne. Wynagrodzenie z tytułu wykonania Umowy wynosi ok. 40,6 mln SEK netto, co stanowi równowartość ok. 18,8 mln PLN netto.

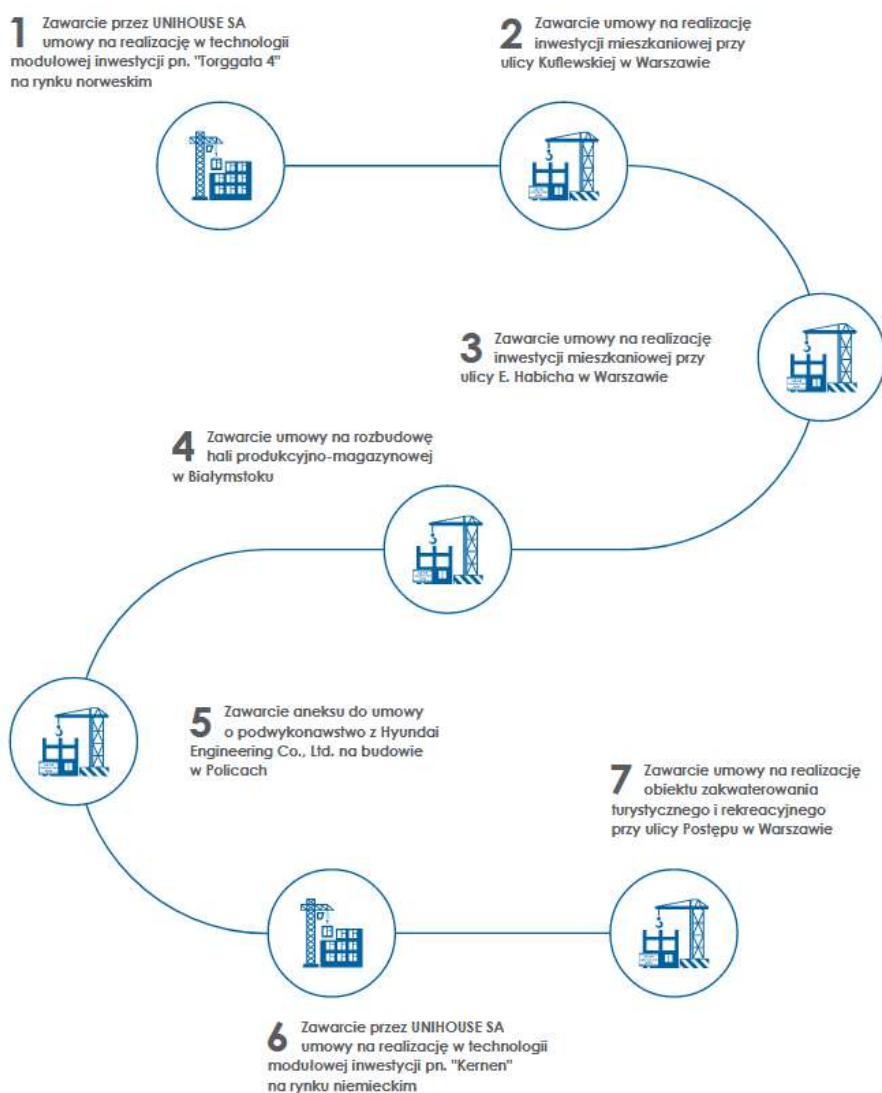
- **09.11.2021 (ESPI RB 57/2021) Informacja nt. kierunkowych rekomendacji Rady Nadzorczej Unibep S.A. dotyczących nowego segmentu działalności oraz segmentu deweloperskiego.**
Rada Nadzorcza Spółki wydała Zarządowi Spółki kierunkowe rekomendacje odnoszące się do:
 - a) utworzenia nowego segmentu działalności w postaci budownictwa energetyczno - przemysłowego, w oparciu o rozwój organiczny dedykowanego pionu organizowanego w ramach struktur Emitenta, jak również o ewentualne procesy akwizycyjne (M&A)
 - b) analizy scenariusza obejmującego możliwość przeprowadzenia oferty publicznej oraz wprowadzenia na rynek regulowany prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. akcji spółki zależnej Unidevelopment S.A.
- **09.11.2021 (ESPI RB 56/2021) Przyjęcie Polityki dywidendowej Unibep S.A.**
Zgodnie z przyjętą Polityką Dywidendową, intencją Zarządu Emitenta jest rekomendowanie Zwyczajnemu Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy (po uzyskaniu pozytywnej opinii Rady Nadzorczej Spółki) wypłaty dywidendy w wysokości od 20% do 50% skonsolidowanego zysku netto ujawnionego w sprawozdaniu finansowym Grupy Unibep za dany rok obrotowy, z uwzględnieniem w szczególności następujących czynników: i) perspektyw, ii) przyszłych zysków, iii) wymogów gotówkowych, iv) sytuacji finansowej Grupy Unibep, v) planów rozwoju Grupy Unibep.
- **29.10.2021 (ESPI RB 55/2021) Aktualizacja informacji nt. zawarcia warunkowej umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej wielorodzinnej przy ulicy Korczaka w Katowicach.**
- **29.10.2021 (ESPI RB 54/2021) Zawarcie umowy na realizację drugiego etapu inwestycji mieszkaniowej pn. "SOHO" przy ulicy Żupniczej w Warszawie.**

Zamawiającym jest Yawa Sp. z o.o. 4 Sp. k. z siedzibą w Warszawie, spółka należąca do Yareal Polska Sp. z o.o. Przedmiotem Umowy jest realizacja 4 budynków mieszkalnych o wysokości

od 6 do 9 kondygnacji z garażem podziemnym, parkiem linearnym oraz zagospodarowaniem terenu. W budynkach znajdzie się łącznie 296 lokali mieszkalnych, 10 lokali usługowych oraz 329 miejsc postojowych w garażu podziemnym. Wynagrodzenie Emitenta za wykonanie Inwestycji wynosi 108,5 mln zł netto. Rozpoczęcie realizacji Inwestycji nastąpi w IV kwartale 2021 r. a zakończenie w III kwartale 2023 r.

- **08.10.2021 (ESPI RB 52/2021) Zawarcie przez spółkę zależną umowy kredytowej z przeznaczeniem na realizację inwestycji deweloperskiej przy ul. Sokratesa w Warszawie.**
- **09.09.2021 (ESPI RB 50/2021) Zawarcie umowy na realizację obiektu zakwaterowania turystycznego i rekreacyjnego przy ulicy Postępu w Warszawie.**

Zamawiającym jest Postęp Property Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, należąca do YIT DEVELOPMENT Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie. Przedmiotem Umowy jest realizacja budynku zakwaterowania turystycznego i rekreacyjnego - hostelu (w którym będą znajdowały się lokale usług turystyki) z usługami wraz z towarzyszącą infrastrukturą.



Źródło: Spółka, *Skrócony skonsolidowany raport za III kwartał 2021 r.*

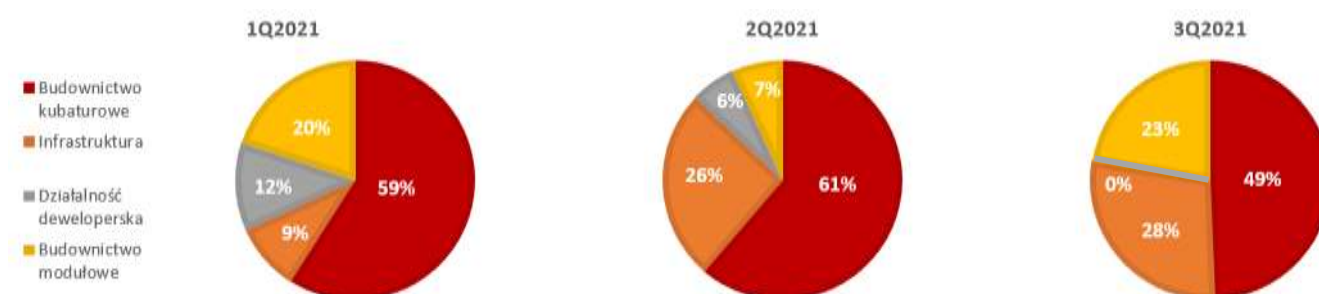
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w III kw. 2021 r.

Pomimo spadku zarówno w stosunku do II kw. (-17%) jak również analogicznego okresu ubiegłego roku (-20%), wyniki Unibep w III kw. na poziomie przychodów uznajemy za dobre. Jednak należy odnotować istotny spadek marż (spadek marży brutto z 8,6% w II kw. do 3% oraz marży operacyjnej z 4,2% do 3,2%) co w efekcie przełożyło się na pogorszenie wyników na poziomie operacyjnym (EBIT -38,25 k/k, -55,7% r/r). Na poziomie zysku netto Grupa odnotowała ponad trzykrotny wzrost w stosunku do II kw., co jednak jest rezultatem o 40,5% gorszym w stosunku do trzeciego kwartału ubiegłego roku. Pomiędzy przychodami a zyskami pojawił się dość spory obszar niepewności, w którym mogą się kryć źródła ryzyka dla inwestorów. Wynik netto w III kw. bieżącego roku został zrealizowany na pozostałej działalności operacyjnej, a nie wynika z poprawy rentowności na podstawowej działalności.

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2018	2Q 2018	3Q 2018	4Q 2018	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021
Przychody ze sprzedaży	371 574,0	442 744,2	412 466,8	431 837,1	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
Budownictwo kubaturowe	214 308,0	285 232,4	281 285,6	330 343,0	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
Infrastruktura	28 512,0	94 467,0	112 127,9	102 082,0	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
Działalność deweloperska	80 012,0	35 219,8	15 570,1	6 708,1	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
Budownictwo modułowe	50 425,0	34 314,0	24 454,0	32 851,0	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
Zysk brutto ze sprzedaży	35 694,0	19 869,4	19 016,2	21 534,7	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
Koszty sprzedaży	2 505,0	2 771,6	2 294,1	1 703,6	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
Koszty ogólnego zarządu	9 713,0	11 664,5	10 119,2	14 799,7	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
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	357,0	-2 833,8	626,1	-3 911,3	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
EBITDA	26 385,2	5 183,0	9 869,3	3 874,1	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
EBIT	23 833,0	2 599,6	7 228,9	1 120,1	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
Przychody finansowe	1 638,0	2 583,5	-1 018,5	1 585,7	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
Koszty finansowe	839,0	-291,1	2 493,1	2 914,3	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
Udział w zyskach (stratach) jednostek podp.	541,0	895,0	-997,6	3 315,3	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
Zysk brutto	25 173,0	6 369,2	2 719,7	3 106,9	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
Zysk netto za okres	18 886,0	5 608,4	2 433,9	636,3	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
Marża brutto na sprzedaży	9,6%	4,5%	4,6%	5,0%	5,0%	8,3%	7,7%	9,1%	7,2%	8,3%	9,0%	8,3%	6,5%	8,6%	3,0%
Marża EBITDA	7,1%	1,2%	2,4%	0,9%	2,1%	3,0%	4,1%	6,2%	3,0%	4,9%	6,8%	3,7%	2,8%	5,9%	4,7%
Marża netto	5,1%	1,3%	0,6%	0,1%	0,6%	1,3%	2,8%	4,5%	1,0%	1,8%	4,6%	3,9%	3,3%	0,7%	3,4%

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

Struktura przychodów wg segmentów

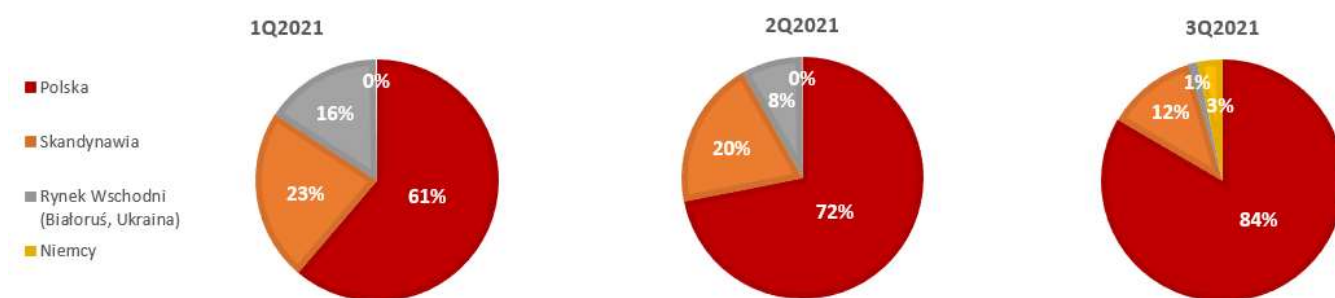


Źródło: Opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

Grupa posiada zdywersyfikowaną oraz stabilną strukturę przychodów zarówno pod względem segmentów, jak również geograficznie. W bieżącym roku dominującą rolę odgrywają przychody z segmentu Budownictwo kubaturowe. W trzecim kwartale swój udział zwiększył segment Infrastruktura oraz Budownictwo modułowe. Praktycznie do zera spadł natomiast udział segmentu deweloperskiego,

który w ubiegłym roku ubiegłym bardzo pozytywnie kontrybuował do wyniku Grupy. W strukturze geograficznej dominujący udział ma rynek polski (w III kw. 84% przychodów). W porównaniu do ubiegłego roku wyraźnie zyskuje Skandynawia (głównie Norwegia), gdzie Unibep realizuje projekty w segmencie budownictwa modułowego. Maleje natomiast udział rynków wschodnich, co aktualnie jest pozytywne w obliczu napiętej sytuacji na granicy polsko-białoruskiej. Grupa ukończyła już budowę dwóch galerii handlowych w Grodnie na Białorusi i w Kijowie na Ukrainie. Podpisała również umowę przedwstępną o wartości ok. 70 mln EUR na kompleks biurowy we Lwowie. Unibep liczy również na rozwój w Niemczech, gdzie rynek mocno się otworzył na budownictwo ekologiczne.

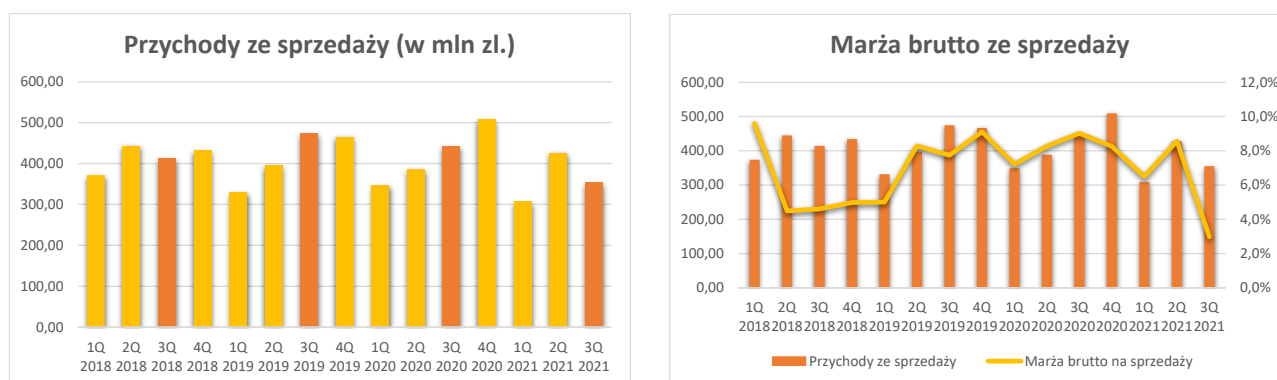
Struktura przychodów wg regionu



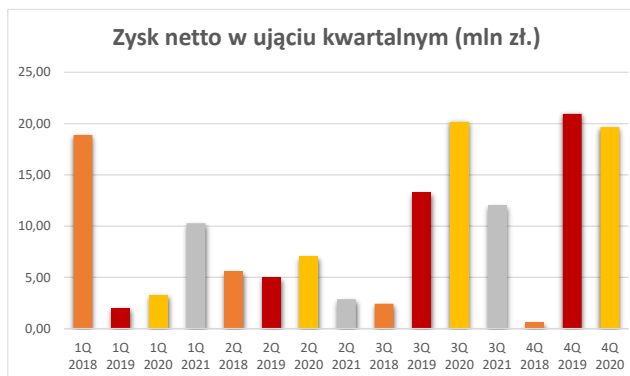
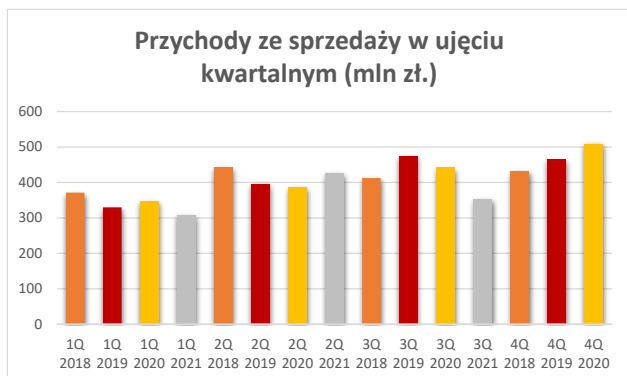
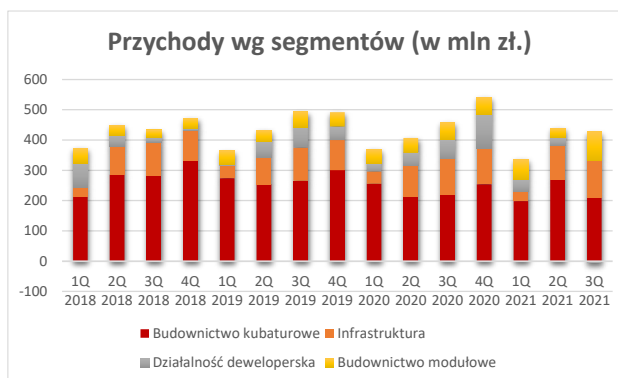
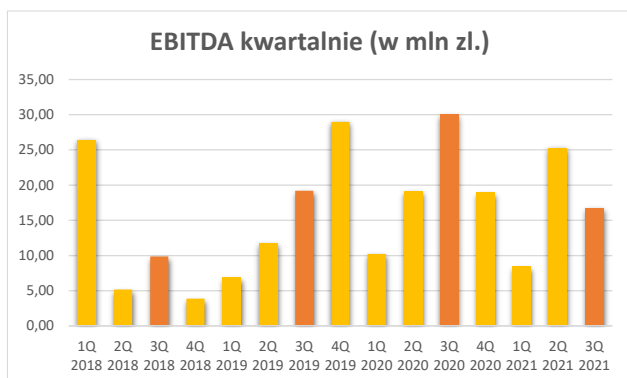
Źródło: Opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

Zmiany dotyczące kierunków ekspansji zagranicznej należy uznać za bardzo pozytywne, również w kontekście nastawienia na rozwój w segmencie budownictwa modułowego. Ryzykiem dla rentowności na realizowanych kontraktach jest zachowanie się kursów walut. W trzecim kwartale złotówka się jednak wyraźnie osłabiła zarówno w stosunku do euro, jak i do korony szwedzkiej i norweskiej.

Historyczne wyniki finansowe



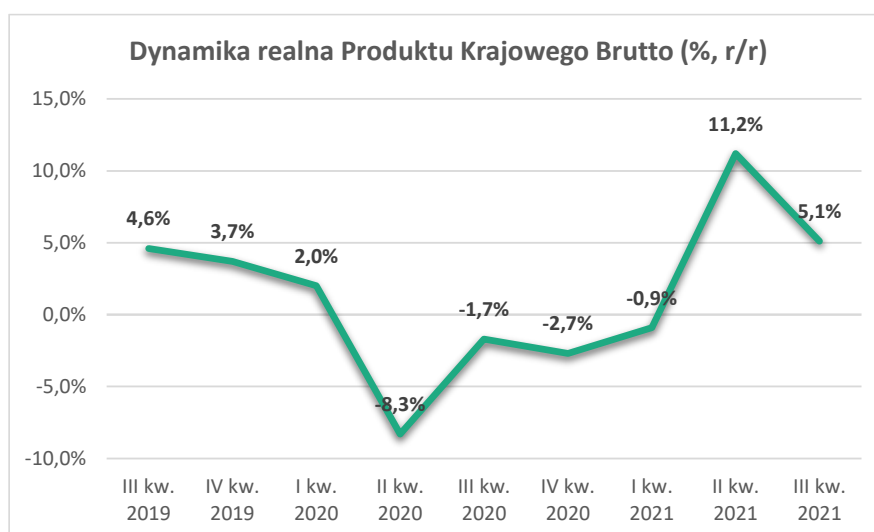
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

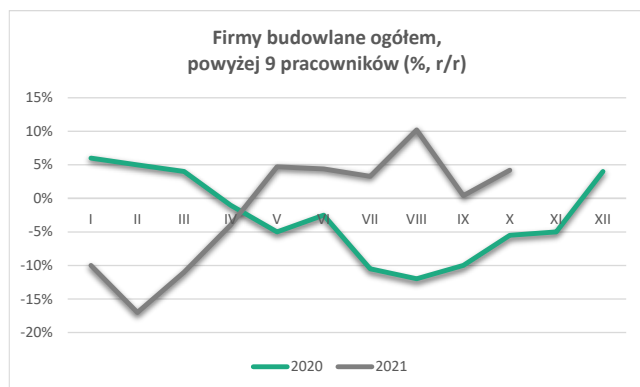
Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka

Mimo iż wciąż zmagamy się z pandemią Covid-19, polska gospodarka wraca na ścieżkę wzrostową. Po rekordowym II kwartale bieżącego roku, w którym gospodarka rosta o 11,2 % rok do roku, co w znacznym stopniu było efektem niskiej bazy. Wzrost w III kwartale wyniósł 5,1% (GUS), co jest wynikiem lepszym niż zakładała większość analityków. Głównym źródłem zwiększenia dynamiki jest jednak wzrost konsumpcji oraz zwiększenie zapasów, przy nieco niższym wkładzie inwestycji.

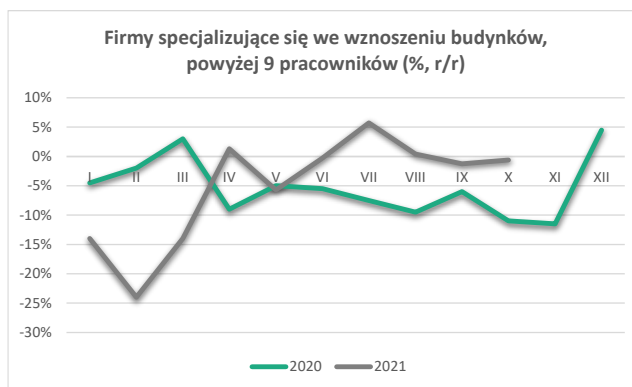


Źródło: GUS

Polski sektor budowlany, podobnie jak gospodarka ogółem, punkt kulminacyjny spowolnienia ma już za sobą. Przypadł on na I kwartał 2021, kiedy odnotowano ponad 13% spadek produkcji budowlano-montażowej. W drugim i w trzecim kwartale dynamika budownictwa była już dodatnia i wyniosła ok. 5%. Ostatni komentarz GUS wskazuje na słabe wyniki zarówno w budownictwie mieszkaniowym, jak i wśród projektów infrastrukturalnych. W okresie styczeń-październik bieżącego roku, zanotowano wzrost wartości produkcji budowlano-montażowej w skali roku dla podmiotów wykonujących roboty budowlane specjalistyczne o 9,0% oraz wznoszących obiekty inżynierii lądowej i wodnej o 1,3%. Spadek o 3,0% nastąpił wśród przedsiębiorstw zajmujących się budową budynków.

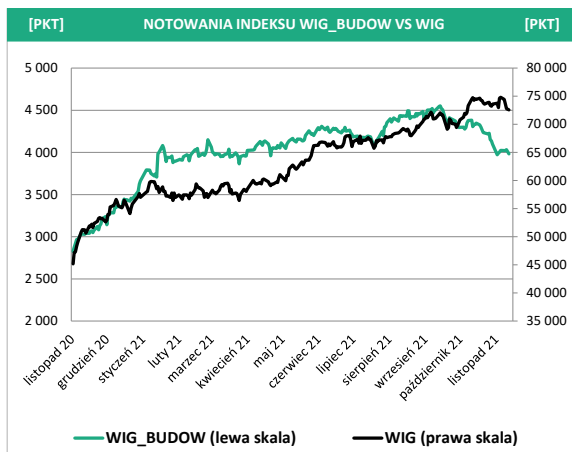


Źródło: GUS



Źródło: GUS

Od listopada ubiegłego roku indeks WIG Budownictwo rósł dynamicznie w ślad zażywieniem w sektorze. W pierwszym półroczu wykazywał się zbliżoną dynamiką od indeksu szerokiego rynku WIG (wzrósł o 15% przy 15,9% wzroście indeksu WIG). W trzecim kwartale wzrost był już mniej imponujący i wyniósł 2%. Dla porównania indeks WIG wzrósł w tym samym czasie 6,5%. Od września indeks WIG Budownictwo zachowuje się wyraźnie słabiej od szerokiego rynku.



Źródło: Bloomberg

Biorąc pod uwagę wciąż silne segmenty mieszkaniowy i magazynowy, które razem z budynkami przemysłowymi stanowią prawie 80% budownictwa kubaturowego, widzimy solidne argumenty za dalszym wzrostem całego polskiego rynku budowlanego. Spodziewamy się również, że rozpędzony popyt na materiały budowlane nie wyhamuje, co będzie sprzyjać dalszym wzrostom cen. Uważamy również, że presja na wzrost wynagrodzeń w sektorze będzie się utrzymywać, co łącznie może negatywnie wpływać na rentowność firm.

W dłuższej perspektywie, naszym zdaniem dalej głównym motorem napędowym rynku budowlanego w Polsce będą inwestycje publiczne w zakresie infrastruktury drogowej i kolejowej. Polska ma być jednym z głównych beneficjentów unijnego Funduszu Odbudowy, który ma wesprzeć gospodarkę krajów członkowskich osłabioną 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. W ciągu najbliższych pięciu lat w Polsce może ruszyć realizacja 25 wielkich projektów budowlanych. Na liście przygotowanej przez firmę analityczną i doradczą Spectis znalazły się przedsięwzięcia drogowe, energetyczne i przemysłowe.



Analizując powyższą mapkę, widać że znaczna część inwestycji ma zostać zrealizowana w Polsce północno-wschodniej, co pokrywa się z obszarem działalności Grupy przedstawionym w ostatnim raporcie.

Obszar działalności Grupy Unibep w Polsce



Źródło: Spółka, Skrócony skonsolidowany raport za III kwartał 2021 r.

Uważamy, że przychody Grupy w Polsce są dobrze zdywersyfikowane zarówno pod względem segmentów, jak również geograficznie. Odnosząc się do ostatniej decyzji Zarządu w sprawie utworzenia z początkiem grudnia 2021 segmentu budownictwa energetyczno – przemysłowego, którego rozwój planowany jest w oparciu o rozwój organiczny jak również ewentualne procesy akwizycyjne [M&A], uważamy ją za dobrą i mogącą wzmocnić pozycję konkurencyjną Grupy. Utworzenie nowego segmentu jest w ocenie Spółki odpowiedzią na rozwój nowych technologii, trendy środowiskowe i konsumenckie, związane z koniecznością transformacji polskiej gospodarki w kierunku zero- i niskoemisyjnej, koncentrując się na założeniach tzw. zielonej gospodarki. Zgodnie z przyjętymi założeniami działalność w ramach segmentu budownictwa energetyczno – przemysłowego będzie obejmowała m.in. budowę spalarni, kogenerację, ciepłownicze systemy rozproszone, rozruchy, czyszczenie systemów, modernizacje instalacji przemysłowych i energetycznych.

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 z sytuacją polityczną na Białorusi

Po ostatnich wyborach prezydenckich sytuacja polityczna i gospodarcza na Białorusi istotnie się pogorszyła, czego przejawem jest m.in. aktualny kryzys na granicy polsko-białoruskiej. Unibep kończy budowę galerii handlowej w Grodnie, natomiast inne kontrakty są na etapie projektowania i uzyskiwania pozwoleń na budowę. Spadek wartości rubla może negatywnie wpłynąć na rentowność tych kontraktów.

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.

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 24.11 oszacowana została na poziomie 14 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Unibep na 14,6 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 13,9 zł. Metodzie porównawczej oraz DCF przyznaliśmy równą wagę 50%.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	13,9
Wycena DCF	50%	14,6
Cena wynikowa		14,0
Cena docelowa na koniec roku 2021		14,0

Źródło: DM Banku BPS

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Unibep odnieśliśmy do siedmiu polskich spółek z branży budowlanej i deweloperskiej. W aktualizacji raportu spółkę Mirbud SA zastąpiliśmy spółką Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX S.A. ze względu na brak aktualnych mnożników rynkowych. 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 mln PLN	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
GLOBE TRADE CENTRE SA	6,97	3 384,3	-	-	-	0,7	0,8	0,7	17,9	16,9	15,5
POZNANSKA KORPORACJA BUDOW.	21,00	521,4	11,8	10,5	11,8	1,3	1,2	-	7,7	7,2	7,5
ERBUD SA	61,20	758,8	15,5	9,2	5,7	0,9	0,8	0,7	5,5	3,0	2,0
BUDIMEX	226,50	5 782,6	8,7	15,5	13,9	4,5	4,3	4,1	4,1	4,8	4,5
DEVELIA SA	2,77	1 239,7	8,6	7,4	6,9	0,9	0,9	0,8	9,2	7,7	7,3
DOM DEVELOPMENT SA	117,80	2 991,9	8,5	8,3	9,5	2,3	2,2	2,2	6,5	6,2	6,8
ECHO INVESTMENT S.A.	4,39	1 809,6	-	-	-	-	-	-	16,7	13,8	-
Mediana	-	-	8,7	9,2	9,5	1,1	1,0	0,8	7,7	7,2	7,1
UNIBEP	10,35	363,0	10,5	6,4	6,3	1,2	1,0	0,9	5,6	3,6	3,5
premia (dyskonto)			0,2	-0,3	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,5
Implikowana wycena	-	488,2	302,2	517,4	546,1	331,0	383,5	351,8	502,6	731,1	728,2
Wycena 1 akcji (PLN)			13,92								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka: 3,391% (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: 0,434 (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	1 647 933,2	1 841 628,7	1 822 092,3	1 854 804,9	1 870 970,4	1 889 680,1
EBITDA	78 285,0	61 016,6	94 367,3	96 348,7	110 959,1	117 034,9	
EBIT	59 792,6	41 421,8	73 008,9	73 068,0	85 583,2	89 375,2	90 268,9
Stopa podatkowa	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	50 206,6	34 542,0	56 326,4	57 603,8	67 847,8	69 686,7	67 701,7
Amortyzacja	18 492,4	19 594,9	21 358,4	23 280,7	25 375,9	27 659,7	27 659,7
CAPEX	18 680,0	30 660,1	33 473,6	36 539,2	39 879,6	27 659,7	27 659,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	71 798,1	19 225,0	65 226,8	50 178,3	60 507,7	67 614,3	67 614,3
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	-21 779,1	4 251,8	-21 015,6	-5 833,0	-7 163,6	2 072,4	87,4
Współczynnik dyskontujący		1,00	0,95	0,90	0,86	0,82	0,78
DFCF		4 231,0	-19 939,1	-5 273,1	-6 167,6	1 698,9	68,2
Stopa wzrostu po okresie prognozy		1,0%					
Wartość rezydualna (TV)		2 173,0					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		1 696,2					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		-23 753,6					
Dług netto/(gotówka netto)		-24 266,4					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		512,8					
Ilość akcji [w mln]		35,1					
Cena jednej akcji [PLN]		14,6					
Przychody zmiana r/r		-2,0%	11,8%	-1,1%	1,8%	0,9%	1,0%
EBIT zmiana r/r		-30,7%	76,3%	0,1%	17,1%	4,4%	1,0%
FCF zmiana r/r		-119,5%	-594,3%	-72,2%	22,8%	-128,9%	-95,8%
Marża EBITDA		3,7%	5,1%	5,3%	6,0%	6,3%	0,0%
Marża EBIT		2,5%	4,0%	4,0%	4,6%	4,8%	4,8%
Marża NOPLAT		2,1%	3,1%	3,2%	3,7%	3,7%	3,6%
CAPEX/Przychody		1,9%	1,8%	2,0%	2,2%	1,5%	1,5%
CAPEX/Amortyzacja		156,5%	156,7%	157,0%	157,2%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		19 224,98	65 226,84	50 178,31	60 507,69	67 614,31	67 614,31

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%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	0,75%	10,0	11,2	12,3	13,4	14,6	15,7	16,8	18,0	19,1
	0,50%	9,9	11,0	12,1	13,3	14,4	15,5	16,6	17,8	18,9
	0,25%	9,9	11,0	12,1	13,3	14,4	15,5	16,7	17,8	18,9
	0,00%	10,1	11,2	12,3	13,5	14,6	15,7	16,9	18,0	19,1
	-0,25%	10,5	11,7	12,8	13,9	15,0	16,2	17,3	18,4	19,6
	-0,50%	11,2	12,4	13,5	14,6	15,8	16,9	18,0	19,2	20,3
	-0,75%	12,3	13,4	14,5	15,7	16,8	17,9	19,1	20,2	21,3
	-1,00%	13,7	14,8	16,0	17,1	18,2	19,3	20,5	21,6	22,7

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Stopa wolna od ryzyka	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Beta (zlewarowana)	0,66	0,59	0,58	0,57	0,55	0,55
Koszt kapitału własnego	7,0%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,4%
Udział kapitału własnego	19,5%	19,5%	23,6%	26,6%	28,9%	28,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	80,5%	80,5%	76,4%	73,4%	71,1%	71,1%
WACC	4,96%	4,88%	4,95%	5,00%	5,02%	5,02%

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

Zmiany prognoz finansowych

Zmiana prognoz

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 07.09.2021 [tys. zł.]

	2021P			2022P			2023P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	350 446,0	301 137,0	-14,1%	343 437,0	295 114,2	-14,1%	349 955,5	300 715,5	-14,1%
Przychody ze sprzedaży usług	346 941,5	298 125,6	-14,1%	340 002,7	292 163,1	-14,1%	344 706,1	296 204,8	-14,1%
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	3 504,5	3 011,4	-14,1%	3 434,4	2 951,1	-14,1%	5 249,3	4 510,7	-14,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	26 301,0	25 402,7	-3,4%	24 074,9	24 894,7	3,4%	24 549,4	25 360,5	3,3%
Pozostałe przychody operacyjne	3 257,6	2 799,3	-14,1%	3 192,5	2 743,3	-14,1%	3 253,1	2 795,4	-14,1%
Koszty ogólnego zarządu	14 945,0	14 945,0	0,0%	15 468,1	15 468,1	0,0%	16 569,8	16 569,8	0,0%
Pozostałe koszty operacyjne	2 619,1	2 564,1	-2,1%	2 605,1	2 238,5	-14,1%	2 550,4	2 191,6	-14,1%
EBITDA	15 035,6	13 734,0	-8,7%	11 929,8	12 666,8	6,2%	12 551,7	13 264,0	5,7%
EBIT	11 494,4	10 192,8	-11,3%	9 194,2	9 931,3	8,0%	8 682,2	9 394,5	8,2%
Przychody finansowe	830,1	830,1	0,0%	813,5	813,5	0,0%	781,2	781,2	0,0%
Koszty finansowe	2 389,2	2 389,2	0,0%	2 341,5	2 341,5	0,0%	2 248,7	2 248,7	0,0%
Udział w zysku js	2 468,2	4 668,2	89,1%	2 529,9	2 529,9	0,0%	2 709,8	2 709,8	0,0%
Zysk brutto	12 403,4	13 301,8	7,2%	10 196,1	10 933,2	7,2%	9 924,6	10 636,9	7,2%
Zysk netto za okres	10 046,8	10 774,5	7,2%	8 258,9	8 855,9	7,2%	8 038,9	8 615,9	7,2%
Marża brutto ze sprzedaży	7,5%	8,4%		7,0%	8,4%		7,0%	8,4%	
Marża EBITDA	4,3%	4,6%		3,5%	4,3%		3,6%	4,4%	
Marża EBIT	3,3%	3,4%		2,7%	3,4%		2,5%	3,1%	
Marża netto	2,9%	3,6%		2,4%	3,0%		2,3%	2,9%	

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

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	1 658 622,1	1 661 973,9	1 682 336,7	1 647 933,2	1 841 628,7	1 822 092,3	1 854 804,9	1 870 970,4
Budownictwo kubaturowe	1 111 169,0	1 094 547,0	943 109,6	924 810,4	949 442,2	918 409,5	943 082,7	928 922,3
Infrastruktura	337 188,9	338 957,0	378 950,2	368 718,3	409 210,1	391 928,2	365 326,8	352 903,7
Działalność deweloperska	137 510,0	168 236,6	242 523,9	107 408,0	186 113,6	187 652,4	188 973,6	190 131,4
Budownictwo modułowe	142 044,0	183 435,8	211 328,0	246 996,6	221 862,8	226 602,2	230 671,8	234 237,9
Budownictwo energetyczno-przemysłowe*					75 000,0	97 500,0	126 750,0	164 775,0
Koszt własny sprzedaży	1 562 507,8	1 533 793,0	1 543 609,0	1 540 237,6	1 699 414,2	1 677 802,5	1 696 439,8	1 706 834,2
Budownictwo kubaturowe	1 081 510,7	1 036 267,4	879 482,0	887 818,0	911 464,5	881 673,2	895 928,6	882 769,8
Infrastruktura	321 505,0	302 656,1	340 729,0	331 846,4	368 289,1	352 735,4	328 794,1	317 613,4
Działalność deweloperska	89 777,8	131 867,7	185 325,0	85 926,4	148 890,9	150 121,9	151 178,9	152 105,1
Budownictwo modułowe	137 294,2	182 079,7	217 728,0	234 646,7	210 769,7	215 272,1	219 138,2	222 526,0
Budownictwo energetyczno-przemysłowe*					60 000,0	78 000,0	101 400,0	131 820,0
Zysk brutto ze sprzedaży	96 114,4	128 180,9	138 727,7	107 695,7	142 214,6	144 289,8	158 365,1	164 136,1
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	7 000,0	6 115,2	6 204,5	6 809,7	7 057,9
Zysk na działalności operacyjnej	34 781,6	50 894,2	59 792,6	41 421,8	73 008,9	73 068,0	85 583,2	89 375,2
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
Zysk brutto	37 368,8	50 086,2	67 657,6	46 056,0	75 101,9	76 805,1	90 463,8	92 915,6
Podatek dochodowy	9 804,2	8 788,0	17 451,0	11 514,0	18 775,5	19 201,3	22 615,9	23 228,9
ZN z działalności kontynuowanej	27 564,6	41 298,3	50 206,6	34 542,0	56 326,4	57 603,8	67 847,8	69 686,7
Zysk netto za okres	27 564,6	41 298,3	50 206,6	34 542,0	56 326,4	57 603,8	67 847,8	69 686,7

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]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CF Operacyjny	-111 036,0	177 420,4	121 306,5	-51 919,2	162 853,6	35 312,6	87 868,5	147 744,8
CF Inwestycyjny	-17 951,5	-11 045,3	-7 341,4	-8 015,9	-13 707,5	-11 183,2	-14 326,3	-16 639,8
CF Finansowy	18 460,4	-44 166,0	-28 429,3	19 012,9	-8 777,8	-10 998,8	1 952,5	-18 855,9
Przepływy pieniężne netto	-110 527,2	122 209,2	85 535,9	-40 922,2	140 368,3	33 130,5	75 494,7	112 249,1
Środki pieniężne na początek okř	166 387,3	56 222,8	178 477,8	264 064,6	223 142,4	363 510,7	396 641,2	402 135,9
Środki pieniężne na koniec okř	56 222,8	178 477,8	264 064,6	223 142,4	363 510,7	396 641,2	402 135,9	347 385,0

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2 018	2 019	2 020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	224 872,9	288 754,3	294 403,9	323 743,7	356 887,5	367 975,1	399 669,4	415 742,2
Środki trwałe razem	93 915,5	117 655,2	128 406,7	139 963,3	152 560,0	166 290,4	181 256,5	197 569,6
Wartości niematerialne i praw	27 093,8	25 154,7	24 566,1	24 074,8	23 593,3	23 121,4	22 659,0	22 205,8
Nieruchomość inwestycyjna	0,0	0,0	3 903,1	24 981,1	25 480,7	25 990,4	26 510,2	27 040,4
Inwestycje w jednostki wyceni:	8 839,2	24 627,2	11 221,0	10 884,4	10 557,9	10 241,1	9 933,9	9 635,9
Kaucje z tytułu umów z klientar	46 764,8	34 094,7	25 776,3	24 719,0	27 624,4	27 331,4	27 822,1	28 064,6
Pożyczki udzielone	6 458,0	46 090,0	52 608,6	58 395,5	52 364,7	54 456,2	55 072,1	53 964,4
Aktywa z tytułu podatku odroc	37 346,2	38 016,0	43 209,1	40 725,6	64 706,5	60 544,2	76 415,6	77 261,6
Aktywa obrotowe	731 357,7	880 515,1	932 919,2	1 248 305,1	1 245 586,4	1 285 996,5	1 362 860,5	1 273 748,9
Zapasy	225 182,5	333 383,5	306 576,3	494 380,0	419 171,5	431 132,3	472 494,8	448 386,7
Należności z tytułu dostaw i usl	252 492,9	217 508,7	251 455,6	280 148,7	276 454,1	273 521,4	278 432,0	280 858,7
Kaucje z tytułu umów z klientar	42 120,1	23 062,1	17 955,7	21 423,1	23 050,7	21 980,2	23 234,3	23 141,5
Aktywa kontraktowe	104 817,9	124 445,2	90 947,7	224 118,9	159 774,3	158 608,4	181 706,3	169 491,0
<i>Należności z tytułu bieżącego pc</i>	16 005,5	2 507,3	887,7	1 092,1	1 780,8	1 821,2	2 145,0	2 203,2
Aktywa z tytułu pochodnych ins	2 088,8	628,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pożyczki udzielone	29 878,3	502,0	1 031,1	4 000,0	1 844,4	2 291,8	2 712,1	2 282,8
Środki pieniężne i ich ekwiwale	56 182,5	178 478,2	264 064,9	223 142,4	363 510,7	396 641,2	402 135,9	347 385,0
Rozliczenia międzyokresowe	2 589,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	956 230,6	1 169 269,5	1 227 323,1	1 572 048,8	1 592 994,6	1 595 523,2	1 682 529,9	1 691 983,9
Kapitał (fundusz) własny	258 506,5	270 062,5	275 742,4	303 995,1	376 669,8	423 906,8	486 477,3	543 962,7
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 powy	60 905,3	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8
Pozostałe kapitały	207 082,8	490,7	-10 119,2	-9 500,0	686,0	818,0	915,0	1 180,0
Zyski zatrzymane , w tym	47 920,6	203 910,9	220 200,7	247 834,3	310 323,0	357 428,0	419 901,4	477 121,8
<i>zysk (strata) z lat ubiegłych</i>	0,0	0,0	0,0	220 200,7	265 261,8	311 344,9	365 623,2	421 372,5
<i>zysk (strata) netto bieżącego ro</i>	0,0	0,0	0,0	27 633,6	45 061,1	46 083,1	54 278,3	55 749,3
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
Zobowiązania i rezerwy	692 574,9	844 139,3	896 587,2	1 153 553,3	1 104 977,2	1 093 255,4	1 112 883,0	1 093 002,2
Zobowiązania długoterminowe	150 023,4	192 034,9	203 988,2	164 793,3	184 162,9	182 209,2	185 480,5	187 097,0
Długoterminowe %	67 952,1	45 510,3	98 558,4	100 000,0	78 005,2	80 518,5	89 270,5	86 948,5
Zobowiązania krótkoterminow	542 551,5	652 104,4	692 599,0	988 759,9	920 814,4	911 046,1	927 402,5	905 905,2
Krótkoterminowe %	51 470,1	45 510,3	74 002,2	98 876,0	92 081,4	91 104,6	92 740,2	90 590,5
Pasywa razem	956 230,7	1 169 269,5	1 227 323,1	1 572 048,8	1 592 994,6	1 595 523,2	1 682 529,9	1 691 983,9

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.


Działania podjęte przez Grupę w III kwartale

- **Powołanie stanowiska Pełnomocnika Zarządu ds. Budownictwa Ekologicznego w Unibep SA**
- **Unidevelopment SA współfinansującym pomnik** W 77 rocznicę Powstania Warszawskiego Unidevelopment SA, spółka deweloperska należąca do Grupy Unibep – działając w porozumieniu z Polskim Związkiem Firm Deweloperskich i stowarzyszonymi z nim firmami oraz Fundacją Pamięci o Bohaterach Powstania Warszawskiego – sfinansowała i zbudowała pomnik kobietom, które wystąpiły przeciwko okupującym Warszawę wojskom niemieckim.
- **Unihouse – promotorem symbiozy natury i technologii** 18 sierpnia 2021 r. w Fabryce Domów Modułowych Unihouse SA w Bielsku Podlaskim miała miejsce oficjalna prezentacja dzieła prof. Leona Tarasewicza, jednego z najwybitniejszych polskich malarzy. Po spotkaniu monumentalny obraz, który powstał w hali produkcyjnej, był pokazywany w dniach 1-24 października 2021 r. w Pawilonie Polskim w czasie Expo 2020 w Dubaju. W konferencji prasowej wzięli udział dziennikarze kilkunastu redakcji.

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 przedsiębiorczych 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 inżyniersko – 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: 24 listopada 2021 roku, 17:00

Pierwsze udostępnienie opracowania: 24 listopada 2021 roku, 17:15

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 w 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 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 Czarniecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,80	Raport Inicjujący	2021-09-07	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,60	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	2021-10-06	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	2021-10-08	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	2021-10-18	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	2021-11-17	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	2021-11-24	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 Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874</p>	<p>Wojciech Białek Analityk</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><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>