

09.05.2023 17:00

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	13,3
Wycena DCF [PLN]	13,2
Wycena porównawcza [PLN]	12,2
Cena rynkowa [PLN]	10,4
Pot.wzrostu/spadku [%]	27,9%
Kapitalizacja [mln PLN]	364,7
Free float [%]	17,6%
Sektor	budownictwo
Kod GPW	UNI
Bloomberg	UNI PW

Analityk:
Artur Wizner

Tel.: +48 (22) 53 95 548

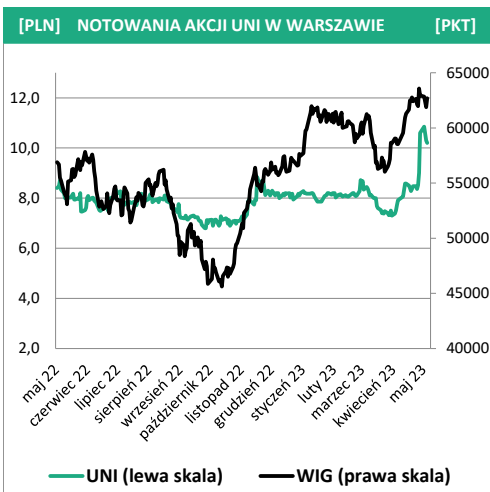
Profil Spółki:

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 Mikołuszkó	25,1
Beata Maria Skowrońska	15,7
OFE Drugi Allianz	9,7
OFE PKO BP Bankowy	9,2
Unibep SA	8,3
Wojciech Jacek Stajkowski	7,1
Bożenna Anna Lachocka	7,1



UNIBEP SA

Raport aktualizujący
W budownictwie króluje niepewność

W obecnym, bardzo trudnym dla sektora budowlanego okresie, wyniki Grupy Unibep uważamy za dobre. W 2022 roku Grupa osiągnęła przychody na 2,3 mld zł (wzrost o 32% r/r), które miały przełożenie na 89 mln zł EBITDA (wzrost 7% r/r) oraz 32 mln zł zysku netto (spadek o 32% r/r). Odnotowany został jednak spadek marż, będący wynikiem wielu czynników, z którymi zmagają się branża budowlana m.in. wzrost cen materiałów, energii, kosztów usług obcych. Uważamy, że w tych warunkach Grupa dobrze sobie radzi zarówno z posiadanym portfelem kontraktów, jak i zdobywaniem kolejnych, przy widocznym na rynku zahamowaniu inwestycji prywatnych. Uważamy, że aktualny backlog przekraczający 3,8 mld zł zapewni Grupie stabilne przychody.

Uważamy, że rok 2023 może być dla branży budowlanej równie wymagający co poprzedni, zakładając m.in. stabilizację cen materiałów i surowców na aktualnym wysokim poziomie, w tym możliwy wzrost cen niektórych materiałów z powodu zawirowań na rynku energii w Europie (beton, cement), mniejszą kontrybucję segmentu deweloperskiego do wyniku, a także „schłodzenie” gospodarki w 2023 roku w wyniku podniesionych stóp procentowych. Zakładamy, że w bieżącym roku wyniki Grupy Unibep mogą być na zbliżonym poziomie do roku poprzedniego, natomiast spodziewamy się ożywienia w branży począwszy od 2024 roku, co w naszej ocenie daje akcjom Grupy Unibep potencjał do dalszego wzrostu, podnosząc cenę docelową z 10 do 13,3 zł na koniec 2023 roku.

Czynniki wzrostu

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

Czynniki ryzyka

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

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	2 258 313,1	2 223 330,3	2 270 136,1	2 315 952,6	2 361 686,3	2 408 058,7
EBITDA	89 333,2	85 176,7	89 387,2	92 643,4	95 841,5	98 480,4
marża EBITDA	4,0%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%
EBIT	63 751,0	58 827,0	62 247,0	64 689,1	67 048,5	68 823,6
Zysk netto	31 861,3	34 086,6	37 229,8	39 598,4	41 890,4	43 713,8
Kapitał własny	302 142,8	339 420,8	363 741,6	389 186,8	415 696,2	443 018,6
Dług	243 004,6	238 661,4	210 533,6	162 366,3	144 195,6	146 050,5
P/E	11,2	10,5	9,6	9,0	8,5	8,2
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	2,8	4,0	3,5	3,7	3,4	3,3
EPS	0,91	0,97	1,06	1,13	1,19	1,25

Źródło: DM Banku BPS S.A., Spółka

Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2022 r.....	5
Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka	9
Wycena	14
Zmiany prognoz finansowych	16
ESG	19
Wykaz stosowanych skrótów.....	21
Informacje i zastrzeżenia prawne	21



Ostatnie wydarzenia

- 28.04.2023 (ESPI RB 40/2023) Zmiany w Zarządzie Unibep S.A. Zarząd Unibep S.A. [Emitent, Spółka] informuje, że w dniu 28 kwietnia 2023 r. Rada Nadzorcza Emitenta, podjęła uchwały w przedmiocie: i) zmiany funkcji Pana Leszka Marka Gołąbieckiego w Zarządzie Spółki VI kadencji z Prezesa Zarządu Spółki na funkcję Wiceprezesa Zarządu Spółki; ii) powołania na stanowisko Prezesa Zarządu Spółki VI kadencji Pana Dariusza Blochera - ze skutkiem od dnia 9 maja 2023 r.
- 27.04.2023 (ESPI RB 38/2023) Wybór oferty Unibep S.A. w przetargu nieograniczonym na realizację zadania pn.: "Zabudowa układu kondensacji spalin za kotłem K1 w Elektrociepłowni Siekierki w Warszawie".
- 26.04.2023 (ESPI RB 37/2023) Zawarcie umowy na dokończenie budowy ambasady Rzeczypospolitej Polskiej w Mińsku na terenie Republiki Białorusi.
- 20.04.2023 (ESPI RB 36/2023) Wybór oferty Konsorcjum z udziałem Unibep S.A. w postępowaniu przetargowym na realizację zadania pn.: "Rozbudowa i przebudowa drogi wojewódzkiej Nr 677 na odcinku Konarzyce - Śniadowo".
- 14.04.2023 (ESPI RB 34/2023) Zawarcie przez spółkę zależną przyrzeczonej umowy sprzedaży inwestycji mieszkaniowej w Poznaniu.
- 12.04.2023 (ESPI RB 33/2023) Zawarcie umowy na realizację zadania pn.: "Przebudowa i rozbudowa ul. Władysława Raginisa do granicy Miasta Białystok - wylot drogi wojewódzkiej Nr 676 w stronę Supraśla"
- 11.04.2023 (ESPI RB 31/2023) Zawarcie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ulicy Henryka I Brodatego w Warszawie.
- 03.04.2023 (ESPI RB 29/2023) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. warunkowej umowy o współpracy w zakresie produkcji modułów na rynek niemiecki.
- 28.03.2023 (ESPI RB 26/2023) Wybór oferty Unibep S.A. w postępowaniu przetargowym na realizację zadania pn.: "Przebudowa i rozbudowa ul. Władysława Raginisa do granicy Miasta Białystok - wylot drogi wojewódzkiej Nr 676 w stronę Supraśla".
- 24.03.2023 (ESPI RB 25/2023) Zawarcie umowy w przedmiocie rozbudowy i przebudowy zakładu produkcji w Radzikowicach w województwie opolskim.
- 15.03.2023 (ESPI RB 24/2023) Zawarcie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ulicy Abrahama w Warszawie.
- 13.03.2023 (ESPI RB 23/2023) Zawarcie umowy na wykonanie zadania pn.: "Rozbudowa drogi powiatowej nr 2524W Lelis - Długi Kąt - Kadzidło na terenie gmin Lelis i Kadzidło".
- 10.03.2023 (ESPI RB 21/2023) Zawarcie warunkowej umowy na realizację inwestycji budowlanej przy ulicy Talarowej w Warszawie.
- 01.03.2023 (ESPI RB 15/2023) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej inwestycji pn. "Arvollveien" na rynku norweskim.
- 16.02.2023 (ESPI RB 13/2023) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej inwestycji pn. "Flüchtlingswohnen Potsdam" na rynku niemieckim.

- 27.01.2023 (ESPI RB 10/2023) Zawarcie umowy na realizację trzeciego etapu inwestycji mieszkaniowej pn. "SOHO" przy ulicy Mińskiej w Warszawie.
- 18.01.2023 (ESPI RB 6/2023) Zawarcie umowy na realizację zadania pn. "Rozbudowa systemu ciepłowniczego Orzysza - budowa kotłowni bazującej na produkcji energii cieplnej ze spalania biomasy".
- 05.01.2023 (ESPI RB 3/2023) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej zadania inwestycyjnego pn.: "Rozbudowa, przebudowa i nadbudowa Szkoły Podstawowej nr 3 w Pruszkowie"
- 20.12.2022 (ESPI RB 70/2022) Zawarcie umowy w przedmiocie budowy instalacji DeNOx w technologii SCR w zakładzie ArcelorMittal Poland S.A. w Zdzeszowicach w województwie opolskim
- 15.12.2022 (ESPI RB 69/2022) Podjęcie decyzji o zamiarze połączenia UNIBEP S.A. z siedzibą w Bielsku Podlaskim i Budrex sp. z o.o. z siedzibą w Białymstoku.
- 15.12.2022 (ESPI RB 67/2022) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej zadania inwestycyjnego pn.: "Budowa budynku przedszkola przy u. Hennela/Silnikowej w Warszawie wraz z zagospodarowaniem terenu i infrastrukturą techniczną".
- 13.12.2022 (ESPI RB 66/2022) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej zadania inwestycyjnego pn. "Budowa żłobka przy ul. Ku Rzece" w Warszawie.
- 30.11.2022 (ESPI RB 64/2022) Zawarcie warunkowej umowy na realizację inwestycji budowlanej przy ulicy Milczańskiej w Poznaniu.
- 29.11.2022 (ESPI RB 63/2022) Zawarcie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ul. Redutowej w Warszawie.
- 04.11.2022 (ESPI RB 61/2022) Zawarcie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ulicy Herbu Oksza w Warszawie.
- 03.11.2022 (ESPI RB 60/2022) Zawarcie umowy na realizację zadania pn. "Wymiana kotła węglowego typu WR - 25 na kocioł biomasowy opalany zrębkami drzewnymi z budową magazynu paliwa i infrastruktury towarzyszącej w Ciepłowni PEC Ełk - dostawa oraz montaż kotła, budowa obiektów na potrzeby kotłowni biomasowej".
- 13.10.2022 (ESPI RB 59/2022) Zawarcie warunkowej umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ul. Lizbońskiej w Warszawie.
- 04.10.2022 (ESPI RB 57/2022) Zawarcie umowy na realizację budynku biurowo - usługowego we Włocławku.
- 26.09.2022 (ESPI RB 56/2022) Zawarcie przez Konsorcjum z udziałem Unibep S.A. umowy na realizację zadania pn. "Budowa magazynu wielobranżowego wraz z infrastrukturą towarzyszącą w Łomży - postępowanie nr 57/RB"

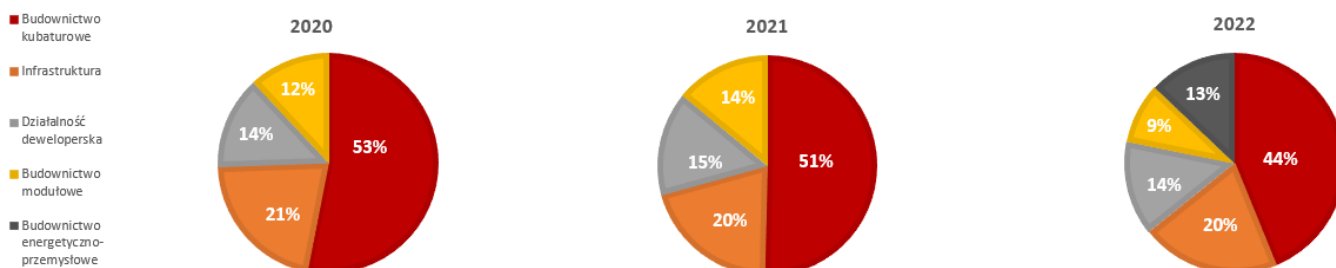
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2022 r.

Rok 2022 było dla Grupy Unibep rekordowy pod względem przychodów (łącznie 2,26 mld zł), do czego w naszej ocenie mocno przyczynił się utworzony w grudniu 2021 segment budownictwa energetyczno-przemysłowego. Duży wzrost przychodów odnotował segment infrastruktura (+29,6% r/r) oraz segment działalności deweloperskiej (+16,8% r/r). Spodziewaliśmy się, że ryzyka z jakimi zmagają się branża w 2022 roku w postaci wyższych cen energii, transportu, materiałów budowlanych oraz presja na wzrost wynagrodzeń wpłyną negatywnie na rentowność realizowanych kontraktów. Łączna marża brutto ze sprzedaży Grupy w 2022 roku wyniosła 6,6% i była o 1,2 p.p. niższa niż przed rokiem, co jednak na tle pozostałych spółek z branży uważamy za dobry wynik. Dwa segmenty odnotowały spadki rentowności (budownictwo kubaturowe i modułowe), natomiast pozostałe wzrosty, co pokazuje że dywersyfikacja przychodów odgrywa kluczową rolę dla spółek z sektora budowlanego i może uodparniać wyniki na wiele czynników ryzyka specyficznych dla danego obszaru. Na wyniki na pozostałych poziomach negatywny wpływ wywarł znaczny wzrost kosztów finansowych (z 12,8 do 23,3 mln zł w 2022 roku), spadek zysków jednostek podporządkowanych (z 5,8 do 0,5 mln zł) oraz wzrost rezerw na oczekiwane straty kredytowe (z 2,6 do 11,2 mln zł). Finalnie wynik netto Grupy wyniósł 31,9 mln zł i był niższy o 32,4% w stosunku do 2021 roku.

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022
Przychody ze sprzedaży	329 575,0	395 038,8	472 790,7	464 569,4	346 885,0	386 587,5	441 570,9	507 294,3	307 459,0	425 725,7	353 200,3	626 005,4	419 066,8	600 298,0	575 882,2	663 064,7
Budownictwo kubaturowe	273 860,0	254 717,7	265 290,5	300 678,8	255 780,0	211 892,3	221 547,0	253 890,3	198 480,0	269 192,0	210 790,0	263 332,9	198 950,0	267 031,9	291 925,1	295 702,8
Infrastruktura	41 562,0	88 882,1	109 104,9	99 408,0	40 864,0	103 289,0	116 229,5	118 567,6	30 779,0	113 374,0	120 799,0	115 301,4	103 191,3	184 089,9	106 303,8	99 379,4
Działalność deweloperska	4 934,0	50 351,4	68 360,7	44 590,5	24 991,0	42 043,4	64 385,8	111 103,7	40 058,0	26 688,9	-5 593,9	224 001,5	76 727,4	113 406,9	68 818,7	74 109,2
Budownictwo modułowe	45 460,0	39 101,3	51 578,3	47 296,2	47 261,0	49 573,9	56 273,9	58 219,2	66 798,0	30 036,9	95 538,2	69 427,1	55 759,7	37 876,7	77 566,6	42 297,2
Budownictwo energetyczno-przemysłowe													16 541,0	37 069,5	75 102,5	183 479,5
Zysk brutto ze sprzedaży	16 494,0	32 758,5	36 625,3	42 303,1	25 010,0	31 995,3	39 832,2	41 893,1	19 969,0	36 442,1	10 510,9	66 742,8	34 511,0	55 220,7	36 360,3	22 162,5
Koszty sprzedaży	1 527,0	2 323,1	1 837,9	2 785,0	2 245,0	2 206,8	2 221,2	8 157,0	2 981,0	2 040,0	3 922,0	5 297,6	3 753,8	6 398,3	4 702,8	5 753,9
Koszty ogólnego zarządu	11 512,0	12 454,3	12 142,9	18 021,7	13 298,0	12 245,8	11 438,2	19 471,7	12 047,0	13 609,7	11 576,3	23 910,2	14 462,8	14 932,7	13 967,5	14 924,9
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	35,0	-10 116,2	-7 691,4	3 089,8	-1 959,0	-4 296,2	-1 039,8	-356,4	144,0	-2 770,5	16 122,5	-10 296,7	2 224,5	-2 709,9	-700,6	-4 421,6
EBITDA	6 860,7	11 747,8	19 194,4	28 979,1	10 233,5	19 097,2	29 982,7	18 974,6	8 458,1	25 281,4	16 731,5	32 967,3	23 320,8	38 840,0	23 469,4	3 702,2
EBIT	3 490,0	7 864,9	14 953,1	24 586,2	7 508,0	13 246,5	25 133,1	13 908,0	5 085,0	18 021,9	11 135,1	27 238,3	17 325,8	32 372,8	16 989,4	-2 937,9
Przychody finansowe	1 608,0	1 085,5	1 257,9	581,0	2 299,0	1 317,1	1 314,1	1 886,8	4 812,0	-1 638,0	1 422,0	2 568,7	5 764,1	5 473,1	5 106,7	-4 122,4
Koszty finansowe	2 844,0	3 947,9	2 441,1	3 245,4	5 716,0	2 927,6	2 676,2	3 173,9	4 945,0	3 700,0	1 030,0	3 096,9	5 575,6	5 395,9	5 140,5	7 211,1
Udział w zyskach (stratach) jednostek podp.	430,0	3 205,1	4 399,8	-896,9	-154,0	-633,2	4 714,2	11 614,7	7 272,0	-7 519,2	5 824,2	248,0	1 177,5	-118,0	-1,6	-557,6
Oczekiwane straty kredytowe													254,9	2 327,1	2 940,9	5 241,4
													680,0	2 386,2	2 940,9	5 241,4
Zysk brutto	2 684,0	8 207,5	18 169,8	21 024,8	3 936,0	11 002,8	28 485,2	24 235,6	12 224,0	5 164,7	17 606,3	24 631,1	18 012,0	29 945,8	14 013,2	-20 070,3
Zysk netto za okres	2 037,0	5 016,4	13 306,5	20 938,4	3 313,0	7 061,1	20 182,5	19 652,0	10 278,0	2 869,2	12 017,8	22 478,1	15 026,9	23 346,2	11 159,9	-17 672,0
Marża brutto na sprzedaży	5,0%	8,3%	7,7%	9,1%	7,2%	8,3%	9,0%	8,3%	6,5%	8,6%	3,0%	10,7%	8,2%	9,2%	6,3%	3,3%
Marża EBITDA	2,1%	3,0%	4,1%	6,2%	3,0%	4,9%	6,8%	3,7%	2,8%	5,9%	4,7%	5,3%	5,6%	6,5%	4,1%	0,6%
Marża netto	0,6%	1,3%	2,8%	4,5%	1,0%	1,8%	4,6%	3,9%	3,3%	0,7%	3,4%	3,6%	3,6%	3,9%	1,9%	-2,7%

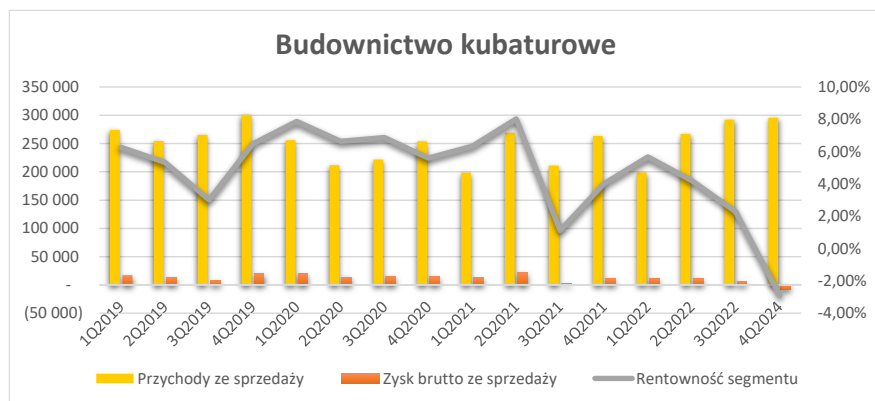
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Struktura przychodów wg segmentów

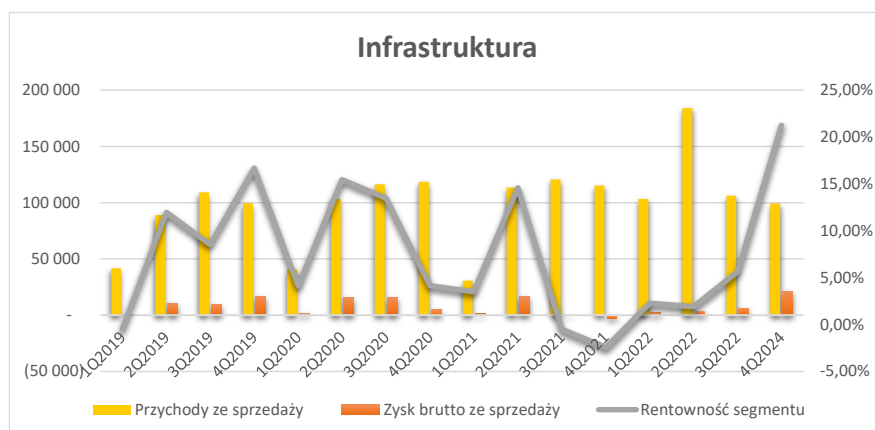


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

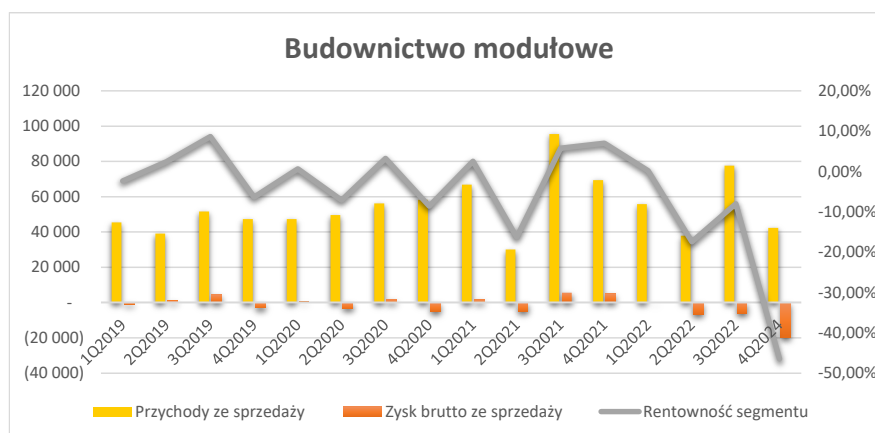
Grupa posiada zdywersyfikowaną oraz stabilną strukturę przychodów. W 2022 roku w dalszym ciągu dominującą rolę odgrywały przychody z segmentu Budownictwo kubaturowe (44%), choć udział tego segmentu w strukturze przychodów maleje na rzecz innych segmentów w porównaniu do analogicznych okresów 2020 oraz 2021 roku. Nowy segment budownictwa energetyczno-przemysłowego w 2022 roku osiągnął udział na poziomie 13% przychodów Grupy. Na poniższych wykresach zaprezentowano przychody segmentów w ujęciu kwartalnym (w tys. zł) oraz rentowność.



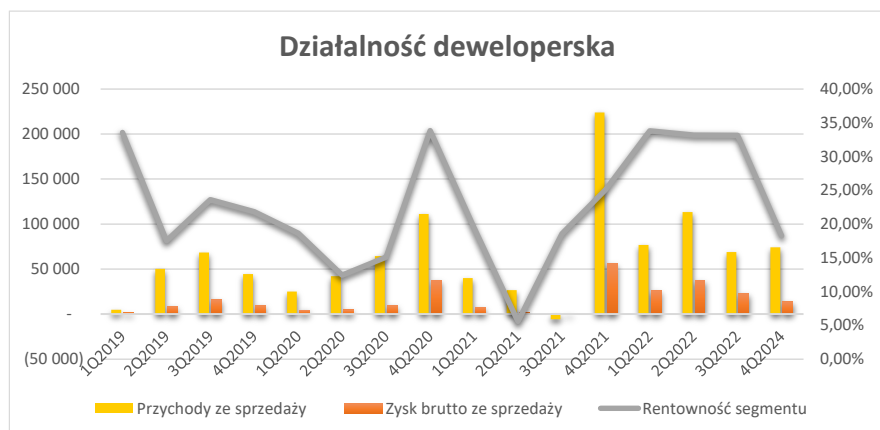
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



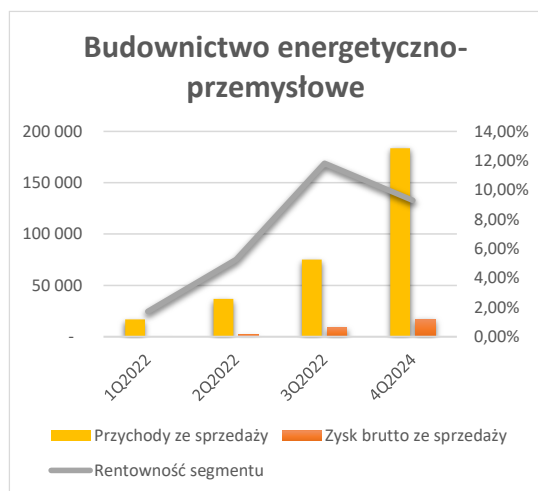
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

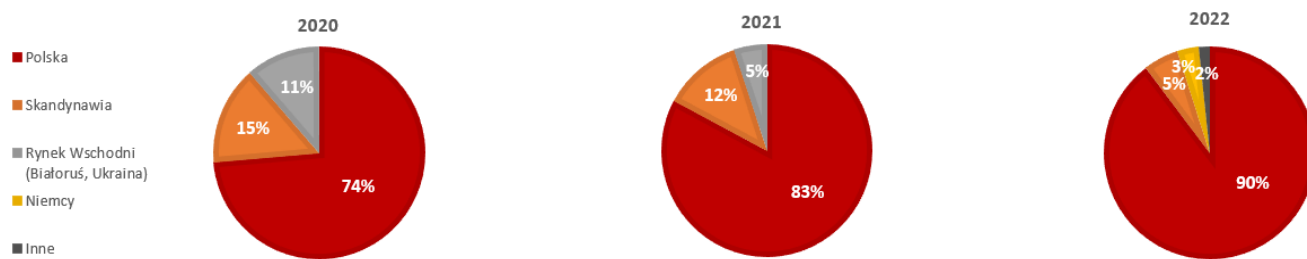


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

Struktura przychodów wg regionu

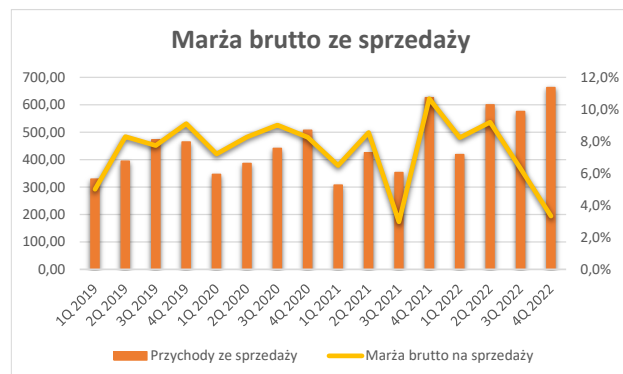
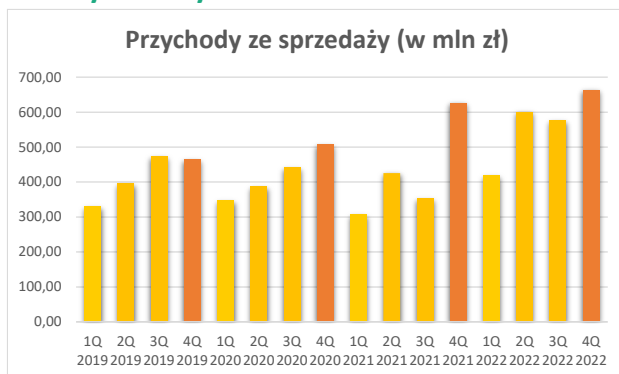


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

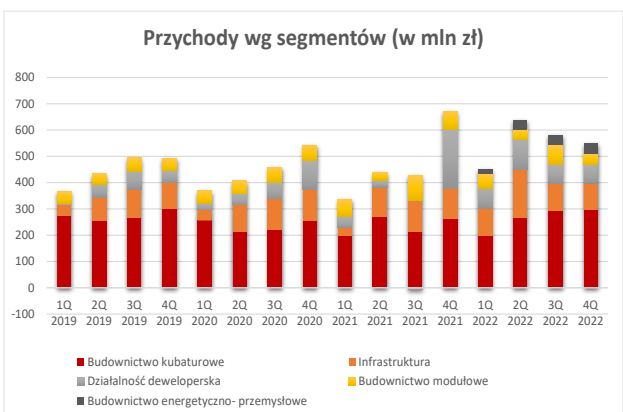
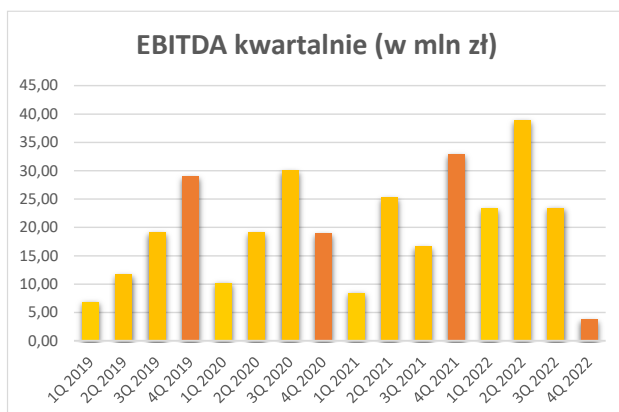
W strukturze geograficznej przychody w 2022 roku zostały zdominowane przez udział polski (90%). W poprzednich latach istotny udział w przychodach miały kraje skandynawskie (głównie Norwegia), w których Unibep realizuje projekty w segmencie budownictwa modułowego, a także rynki wschodnie (Białoruś i Ukraina), na których Unibep realizował projekty w segmencie budownictwa kubaturowego. Od rozpoczęcia wojny na Ukrainie, działalność w tym kraju nie jest prowadzona i na chwilę obecną trudno jest określić, kiedy będzie możliwy powrót na ten rynek. Z rynku białoruskiego Grupa całkiem się wycofała

i nie planuje powrotu. W najbliższym okresie, największe szanse na wzrost udziału w strukturze geograficznej posiada rynek niemiecki, na którym Grupa zawarła w pierwszym półroczu 2022 duży kontrakt na budowę domów seniora. Zmiany dotyczące kierunków ekspansji zagranicznej należy uznać za pozytywne, również w kontekście nastawienia na rozwój w segmencie budownictwa modułowego. Ryzykiem dla rentowności na realizowanych kontraktach w tym segmencie poza wzrostem cen drewna, materiałów ociepleniowych oraz frachtu (Skandynawia) jest zachowanie się kursów walut.

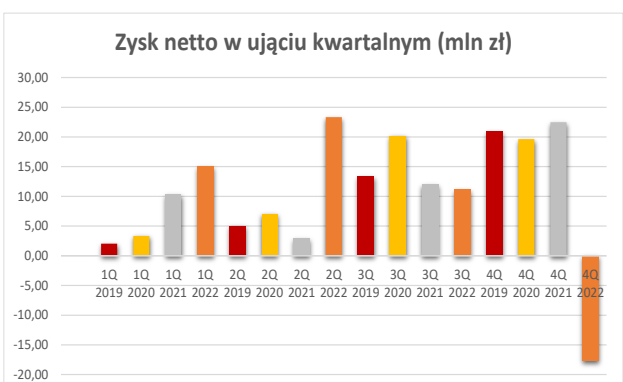
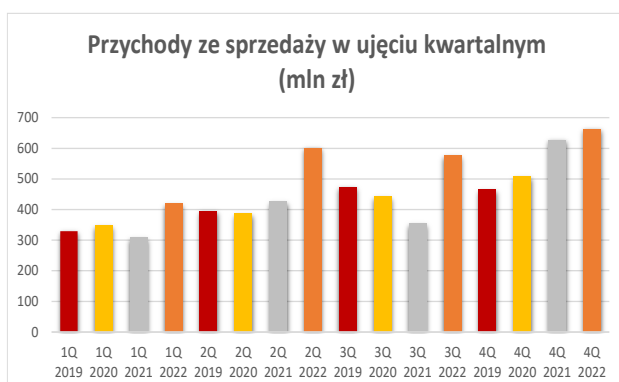
Historyczne wyniki finansowe



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

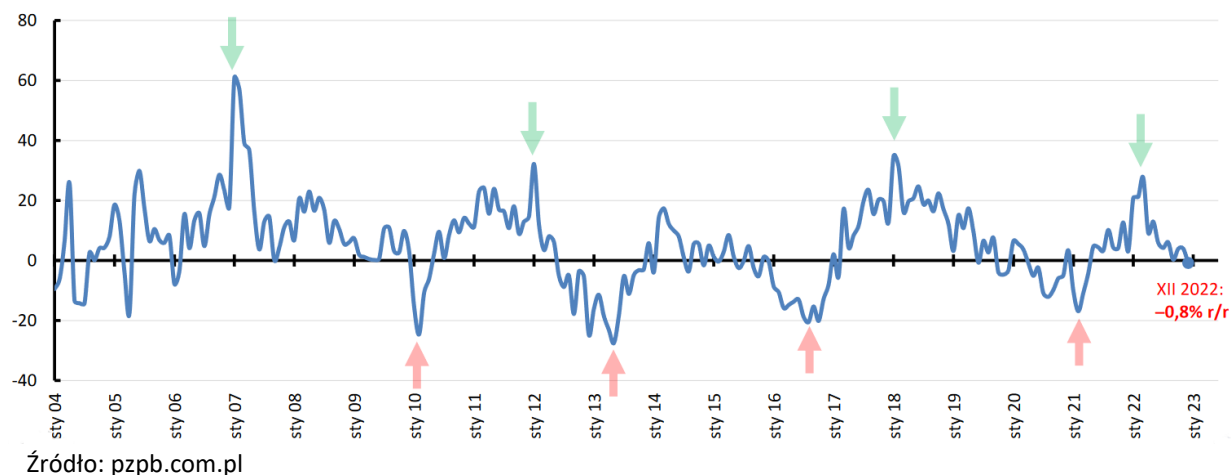


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

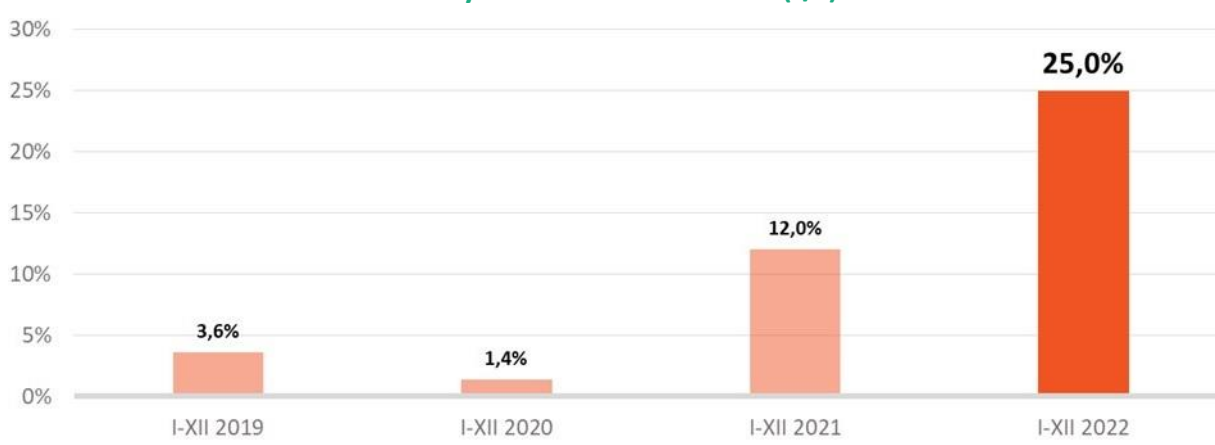
Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka

Branża budowlana w ostatnich latach utrzymywała się w trendzie wzrostowym napędzanym przez dobrą koniunkturę gospodarczą i duże programy infrastrukturalne finansowane ze środków unijnych. Dodatkowo utrzymujące się w poprzednich latach niskie stopy procentowe pozytywnie wpływały na rozwój budownictwa mieszkalnego oraz komercyjnego w Polsce. Sytuacja na rynku diametralnie się zmieniła na początku roku 2022, wraz z wybuchem wojny w Ukrainie i rosnącymi od końca 2021 stopami procentowymi. W 2022 roku koniunktura w budownictwie zdecydowanie spowolniła względem poprzednich lat, do czego poza wzrostem kosztów finansowych przyczyniły się gwałtownie rosnące ceny materiałów, surowców oraz paliw, a także zmiany na rynku pracy, związane z odpływem pracowników z Ukrainy. W tym niezbyt korzystnym otoczeniu, wyniki osiągnięte przez Grupę Unibep uważamy za dobre. Grupa posiada zdywersyfikowane źródła przychodów, które w różny sposób odczuły zmieniające się warunki rynkowe.

Dynamika produkcji budowlano-montażowej GUS [% r/r] (styczeń 2004–grudzień 2022)



Zmiana cen materiałów budowlanych w latach 2019-2022 (r/r)



Źródło: pzpb.com.pl

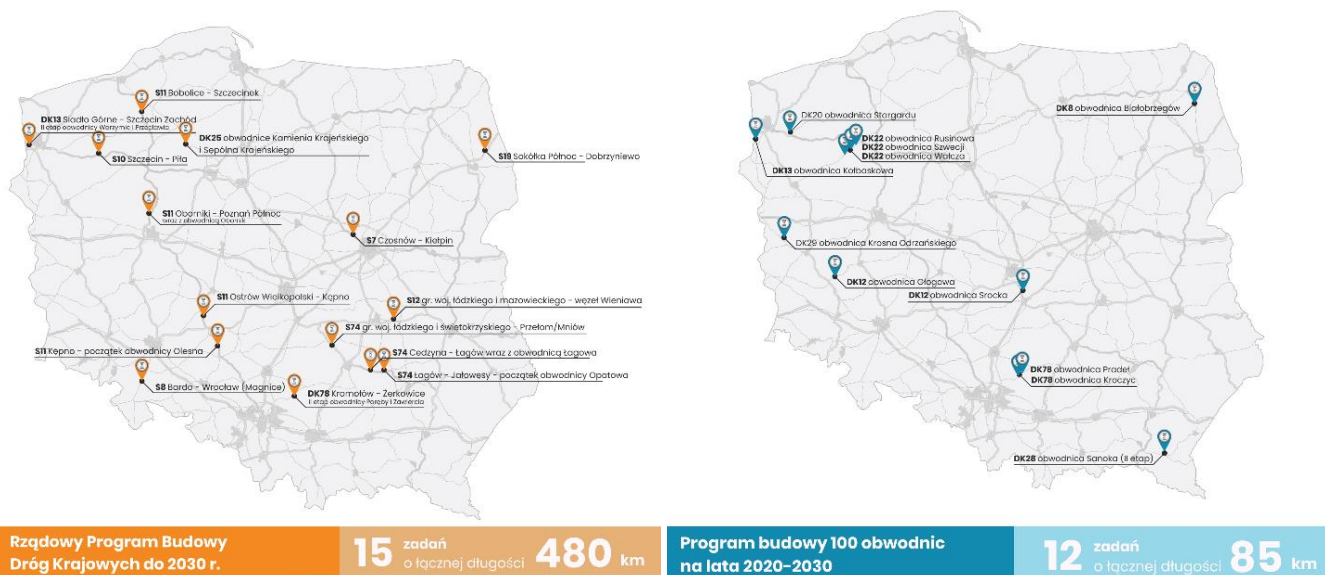
W drugiej połowie 2022 roku sektor budownictwa zaczął odczuwać negatywne konsekwencje hamowania gospodarki. Z powodu wysokich kosztów wykonawstwa, rosnących kosztów finansowania, zaostżenia kryteriów udzielania kredytów oraz niesprzyjającego otoczenia makroekonomicznego i geopolitycznego

wielu inwestorów zaczęło wstrzymywać się z uruchamianiem nowych projektów inwestycyjnych w segmencie prywatnym. Spadek inwestycji jest najbardziej widoczny na rynku mieszkaniowym, który stanowi około 20% całego rynku budowlanego. W 2022 r. deweloperzy i inwestorzy indywidualni rozpoczęli budowę ok. 20-30% mniej mieszkań niż przed rokiem. Osłabienie popytu na mieszkania najprawdopodobniej utrwali stagnację w segmencie budownictwa mieszkaniowego również w bieżącym roku.

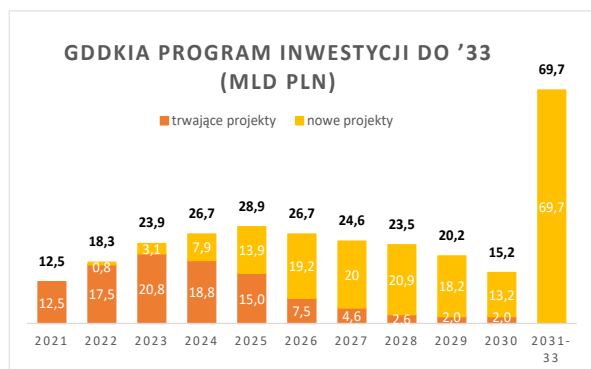
Z perspektywy dużych firm wykonawczych, kluczowy jest segment publiczny, który odpowiada za około połowę krajowej produkcji budowlanej. Ten jednak znajduje się obecnie w zawieszeniu w oczekiwaniu na środki UE, bez których nie rozpoczną się duże projekty infrastrukturalne w segmencie kolejowym i energetycznym, choć w tym drugim przypadku wiele inwestycji może być jednak inicjowanych przez spółki z udziałem Skarbu Państwa. Bez funduszy unijnych nie zostanie również wygenerowany kolejny impuls inwestycyjny w samorządach, w których inwestycje od połowy 2021 r. są stymulowane przez środki krajowe w ramach programów rządowych. Napływu nowych środków z budżetu UE na lata 2021-2027 można spodziewać się dopiero w 2024 r. Fundusze z KPO, które w latach 2022-2023 miały wypełnić lukę w finansowaniu unijnym, pozostają przedmiotem politycznego sporu polskiego rządu z instytucjami UE i ciągle ich napływ pozostaje niepewny. Pewnym wyjściem z tej sytuacji jest plan prefinansowania wybranych inwestycji w ramach KPO przez PFR przy założeniu, że środki unijne trafią ostatecznie do Polski. Fundusze wygospodarowane przez PFR nie są jednak w stanie w pełni zastąpić przyznanych Polsce funduszy unijnych.

Pewnym wsparciem dla polskiego rynku budowlanego w 2023 roku powinny pozostać duże inwestycje drogowe, które są finansowane głównie z środków krajowych za pośrednictwem Krajowego Funduszu Drogowego. W bieżącym roku GDDKiA planuje ogłosić przetargi na realizację nowych inwestycji o wartości ok. 29 mld zł, na które ma już zapewnione finansowanie.

Planowane inwestycje GDDKiA w 2023 roku.



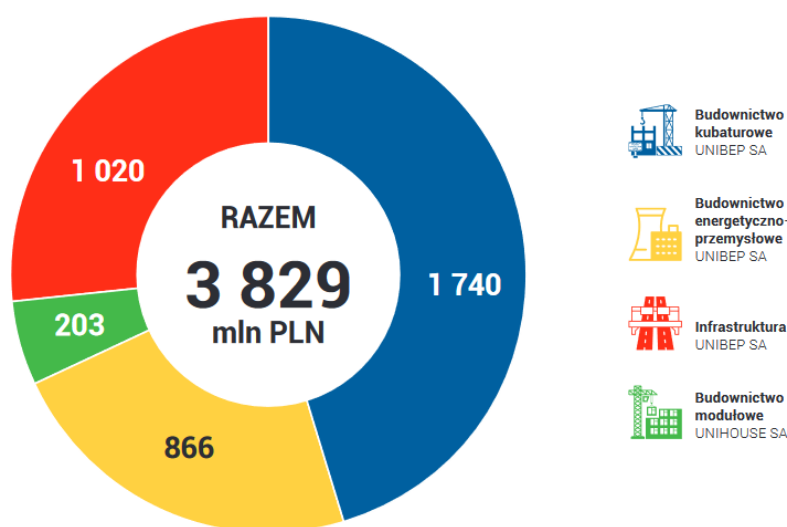
Źródło: GDDKiA



Źródło: opracowanie DM Banku BPS, GDDKiA

Łączny portfel realizowanych zamówień Grupy Unibep SA

PORTFEL ZLECENI DO REALIZACJI W OKRESIE OD IVQ2022 DO KOŃCA ROKU I NA LATA KOLEJNE



Źródło: Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy UNIBEP w 2022 roku

Podsumowując, rok 2022 był dla spółek z branży budowlanej dużym wyzwaniem. Osiągnięte wyniki są dla inwestorów niezwykle istotne, aby ocenić jak spółki sobie radzą w środowisku rosnących cen materiałów budowlanych, surowców, presji na wzrost wynagrodzeń oraz wyższych stóp procentowych, które wpływają nie tylko na koszty finansowe, ale również na decyzje inwestycyjne potencjalnych zleceniodawców. W naszej ocenie wyniki osiągnięte przez Unibep są dobre, a perspektywy dla Grupy nie uległy znaczącemu pogorszeniu. Zbudowany został solidny portfel kontraktów, który naszym zdaniem powinien zapewnić Grupie przychody co najmniej na dotychczasowym poziomie. Uważamy, że rok 2023 może być dla branży budowlanej równie wymagający, co poprzedni, zakładając m.in. stabilizację cen materiałów i surowców na aktualnym wysokim poziomie, w tym możliwy wzrost cen niektórych materiałów z powodu zawirowań na rynku energii w Europie (beton, cement), mniejszą kontrybucja segmentu deweloperskiego do wyniku, a także „schłodzenie” gospodarki w 2023 roku w wyniku podniesionych stóp procentowych. Zakładamy, że w bieżącym roku wyniki Grupy Unibep mogą być na zbliżonym poziomie do roku poprzedniego, natomiast spodziewamy się ożywienia w branży począwszy od 2024 roku co, w naszej ocenie, daje akcjom Grupy Unibep potencjał do dalszego wzrostu.

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z działaniami wojennymi na Ukrainie

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

Ryzyko stóp procentowych

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

Ryzyko związane z sytuacją polityczną na rynkach wschodnich

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

Ryzyko związane ze zmiennością popytu

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

Niekorzystny trend na rynkach cen materiałów i usług

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

Brak siły roboczej

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

Presja płacowa

Według ostatniej opublikowanej przez NBP centralnej ścieżki projekcji z marca inflacja wyniesie 11,9% r/r w 2023 r. oraz 5,7% w 2024 r. i 3,5% w 2025 wobec wzrostu o 14,4% w 2022 r. Jeśli te prognozy się sprawdzą, może to wywoływać dalszą presję wzrost wynagrodzeń oraz na wyniki Grupy.

Wzrost należności

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

Ryzyko kursowe

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

Spowolnienie gospodarcze

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

Wycena

Do wyceny Unibepu wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży budowlanej i deweloperskiej. Średnia wycena na dzień 9.05 oszacowana została na poziomie 12,7 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Unibep na 13,2 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 12,2 zł. Metodzie porównawczej oraz DCF przyznaliśmy równą wagę 50%.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	12,2
Wycena DCF	50%	13,2
Cena wynikowa		12,7
Cena docelowa na koniec roku 2023		13,3

Źródło: DM Banku BPS

Wycena porównawcza

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

	Kurs [PLN]	Kapitalizacja mln PLN	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
MIRBUD SA	8,30	761,5	5,3	5,8	5,5	0,9	0,9	0,8	4,4	5,0	4,9
ERBUD SA	44,90	543,1	11,2	10,6	9,6	0,7	0,7	0,7	5,2	5,8	5,6
BUDIMEX	361,00	9 216,4	15,6	15,3	14,9	6,5	6,2	5,8	7,7	7,2	6,9
DEVELIA SA	3,50	1 564,2	9,0	13,2	10,9	1,1	1,1	1,0	9,0	11,8	9,7
DOM DEVELOPMENT SA	141,20	3 614,5	8,9	9,0	8,7	2,4	2,2	2,0	7,3	7,3	7,3
ECHO INVESTMENT S.A.	3,97	1 638,4	8,1	5,9	4,7	0,9	0,9	0,8	14,7	20,5	15,0
Mediana	-	-	8,9	9,8	9,1	1,0	1,0	0,9	7,5	7,3	7,1
UNIBEP	10,40	364,7	10,7	9,8	9,2	1,1	1,0	0,9	4,7	4,5	4,3
premia (dyskonto)			0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
Implikowana wycena	-	427,8	304,4	365,4	362,0	343,3	349,7	357,4	579,1	590,0	598,5
Wycena 1 akcji (PLN)			12,20								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 5,79% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), spadek o 0,5 pp r/r począwszy od 2024 roku (poprzednio 6,115%)
- podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, spadek o 0,5 pp r/r począwszy od 2024 roku
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,538 (obliczony na podstawie dwuletniego okresu stóp zwrotu akcji UNIBEP i indeksu WIG, dzienne szeregi czasowe, poprzednio: 0,645)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,4% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,5% (bez zmian)
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto na dzień wyceny

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	2 258 313,1	2 223 330,3	2 270 136,1	2 315 952,6	2 361 686,3	2 408 058,7	2 420 099,0
EBITDA	89 333,2	85 176,7	89 387,2	92 643,4	95 841,5	98 480,4	98 824,5
EBIT	63 751,0	58 827,0	62 247,0	64 689,1	67 048,5	68 823,6	69 167,7
Stopa podatkowa	24%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
NOPLAT	48 475,4	45 885,1	48 552,7	50 457,5	52 297,8	53 682,4	53 950,8
Amortyzacja	25 582,2	26 349,7	27 140,2	27 954,4	28 793,0	29 656,8	29 656,8
CAPEX	36 166,1	39 012,1	39 142,0	40 771,9	40 599,7	42 151,6	42 151,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	-52 260,9	55 942,6	-19 473,0	41 128,6	-8 822,7	4 163,0	4 163,0
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	90 152,4	-22 719,9	56 023,9	-3 488,7	49 313,8	37 024,6	37 293,1
Współczynnik dyskontujący		0,95	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67
DFCF		-21 626,0	49 418,9	-2 864,0	37 826,0	26 634,2	25 159,5
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		608 511,3					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		410 528,4					
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej w EV		82,1%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		499 917,5					
EV/EBITDA ('23) dla wyceny DCF		5,9					
Dług netto na 09.05.2023		37 098,4					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		462 819,2					
Liczba akcji [w tys.]		35 070,6					
Cena jednej akcji [PLN]		13,2					
Przychody zmiana r/r		-1,5%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-7,7%	5,8%	3,9%	3,6%	2,6%	0,5%
FCF zmiana r/r		-125,2%	-346,6%	-106,2%	-1513,5%	-24,9%	0,7%
Marża EBITDA		3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT		2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%
Marża NOPLAT		2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX/Przychody		1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%
CAPEX/Amortyzacja		148,1%	144,2%	145,9%	141,0%	142,1%	142,1%
Zmiana kapitału obrotowego		55 942,62	-19 472,96	41 128,57	-8 822,70	4 162,96	4 162,96

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

Kalkulacja WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5,79%	5,79%	5,29%	4,79%	4,29%	4,29%
Premia za ryzyko	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Beta	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
Beta (zlewarowana)	0,84	0,78	0,72	0,69	0,68	0,68
Koszt kapitału własnego	12,0%	11,6%	10,6%	9,9%	9,3%	9,3%
Udział kapitału własnego	19,0%	20,1%	21,5%	22,6%	23,4%	23,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,0%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	81,0%	79,9%	78,5%	77,4%	76,6%	76,6%
WACC	7,93%	7,91%	7,45%	7,03%	6,63%	6,63%

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	1,00%	12,1	12,2	12,4	12,6	12,8	13,0	13,2	13,4	13,6
	0,75%	12,1	12,3	12,5	12,7	12,9	13,1	13,3	13,5	13,7
	0,50%	12,2	12,4	12,6	12,8	13,0	13,2	13,4	13,6	13,9
	0,25%	12,3	12,5	12,7	12,9	13,1	13,3	13,5	13,7	14,0
	0,00%	12,4	12,6	12,8	13,0	13,2	13,4	13,6	13,9	14,1
	-0,25%	12,5	12,7	12,9	13,1	13,3	13,5	13,7	14,0	14,2
	-0,50%	12,6	12,8	13,0	13,2	13,4	13,6	13,8	14,1	14,3
	-0,75%	12,7	12,9	13,1	13,3	13,5	13,7	14,0	14,2	14,4
	-1,00%	12,8	13,0	13,2	13,4	13,6	13,8	14,1	14,3	14,6

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Zmiany prognoz finansowych

Zmiana prognoz

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 20.09.2022 [tys. zł.]

	2023P			2024P			2025P		
	stara	nowa	%	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	2 017 289,8	2 223 330,3	10,2%	2 045 312,9	2 270 136,1	11,0%	2 071 049,3	2 315 952,6	11,8%
Koszt własny sprzedaży	-1 884 882,2	-2 077 714,8	10,2%	-1 909 084,3	-2 119 005,2	11,0%	-1 928 668,3	-2 157 001,9	11,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	132 407,6	145 615,5	10,0%	136 228,6	151 130,9	10,9%	142 380,9	158 950,7	11,6%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-63 025,0	-57 848,7	-8,2%	-68 211,7	-62 341,5	-8,6%	-70 592,0	-63 848,2	-9,6%
Zysk (strata) na sprzedaży	69 382,6	87 766,8	26,5%	68 016,9	88 789,4	30,5%	71 788,9	95 102,5	32,5%
EBITDA	68 844,7	85 176,7	23,7%	72 716,8	89 387,2	22,9%	75 926,5	92 643,4	22,0%
EBIT	45 574,8	58 827,0	29,1%	47 818,0	62 247,0	30,2%	49 284,8	64 689,1	31,3%
Zysk (strata) brutto	40 476,2	43 700,8	8,0%	43 522,5	47 730,5	9,7%	45 782,3	50 767,2	10,9%
Zysk (strata) netto	31 976,2	34 086,6	6,6%	34 382,8	37 229,8	8,3%	36 168,0	39 598,4	9,5%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	6,5%		6,7%	6,7%		6,9%	6,9%	
Marża EBITDA	3,4%	3,8%		3,6%	3,9%		3,7%	4,0%	
Marża EBIT	2,3%	2,6%		2,3%	2,7%		2,4%	2,8%	
Marża netto	1,6%	1,5%		1,7%	1,6%		1,7%	1,7%	

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

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	1 682 336,7	1 712 390,4	2 258 313,1	2 223 330,3	2 270 136,1	2 315 952,6	2 361 686,3	2 408 058,7
Budownictwo kubaturowe	943 109,6	941 794,9	1 053 610,2	952 800,1	942 048,4	931 474,6	920 874,1	910 083,2
Infrastruktura	378 950,2	380 253,4	492 964,8	394 779,0	403 691,5	409 772,6	413 399,2	414 805,1
Działalność deweloperska	242 523,9	285 154,5	333 062,2	303 772,8	313 881,1	322 738,8	330 621,8	337 723,5
Budownictwo modułowe	211 328,0	261 800,1	213 500,4	228 567,2	232 762,6	236 439,0	239 710,8	242 658,4
Budownictwo energetyczno-przemysłowe*			312 192,1	343 411,3	377 752,4	415 527,6	457 080,4	502 788,4
Koszt własny sprzedaży	1 543 609,0	1 578 725,5	2 110 058,1	2 077 714,8	2 119 005,2	2 157 001,9	2 197 205,2	2 237 925,1
Budownictwo kubaturowe	879 482,0	894 696,5	1 032 922,7	924 216,1	913 786,9	903 530,3	893 247,9	882 780,7
Infrastruktura	340 729,0	366 020,4	459 952,1	386 883,4	395 617,7	401 577,1	405 131,3	406 509,0
Działalność deweloperska	185 325,0	220 631,5	233 145,5	227 829,6	235 410,9	242 054,1	247 966,3	253 292,7
Budownictwo modułowe	217 728,0	254 609,6	245 835,6	226 281,5	230 435,0	231 710,2	234 916,6	237 805,2
Budownictwo energetyczno-przemysłowe*			284 023,4	312 504,2	343 754,7	378 130,1	415 943,1	457 537,5
Zysk brutto ze sprzedaży	138 727,7	133 664,9	148 255,0	145 615,5	151 130,9	158 950,7	164 481,1	170 133,6
Koszty sprzedaży	14 830,0	14 240,8	20 609,3	22 233,3	22 701,4	23 159,5	23 616,9	24 080,6
Koszty ogólnego zarządu	56 453,7	61 143,3	58 287,5	61 201,9	64 262,0	67 475,1	70 848,9	74 391,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-7 651,4	3 198,9	-5 607,2	-3 353,2	-1 920,5	-3 627,0	-2 966,9	-2 838,1
Zysk na działalności operacyjnej	59 792,6	61 479,7	63 751,0	58 827,0	62 247,0	64 689,1	67 048,5	68 823,6
Przychody finansowe	6 817,0	7 164,7	12 222,0	12 466,5	12 715,8	12 970,1	13 229,5	13 494,1
Koszty finansowe	14 493,7	12 771,7	23 323,6	22 857,1	22 400,0	21 952,0	21 512,9	21 082,7
Udział w zyskach (stratach) jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własnych	15 541,7	5 825,1	500,6	1 934,4	1 978,1	2 007,9	2 025,7	2 032,5
Oczekiwane straty kredytowe	13 054,0	2 582,3	11 248,5	6 670,0	6 810,4	6 947,9	7 085,1	7 224,2
Zysk brutto	54 603,6	59 115,4	41 901,5	43 700,8	47 730,5	50 767,2	53 705,6	56 043,4
Podatek dochodowy	17 451,0	11 982,7	10 040,2	9 614,2	10 500,7	11 168,8	11 815,2	12 329,5
ZN z działalności kontynuowanej	37 152,6	47 132,7	31 861,3	34 086,6	37 229,8	39 598,4	41 890,4	43 713,8
Zysk netto za okres	37 152,6	47 132,7	31 861,3	34 086,6	37 229,8	39 598,4	41 890,4	43 713,8

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]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF Operacyjny	121 306,5	-3 012,0	-4 224,3	149 558,1	65 908,8	134 115,8	64 215,3	74 999,4
CF Inwestycyjny	-7 341,4	-11 153,0	-57 271,8	-22 417,2	-34 405,4	-43 695,8	-14 075,6	-17 577,7
CF Finansowy	-28 429,3	21 685,0	-72 050,7	-44 735,6	-88 152,8	-108 573,5	-79 008,4	-59 466,7
Przepływy pieniężne netto	85 535,9	7 519,0	-133 546,7	82 405,3	-56 649,4	-18 153,5	-28 868,6	-2 045,0
Środki pieniężne na początek okresu	178 477,8	264 064,6	271 583,6	138 036,9	220 442,2	163 792,8	145 639,3	116 770,6
Środki pieniężne na koniec okresu	264 064,6	271 583,6	138 036,9	220 442,2	163 792,8	145 639,3	116 770,6	114 725,6

Źródło: DM Banku BPS S.A., Spółka

Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	294 403,9	330 591,0	401 088,2	408 596,1	437 221,5	465 964,2	488 748,5	516 796,8
Środki trwałe razem	128 406,7	141 194,0	152 303,7	164 488,0	176 002,2	188 322,3	199 621,7	211 599,0
Wartości niematerialne i prawne	24 566,1	24 430,0	23 904,2	24 382,2	24 869,9	25 367,3	25 874,6	26 392,1
Nieruchomość inwestycyjna	3 903,1	24 930,0	63 586,6	64 858,4	66 155,5	67 478,7	68 828,2	70 204,8
Należności długoterminowe	4 713,1	7 077,0	8 162,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w jednostki wyceniane mpw	11 221,0	4 708,0	0,0	5 309,7	3 339,2	2 883,0	3 844,0	3 355,4
Kaucje z tytułu umów z klientami	25 776,3	21 126,0	14 837,2	24 456,6	24 971,5	25 475,5	25 978,5	26 488,6
Pożyczki udzielone	52 608,6	62 271,0	79 231,1	86 361,9	94 134,5	102 606,6	111 841,2	121 906,9
Aktywa z tytułu poch. instrumentów fin.	0,0	168,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	43 209,1	44 689,0	59 063,3	38 739,3	47 748,7	53 830,9	52 760,3	56 849,0
Aktywa obrotowe	932 919,2	1 197 745,0	1 412 114,5	1 378 714,5	1 374 319,0	1 343 639,9	1 353 702,8	1 378 160,5
Zapasy	306 576,3	406 648,0	543 540,1	489 132,7	522 131,3	486 350,0	519 571,0	529 772,9
Należności z tytułu dostaw i usług	251 455,6	245 758,0	384 515,4	343 320,9	354 293,7	371 132,3	370 576,1	379 854,6
Kaucje z tytułu umów z klientami	17 955,7	19 327,0	22 300,0	23 592,7	24 042,7	23 990,9	24 845,9	25 260,8
Aktywa kontraktowe	90 947,7	233 824,0	301 259,5	296 592,7	302 836,6	308 948,6	315 049,5	321 235,5
<i>Należności z tytułu bież. podatku doch.</i>	887,7	14 410,0	12 938,6	443,2	645,5	913,2	745,7	848,1
Aktywa z tytułu poch. instrumentów fin.	0,0	7,0	1 382,8	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Pożyczki udzielone	1 031,1	6 309,0	8 230,1	5 190,1	6 576,4	6 665,5	6 144,0	6 462,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	264 064,9	271 461,0	137 948,2	220 442,2	163 792,8	145 639,3	116 770,6	114 725,6
Aktywa razem	1 227 323,1	1 528 336,0	1 813 202,7	1 787 310,6	1 811 540,5	1 809 604,0	1 842 451,3	1 894 957,3
Kapitał (fundusz) własny	275 742,4	308 545,8	302 142,8	339 420,8	363 741,6	389 186,8	415 696,2	443 018,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1
Kapitał ze sprzedaży akcji powyżej nom.	62 153,8	62 153,8	63 893,8	63 893,8	63 893,8	63 893,8	63 893,8	63 893,8
Pozostałe kapitały	-10 119,2	-1 290,0	4 444,0	818,0	915,0	1 180,0	1 180,0	1 180,0
Zyski zatrzymane, w tym	220 200,7	244 175,0	230 298,0	271 202,0	295 425,8	320 606,0	347 115,4	374 437,8
<i>zysk (strata) z lat ubiegłych</i>	0,0	220 200,7	230 298,0	250 750,0	273 087,9	296 846,9	321 981,2	348 209,5
<i>zysk (strata) netto bieżącego roku</i>	0,0	0,0	0,0	20 452,0	22 337,9	23 759,0	25 134,2	26 228,3
Udziały niesprawujące kontroli	54 993,5	68 467,0	81 811,4	75 139,2	78 475,3	76 807,2	77 641,3	77 224,3
Zobowiązania i rezerwy	896 587,2	1 151 323,0	1 429 248,5	1 372 750,7	1 369 323,7	1 343 610,0	1 349 113,9	1 374 714,5
Zobowiązania długoterminowe	203 988,2	257 940,0	297 977,1	298 691,3	271 827,3	224 897,0	207 961,2	211 068,1
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	815,0	2 009,0	12 179,1	11 116,7	11 350,7	11 579,8	11 808,4	12 040,3
Kaucje z tyt. umów z klientami	54 230,0	51 623,0	46 714,4	66 699,9	68 104,1	69 478,6	70 850,6	72 241,8
Długoterminowe %	98 558,4	144 580,0	169 728,2	149 728,2	119 728,2	69 728,2	49 728,2	49 728,2
Rezerwy	50 385,0	59 727,0	69 355,4	71 146,6	72 644,4	74 110,5	75 574,0	77 057,9
Zobowiązania krótkoterminowe	692 599,0	893 383,0	1 131 271,3	1 074 059,4	1 097 496,4	1 118 713,0	1 141 152,7	1 163 646,4
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	261 273,0	269 506,0	415 310,6	333 499,5	340 520,4	347 392,9	354 253,0	361 208,8
Zobowiązania kontraktowe	152 491,0	295 417,0	322 985,2	355 732,8	363 221,8	370 552,4	377 869,8	385 289,4
Kaucje z tyt. umów z klientami	49 462,0	47 561,0	66 018,4	63 364,9	64 698,9	66 004,6	67 308,1	68 629,7
Krótkoterminowe %	74 002,2	94 492,0	73 276,4	88 933,2	90 805,4	92 638,1	94 467,5	96 322,3
Rezerwy	149 491,0	175 862,0	244 411,9	222 333,0	227 013,6	231 595,3	236 168,6	240 805,9
Zob. z tyt. bieżącego podatku doch.	5 879,0	10 546,0	9 268,8	10 195,8	11 236,3	10 529,7	11 085,8	11 390,3
Pasywa razem	1 227 323,1	1 528 336,0	1 813 202,7	1 787 310,6	1 811 540,5	1 809 604,0	1 842 451,3	1 894 957,3

Źródło: DM Banku BPS S.A., Spółka


ESG

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

Environment

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

Social

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

Governance

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

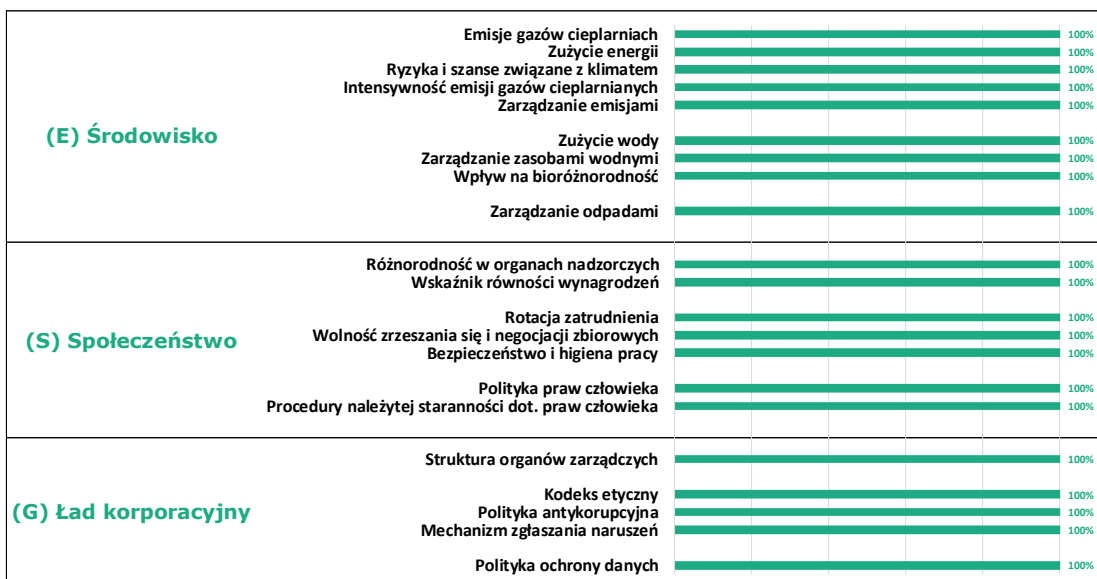


Grupa Unibep sporządza Raport Zrównoważonego Rozwoju, który przeanalizowaliśmy pod kątem wytycznych jakości raportowania sporządzonych przez GPW. W tym celu DM BPS stworzył rating raportowania korporacyjnego w obszarze ESG, w którym bierzemy pod uwagę istotność i jakość raportowania danego czynnika dla poszczególnych branż, przypisując im odpowiednią wagę. Ocena finalna **A** (21,07 pkt), jaką uzyskał u nas Unibep, świadczy o jakości raportowania w obszarze ESG na najwyższym poziomie. Analizę przeprowadzamy raz w roku. Poprzedni scoring dokonany został w kwietniu 2022 roku i bazował na danych z 2021 r. W porównaniu do poprzedniego roku, ocena finalna nie uległa zmianie, natomiast nastąpił wzrost przyznanych punktów (z 20,78 pkt w 2022 roku) ze względu na poprawę raportowania w zakresie intensywności emisji gazów cieplarnianych.

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

L. PUNKTÓW	21,07
------------	--------------

ESG score	21,07
(E) Środowisko	5,99
(S) Społeczeństwo	8,74
(G) Ład korporacyjny	6,35



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

Zródło: opracowanie DM BPS

ZRÓDŁA DANYCH
Raport Zrównoważonego Rozwoju 2022
Sprawozdanie Finansowe za 2022
Strona internetowa unibep.pl

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

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

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

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 9 maja 2023 roku, 17:00

Pierwsze udostępnienie opracowania: 9 maja 2023 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/unibep-s-a>.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególności 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

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEM	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,05	0,82	Raport Aktualizujący	05.05.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,40	Raport Aktualizujący	09.05.2023	Artur Wizner

<p>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</p> <p>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556</p> <p>www.dmbps.pl dm@dmbps.pl</p>	
<p>Departament Analiz</p>	
<p>Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542</p> <p>Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548</p> <p>Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874</p>	<p>Jacek Borawski Analityk techniczny</p>
<p>Departament Sprzedaży</p>	
<p>Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541</p>	<p>Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559</p> <p>Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522</p> <p>Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560</p> <p>Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>