

2022-04-21 17:00

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	11,0
Wycena DCF [PLN]	10,9
Wycena porównawcza [PLN]	10,8
Cena rynkowa [PLN]	9,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	22,2%
Kapitalizacja [mln PLN]	315,6
Free float [%]	16,6%
Sektor	budownictwo
Kod GPW	UNI
Bloomberg	UNI PW

Analitik:
Artur Wizner

Tel.: +48 (22) 53 95 548

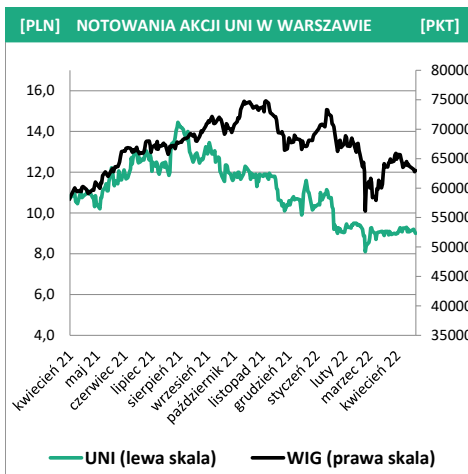
Profil Spółki:

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	9,2
Wojciech Jacek Stajkowski	7,1
Bożenna Anna Lachocka	7,1



UNIBEP SA

raport aktualizujący

Trudny czas dla budownictwa

Rynek budowlany oraz polskie firmy budowlane bardzo dobrze radziły sobie w czasie pandemii. Mimo obserwowalnego już pod koniec ubiegłego roku wzrostu cen materiałów budowlanych oraz presji na wzrost wynagrodzeń, większość dużych spółek z sektora poprawiła rentowność. Unibep dobre wyniki za 2021 zawdzięcza bardzo dobrej końcówce roku w segmencie deweloperskim oraz budownictwa modułowego. Obecnie, w związku z wojną na Ukrainie branża zmagają się z problemami z dostępnością niektórych materiałów, jak i drastycznym wzrostem cen. Unibep wszedł w nowy rok z solidnym portfelem kontraktów we wszystkich segmentach działalności, co w naszej ocenie przełoży się na dalszy wzrost przychodów, jednak wyzwaniem jest utrzymanie marż. Największe szanse upatrujemy w dalszym rozwoju budownictwa modułowego oraz nowym segmencie budownictwa energetyczno-przemysłowego, szczególnie po spodziewanym uruchomieniu środków z KPO.

Uwzględniając powyżej przedstawione czynniki, na rok 2022 widzimy dla Grupy Unibep zarówno wiele szans jak i zagrożeń. Kierując się konserwatywnymi zasadami sporządzania prognoz finansowych, dokonujemy rewizji prognozowanych wyników i zakładanych marż w 2022 roku, co przekłada się na obniżenie ceny docelowej akcji Unibep z 14 do 11 zł.

Czynniki wzrostu

1. Solidny portfel kontraktów
2. Wzrost zamówień publicznych
3. Nowy segment działalności
4. Odrodzenie budownictwa po pandemii

Czynniki ryzyka

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

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 712 390,4	1 944 255,3	1 971 401,7	1 995 804,0	2 018 367,5	2 039 737,6
EBITDA	83 437,7	76 352,4	89 227,2	91 750,7	94 240,4	96 543,5
<i>marża EBITDA</i>	4,9%	3,9%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%
EBIT	61 479,7	54 806,2	65 957,3	66 851,9	67 598,7	68 303,3
Zysk netto	47 132,7	41 773,5	51 631,0	52 939,1	52 104,9	53 176,0
Kapitał własny	308 545,8	349 207,8	395 456,2	436 238,6	474 956,6	515 641,9
Dług	239 072,0	202 350,2	183 436,1	134 412,2	155 314,7	176 169,5
P/E	6,9	7,8	6,3	6,1	6,2	6,1
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,3	5,5	4,8	4,5	4,4	4,0
DY	3,2%	3,6%	3,2%	4,0%	4,1%	4,0%

Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2021 r.....	5
Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka	9
Wycena	13
Zmiany prognoz finansowych	16
ESG	18
Wykaz stosowanych skrótów.....	20
Informacje i zastrzeżenia prawne	20



Ostatnie wydarzenia

- 19.02.2022 (ESPI RB 29/2022) Zawarcie przez spółkę zależną umowy kredytowej z przeznaczeniem na realizację inwestycji deweloperskiej przy ul. Tadeusza Joteyki w Warszawie.
- 15.02.2022 (ESPI RB 28/2022) Zawarcie umowy przedwstępnej na wykonanie hali magazynowo-produkcyjnej w Tuszynie w województwie łódzkim.
- 14.02.2022 (ESPI RB 27/2022) Zawarcie przez Konsorcjum z udziałem Unibep S.A. i Budrex Sp. z o.o. umowy na realizację obwodnicy Bielska Podlaskiego.
- 30.03.2022 (ESPI RB 25/2022) Zawarcie umowy na wykonanie robót budowlanych dla projektu pn.: "Rozbudowa drogi wojewódzkiej nr 513 na odcinku Lidzbark Warmiński - Wozławki".
- 28.03.2022 (ESPI RB 24/2022) Zawarcie umowy na przebudowę i rozbudowę hali magazynowo-produkcyjnej w Mszczonowie.
- 23.03.2022 (ESPI RB 22/2022) Zawarcie umów przedwstępnych dotyczących nabycia nieruchomości położonych w Warszawie w dzielnicy Włochy.
- 22.03.2022 (ESPI RB 21/2022) Zawarcie umowy na realizację etapu DE inwestycji mieszkaniowej przy ul. Szwedzkiej w Warszawie.
- 11.03.2022 (ESPI RB 20/2022) Zawarcie umowy na realizację III etapu inwestycji mieszkaniowej przy ul. Jana Henryka Dąbrowskiego w Poznaniu.
- 10.03.2022 (ESPI RB 19/2022) Wybór oferty Unibep S.A. w postępowaniu przetargowym na wykonanie robót budowlanych dla projektu pn.: "Rozbudowa drogi wojewódzkiej nr 513 na odcinku Lidzbark Warmiński - Wozławki".
- 28.02.2022 (ESPI RB 16/2022) Informacja nt. działalności Grupy Unibep na rynku białoruskim.
- 23.02.2022 (ESPI RB 13/2022) Zawarcie umowy na realizację V etapu inwestycji mieszkaniowej pn. "19. Dzielnica" przy ulicy Kolejowej w Warszawie.
- 16.02.2022 (ESPI RB 12/2022) Zawarcie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej przy ulicy Tadeusza Joteyki w Warszawie.
- 09.02.2022 (ESPI RB 10/2022) Wybór oferty Konsorcjum z udziałem Unibep S.A. i Budrex Sp. z o.o. w postępowaniu przetargowym na realizację obwodnicy Bielska Podlaskiego.
- 07.02.2022 (ESPI RB 9/2022) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej I etapu inwestycji pn. "Solfast Park" na rynku norweskim.
- 24.01.2022 (ESPI RB 7/2022) Zawarcie umowy na realizację kampusu Akademii Muzycznej w Bydgoszczy.
- 14.01.2022 (ESPI RB 5/2022) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej inwestycji pn. "Kriftel Raiffeisenstraße" na rynku niemieckim.
- 13.01.2022 (ESPI RB 4/2022) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej inwestycji pn. "Neubau einer Seniorenresidenz" na rynku niemieckim.

- 11.01.2022 (ESPI RB 3/2022) Zawarcie przez Konsorcjum z udziałem Unibep S.A. umowy na realizację zadania pn. "Budowa zespołu budynków wraz z infrastrukturą towarzyszącą dla potrzeb Jednostki Wojskowej w Węgorzewie - postępowanie nr 47/RB".
- 04.01.2022 (ESPI RB 1/2022) Zawarcie przez Konsorcjum Unibep S.A. i Budrex sp. z o.o. dwóch umów na realizację, odpowiednio 3 i 4 części zadania pn. "Budowa zabezpieczenia granicy państwowej na odcinku Podlaskiego Oddziału Straży Granicznej".
- 30.12.2021 (ESPI RB 75/2021) Wybór oferty Konsorcjum z udziałem Unibep S.A. w postępowaniu przetargowym na realizację zadania pn. "Budowa zespołu budynków wraz z infrastrukturą towarzyszącą dla potrzeb Jednostki Wojskowej w Węgorzewie - postępowanie nr 47/RB".
- 23.12.2021 (ESPI RB 74/2021) Zawarcie przez UNIHOUSE S.A. umowy na realizację w technologii modułowej inwestycji pn. "Künzelsau Taläcker" na rynku niemieckim.
- 20.12.2021 (ESPI RB 73/2021) Zawarcie pierwszej umowy wykonawczej w ramach Programu budowy mieszkań "Allmännyttans Kombohus" na terenie Szwecji.
- 17.12.2021 (ESPI RB 72/2021) Wybór oferty Konsorcjum Unibep S.A. i Budrex sp. z o.o. w postępowaniu na realizację 3 i 4 części zadania pn. "Budowa zabezpieczenia granicy państwowej".
- 16.12.2021 (ESPI RB 71/2021) Zawarcie przez spółkę zależną umowy przedwstępnej dotyczącej nabycia nieruchomości gruntowej w Częstochowie.
- 16.12.2021 (ESPI RB 70/2021) Zawarcie warunkowej umowy na realizację centrum handlowo - rozrywkowego w Zaporozżu na Ukrainie.
- 15.12.2021 (ESPI RB 69/2021) Zawarcie umowy o podwykonawstwo w ramach Projektu budowy nowego kompleksu Olefin III w zakładzie produkcyjnym PKN ORLEN S.A. w Płocku.
- 15.12.2021 (ESPI RB 68/2021) Nabycie przez spółkę zależną nieruchomości położonej w dzielnicy Mokotów w Warszawie.
- 15.12.2021 (ESPI RB 67/2021) Zawarcie pakietu umów przedwstępnych dotyczących nabycia przez spółkę zależną nieruchomości położonych w dzielnicy Chylonia w Gdyni.
- 14.12.2021 (ESPI RB 66/2021) Zawarcie umowy na realizację zadania pn. "Dostosowanie źródła ciepła w Energetyce Cieszyńskiej do obowiązujących przepisów ochrony środowiska".
- 01.12.2021 (ESPI RB 65/2021) Zawarcie umowy na realizację inwestycji mieszkaniowej pn. "Złota Praga" przy ul. Drwęckiej w Warszawie.
- 26.11.2021 (ESPI RB 64/2021) Wybór oferty Unibep S.A. w postępowaniu przetargowym na realizację kampusu Akademii Muzycznej w Bydgoszczy.

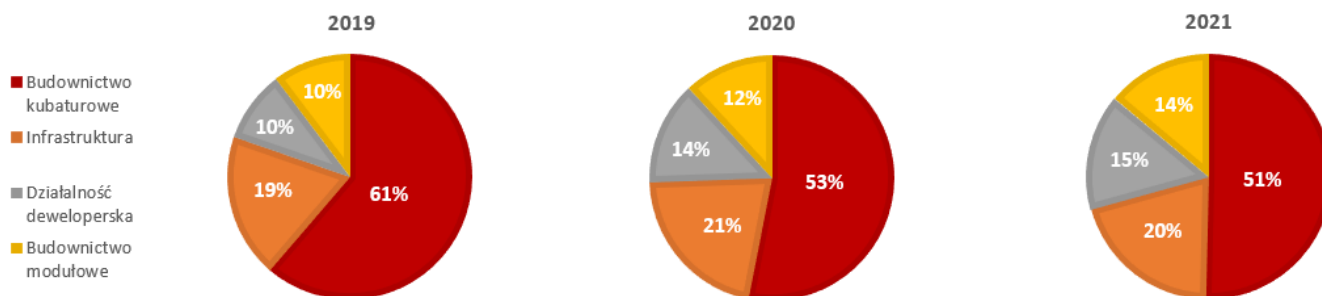
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2021 r.

Miniony rok był dla Grupy Unibep rekordowy zarówno pod względem przychodów (łącznie 1,7 mld zł) jak również wyników. Do bardzo dobrego wyniku w naszej ocenie w największym stopniu przyczynił się IV kw., w którym Unibep odnotował wzrost przychodów o 77,2% w ujęciu k/k oraz o 23,4% w stosunku do roku 2020. W całym 2021 roku spośród segmentów najbardziej wzrosła działalność deweloperska (o 17,6% r/r) oraz budownictwo modułowe (o 23,9% r/r), co pokazuje że dywersyfikacja przychodów odgrywa kluczową rolę dla spółek z sektora budowlanego i może uodpornić wyniki na wiele czynników ryzyk specyficznych dla danego obszaru. Utrzymująca się w 2021 roku dobra koniunktura w branży deweloperskiej, pozwoliła na zachowanie wysokiej marży segmentu (spadek z 23,6% do 22,6%). Łączna marża brutto ze sprzedaży Grupy w 2021 wyniosła 7,1% i była o 1,5 p.p. niższa niż przed rokiem, co na tle pozostałych spółek z branży uważamy za dobry wynik. Na poziomie zysku z działalności operacyjnej, Unibep odnotował wzrost o 2,8% r/r, natomiast za sprawą wyższych przychodów finansowych (o 5,1%) i niższych kosztów (o 11,9%), a także niższych odpisów z tytułu oczekiwanych strat kredytowych, wynik netto Grupy wyniósł 47,1 mln zł i był o 26,9% wyższy w stosunku do 2020 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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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%
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%
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%

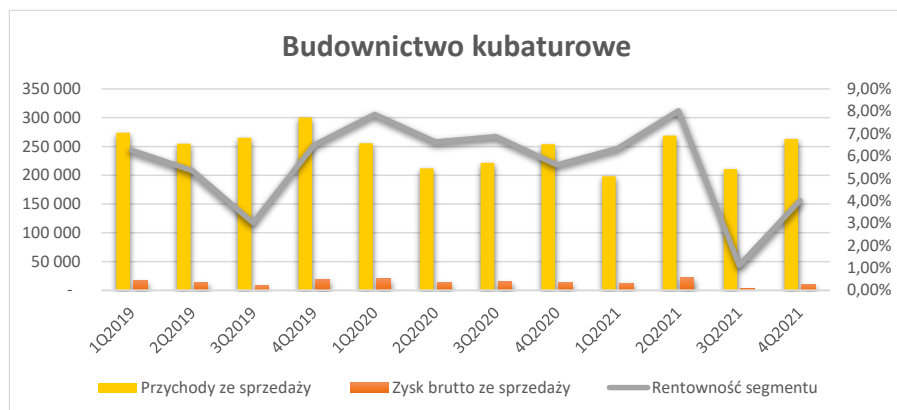
Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

Struktura przychodów wg segmentów

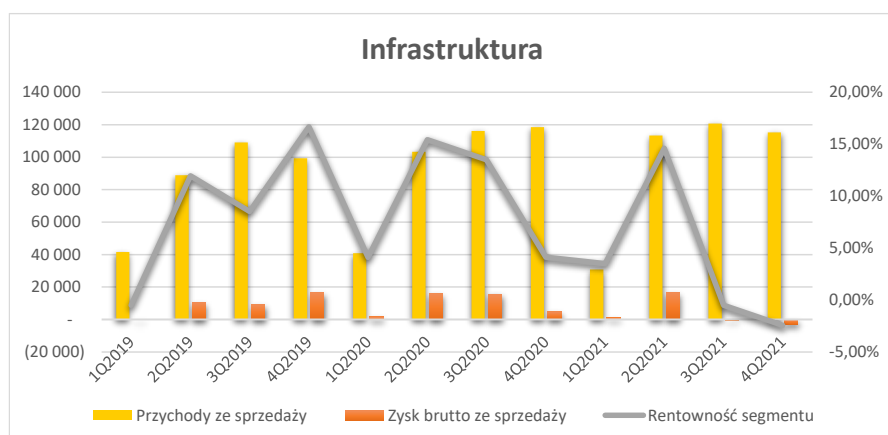


Źródło: Opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

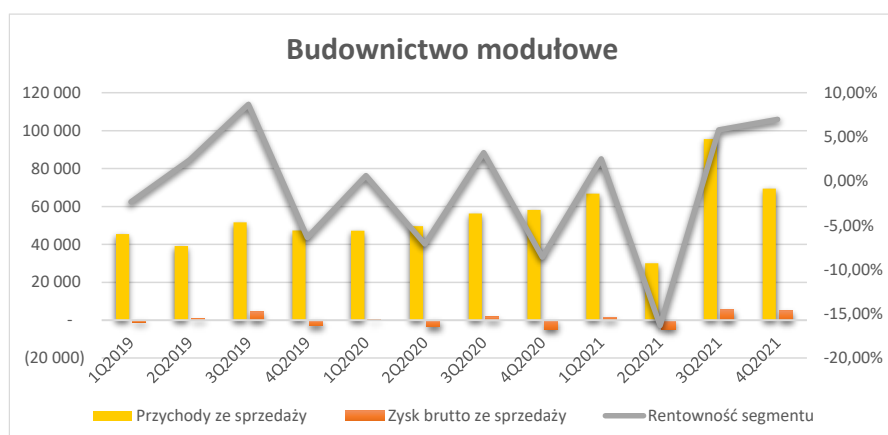
Grupa posiada zdywersyfikowaną oraz stabilną strukturę przychodów zarówno pod względem segmentów, jak również geograficznie. W 2021 roku w dalszym ciągu dominującą rolę odgrywały przychody z segmentu Budownictwo kubaturowe (51%), choć udział tego segmentu w strukturze przychodów maleje na rzecz innych segmentów. Najbardziej swój udział zwiększył segment budownictwa modułowego (z 12% do 14%), który w ubiegłym roku bardzo pozytywnie kontrybuował do wyniku Grupy. Poniższe wykresy prezentują przychody segmentów w ujęciu kwartalnym (w tys. zł) oraz rentowność.



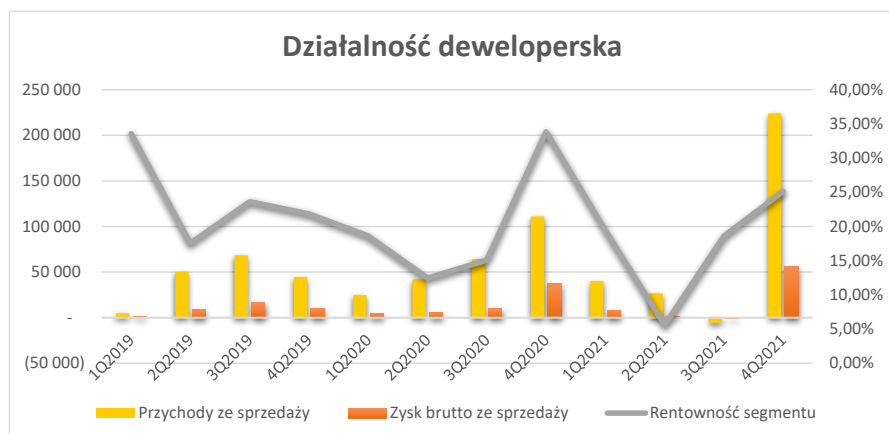
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



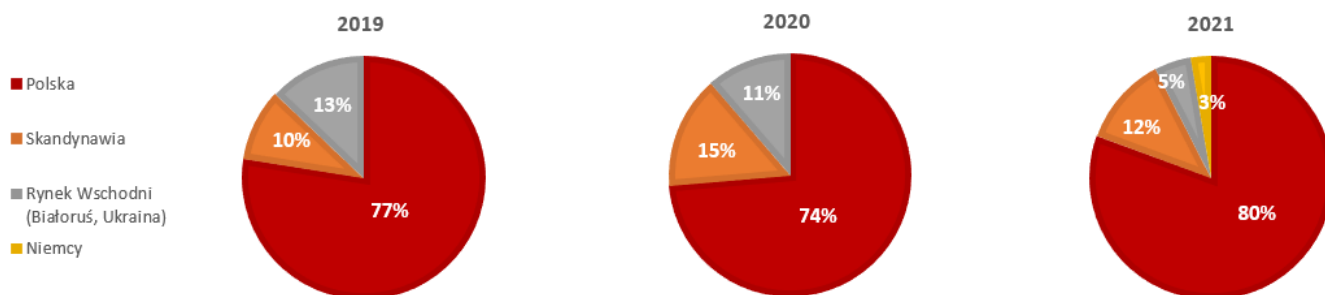
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

W szczególności segment deweloperski, realizowany przez Grupę Unidevelopment przyczynił się do bardzo dobrego wyniku Grupy Unibep w 2021 roku. Deweloper sprzedał w sumie 921 mieszkań i uzyskał marżę brutto na poziomie 64,5 mln zł (wzrost o 7,3 mln zł w porównaniu do roku 2020).

Struktura przychodów wg regionu

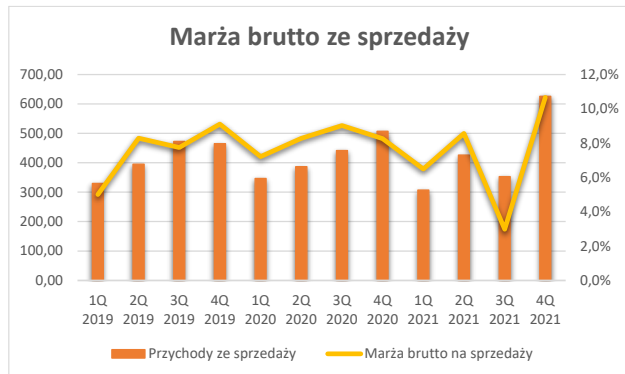
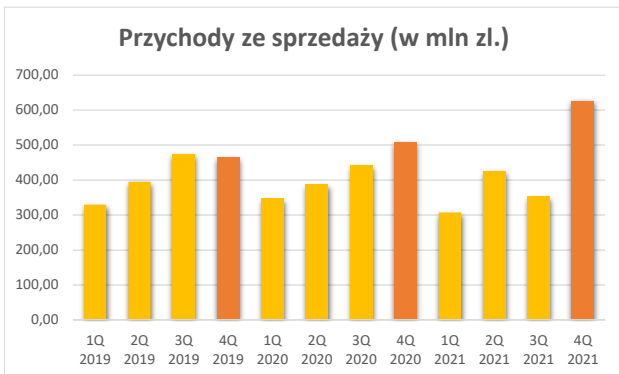


Źródło: Opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

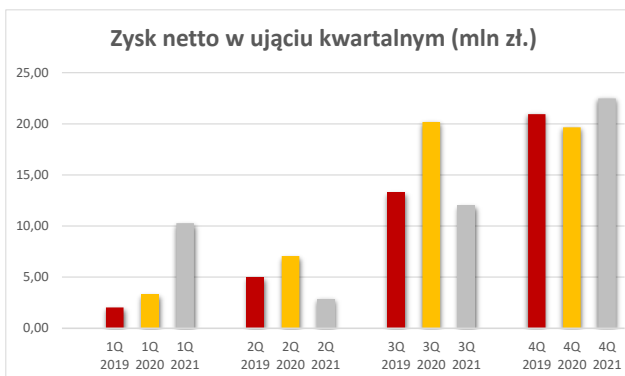
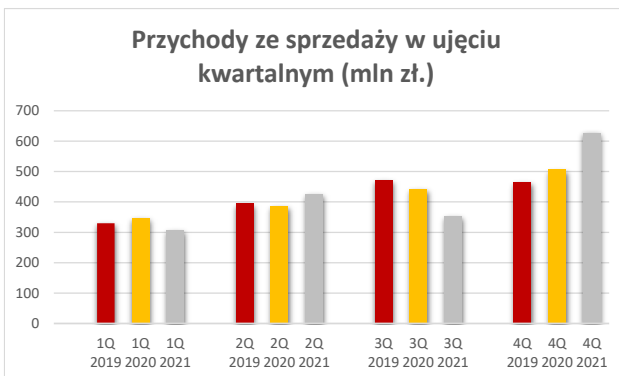
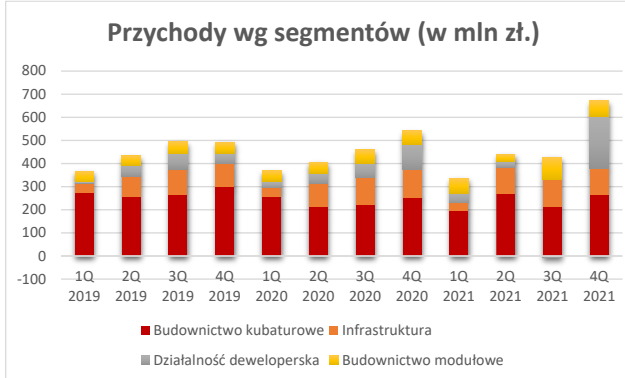
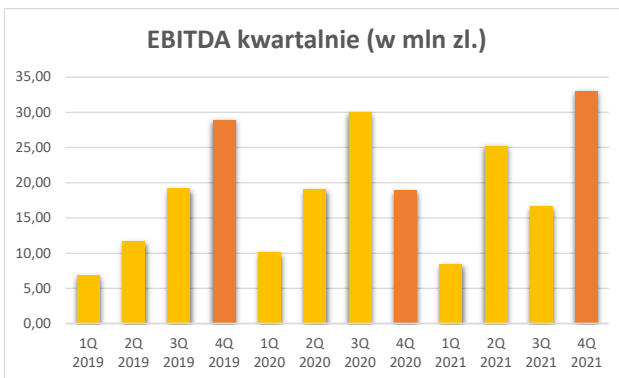
W strukturze geograficznej dominujący udział ma rynek polski, odpowiadający za 80% przychodów w 2021 roku. Na drugim miejscu utrzymuje się Skandynawia (głównie Norwegia), gdzie Unibep realizuje projekty w segmencie budownictwa modułowego. Dalej maleje natomiast udział rynków wschodnich, co aktualnie jest pozytywne w obliczu toczącej się wojny na Ukrainie. Unibep liczy również na rozwój w Niemczech, gdzie rynek mocno się otworzył na budownictwo ekologiczne.

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 czwartym kwartale 2021 złotówka umocniła się zarówno w stosunku do euro, jak i do korony szwedzkiej i norweskiej, jednak od początku roku ponownie się osłabia.

Historyczne wyniki finansowe



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA



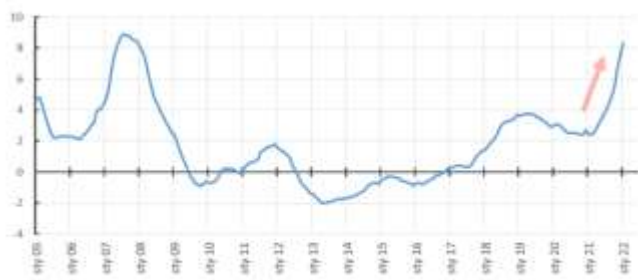
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Unibep SA

Otoczenie makroekonomiczne, czynniki ryzyka

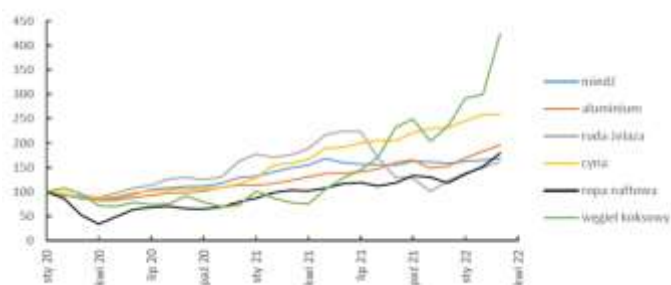
Obiektywnie oceniając, mimo trwającej pandemii rok 2021 był dla branży budowlanej udany. Spółki z sektora, w szczególności takie, które posiadają zdywersyfikowane źródła przychodów, nawet przy rosnących cenach materiałów, surowców oraz presji na wzrost wynagrodzeń, realizowały inwestycje bez większych trudności i zamknęły rok z dobrymi wynikami. Grupa Unibep zakończyła 2021 rok, rekordowymi wynikami pod względem przychodów oraz zysku netto, poprawiając swoją pozycję gotówkową oraz budując solidny portfel zamówień na kwotę ok. 3,5 mld zł.

Od początku 2022 roku oraz wraz z wybuchem wojny na Ukrainie sytuacja na rynku diametralnie się zmieniła i praktycznie każdy z segmentów działalności grupy Unibep będzie się zmagał z innymi wyzwaniami. Począwszy od gwałtownie rosnących cen materiałów i surowców, przez ryzyko braku ich dostępności (głównie stali) na zmianach na rynku pracy, związanych z odpływem pracowników z Ukrainy skończywszy.

**Wskaźnik cen produkcji
budowlano-montażowej GUS**
[% r/r]



**Ceny surowców
wykorzystywanych przez
budownictwo**



Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za rok 2021

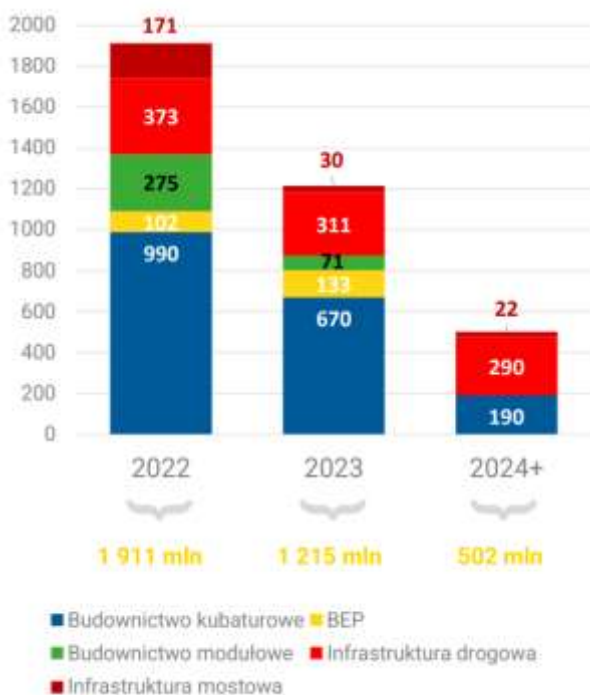
Przyglądając się szansom oraz zagrożeniom specyficznym dla poszczególnych obszarów działalności Grupy Unibep, w **segmentie deweloperskim**, który w 2021 roku odnotował rekordową sprzedaż na poziomie 921 mieszkań i według stanu na 31 grudnia 2021 realizuje 6 projektów deweloperskich (866 mieszkań), największym ryzykiem są rosnące stopy procentowe, przekładające się na wysokość oprocentowania oraz dostępność kredytów hipotecznych, co może ograniczyć popyt na nowe mieszkania i schłodzić rozpędzoną koniunkturę. Szansą dla segmentu jest utrzymanie się popytu inwestycyjnego na wysokim poziomie (ucieczka przed inflacją) oraz zakupy dokonywane przez fundusze inwestycyjne w miastach o dobrze rozwiniętym rynku najmu (Warszawa, Poznań, Trójmiasto).

W **segmentie infrastruktury**, w obliczu dynamicznie rosnących cen surowców (na przestrzeni ostatnich dwóch lat stal podrożała o 140%, a asfalt o 70%), największym ryzykiem pod względem rentowności są kontrakty zawarte na początku 2021 i wcześniej. Obecny próg +/- 5% waloryzacji kontraktów może okazać się niewystarczający i Ministerstwo Infrastruktury dało niedawno do zrozumienia, że może go zmienić, ograniczając ryzyko dla realizacji części inwestycji infrastrukturalnych. Unibep posiada w portfelu w większości kontrakty zawarte na przełomie 2021/2022 roku, kiedy spółki zaczęły zarządzać

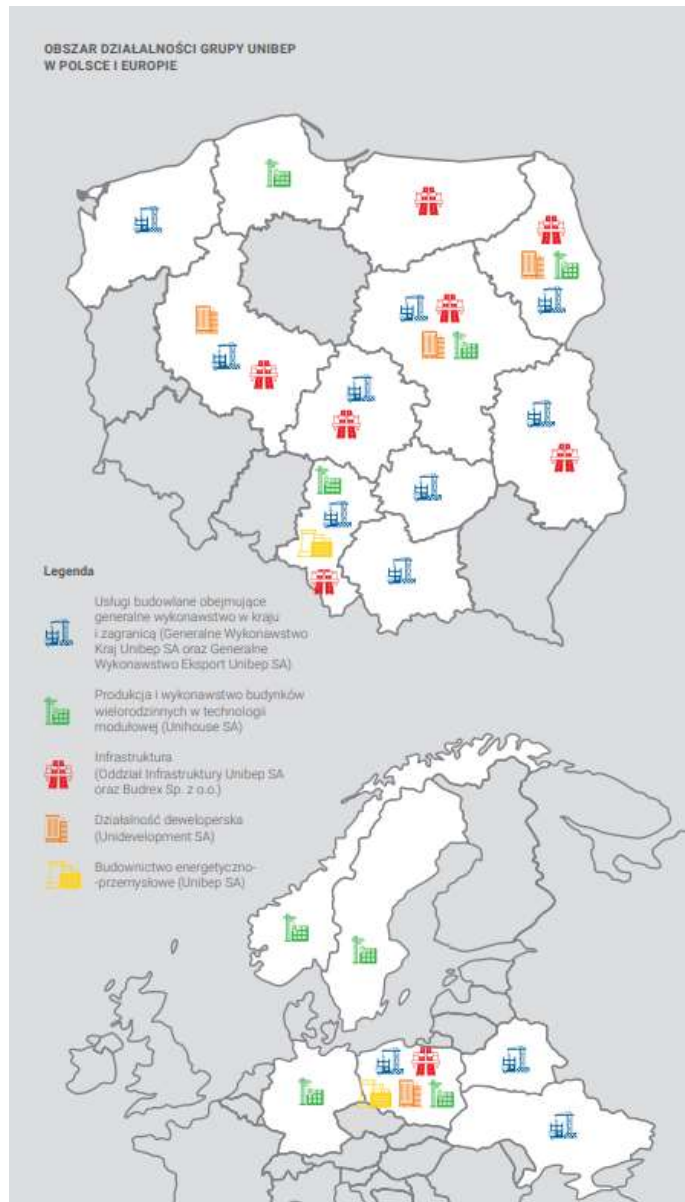
ryzykiem wzrostu kosztów, co ograniczyło dużą konkurencję kosztową jaka panowała na rynku inwestycji infrastrukturalnych w ostatnich latach. Szansą dla segmentu jest realizowany przez GDDKiA sprawnie działający Program Budowy Dróg Krajowych, jeden z terminem do 2023 oraz kolejny do 2030 roku oraz nowa perspektywa unijna przewidująca 300 mld zł w ciągu 6 lat na budowę infrastruktury drogowej, kolejowej oraz hydrotechnicznej.

Portfel zamówień

Unibep SA, Unihouse SA,
Budrex Sp. z o.o.
[mIn PLN]



Źródło: Prezentacja wyników Grupy Unibep za rok



Źródło: Sprawozdanie zarządu z działalności Grupy UNIBEP w 2021 r

W segmencie **budownictwa kubaturowego**, po trudnym okresie pandemii, która wstrzymała inwestycje w takie obiekty jak biurowce, hotele oraz centra handlowe, na drodze do spodziewanego ożywienia stoi wojna na Ukrainie, która może być odbierana jako ryzyko z perspektywy zagranicznych inwestorów. Szansą dla segmentu jest utrzymanie się na wysokim poziomie zamówień w ramach budownictwa mieszkaniowego, użyteczności publicznej, magazynowego i przemysłowego oraz pojawienie się nowych kontraktów w ramach budownictwa militarnego. Do ubiegłego roku, w ramach budownictwa

kubaturowego Unibep realizował kontrakty na rynkach wschodnich (Białoruś i Ukraina). Pod koniec 2021 Grupa zrezygnowała z rynku białoruskiego z uwagi na niestabilną sytuację społeczno-gospodarczą. Ze względu na toczącą się wojnę na terytorium Ukrainy, kontrakty na tym rynku nie mogą być realizowane, jednak Unibep podjął decyzję o pozostawieniu swojego przedstawicielstwa we Lwowie. W naszej ocenie po zakończeniu wojny, również polskie firmy będą brały udział w odbudowie tego kraju, w szczególności te, które posiadają doświadczenie na tym rynku, jednak w tej chwili jest to dość odległa perspektywa.

Zarówno w **segmencie budownictwa modułowego** jak i nowoutworzonym segmencie **budownictwa energetycznego – przemysłowego**, widzimy więcej szans dla rozwoju Grupy aniżeli specyficznych ryzyk. Segmenty te są odpowiedzią na rozwój nowych technologii, trendy środowiskowe i konsumenckie, związane z koniecznością transformacji gospodarek w kierunku zero- i niskoemisyjnej, koncentrując się na założeniach tzw. zielonej gospodarki, szczególnie istotnych na rynkach skandynawskich, w Niemczech a także powoli również i w Polsce.

Podsumowując, na rok 2022 widzimy dla Grupy Unibep zarówno wiele szans jak i zagrożeń. Kierując się konserwatywnymi zasadami sporządzania prognoz finansowych, zakładamy że mimo wzrostu przychodów Grupie trudno będzie utrzymać ubiegłoroczne marże. Wraz ze stabilizacją cen surowców i materiałów, prawdopodobnie dokonamy weryfikacji naszych prognoz.

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z działaniami wojennymi na Ukrainie

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

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną związaną z koronawirusem

Utrzymująca się niepewność 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 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 hipotecyjnych, 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. 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 ubiegłym 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 oraz odpływ pracowników z Ukrainy może przełożyć się na dostępność pracowników w sektorze budowlanym.

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, które zagrażałoby 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 21.04 oszacowana została na poziomie 11,0 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Unibep na 10,9 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 10,8 zł. Metodzie porównawczej oraz DCF przyznaliśmy równą wagę 50%.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	10,8
Wycena DCF	50%	10,9
Cena wynikowa		10,9
Cena docelowa na koniec roku 2022		11,0

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 spółki Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX S.A Globe Trade Centre SA zastąpiliśmy spółką Mirbud SA 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 ze znacznym dyskontem w stosunku do grupy porównawczej.

	Kurs [PLN]	Kapitalizacja mln PLN	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
MIRBUD SA	3,69	338,5	3,7	4,0	-	0,5	-	-	3,0	3,2	-
ERBUD SA	39,05	484,2	10,1	5,7	-	0,7	0,6	-	3,4	2,2	-
BUDIMEX	216,00	5 514,5	15,3	15,2	13,6	4,6	4,6	-	4,5	4,5	4,1
DEVELIA SA	3,41	1 526,2	8,7	8,4	9,5	1,1	1,1	1,1	8,7	9,2	9,7
DOM DEVELOPMENT SA	92,00	2 350,5	6,6	6,4	6,4	1,8	1,7	1,6	4,8	4,8	4,6
ECHO INVESTMENT S.A.	3,60	1 485,7	4,8	4,0	2,8	0,8	0,7	0,6	12,3	12,4	-
Mediana	-	-	7,7	6,1	8,0	0,9	1,1	1,1	4,6	4,6	4,6
UNIBEP	9,00	315,6	6,7	7,6	6,1	1,0	0,9	0,8	3,7	3,2	3,1
premia (dyskonto)			-0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Implikowana wycena	-	380,2	361,5	254,0	410,8	281,1	368,7	421,4	392,9	458,9	473,0
Wycena 1 akcji (PLN)			10,84								

Źródło: DM Banku BPS, Bloomberg, P - prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka: 5,894% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Koszt długu na poziomie: Wibor 6M (średnio 5,2%) + 3,5% marży
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,711 (obliczony na podstawie dwuletniego okresu stóp zwrotu akcji UNIBEP i indeksu WIG)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,08% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,5%
- Wypłata dywidendy na poziomie historycznych wartości udziału dywidendy w zysku netto
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto na koniec grudnia 2021

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	1 712 390,4	1 944 255,3	1 971 401,7	1 995 804,0	2 018 367,5	2 039 737,6	2 049 936,3
EBITDA	83 437,7	76 352,4	89 227,2	91 750,7	94 240,4	96 543,5	96 885,0
EBIT	61 479,7	54 806,2	65 957,3	66 851,9	67 598,7	68 303,3	68 644,8
Stopa podatkowa	20%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
NOPLAT	47 132,7	41 773,5	51 631,0	52 939,1	52 104,9	53 176,0	54 229,4
Amortyzacja	21 958,0	21 546,2	23 269,9	24 898,8	26 641,7	28 240,2	28 240,2
CAPEX	7 985,0	33 765,1	35 103,2	36 064,5	38 631,2	28 240,2	28 240,2
Inwestycje w kapitał obrotowy	-49 022,0	68 470,2	20 345,2	16 035,3	56 549,6	52 350,7	52 350,7
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	110 127,7	-38 915,5	19 452,5	25 738,1	-16 434,2	825,3	1 878,8
Współczynnik dyskontujący		0,95	0,88	0,82	0,76	0,70	0,65
DFCFF		-36 914,7	17 120,4	21 023,8	-12 448,7	579,2	1 221,6
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		25 279,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		16 437,8					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		5 798,0					
Dług netto/(gotówka netto)		-32 511,6					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		38 309,6					
Liczba akcji [w mln]		35,1					
Cena jednej akcji [PLN]		10,9					
Przychody zmiana r/r		13,5%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-10,9%	20,3%	1,4%	1,1%	1,0%	0,5%
FCF zmiana r/r		-135,3%	-150,0%	32,3%	-163,9%	-105,0%	127,6%
Marża EBITDA		3,9%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża EBIT		2,8%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża NOPLAT		2,1%	2,6%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
CAPEX/Przychody		1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,4%	1,4%
CAPEX/Amortyzacja		156,7%	150,9%	144,8%	145,0%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		68 470,18	20 345,19	16 035,29	56 549,59	52 350,66	52 350,66

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

Wrażliwość modelu DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,10%	0,20%	0,30%	0,40%
wzrost/spadek premii za ryzyko	0,75%	10,0	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0	11,2	11,4	11,6
	0,50%	10,1	10,3	10,4	10,6	10,8	11,0	11,2	11,4	11,6
	0,25%	10,1	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1	11,3	11,5	11,7
	0,00%	10,2	10,4	10,5	10,7	10,9	11,1	11,3	11,5	11,8
	-0,25%	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0	11,2	11,4	11,6	11,8
	-0,50%	10,3	10,4	10,6	10,8	11,0	11,2	11,5	11,7	11,9
	-0,75%	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1	11,3	11,5	11,7	12,0
	-1,00%	10,4	10,5	10,7	10,9	11,1	11,4	11,6	11,8	12,0

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%
Premia za ryzyko	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
Beta	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Beta (zlewarowana)	1,04	0,98	0,89	0,90	0,91	0,91
Koszt kapitału własnego	11,2%	10,9%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%
Udział kapitału własnego	20,2%	20,2%	21,9%	24,1%	26,6%	26,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Udział kapitału obcego	79,8%	79,8%	78,1%	75,9%	73,4%	73,4%
WACC	7,85%	7,78%	7,75%	7,84%	7,93%	7,93%

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

Zmiany prognoz finansowych

Zmiana prognoz

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 24.11.2021 [tys. zł.]

	2021P			2022P			2023P		
	stara	realizacja	%	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 647 933,2	1 712 390,4	3,9%	1 841 628,7	1 944 255,3	5,6%	1 822 092,3	1 971 401,7	8,2%
Koszt własny sprzedaży	-1 540 237,6	-1 578 725,5	2,5%	-1 699 414,2	-1 816 228,2	6,9%	-1 677 802,5	-1 829 327,0	9,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	107 695,7	133 664,9	24,1%	142 214,6	128 027,2	-10,0%	144 289,8	142 074,7	-1,5%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-65 147,3	-64 342,2	-1,2%	-66 007,0	-69 705,6	5,6%	-67 892,9	-73 519,7	8,3%
Zysk (strata) na sprzedaży	42 548,4	69 322,7	62,9%	76 207,6	58 321,5	-23,5%	76 396,8	68 555,0	-10,3%
EBITDA	61 016,6	83 437,7	36,7%	94 367,3	76 352,4	-19,1%	96 348,7	89 227,2	-7,4%
EBIT	41 421,8	61 479,7	48,4%	73 008,9	54 806,2	-24,9%	73 068,0	65 957,3	-9,7%
Zysk (strata) brutto	46 056,0	59 115,4	28,4%	75 101,9	52 877,9	-29,6%	76 805,1	65 355,7	-14,9%
Zysk (strata) netto	34 542,0	47 132,7	36,5%	56 326,4	41 773,5	-25,8%	57 603,8	51 631,0	-10,4%
Marża brutto ze sprzedaży	6,5%	7,8%		7,7%	6,6%		7,9%	7,2%	
Marża EBITDA	3,7%	4,9%		5,1%	3,9%		5,3%	4,5%	
Marża EBIT	2,5%	3,6%		4,0%	2,8%		4,0%	3,3%	
Marża netto	2,1%	2,8%		3,1%	2,1%		3,2%	2,6%	

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

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	1 661 973,9	1 682 336,7	1 712 390,4	1 944 255,3	1 971 401,7	1 995 804,0	2 018 367,5	2 039 737,6
Budownictwo kubaturowe	1 094 547,0	943 109,6	941 794,9	956 493,3	942 870,4	929 861,8	917 046,2	904 093,3
Infrastruktura	338 957,0	378 950,2	380 253,4	387 575,4	398 221,2	405 395,9	409 558,2	410 941,0
Działalność deweloperska	168 236,6	242 523,9	285 154,5	271 232,6	280 936,7	289 269,3	296 570,9	303 069,0
Budownictwo modułowe	183 435,8	211 328,0	261 800,1	228 954,0	234 373,5	239 027,0	243 104,8	246 733,8
Budownictwo energetyczno-przemysłowe*				100 000,0	115 000,0	132 250,0	152 087,5	174 900,6
Koszt własny sprzedaży	1 533 793,0	1 543 609,0	1 578 725,5	1 816 228,2	1 829 327,0	1 849 355,9	1 867 520,4	1 884 356,6
Budownictwo kubaturowe	1 036 267,4	879 482,0	894 696,5	927 798,5	905 155,5	892 667,3	880 364,3	867 929,5
Infrastruktura	302 656,1	340 729,0	366 020,4	372 072,4	382 292,3	389 180,1	393 175,8	394 503,3
Działalność deweloperska	131 867,7	185 325,0	220 631,5	211 561,4	219 130,6	225 630,0	231 325,3	236 393,8
Budownictwo modułowe	182 079,7	217 728,0	254 609,6	219 795,9	224 998,5	229 465,9	233 380,6	236 864,4
Budownictwo energetyczno-przemysłowe*				85 000,0	97 750,0	112 412,5	129 274,4	148 665,5
Zysk brutto ze sprzedaży	128 180,9	138 727,7	133 664,9	128 027,2	142 074,7	146 448,1	150 847,1	155 381,0
Koszty sprzedaży	8 473,0	14 830,0	14 240,8	14 525,6	14 816,1	15 112,5	15 414,7	15 723,0
Koszty ogólnego zarządu	54 130,9	56 453,7	61 143,3	64 200,5	67 410,5	70 781,0	74 320,1	78 036,1
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-14 682,8	-7 651,4	3 198,9	5 505,2	6 109,2	6 297,3	6 486,4	6 681,4
Zysk na działalności operacyjnej	50 894,2	59 792,6	61 479,7	54 806,2	65 957,3	66 851,9	67 598,7	68 303,3
Przychody finansowe	4 532,4	6 817,0	7 164,7	6 171,4	6 717,7	6 684,6	6 524,5	6 642,3
Koszty finansowe	12 478,4	14 493,7	12 771,7	13 248,0	13 504,5	13 174,7	13 309,1	13 329,4
Udział w zyskach (stratach) jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własnych	7 138,0	15 541,7	5 825,1	8 064,6	9 142,4	9 643,4	8 168,9	8 754,8
Oczekiwane straty kredytowe	12 314,8	13 054,0	2 582,3	2 916,4	2 957,1	2 993,7	3 027,6	3 059,6
Zysk brutto	37 771,4	54 603,6	59 115,4	52 877,9	65 355,7	67 011,5	65 955,5	67 311,4
Podatek dochodowy	8 788,0	17 451,0	11 982,7	11 104,4	13 724,7	14 072,4	13 850,7	14 135,4
ZN z działalności kontynuowanej	28 983,5	37 152,6	47 132,7	41 773,5	51 631,0	52 939,1	52 104,9	53 176,0
Zysk netto za okres	28 983,5	37 152,6	47 132,7	41 773,5	51 631,0	52 939,1	52 104,9	53 176,0

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

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

CASH FLOW [tys. PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF Operacyjny	177 420,4	121 306,5	-3 012,0	119 098,8	62 276,5	39 752,6	62 157,9	36 781,6
CF Inwestycyjny	-11 045,3	-7 341,4	-11 153,0	-13 644,5	-11 398,0	-14 876,5	-14 556,6	-13 914,7
CF Finansowy	-44 166,0	-28 429,3	21 685,0	-77 267,3	-59 927,8	-93 878,8	-26 291,0	-28 215,5
Przepływy pieniężne netto	122 209,2	85 535,9	7 519,0	28 186,9	-9 049,4	-69 002,8	21 310,4	-5 348,6
Środki pieniężne na początek okresu	56 222,8	178 477,8	264 064,6	271 583,6	299 770,6	290 721,2	221 718,4	243 028,8
Środki pieniężne na koniec okresu	178 477,8	264 064,6	271 583,6	299 770,6	290 721,2	221 718,4	243 028,8	237 680,2

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	288 754,3	294 403,9	330 591,0	329 640,0	350 242,2	368 053,3	377 280,5	390 193,1
Środki trwałe razem	117 655,2	128 406,7	141 194,0	153 901,5	166 213,6	177 848,5	190 297,9	201 715,8
Wartości niematerialne i prawne	25 154,7	24 566,1	24 430,0	23 941,4	23 462,6	22 993,3	22 533,5	22 082,8
Nieruchomość inwestycyjna	0,0	3 903,1	24 930,0	25 428,6	25 937,2	26 455,9	26 985,0	27 524,7
Należności długoterminowe	3 085,0	4 713,1	7 077,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w jednostki wyceniane metodą I	24 627,2	11 221,0	4 708,0	4 566,8	4 429,8	4 296,9	4 168,0	4 042,9
Kaucje z tytułu umów z klientami	34 094,7	25 776,3	21 126,0	29 163,8	29 571,0	29 937,1	30 275,5	30 596,1
Pożyczki udzielone	46 090,0	52 608,6	62 271,0	53 656,5	56 178,7	57 368,7	55 734,6	56 427,4
Aktywa z tytułu pochodnych instrumentów I	31,7	0,0	168,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	38 016,0	43 209,1	44 689,0	38 981,4	44 449,4	49 152,8	47 286,0	47 803,4
Aktywa obrotowe	880 515,1	932 919,2	1 197 745,0	1 264 525,1	1 348 320,8	1 352 895,0	1 331 154,8	1 390 142,5
Zapasy	333 383,5	306 576,3	406 648,0	402 008,0	411 676,9	434 463,5	426 063,9	433 516,5
Należności z tytułu dostaw i usług	217 508,7	251 455,6	245 758,0	274 696,9	278 532,3	281 980,0	285 167,9	288 187,2
Kaucje z tytułu umów z klientami	23 062,1	17 955,7	19 327,0	23 224,8	22 280,1	22 974,1	23 384,9	23 388,3
Aktywa kontraktowe	124 445,2	90 947,7	233 824,0	291 638,3	295 710,3	299 370,6	302 755,1	305 960,6
<i>Należności z tytułu bieżącego podatku doch.</i>	<i>2 507,3</i>	<i>887,7</i>	<i>14 410,0</i>	<i>266,8</i>	<i>112,6</i>	<i>153,9</i>	<i>199,3</i>	<i>158,0</i>
Aktywa z tytułu pochodnych instrumentów I	628,2	0,0	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pożyczki udzielone	502,0	1 031,1	6 309,0	2 614,0	3 318,1	4 080,4	3 337,5	3 578,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	178 478,2	264 064,9	271 461,0	299 770,6	290 721,2	221 718,4	243 028,8	237 680,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	-29 694,2	45 969,4	88 154,1	47 217,3	97 673,0
Aktywa razem	1 169 269,5	1 227 323,1	1 528 336,0	1 594 165,1	1 638 563,0	1 640 948,3	1 712 794,2	1 784 694,5
Kapitał (fundusz) własny	270 062,5	275 742,4	308 545,8	349 207,8	395 456,2	436 238,6	474 956,6	515 641,9
Kapitał (fundusz) podstawowy	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1	3 507,1
Kapitał ze sprzedaży akcji powyżej ceny nom	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8	62 153,8
Różnice kursowe z przeliczenia podm. zagr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe kapitały	490,7	-10 119,2	-1 290,0	686,0	818,0	915,0	1 180,0	1 180,0
Zyski zatrzymane, w tym	203 910,9	220 200,7	244 175,0	282 861,0	328 977,4	369 662,7	408 115,7	448 801,1
<i>zysk (strata) z lat ubiegłych</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>220 200,7</i>	<i>251 530,8</i>	<i>290 254,1</i>	<i>329 958,4</i>	<i>369 037,1</i>	<i>408 919,1</i>
<i>zysk (strata) netto bieżącego roku przypadaj</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>37 706,1</i>	<i>31 330,1</i>	<i>38 723,3</i>	<i>39 704,3</i>	<i>39 078,7</i>	<i>39 882,0</i>
Udziały niesprawujące kontroli	55 067,7	54 993,5	68 467,0	61 730,3	65 098,6	63 414,4	64 256,5	63 835,5
Zobowiązania i rezerwy	844 139,3	896 587,2	1 151 323,0	1 183 227,0	1 178 008,2	1 141 295,3	1 173 581,1	1 205 217,1
Zobowiązania długoterminowe	192 034,9	203 988,2	257 940,0	243 179,6	224 835,5	176 324,0	197 700,4	219 004,0
Zobowiązania krótkoterminowe	652 104,4	692 599,0	893 383,0	940 047,5	953 172,7	964 971,2	975 880,7	986 213,1
Pasywa razem	1 169 269,5	1 227 323,1	1 528 336,0	1 594 165,1	1 638 563,0	1 640 948,3	1 712 794,2	1 784 694,5

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 Grupy. W naszej analizie bierzemy pod uwagę czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Unibep SA w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG.

Environment

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

Social

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

Governance

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

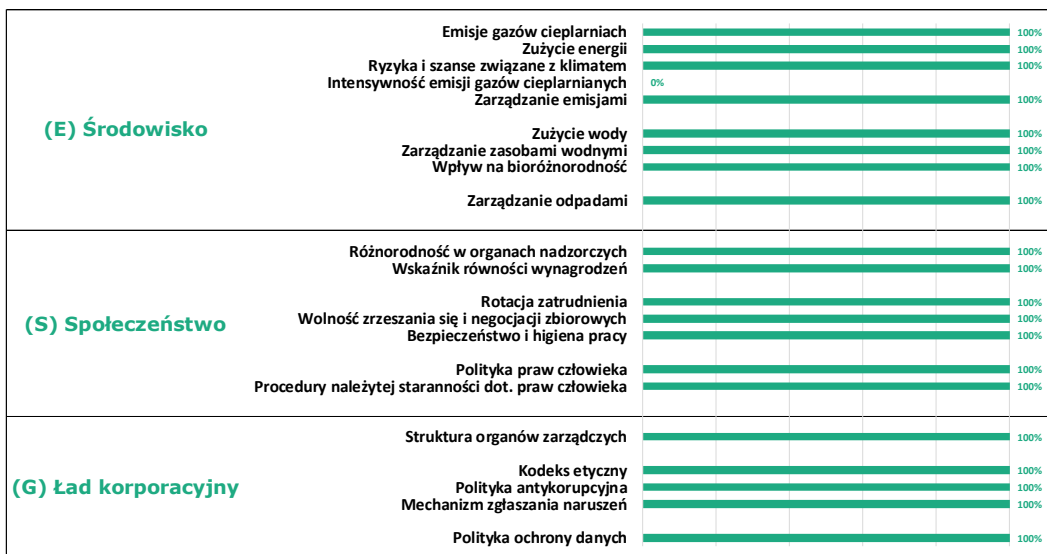


Grupa Unibep sporządza Raport Zrównoważonego Rozwoju, który przeanalizowaliśmy pod kątem wytycznych jakości raportowania sporządzonych przez GPW. W tym celu DM BPS stworzył rating raportowania korporacyjnego w obszarze ESG, w którym bierzemy pod uwagę istotność i jakość raportowania danego czynnika dla poszczególnych branż, przypisując im odpowiednią wagę. Ocena finalna **A** (20,78 pkt), jaką uzyskał u nas Unibep, świadczy o jakości raportowania w obszarze ESG na najwyższym poziomie.

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

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

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



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

Zródło: opracowanie DM BPS

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

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

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

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

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 21 kwietnia 2022 roku, 17:00

Pierwsze udostępnienie opracowania: 21 kwietnia 2022 roku, 17:30

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 szczególnie sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

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

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

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

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

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

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

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

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	24,80	Raport Aktualizujący	2021-05-17	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,59	1,61	Raport Aktualizujący	2021-05-19	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
ML SYSTEM	TRZYMAJ	126,00	118,00	Raport Inicjujący	2021-06-30	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
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
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	2021-12-02	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	2021-12-03	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	2021-12-10	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	2021-12-10	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	2021-12-30	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	2021-12-30	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	2022-01-04	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	2022-03-24	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	2022-04-21	Artur Wizner

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

Dariusz Stasiak, MPW

Dyrektor Departamentu Sprzedaży

dariusz.stasiak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 541

Krzysztof Jeż, MPW

krzysztof.jez@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 559

Lech Kucharski, MPW

lech.kucharski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 522

Marcin Jakubiak, MPW

marcin.jakubiak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 560

Tomasz Kublik, MPW

tomasz.kublik@dmbps.pl

tel.: + 48 (22) 53 95 511

Tomasz Wojna

tomasz.wojna@dmbps.pl

tel.: + 48 (22) 53 95 541

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