

Unibep – 2026 r. prawdopodobnie nieco gorszy od 2025 r.

Ostatni kwartał ubiegłego roku wypadł bardzo dobrze dla Unibepu, szczególnie w zakresie działalności budowlanej. Marże zrealizowane przez spółkę zarówno w 4Q'25 jak i w całym 2025 r. były najwyższe od kilku lat. W 2026 r. niemal na pewno nie uda się już osiągnąć tak wysokich poziomów rentowności – prognozujemy lekki wzrost przychodów, ale nieco niższe zyski. Długoterminowe perspektywy dla spółki pozostają pozytywne, a dobre wyniki 2025 r. oraz mocny bilans potwierdzają poprawę jakości zarządzania grupą kapitałową. Podwyższamy cenę docelową za akcję z 15,0 zł do 18,5 zł w horyzoncie 12 miesięcy, ale ze względu na blisko 50% wzrost ceny akcji od naszej poprzedniej rekomendacji z 26 września ub. r., obniżamy zalecenie do „akumuluj”.

Bardzo dobre wyniki w 4Q'25

Wyniki osiągnięte przez grupę Unibep w ostatnim kwartale ub. r., jak i w całym 2025 r. oceniamy pozytywnie. Zdecydowana poprawa wystąpiła przede wszystkim w Unibep S.A., odpowiedzialnym za realizację kontraktów budowlanych – rentowności osiągnięte w całym 2025 r. były najwyższe od kilku lat: 8,6% marży brutto na sprzedaży (poprawa o 4,9 pkt proc. r/r) i 4,2% marży operacyjnej (poprawa o 4,3 pkt proc. r/r). W naszej ocenie wyniki te odzwierciedlają jakościową zmianę w pozyskiwaniu i realizacji umów, jaka była zapowiadana przez nowe kierownictwo spółki 2 lata temu.

Możliwy wzrost backlogu w najbliższych miesiącach

Portfel zamówień grupy w ostatnim kwartale ub. r. nieco się obniżył: z 4,13 mld zł do 4,00 mld zł. W najbliższych miesiącach backlog może jednak się zwiększyć - Unibep w dwóch dużych postępowaniach jest na pierwszym i drugim miejscu: w przypadku wygrania przetargów może pozyskać zlecenia po kilkaset mln zł każde. Mankamentem jest jednak wolniejsze niż w poprzednich latach przekładanie backlogu na przychody – więcej umów z fazą projektową, zwłaszcza w przypadku kontraktów drogowych.

Mroźna zima zaciąży na wynikach w 1Q'26

Bardzo niekorzystne warunki atmosferyczne w styczniu i lutym, naszym zdaniem, przełożą się na słabe wyniki finansowe w Unibep S. A. w 1Q'26 – szacujemy ok. 17% spadek r/r przychodów w części budowlanej. Relatywnie słabe wyniki osiągnie też Unidevelopment – przekazał klientom 58 lokali, o stosunkowo niskiej wartości – spodziewamy się o około połowę niższych przychodów r/r, z niższą marżą brutto na sprzedaży. W przypadku grupy kapitałowej na poziomie EBIT spodziewamy się wyniku zbliżonego do zera w porównaniu do +4,3 mln zł osiągniętych w 1Q'25.

Czynniki ryzyka

W średnim terminie lekko negatywnymi elementami dla spółki są: zgłoszone w połowie marca roszczenie od Wojskowej Akademii Technicznej (15,6 mln zł) oraz wystawienie w połowie kwietnia not obciążeniowych przez Powiatowego Zarządcę Dróg Powiatowych w Spiszu (26 mln zł). Naszym zdaniem w obu przypadkach silne argumenty stoją po stronie Unibepu.

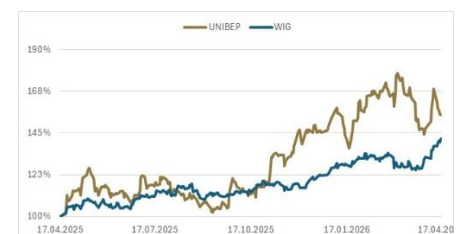
Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 13,2 zł oraz porównawczą na 18,5 zł. Obu metodom przypisaliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 12-miesięcznym wyznaczyliśmy na 17,5 zł, co daje 19% potencjał wzrostu.

mln zł	2024*	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	2606,9	2358,4	2501,3	2683,6	2869,7
EBITDA	198,9	144,1	108,0	106,5	115,3
EBIT	168,6	112,6	75,0	71,8	79,3
Zysk netto przyp. akcj. j. d.	44,9	41,2	35,4	39,5	49,4
EPS	1,28	1,18	1,01	1,13	1,41
DPS	0,00	0,19	0,29	0,33	0,37
P/E (x)	11,5	12,5	14,6	13,1	10,5
EV/EBITDA (x)	3,3	2,6	4,4	4,5	4,1

Źródło: Spółka (2024-2025), Noble Securities (2026P-2028P), 2024* - wyniki z uwzględnieniem +100,3 mln zł EBIT i +45,6 mln zł zysku netto akcj. j. d. na wycenie nieruchomości
Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 21.04.2026 o godz. 09:13. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 21.04.2026 godz. 09:16.

AKUMULUJ (Aktualizacja - obniżona)

Kurs	14,74 zł
Wycena (12M)	17,5 zł
Potencjał wzrostu	19%
Kapitalizacja	513 mln zł
Free float	47%
Śr. Wolumen 6M	17 252



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Unibep jest jedną z większych grup budowlanych w Polsce, działających w segmentach budownictwa kubaturowego, infrastrukturalnego, energetycznego, modułowego oraz w branży deweloperskiej.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Zofia Mikołuszeko	24,5%
Beata Maria Skowrońska	14,3%
OFE Allianz	10,0%
OFE Bankowy	9,1%
Joanna Małgorzata Stajkowska-Bastouil	7,1%
Akcje własne	5,9%
Allianz TFI	5,0%
Pozostali	24,1%

Źródło: Unibep S.A.

Dariusz Nawrot
Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
+48 783 931 515

Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	4
Wyniki w 4Q'25 i w całym 2025 r.	5
Najważniejsze informacje z konferencji po wynikach 2025 r.....	6
Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki	7
Sytuacja w branży budowlanej	8
Aktualizacja prognoz wyników finansowych	8
Prognoza wyników finansowych w 1Q'26.....	11
Główne czynniki ryzyka	12

WYCENA

Akcje Unibepu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 50% i analizy porównawczej z wagą 50% (bez zmian w stosunku do wyceny z 26 września 2025 r.).

W horyzoncie 12-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 17,5 zł (poprzednio 15,0 zł). Przy wycenie nie uwzględnialiśmy zdarzeń jednorazowych.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	50%	13,2	12,8	3%
Wycena porównawcza	50%	18,5	14,9	24%
Średnia ważona metod		15,8	13,8	15%
Cena docelowa (12 M)		17,5	15,0	17%
Cena aktualna		14,7	10,0	47%
Potencjał		19%	50%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

- Założenia do modelu:
- Prognozy finansowe na lata 2026 - 2035 (bez zmian).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 20 kwietnia 2026 r.
- Gotówka netto na 31.12.2025: 150 mln zł (poprzednio dług netto na koniec 2024 r. skorygowany o dywidendę: 110 mln zł).
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,3% (poprzednio - 5,5%), premia za ryzyko - 5,3% (poprzednio - 5,5%).
- Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Średni ważony koszt kapitału na poziomie 10,5% (poprzednio 9,9%).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	2 501	2 684	2 870	3 071	3 286	3 516	3 726	3 913	4 108	4 314
NOPAT	60	57	63	81	87	93	98	103	109	114
Amortyzacja	33	35	36	37	38	39	41	42	43	44
Zmiany KON	-139	-42	-43	-46	-49	-53	-48	-43	-45	-47
CAPEX	-15	-22	-26	-35	-37	-39	-41	-42	-43	-44
FCFF	-61	29	31	37	39	40	50	61	64	67
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,85	0,77	0,70	0,63	0,58	0,52	0,47	0,43	0,39
DFCFF	-57	24	24	26	25	23	26	29	27	26
SUMA DFCFF do 2035	173									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2035	734									
Zdyskontowana wartość rezydualna	286									
Wartość Firmy (EV)	459									
Dług netto 31.12.2025	-150									
Udziałowcy mniejszościowi	147									
Wartość kapitałów własnych	462									
Liczba akcji (w mln.)	35,1									
Wartość na 1 akcję	13,2									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	13,2	14,2	15,4	16,9	18,9
WACC - 0,5%	12,4	13,2	14,2	15,5	17,1
WACC	11,6	12,3	13,2	14,3	15,7
WACC + 0,5%	10,9	11,5	12,3	13,2	14,4
WACC + 1,0%	10,2	10,8	11,4	12,2	13,2

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Koszt długu po tarczy	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o akcje 11 krajowych spółek budowlanych. Ich profile są zróżnicowane, cechą wspólną jest jednak to, że działają głównie w Polsce i borykają się często z podobnymi problemami dotyczącymi cen i dostępności materiałów budowlanych oraz podwykonawców. W tabeli zamieściliśmy prognozowane wskaźniki P/E i EV/EBITDA na lata 2026 – 2028 (poprzednio 2025 – 2027). Wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy równe wagi: 16,7%.

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 18,5 zł (poprzednio – 14,9 zł). Wyższa wycena niż 6 miesięcy temu wynika przede wszystkim z obniżenia poziomu długu w grupie Unibep – efekt lepszego zarządzania kapitałem obrotowym.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Budimex	18 596	23,4	22,2	20,6	14,2	13,3	12,4
Elektrotim	516	14,3	12,9	12,0	8,8	8,0	7,4
Erbud	335	-	15,2	9,6	5,7	4,0	3,4
Mirbud	1 331	10,6	9,4	8,9	6,4	5,7	5,5
Mostostal Zabrze	476	10,4	9,5	9,0	4,3	3,8	3,9
Onde	491	15,1	13,5	12,3	8,9	7,9	7,4
Pekabex	255	18,1	8,0	6,7	6,6	4,2	3,6
Polimex	2 407	15,0	14,7	14,2	6,7	6,7	6,4
Torpol	1 615	20,2	19,5	19,0	10,3	10,3	9,7
Ulma	339	14,1	8,5	6,6	3,7	2,7	2,3
ZUE	317	33,7	18,6	15,1	9,2	6,6	5,9
Mediana		15,1	13,5	12,0	6,7	6,5	5,8
Unibep	517	14,6	13,1	10,5	4,4	4,5	4,1
Premia/dyskonto do mediany		-3%	-3%	-13%	-34%	-30%	-28%
Implikowana wartość godziwa Unibep		15,0	15,0	16,9	22,4	21,2	20,6
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep				18,5			

Źródło: Noble Securities, Bloomberg: 20.04.2026, 16:30

Wyniki w 4Q'25 i w całym 2025 r.

Wyniki osiągnięte przez grupę Unibep w ostatnim kwartale ub. r., jak i w całym 2025 r. oceniamy pozytywnie. Zdecydowana poprawa wystąpiła przede wszystkim w Unibep S.A., odpowiedzialnym za realizację kontraktów budowlanych – rentowności osiągnięte w całym 2025 r. były najwyższe od kilku lat: 8,6% marży brutto na sprzedaży (poprawa o 4,9 pkt proc. r/r) i 4,2% marży operacyjnej (poprawa o 4,3 pkt proc. r/r). Wyniki te odzwierciedlają, w naszej ocenie, jakościową zmianę w pozyskiwaniu i realizacji umów, jaka była zapowiadana przez nowe kierownictwo spółki 2 lata temu.

Wyniki finansowe Unibep S. A.

mln zł	2024	2025	Zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	2 189,7	2 002,6	-9%
Zysk brutto ze sprzedaży	79,9	172,2	115%
Koszty ogólnego zarządu	82,7	97,6	18%
Saldo na pozostałej działalności operacyjnej	-1,2	8,8	-
Zysk operacyjny (EBIT)	-4,0	83,3	-
Saldo na działalności finansowej	-22,7	-24,0	6%
Zysk przed opodatkowaniem	24,9	54,2	117%
Podatek	-4,2	13,1	-
Zysk netto	29,2	41,1	41%
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	<i>3,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>4,9%</i>
<i>Marża EBIT</i>	<i>-0,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,3%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>1,3%</i>	<i>2,1%</i>	<i>0,7%</i>

Źródło: Unibep S. A.

Wyniki na poziomie grupy kapitałowej w 4Q'25 przekroczyły nasze prognozy. Największym pozytywnym zaskoczeniem była wysoka marża brutto na sprzedaży osiągnięta w segmencie budowlanym. Wyniki na poziomie pozostałej działalności operacyjnej wsparte były podpisaną umową z Umicore, w wyniku której Umicore wycofał karę umowną na 6,1 mln zł oraz wypłacił Unibepowi 5,3 mln zł środków pieniężnych.

Marże brutto na sprzedaży we wszystkich segmentach były dość wysokie – bardzo wysoka była marża w Unihouse (efekt dużych przychodów i rozłożenia kosztów stałych na większą sprzedaż) i w segmencie infrastrukturalnym (relatywnie wysokomarżowy kontrakt na budowę drogi technicznej wzdłuż granicy z Białorusią).

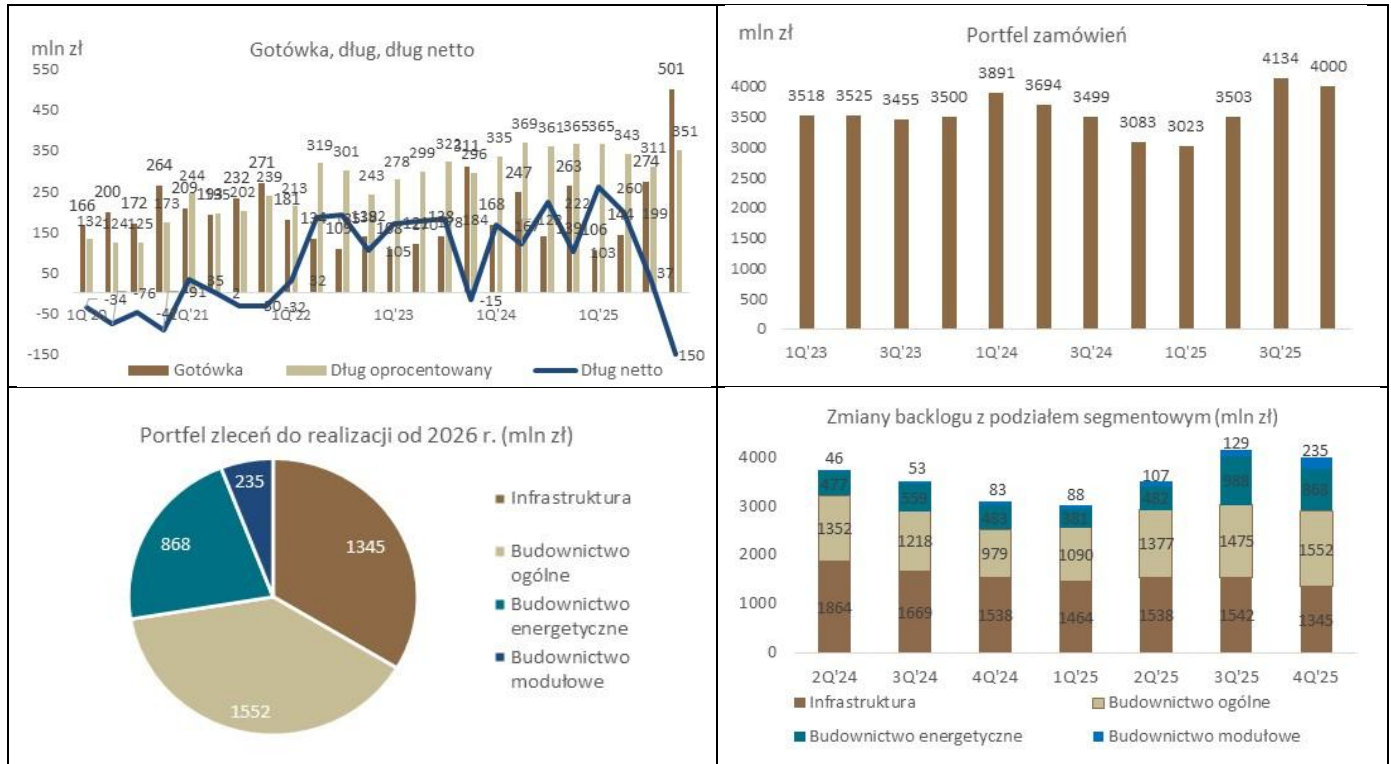
Skonsolidowane wyniki grupy Unibep

mln zł	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	Zmiana 4Q'25/4Q'24
Przychody ze sprzedaży	781,1	429,8	605,7	579,3	743,6	-5%
Zysk brutto na sprzedaży	52,0	30,0	51,7	64,0	83,8	61%
Koszty sprzedaży	-1,0	3,1	3,8	3,1	5,6	-
Koszty ogólnego zarządu	37,6	23,3	23,4	30,1	38,9	4%
Pozostała operacyjna	-5,9	0,7	7,0	-0,6	7,3	-
EBIT	9,5	4,3	31,4	30,2	46,6	389%
Saldo finansowe	-6,2	-8,8	-14,1	-10,0	-12,1	96%
Zysk przed podatkiem	3,3	-4,4	17,3	18,4	36,3	985%
Podatek	1,7	-0,4	6,8	2,5	9,4	449%
Zysk netto	1,6	-4,0	10,5	15,9	26,8	1551%
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	-1,6	-5,6	6,0	14,8	26,1	-
<i>Marża zysku brutto ze sprzedaży</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>4,6%</i>
<i>Marża EBIT</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,0%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>1,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,7%</i>

Źródło: Unibep S. A.

Poziom środków pieniężnych na koniec roku był bardzo wysoki – 500,6 mln zł. Było to konsekwencją wypłaty znaczących zaliczek przez klientów pod koniec ub. r. – szacujemy je na nieco ponad 200 mln zł – oraz poprawy w zarządzaniu kapitałem obrotowym. Gotówka netto (z pominięciem długoterminowych zobowiązań leasingowych z tytułu umów najmu) zwiększyła się do 150 mln zł. Po skorygowaniu o wypłacone zaliczki, naszym zdaniem, grupa Unibep na koniec 2025 r. miała ok. 60 mln zł długu netto. Poziom gotówki będzie się obniżał w najbliższych miesiącach wraz z postępowaniem prac budowlanych i płatnościami na rzecz podwykonawców.

Portfel zamówień na koniec roku obniżył się do 4,0 mld zł, z 4 134 mln zł na koniec 3Q'25. Unibep ma złożone jednak oferty o wartości ponad 2 mld zł, w tym w 2 przypadkach znajduje się na pierwszym lub drugim miejscu z wartościami ofert rzędu wysokich kilkuset mln zł – umowy te mogą zostać podpisane w 2Q'26 lub w 3Q'26.



Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

Najważniejsze informacje z konferencji po wynikach 2025 r.

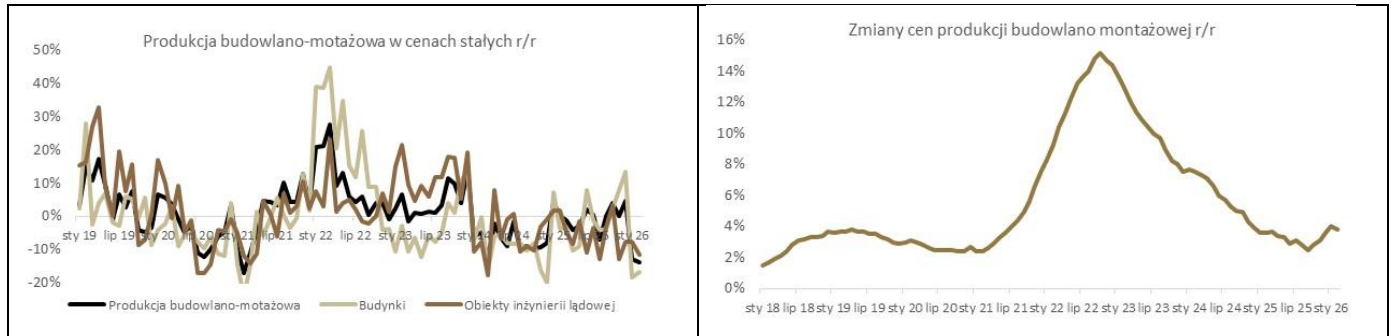
- zarząd ostrożnie podchodzi do wyników w 2026 r., ze względu na relatywnie wysoką bazę z 2025 r. – realizacja wyżej marżowych kontraktów na budowę ambasady w Mińsku i drogi technicznej wzdłuż granicy z Białorusią,
- w 2026 r. więcej kontraktów będzie realizowanych w formule „projektuj i buduj”, co wpłynie na wolniejsze przekładanie backlogu na przychody,
- kiepskie warunki pogodowe przełożyły się lekko negatywnie na działalność Unibep S.A. w styczniu i lutym, ale może cały kwartał nie okaże się gorszy r/r,
- Unibep uważa, że przyczyny wypowiedzenia umowy przez Wojskową Akademię Techniczną (komunikat z 23 marca br.) są bezzasadne, a naliczona kara umowna (15,6 mln zł) jest nienależna – umowa realizowana od maja 2025 r. znajduje się nadal w fazie projektowej,
- wzrosty cen stali (ok. 14% od początku br.) i produktów ropopochodnych (ok. +20% od początku br.) mogą z czasem przekładać się na ograniczanie marż firm budowlanych, Unibep stara się jednak pozyskiwać kontrakty z wbudowanymi klauzulami waloryzacyjnymi,
- wyniki Unihouse w 2026 r. w dużej mierze będą zależeć od realizacji dużego kontraktu (152 mln zł) na dostawy modułów do Frankfurtu nad Menem, jest szansa na wyjście w tej spółce z wynikiem netto powyżej zera w 2026 r., ale początek roku jest relatywnie słaby – niska produkcja, a marża dociążona kosztami stałymi,
- backlog potencjalnie może się zwiększyć – Unibep w dwóch dużych postępowaniach jest na pierwszym i drugim miejscu: potencjalne zlecenia po kilkaset mln zł każde w części przypadającej na Unibep,
- Unidevelopment w 2026 r. planuje sprzedać i zaksiegować ok. 300 lokali, podobne ilości jak w 2025 r., marże też mogą być zbliżone do osiągniętych w 2025 r., obecnie w ofercie spółki znajduje się 631 lokali (187 mieszkań znajduje się w zakończonych inwestycjach): 337 w Warszawie, 175 w Gdańsku, 119 w Radomiu, w 2026 r. do oferty może być wprowadzony jeszcze 1 etap projektu w Radomiu.

Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki

- 13 października 2025 r. spółka zależna, Unihouse, otrzymała zamówienie od Bundesanstalt für Immobilienaufgaben z siedzibą w Bonn na realizację w technologii modułowej budynków wielorodzinnych z garażem podziemnym we Frankfurcie nad Menem w Niemczech o wartości 35,7 mln euro (ok. 152,5 mln zł), zakończenie realizacji inwestycji planowane jest w 2Q'27.
- 29 października 2025 r. Unibep zawarł dwie umowy o roboty budowlane na realizację w systemie generalnego wykonawstwa inwestycji budowlanej pn. „Viva Cité” przy ulicy Podgrodzie w Warszawie. Zamawiającym jest DEVELIA VITA Sp. z o.o. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Umowy 1 wynosi ok. 51,8 mln zł netto. Wynagrodzenie z tytułu realizacji Umowy 2 wynosi ok. 38,4 mln zł netto. Zakończenie realizacji obu umów powinno nastąpić w 4Q'27.
- 18 listopada Unibep podpisał umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa obiektu hotelowego przy ulicy Sobieskiego w Warszawie. Wynagrodzenie spółki wynosi 67,85 mln zł netto.
- 4 grudnia Unihouse zawarł umowę na budowę przedszkola z oddziałem żłobkowym w Mielnie. Wynagrodzenie wynosi 14,1 mln zł netto.
- 11 grudnia Unibep podpisał umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa budynku mieszkalnego wielorodzinnego przy ul. Jaracza w Łodzi. Wynagrodzenie wynosi 83 mln zł netto.
- 16 grudnia konsorcjum w składzie: TRACK TEC CONSTRUCTION Sp. z o.o. oraz Unibep S.A. zawarło z Centralnym Portem Komunikacyjnym umowę na budowę bocznic kolejowej na odcinku linia kolejowa nr 3 – Centralny Port Komunikacyjny” w województwie mazowieckim. Wartość umowy dla Konsorcjum wynosi ok. 116,4 mln zł netto, z czego udział Unibep wynosi ok. 58,2 mln zł netto. Termin realizacji Inwestycji wynosi 36 miesięcy od daty podpisania umowy.
- 14 stycznia 2026 r. Unihouse zawarł umowę na rozbudowę zakładu opiekuńczo-leczniczego w Zgorzelcu. Wynagrodzenie wynosi ok. 19,2 mln zł netto. Zakończenie realizacji inwestycji planowane jest w 3Q'26.
- 22 stycznia Unibep oraz SBB Energy S. A. otrzymało od PGE Energia Ciepła S. A. zlecenie dodatkowego zakresu prac w ramach budowy źródła kogeneracyjnego w Krakowie. Wartość obu opcji, w części przypadającej na Unibep, wyniosła 238,6 mln zł netto.
- 29 stycznia Unihouse otrzymał od Adapteo Group Oy z siedzibą w Finlandii zamówienie na dostawę 163 modułów, które będą przeznaczone do wznoszenia budynków użyteczności publicznej. Wynagrodzenie wynosi ok. 20,3 mln zł netto, realizacja w 2Q'26.
- 6 lutego Unibep zawarł umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa inwestycji mieszkaniowej przy ul. Mistrzejowickiej w Krakowie. Zamawiającym jest Smok Development Sp. z o.o., podmiot należący do Grupy Victoria Dom. Rozpoczęcie realizacji Inwestycji nastąpi w 1Q'26, a zakończenie w 4Q'27. Wynagrodzenie z tytułu realizacji inwestycji wynosi ok. 43,5 mln zł netto.
- 12 lutego Unihouse zawarł umowę na modernizację i rozbudowę szpitala w Zgorzelcu. Wynagrodzenie wynosi 40,0 mln zł netto.
- 23 lutego Unibep poinformował, że w ramach II Programu emisji obligacji wyemitował obligacje o wartości nominalnej 140 mln zł, cenie jednostkowej 1000 zł i z 3-letnim okresem wykupu.
9 marca Unihouse otrzymał od Adapteo Group Oy z siedzibą w Finlandii zamówienie o wartości 8,8 mln zł netto na dostawę modułów do wznoszenia budynków użyteczności publicznej. Termin realizacji przypada na 2Q'26.
- 23 marca Unibep poinformował o otrzymaniu od Wojskowej Akademii Technicznej oświadczenia o odstąpieniu od umowy na etapie projektowym z przyczyn, za które w ocenie Zamawiającego odpowiada Spółka. Jednocześnie Zamawiający domaga się od Spółki zapłaty kary umownej z tytułu odstąpienia Zamawiającego od Umowy z winy Spółki w wysokości ok. 15,6 mln zł. Przedmiotowa umowa została zawarta 29 maja 2025 r. Unibep stoi na stanowisku, iż przyczyny odstąpienia, na które powołuje się Zamawiający, są bezzasadne, a w/w kara umowna jest nienależna.
- 3 kwietnia Unibep podpisał umowę na realizację w systemie generalnego wykonawstwa obiektu hotelowego z częścią handlowo – usługową przy ulicy Kolejowej we Wrocławiu. Zamawiającym jest AFI Project 10 Sp. z o.o. Wynagrodzenie z tytułu realizacji inwestycji wynosi 149 mln zł netto.
- 10 kwietnia Unihouse otrzymał od Adapteo Group Oy z siedzibą w Finlandii zamówienie o wartości 34,9 mln zł netto na dostawę modułów do wznoszenia budynków użyteczności publicznej. Termin realizacji przypada na 3Q'26.
- 14 kwietnia Unidevelopment poinformował o sprzedaży w 1 kwartale 2026 r. 71 lokali oraz przekazaniu klientom 51 lokali.
- 16 kwietnia Unibep otrzymał od Powiatowego Zarządcy Dróg w Piszcu notę obciążeniową z tytułu braku przedłożenia zabezpieczenia należytego wykonania umowy w wysokości ok. 0,5 mln zł oraz notę obciążeniową z tytułu zwłoki w wykonaniu umowy w wysokości ok. 25,5 mln zł. Noty dotyczą umowy podpisanej 28 czerwca 2021 r. Spółka wskazała, że w/w noty zostaną niezwłocznie odesłane jako wystawione bez podstawy faktycznej i prawnej. Unibep w całości kwestionuje zasadność naliczenia obu kar umownych, w tym przypisaną jej zwłokę w realizacji przedmiotu umowy. Spółka wskazała na nieadekwatność kary umownej z tytułu zwłoki w wykonaniu umowy, której wysokość odpowiada ok. 50% całkowitej wartości wynagrodzenia umownego, wynoszącego po uwzględnieniu aneksów ok. 50,3 mln zł brutto. Na uwagę zasługuje fakt, że roboty wykonane przez Spółkę w ramach Inwestycji zostały odebrane przez Zamawiającego bez uwag.

Sytuacja w branży budowlanej

Najniższe od kilkunastu lat temperatury oraz opady śniegu w styczniu i lutym przełożyły się na największe od 5 lat spadki produkcji budowlano-montażowej: o 12,8% r/r w styczniu i o 13,7% w lutym. Największe spadki wystąpiły w segmencie budynków i w robotach specjalistycznych, nieco mniejsze w przypadku obiektów inżynieryjno-wodnych. Naszym zdaniem kiepski styczeń i luty przełożą się na wyraźny spadek przychodów z działalności budowlanej w Unibep S. A. w 1Q'26 – szacujemy go na -17% r/r.



Źródło: GUS, opracowanie Noble Securities

Tempo zmian produkcji budowlano-montażowej zwiększa się od października ub. r., na razie w dość powolnym tempie – na koniec lutego +3,8% r/r (w dołku, we wrześniu 2025 r. +2,4% r/r). W naszej opinii kolejne miesiące przyniosą dalsze wzrosty dynamiki cen produkcji budowlano-montażowej - od początku br. drożeją wyroby stalowe (po wprowadzeniu w Unii Europejskiej mechanizmu CBAM), a w ostatnich tygodniach wysokie ceny ropy przekładają się na wyższe koszty transportu materiałów na place budów, powodują też dynamiczne wzrosty cen produktów wytwarzanych z ropy (m.in. znaczące wzrosty cen styropianu). W otoczeniu rosnącej presji kosztowej marże generalnych wykonawców prawdopodobnie będą się obniżać – w Unibep S. A. w 2026 r. i w 2027 r. spodziewamy się niższych rentowności niż w 2025 r.

Aktualizacja prognoz wyników finansowych

Po bardzo dobrych wynikach osiągniętych w 2025 r. spodziewamy się nieco niższych zysków grupy kapitałowej w 2026 r. W ubiegłym roku pozytywnie na marżowość w części budowlanej wpływała realizacja umów na dokończenie budowy ambasady w Mińsku oraz budowę drogi technicznej wzdłuż granicy z Białorusią. W bieżącym roku nie widzimy do realizacji tak rentownych kontraktów, w związku z tym zakładamy nieco niższe marże w segmencie budownictwa ogólnego i infrastrukturalnego. W 2027 r. zakładamy dalsze, lekkie obniżenie marż, w związku z przewidywanymi przez nas bardziej dynamicznymi wzrostami cen produkcji budowlano-montażowej.

Wyniki i prognozy w podziale segmentowym

mln zł	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Budownictwo ogólne						
Przychody	1 147,8	1 099,8	799,8	870,0	930,0	980,0
Zysk brutto na sprzedaży	-13,0	63,9	73,1	62,6	60,5	61,7
Marża brutto na sprzedaży	-1,1%	5,8%	9,1%	7,2%	6,5%	6,3%
Budownictwo infrastrukturalne						
Przychody	351,7	667,2	797,5	810,0	840,0	880,0
Zysk brutto na sprzedaży	-5,2	51,0	60,2	56,7	54,6	55,4
Marża brutto na sprzedaży	-1,5%	7,6%	7,5%	7,0%	6,5%	6,3%
Budownictwo energetyczne						
Przychody	514,5	433,4	405,4	440,0	500,0	550,0
Zysk brutto na sprzedaży	-63,8	-33,2	39,0	30,8	32,5	35,8
Marża brutto na sprzedaży	-12,4%	-7,7%	9,6%	7,0%	6,5%	6,5%
Budownictwo modułowe						
Przychody	222,9	168,4	191,5	220,0	250,0	270,0
Zysk brutto na sprzedaży	-24,0	5,3	12,9	15,4	17,5	18,9
Marża brutto na sprzedaży	-10,8%	3,1%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%
Deweloperka						
Przychody	315,8	299,0	224,1	221,3	223,6	249,7
Zysk brutto na sprzedaży	82,3	91,5	51,5	52,0	54,8	62,4
Marża brutto na sprzedaży	26,1%	30,6%	23,0%	23,5%	24,5%	25,0%

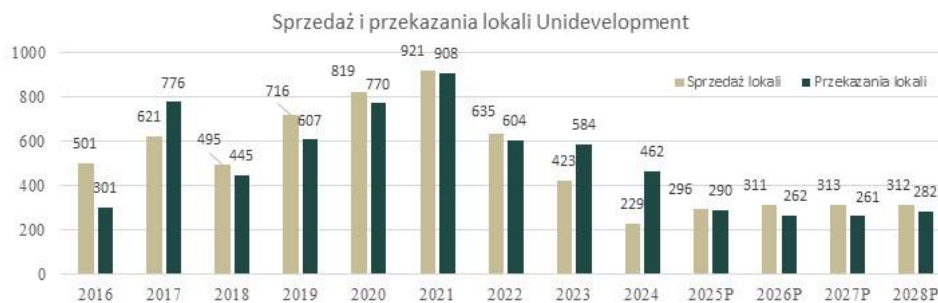
Źródło: 2023 - 2025 – Unibep S.A., 2026-2028P - prognozy Noble Securities

Szacujemy, że Unidevelopment w 2026 r. sprzeda ok. 310 mieszkań i przekaze klientom 275 lokali. Zbliżonych wolumenów spodziewamy się również w 2027 r. i 2 028 r. Wyraźniejszy wzrost liczby sprzedawanych mieszkań może nastąpić po „odmrożeniu” projektów w Poznaniu (łącznie na 1705 mieszkań), nie spodziewamy się jednak, żeby to nastąpiło wcześniej niż w połowie 2027 r. - od ponad 2 lat utrzymuje się patowa sytuacja z partnerem w joint venture dotyczącym tych projektów.

Wyniki i prognozy dla Unidevelopment

mln zł	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	315,8	299,0	224,1	221,3	223,6	249,7
Zysk brutto na sprzedaży	82,3	91,5	51,5	52,0	54,8	62,4
EBIT	55,8	171,6	28,5	25,0	26,6	31,9
Zysk netto	38,7	131,2	20,2	16,0	18,1	22,3
Zysk netto jednostki dominującej	30,2	71,3	13,3	16,0	18,1	22,3

Źródło: 2023 - 2025 – Unidevelopment S.A., 2026-2028P - prognozy Noble Securities



Źródło: 2016 - 2025 – Unidevelopment S.A., 2026-2028P - prognozy Noble Securities

W ofercie sprzedażowej na koniec 2025 r. znajdowało się 8 projektów, z 631 lokale: 337 w 3 projektach w Warszawie, 175 w 2 projektach w Trójmieście i 119 w 3 projektach w Radomiu. W 2026 r. do oferty sprzedażowej wprowadzony zostanie tylko 1 projekt – Osiedle Idea Aquarius w Radomiu (145 mieszkań i 5 lokali usługowych). W 2027 r. planowane do wprowadzenia są 2 kolejne etapy projektów w Radomiu, być może w ofercie znajdzie się też „Przejezdna” w Warszawie.



Źródło: 2023 - 2025 – Unidevelopment S.A., opracowanie Noble Securities

W przypadku Unihouse spodziewamy się dalszej poprawy wyników, w 2026 r. i w 2027 r., związanej przede wszystkim z realizacją dużego kontraktu na rynek niemiecki – ok. 152 mln zł. Liczymy też na pozyskiwanie kolejnych średniej wielkości zleceń ze strony Społecznych Inicjatyw Mieszkaniowych, na budowę żłobków, przedszkoli, domów seniora.

Wyniki i prognozy Unihouse

mln zł	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	223,9	169,7	191,5	220,0	250,0	270,0
Zysk brutto na sprzedaży	-23,1	5,4	12,9	15,4	17,5	18,9
EBIT	-31,2	-5,0	2,4	4,6	6,0	6,4
Saldo finansowe	-13,7	-6,7	-5,5	-2,4	-1,8	-1,2
Zysk netto	-44,7	-8,3	-5,1	1,8	3,4	4,2

Źródło: 2023 - 2025 – Unihouse S. A., Unibep S.A., 2026-2028P - prognozy Noble Securities



Źródło: 2023 - 2025 – Unidevelopment S.A., opracowanie Noble Securities

Sytuacja bilansowa grupy Unibep w 2025 r. zdecydowanie się poprawiła, częściowo dzięki znaczącym zaliczkom otrzymanym na realizację kontraktów, częściowo dzięki poprawie w zarządzaniu kapitałem obrotowym. W najbliższych latach spodziewamy się, że grupa w szczycie sezonu budowlanego będzie mieć wyraźne zadłużenie, ale na koniec każdego roku niewielką gotówkę netto.

Unibep jest spółką dywidendową (w całej giełdowej historii tylko w 2024 r. nie została wypłacona dywidenda), przewidujemy, że dla akcjonariuszy przeznaczone będzie 25-33% skonsolidowanego zysku netto całej grupy kapitałowej: zakładamy 29 gr na akcję w 2026 r., 33 gr na akcję w 2027 r. i 36 gr w 2028 r.

Nasze obecne prognozy skonsolidowanych wyników finansowych grupy Unibep są niższe w stosunku do raportu analitycznego z 26 września 2025 r. Głównym powodem obniżenia prognoz jest wolniejsze tempo przekładania backlogu na przychody grupy. Niższa sprzedaż w połączeniu z relatywnie wysoką dźwignią operacyjną grupy (wysokie koszty ogólnego zarządu) powoduje większe obniżenie prognoz EBIT i zysku netto niż przychodów.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana	2027P obecna	2027P poprzednia	Zmiana	2028P obecna
Przychody ze sprzedaży	2 501,3	2 729,0	-8%	2 683,6	2 935,0	-9%	2 869,7
Zysk brutto na sprzedaży	214,5	235,4	-9%	216,8	241,7	-10%	232,3
Koszty sprzedaży	16,5	15,5	6%	17,0	17,0	0%	18,0
Koszty ogólnego zarządu	123,0	125,0	-2%	129,0	133,0	-3%	135,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,0	-3,0	-	0,0	-2,0	-	0,0
EBIT	75,0	91,9	-18%	71,8	89,7	-20%	79,3
Koszty i przychody finansowe netto	-29,6	-26,9	-	-22,5	-22,2	-	-17,5
Zysk netto	35,4	50,6	-30%	39,5	53,3	-26%	49,4
Zysk netto przypis. akcj. j.d.	35,4	50,1	-29%	39,5	53,3	-26%	49,4
Amortyzacja	33,0	32,2	2%	34,7	33,5	4%	36,0
EBITDA	108,0	124,1	-13%	106,5	123,2	-14%	115,3

Prognoza wyników finansowych w 1Q'26

Bardzo niekorzystne warunki atmosferyczne w styczniu i lutym, naszym zdaniem, przełożą się na słabe wyniki finansowe w Unibep S. A. w 1Q'26 – szacujemy ok. 17% spadek r/r przychodów w części budowlanej. Relatywnie słabe wyniki, w naszej ocenie, osiągnie też Unidevelopment – przekazał klientom 58 lokali, o stosunkowo niskiej wartości – spodziewamy się o około połowę niższych przychodów r/r, z niższą marżą brutto na sprzedaży.

W przypadku grupy kapitałowej na poziomie EBIT spodziewamy się wyniku zbliżonego do zera w porównaniu do +4,3 mln zł osiągniętych w 1Q'25. Ze względu na bardzo wysoki stan środków pieniężnych, koszty finansowe szacujemy na niższym poziomie r/r, ale i tak spodziewamy się większej straty netto r/r.

Wyniki i prognozy wyników skonsolidowanych grupy Unibep

mln zł	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26P	Zmiana 1Q'26/1Q'25
Przychody ze sprzedaży	429,8	605,7	579,3	743,6	348,6	-19%
Zysk brutto na sprzedaży	30,0	51,7	64,0	83,8	28,3	-6%
Koszty sprzedaży	3,1	3,8	3,1	5,6	3,0	-
Koszty ogólnego zarządu	23,3	23,4	30,1	38,9	25,0	7%
Pozostała operacyjna	0,7	7,0	-0,6	7,3	0,0	-
EBIT	4,3	31,4	30,2	46,6	0,3	-94%
Saldo finansowe	-8,8	-14,1	-10,0	-12,1	-6,5	-26%
Zysk przed podatkiem	-4,4	17,3	18,4	36,3	-6,2	41%
Podatek	-0,4	6,8	2,5	9,4	0,0	-100%
Zysk netto	-4,0	10,5	15,9	26,8	-6,2	55%
Zysk netto przypisany akcj. j. d.	-5,6	6,0	14,8	26,1	-6,2	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,0%	8,5%	11,0%	11,3%	8,1%	1,1%
Marża EBIT	1,0%	5,2%	5,2%	6,3%	0,1%	-0,9%
Marża netto	-1,3%	1,0%	2,6%	3,5%	-1,8%	-0,5%

Źródło: 1Q'25 – 4Q'25 – Unibep S.A., 1Q'26P - prognozy Noble Securities

Wyniki i prognozy w podziale segmentowym

mln zł	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26P	Zmiana 1Q'26/1Q'25
Budownictwo ogólnobudowlane						
Przychody	182,2	216,9	189,0	211,7	160,0	-12%
Zysk brutto na sprzedaży	12,1	21,6	22,0	17,4	11,0	-9%
Marża brutto na sprzedaży	6,6%	10,0%	11,6%	8,2%	6,9%	0,2%
Budownictwo infrastrukturalne						
Przychody	87,3	222,5	234,1	253,6	65,0	-26%
Zysk brutto na sprzedaży	0,6	9,7	22,5	27,4	3,0	376%
Marża brutto na sprzedaży	0,7%	4,4%	9,6%	10,8%	4,6%	3,9%
Budownictwo energetyczne						
Przychody	85,3	111,6	86,6	121,9	70,0	-18%
Zysk brutto na sprzedaży	7,2	11,4	9,2	11,2	6,0	-
Marża brutto na sprzedaży	8,4%	10,2%	10,6%	9,2%	8,6%	0,1%
Budownictwo modułowe						
Przychody	27,5	42,1	54,6	67,3	32,0	17%
Zysk brutto na sprzedaży	-1,8	1,7	5,5	7,5	2,0	-
Marża brutto na sprzedaży	-6,5%	4,0%	10,1%	11,1%	6,3%	12,8%
Deweloperka						
Przychody	62,8	28,1	32,0	101,3	31,6	-50%
Zysk brutto na sprzedaży	15,8	6,7	7,2	21,8	7,3	-54%
Marża brutto na sprzedaży	25,2%	24,0%	22,4%	21,6%	23,0%	-2,2%

Źródło: 1Q'25 – 4Q'25 – Unibep S.A., 1Q'26P - prognozy Noble Securities

Główne czynniki ryzyka

- Ryzyko spowolnienia gospodarczego - przedłużenie trwającego od kilku kwartałów spowolnienia gospodarczego może przełożyć się na zmniejszenie liczby inwestycji w budownictwie kubaturowym (mniej rozpoczynanych budów zakładów produkcyjnych, hal magazynowych, obiektów użyteczności publicznej, budynków mieszkalnych).
- Ryzyko zaostrzenia konkurencji - w sytuacji spowolnienia gospodarczego należy liczyć się z zaostrzeniem konkurencji między firmami budowlanymi, co będzie skutkowało obniżeniem marż na realizowanych kontraktach.
- Ryzyko odpisów na należności - w gorszym otoczeniu makroekonomicznym zwiększa się ryzyko odpisów na należności (pogorszenie sytuacji finansowej klientów).
- Ryzyko strat na poszczególnych kontraktach - błędne kalkulacje lub zmiany otoczenia rynkowego mogą spowodować, że wyniki na niektórych kontraktach będą znacznie poniżej oczekiwań spółki.
- Ryzyko sporów sądowych z klientami - w przypadku kontraktów budowlanych występuje relatywnie wysokie ryzyko sporu firm budowlanych z klientami, co do jakości wykonania, terminowości, niedochowania zapisów umownych. Część z takich sporów ma finał w sądzie, w przypadku przegranej przez spółkę budowlaną może ją narażać na duże straty.
- Ryzyko istotnego wzrostu cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa - w branży budowlanej okresowo dochodzi do dynamicznych wzrostów cen materiałów budowlanych (w wyniku zakłóceń w łańcuchach dostaw bądź zwiększonego popytu na materiały budowlane), co skutkuje obniżeniem rentowności firm działających przede wszystkim jako generalni wykonawcy, czyli takich jak Unibep.
- Ryzyko walutowe - część przychodów grupy Unibep realizowana jest na rynkach zagranicznych, umocnienie złotego może wpływać niekorzystnie na wyniki na realizowanych kontraktach zagranicznych.
- Ryzyko stóp procentowych - grupa Unibep w dużym zakresie korzysta z finansowania w postaci kredytów bankowych, leasingu, obligacji. Wzrost stóp procentowych wpływa negatywnie na koszty finansowe i w skrajnym scenariuszu może zagrozić utrzymaniu płynności finansowej w grupie.
- Ryzyko utraty płynności finansowej - niski poziom środków pieniężnych, utrudnione finansowanie bankowe mogą skutkować problemami w terminowym regulowaniu zobowiązań, w skrajnym przypadku doprowadzając do braku możliwości kontynuowania działalności.

PROGNOZY SKONSOLIDOWANYCH WYNIKÓW FINANSOWYCH

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	2606,9	2358,4	2501,3	2683,6	2869,7
Zysk brutto na sprzedaży	176,6	229,4	214,5	216,8	232,3
Koszty sprzedaży	7,7	15,6	16,5	17,0	18,0
Koszty ogólnego zarządu	101,2	115,7	123,0	128,0	135,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	100,9	14,4	0,0	0,0	0,0
EBIT	168,6	112,6	75,0	71,8	79,3
Koszty i przychody finansowe netto	-28,4	-65,3	-29,6	-22,5	-17,5
Zysk przed opodatkowaniem	134,8	67,6	45,4	49,3	61,8
Podatek dochodowy	27,1	18,3	10,0	9,9	12,4
Zysk netto	107,7	49,2	35,4	39,5	49,4
Zysk netto akcj. j.d.	44,9	41,2	35,4	39,5	49,4
Amortyzacja	30,2	31,5	33,0	34,7	36,0
EBITDA	198,9	144,1	108,0	106,5	115,3

Źródło: Unibep S. A, P - prognozy Noble Securities

Bilans (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	1975,5	1993,8	1973,9	2052,0	2139,8
Aktywa trwałe	474,1	477,6	500,5	518,0	544,0
Rzeczowe aktywa trwałe	152,6	145,0	155,0	162,0	175,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	22,3	24,5	25,5	27,0	28,0
Inne aktywa trwałe	299,2	308,2	320,0	329,0	341,0
Aktywa obrotowe	1501,4	1516,2	1473,4	1534,0	1595,8
Zapasy	406,5	333,1	370,1	399,3	426,9
Należności handlowe	721,1	551,9	638,6	685,2	732,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	262,5	500,6	342,6	324,6	306,2
Inne aktywa obrotowe	111,3	130,5	122,0	125,0	130,0
Pasywa	1975,5	1993,8	1973,9	2052,0	2139,8
Kapitał własny razem	180,2	203,2	228,3	256,1	292,5
Zobowiązania długookresowe	419,0	321,0	319,0	323,0	326,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	251,3	136,2	127,0	123,0	119,0
Inne	167,7	184,8	192,0	200,0	207,0
Zobowiązania krótkookresowe	1237,2	1322,7	1279,5	1325,9	1374,3
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	143,9	229,3	176,0	163,0	145,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	410,2	449,4	434,3	468,5	500,9
Inne	683,1	644,0	669,2	694,4	728,4

Źródło: Unibep S. A, P - prognozy Noble Securities

wtorek, 21 kwietnia 2026

Rachunek przepływów pieniężnych	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk brutto	134,8	67,6	45,4	49,3	61,8
Amortyzacja	30,2	31,5	33,0	34,7	36,0
Zmiana kapitału obrotowego	90,7	-281,6	138,7	41,5	42,7
Zapłacony podatek dochodowy	27,1	18,3	10,0	9,9	12,4
Inne	-365,5	164,3	-227,2	-135,4	-152,9
CF operacyjny	-82,7	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX	9,8	7,5	15,0	22,0	26,0
Inne	31,0	18,2	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	21,2	10,7	-15,0	-22,0	-26,0
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	61,6	-24,4	-66,3	-18,6	-21,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	6,6	10,3	11,7	13,0
Inne	-48,5	-90,4	-16,8	-21,8	-27,0
CF finansowy	13,0	-108,2	-72,8	-28,7	-35,0
Cash Flow	-48,6	-97,4	-87,8	-50,7	-61,0
Stan środków pieniężnych na początek okresu	311,1	262,5	500,6	342,6	324,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	262,5	500,6	342,6	324,6	306,2

Źródło: Unibep S. A, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+ (PLN)	1,28	1,18	1,01	1,13	1,41
Revenue (mln PLN)	2606,9	2358,4	2501,3	2683,6	2869,7
Gross Margin %	6,8%	9,7%	8,6%	8,1%	8,1%
EBIT (mln PLN)	168,6	112,6	75,0	71,8	79,3
EBITDA (mln PLN)	198,9	144,1	108,0	106,5	115,3
Pre-Tax Profit	134,8	67,6	45,4	49,3	61,8
Net Income Adj+ (mln PLN)	44,9	41,2	35,4	39,5	49,4
Net debt (mln PLN)	132,7	-135,2	-39,6	-38,6	-42,2
BPS (PLN)	5,1	5,8	6,5	7,3	8,3
DPS (PLN)	0,00	0,19	0,29	0,33	0,37
Return on Equity	33%	23%	17%	17%	19%
Return on Assets	2%	2%	2%	2%	2%
Depreciation (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortization (mln PLN)	30,2	31,5	33,0	34,7	36,0
Free Cash Flow (mln PLN)	-72,9	7,5	15,0	22,0	26,0
CAPEX (mln PLN)	-9,8	-7,5	-15,0	-22,0	-26,0
Liczba akcji	35,1	35,1	35,1	35,1	35,1

Źródło: Obliczenia Noble Securities

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Tauron FE	Redukuj	9,37	10,33	10,05	-7%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LFP	Akumuluj	26300,00	22500,00	24200,00	9%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	25,55	69%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,89	57%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	35,65	32%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	70,40	-25%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,20	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	746,20	-17%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	24,50	-43%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Welton	Akumuluj	7,25	6,07	5,77	26%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	21,70	-10%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	109,76	-13%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	355,00	20%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	598,00	34%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Alleron	Akumuluj	17,30	15,40	17,52	-1%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	147,10	6%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	663,00	-41%	17.12.2025	12M	Krzysztof Radojewski
FGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,55	-15%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	288,40	-2%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	5,20	77%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,00	65%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	81,90	15%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	35,50	80%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,90	14%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,60	20%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	53,80	82%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	28,28	-10%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
FGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	18,78	79%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,10	54%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	14,45	2%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,72	2%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,00	19%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10			15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	6,23	52%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron FE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	355,00	-5%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	21,70	56%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	22,95	36%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	720,00	8%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Alleron	Kupuj	24,10	19,70	17,52	38%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,15	222%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	94,90	94%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,46	77%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Dariusz Nawrot - Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa, Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgową
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
lfl – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje w dniu jego sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które publikuje Emitent w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjał zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- **Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- **Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

Metoda porównawcza – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- **Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- **Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmienne, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

Metoda sum częściowych – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- **Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości od NS z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.* zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: www.noblesecurities.pl w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty*.

Na życzenie Klienta, NS przekazuje przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiągniętych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową. Ma on na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji. Są to tzw. chińskie mury, czyli zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres.

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów.

Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz
- zawierać transakcji osobistych w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. Analitycy oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał za wiarygodne, rzetelne i obiektywne. Jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor 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.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 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, o którym mowa w 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.

Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport:

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie 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,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Dariusz Nawrot, Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 21.04.2026 o godz. 09:13. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 21.04.2026 godz. 09:16.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez uprzedniej pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotycząca Unibep S. A.

Rekomendacja/aktualizacja	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	KUPUJ
Data wydania	15.09.2023	9.05.2024	27.06.2024	20.12.2024	6.05.2025	26.09.2025
Kurs z dnia rekomendacji	10,4	9,5	9,4	6,98	10,6	10,0
Cena docelowa	12,5	12,0	12,8	11,7	14,3	15,0
WIG w dniu rekomendacji	67 368	87 428	88 135	79 577	99 196	106 570

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04