

Unibep – Korekta ceny okazją do kupna akcji

W ciągu ostatnich 2 miesięcy kurs akcji Unibepu spadł o ok. 20%. Naszym zdaniem korekta ceny akcji nie ma uzasadnienia fundamentalnego. Wyniki finansowe spółki w 1Q'26, były zbliżone do naszych prognoz, relatywnie słabe ze względu na mroźną zimę w styczniu i w lutym. Mimo niższych przychodów, marża brutto na sprzedaży w segmencie budowlanym (Unibep S.A.) była jednak relatywnie wysoka. Portfel zamówień obniżył się do najniższego poziomu od połowy 2025 r., ale spółka w najbliższych miesiącach może pozyskać kontrakty o wartości 1 - 2 mld zł, gdzie ma złożone najkorzystniejsze oferty bądź już wybrane oferty przez zamawiających. Mimo dosyć niskich przychodów osiągniętych przez Unibep w 1Q'26, nie zmieniamy prognoz wyników finansowych na cały 2026 r., licząc na poprawę w najbliższych kwartałach. Prognozujemy lekki spadek zysków w 2026 r. - efekt wysokiej bazy z 4Q'25. W 2027 r. i 2028 r. spodziewamy się wzrostu backlogu i poprawy wyników. Ze względu na wyższą stopę wolną od ryzyka (wyższa rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), wyższą premię rynkową oraz spadki cen akcji innych spółek budowlanych, obniżamy wycenę akcji: z 17,5 zł do 16,0 zł w horyzoncie 12 miesięcy, ale z uwagi na istotny spadek kursu akcji, podwyższamy zalecenie z „akumuluj” do „kupuj”.

Wysoka marża w segmencie budowlanym w 1Q'26

Na wynikach osiągniętych przez Unibep w 1Q'26 zaciążyła mroźna zima w styczniu i lutym – przychody z działalności budowlanej obniżyły się o 27% r/r, mimo wyraźnie większego backlogu r/r. Pozytywnym elementem była jednak wysoka marża brutto na sprzedaży na działalności budowlanej: 10,4% w 1Q'26 vs 5,6% w 1Q'25. Naszym zdaniem rokuje to korzystnie na kolejne kwartały. Lepsze od naszych założeń wyniki osiągnął też Unihouse, co skłania do lekkiego optymizmu na dalszą część 2026 r. - spółka ma największy od kilkunastu kwartałów backlog.

Prawdopodobny istotny wzrost backlogu w najbliższych miesiącach

Portfel zamówień grupy w pierwszym kwartale obniżył się z 4,0 mld zł do 3,68 mld zł (najniższy poziom od połowy 2025 r.). W drugim kwartale Unibep i Unihouse podpisały umowy o wartości ok. 450 mln zł. W „poczekalni” (oferty wybrane przez zamawiających bądź najkorzystniejsze cenowo) znajdują się potencjalne zlecenia o wartość 2,5 mld zł (1,8 mld zł w segmencie infrastruktury – głównie kolejowe, 0,7 mld zł w budownictwie ogólnym i energetycznym). Spodziewamy się, że większość z tych umów zostanie podpisana w najbliższych 3 miesiącach i przełoży się na wzrost backlogu do rekordowych wartości: 4,5 – 5,0 mld zł.

Czynniki ryzyka

W średnim i długim terminie czynnikami ryzyka dla spółek z grupy kapitałowej są toczące się spory z inwestorami, partnerami biznesowymi, urzędami. Do momentu ostatecznych rozstrzygnięć nie uwzględniamy tych czynników w wycenie, ale mogą mieć one w przyszłości istotny wpływ na wycenę.

Wartość akcji Unibep oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 11,7 zł oraz porównawczą na 17,0 zł. Oba metodom przypisaliśmy równe wagi – po 50%. Cenę docelową w horyzoncie 12-miesięcznym wyznaczyliśmy na 16,0 zł, co daje 25% 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	0,40	0,37	0,41
P/E (x)	10,0	10,9	12,7	11,4	9,1
EV/EBITDA (x)	2,9	2,2	3,8	3,9	3,6

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 24.06.2026 o godz. 15:26. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 24.06.2026 godz. 15:29.

KUPUJ

(Aktualizacja - podwyższona)

Kurs	12,8 zł
Wycena (12M)	16,0 zł
Potencjał wzrostu	25%
Kapitalizacja	449 mln zł
Free float	47%
Śr. Wolumen 6M	18 107



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 Mikołuszczo	24,2%
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	24,4%

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 1Q'26	5
Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki	7
Sytuacja w branży budowlanej	8
Aktualizacja prognoz wyników finansowych	8
Główne czynniki ryzyka	9

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 21 kwietnia 2026 r.).

W horyzoncie 12-miesięcznym cenę docelową akcji Unibep wyznaczyliśmy na poziomie 16,0 zł (poprzednio 17,5 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%	11,7	13,2	-11%
Wycena porównawcza	50%	17,0	18,5	-8%
Średnia ważona metod		14,3	15,8	-9%
Cena docelowa (12 M)		16,0	17,5	-8%
Cena aktualna		12,8	14,7	-13%
Potencjał		25%	19%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

- Założenia do modelu:
- Prognozy finansowe na lata 2026 - 2035 (bez zmian).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 24 czerwca 2026 r.
- Gotówka netto na 31.12.2025: 150 mln zł (bez zmian).
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7% (poprzednio - 5,3%), premia za ryzyko – 6,0% (poprzednio - 5,4%).
- Stopa podatku CIT: 20% (bez zmian).
- Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Średnioważony koszt kapitału na poziomie 11,2% (poprzednio 10,5%).

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	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Współczynnik dyskonta	0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56	0,50	0,45	0,41	0,36
DFCF	-57	24	23	26	24	22	25	27	26	24
SUMA DFCFF do 2035	165									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2035	664									
Zdyskontowana wartość rezydualna	242									
Wartość Firmy (EV)	407									
Dług netto 31.12.2025	-150									
Udziałowcy mniejszościowi	147									
Wartość kapitałów własnych	410									
Liczba akcji (w mln.)	35,1									
Wartość na 1 akcję	11,7									

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

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	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
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	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Koszt długu po tarczy	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%

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 (bez zmian). Wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę: 16,7%.

Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 17,0 zł (poprzednio – 18,5 zł). Niższa niż 2 miesiące temu wycena wynika ze spadku cen akcji innych spółek budowlanych.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Budimex	18 346	23,1	21,9	20,4	14,0	13,1	12,3
Elektrotim	544	15,1	13,6	12,7	9,3	8,5	7,8
Erbud	304	-	13,8	8,7	5,3	3,5	3,2
Mirbud	1 138	9,5	8,4	7,9	5,7	5,2	4,9
Mostostal Zabrze	440	9,6	8,8	8,3	3,9	3,3	3,5
Onde	441	13,6	12,4	11,1	8,0	7,2	6,7
Pekabex	261	18,5	9,0	6,9	6,9	4,7	3,6
Polimex	1 969	12,4	12,0	11,6	5,0	5,0	4,8
Torpol	1 571	19,6	19,0	18,5	10,0	9,9	9,3
Ulma	281	11,7	7,0	5,5	3,1	2,3	1,9
ZUE	286	30,4	16,8	13,6	8,9	5,8	5,2
Mediana		14,4	12,4	11,1	6,9	5,2	4,9
Unibep	449	12,7	11,4	9,1	3,8	3,9	3,6
Premia/dyskonto do mediany		-12%	-9%	-18%	-45%	-25%	-27%
Implikowana wartość godziwa Unibep		14,5	14,0	15,7	23,3	17,0	17,4
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona wartość 1 akcji Unibep				17,0			

Źródło: Noble Securities: 24.06.2026, 14:50

Wyniki 1Q'26

Ze względu na trudne warunki pogodowe w styczniu i lutym przychody z działalności budowlanej w 1Q'26 były o 27% niższe r/r. Największe spadki wystąpiły w segmencie budownictwa energetycznego (-38% r/r) i ogólnego (-29% r/r), mniejsze w budownictwie infrastrukturalnym (-12% r/r). Ze względu na niższą liczbę przekazywanych lokali, niższe przychody osiągnął też Unidevelopment. Pozytywnie zaskoczył Unihouse, gdzie przychody zwiększyły się blisko 2-krotnie r/r. Pozytywnym elementem była relatywnie wysoka marża brutto na sprzedaży w części budowlanej: 10,4% vs 5,6% przed rokiem. Wysoka marżowość została osiągnięta przede wszystkim w segmencie infrastrukturalnym (16% marży), gdzie pomogły końcowe rozliczenia kontraktów, m. in. drogi technicznej wzdłuż granicy z Białorusią.

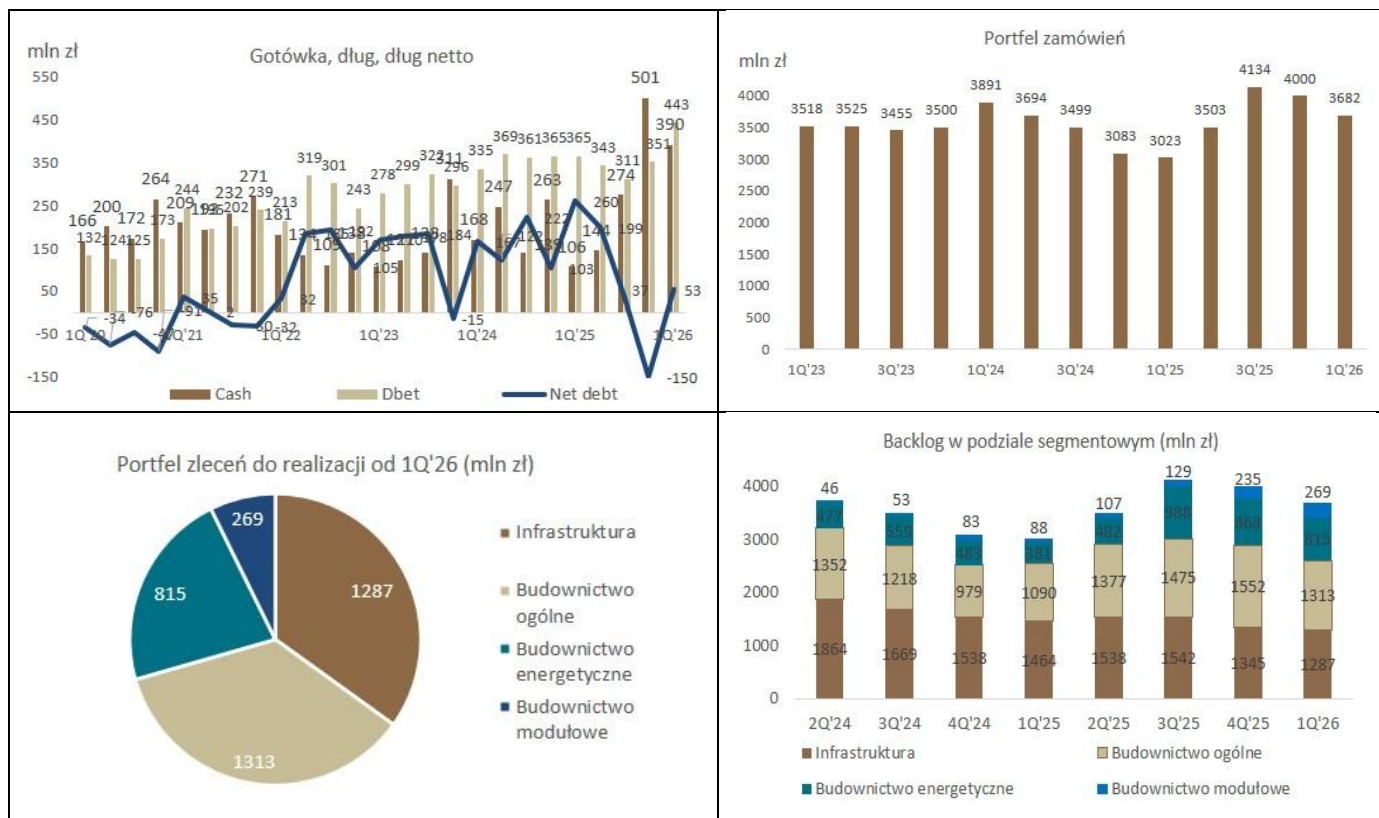
Wyniki skonsolidowane Unibep

mln zł	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	Zmiana 1Q'26/1Q'25
Przychody ze sprzedaży	429,8	605,7	579,3	743,6	329,0	-23%
Zysk brutto na sprzedaży	30,0	51,7	64,0	83,8	30,3	1%
Koszty sprzedaży	3,1	3,8	3,1	5,6	3,0	-
Koszty ogólnego zarządu	23,3	23,4	30,1	38,9	25,9	11%
Pozostała operacyjna	0,7	7,0	-0,6	7,3	-0,5	-
EBIT	4,3	31,4	30,2	46,6	0,9	-80%
Saldo finansowe	-8,8	-14,1	-10,0	-12,1	-7,6	-13%
Zysk przed podatkiem	-4,4	17,3	18,4	36,3	-6,8	53%
Podatek	-0,4	6,8	2,5	9,4	-1,7	347%
Zysk netto	-4,0	10,5	15,9	26,8	-5,0	25%
Zysk netto przypisany akcj. j.d.	-5,6	6,0	14,8	26,1	-5,5	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,0%	8,5%	11,0%	11,3%	9,2%	2,2%
Marża EBIT	1,0%	5,2%	5,2%	6,3%	0,3%	-0,7%
Marża netto	-1,3%	1,0%	2,6%	3,5%	-1,7%	-0,3%
Budownictwo ogólnobudowlane						
Przychody	182,2	216,9	189,0	211,7	129,7	-29%
Zysk brutto na sprzedaży	12,1	21,6	22,0	17,4	10,2	-16%
Marża brutto na sprzedaży	6,6%	10,0%	11,6%	8,2%	7,9%	1,2%
Budownictwo infrastrukturalne						
Przychody	87,3	222,5	234,1	253,6	77,1	-12%
Zysk brutto na sprzedaży	0,6	9,7	22,5	27,4	12,4	1863%
Marża brutto na sprzedaży	0,7%	4,4%	9,6%	10,8%	16,0%	15,3%
Budownictwo energetyczne						
Przychody	85,3	111,6	86,6	121,9	53,2	-38%
Zysk brutto na sprzedaży	7,2	11,4	9,2	11,2	4,4	-
Marża brutto na sprzedaży	8,4%	10,2%	10,6%	9,2%	8,3%	-0,1%
Budownictwo modułowe						
Przychody	27,5	42,1	54,6	67,3	53,0	93%
Zysk brutto na sprzedaży	-1,8	1,7	5,5	7,5	0,0	-
Marża brutto na sprzedaży	-6,5%	4,0%	10,1%	11,1%	0,0%	6,5%
Deweloperka						
Przychody	62,8	28,1	32,0	101,3	30,1	-52%
Zysk brutto na sprzedaży	15,8	6,7	7,2	21,8	5,5	-65%
Marża brutto na sprzedaży	25,2%	24,0%	22,4%	21,6%	18,2%	-7,0%

Źródło: Unibep S.A

Przepływy operacyjne w 1Q'26 były mocno ujemne (-205 mln zł), głównie przez płatności do podwykonawców za roboty zrealizowane pod koniec 2025 r. Poziom środków pieniężnych obniżył się z 501 mln zł na koniec ub. r. do 390 mln zł na koniec 1Q'26. Spadek byłby jeszcze większy, gdyby nie wzrost zadłużenie brutto: z 351 mln zł na koniec 2025 r. do 443 mln zł (w marcu Unibep wyemitował obligacje o wartości nominalnej 140 mln zł). W efekcie na poziomie skonsolidowanym grupa z gotówki netto przeszła na zadłużenie netto: 53 mln zł (bez uwzględniania zobowiązań z tytułu użytkowania wieczystego i długoterminowego najmu powierzchni).

Portfel zamówień grupy w pierwszym kwartale obniżył się z 4,0 mld zł do 3,68 mld zł (najniższy od połowy 2025 r.). W drugim kwartale Unibep i Unihouse podpisały umowy o wartości ok. 450 mln zł. W „poczekalni” (oferty wybrane przez zamawiających bądź najkorzystniejsze cenowo) znajdują się potencjalne zlecenia o wartość 2,5 mld zł (1,8 mld zł w segmencie infrastruktury, 0,7 mld zł w budownictwie ogólnym i energetycznym). Spodziewamy się, że większość z tych umów zostanie podpisana w najbliższych 3 miesiącach i przełoży się na wzrost backlogu do rekordowych wartości: 4,5 – 5,0 mld zł.



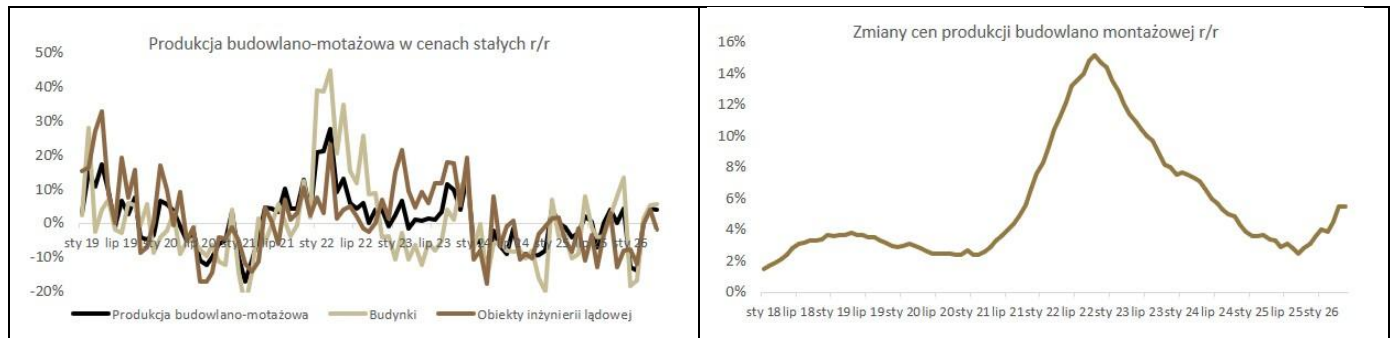
Źródło: Unibep S.A., opracowanie Noble Securities

Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki

- 21 kwietnia zarząd Unibep zaproponował, aby z zysku za 2025 r., 13,206 mln zł przeznaczyć na wypłatę dywidendy: 40 gr na akcję. Pozostała część zysku netto, 27,93 mln zł ma być przeznaczona na kapitał zapasowy. Proponowany podział zysków został przegłosowany na WZA 23 czerwca.
- 24 kwietnia oferta Unibepu została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na przebudowę i rozbudowę Filharmonii w Bydgoszczy. Wartość oferty - 308,9 mln zł netto, termin realizacji – 36 miesięcy.
- 27 kwietnia PKP PLK wybrało jako najkorzystniejszą ofertę konsorcjum w składzie Track Tec Construction sp. z o o., Intop Infrastruktura oraz Unibep w przetargu na budowę linii kolejowej E75 na odcinku Białystok – Knyszyn – Osowiec. Łączna cena oferty wynosi 4,24 mld zł netto, z czego na Unibep przypada 1,06 mld zł netto: 621,7 mln zł w zakresie podstawowym i 439,3 mln zł w zakresie opcji. Termin realizacji wynosi 46 miesięcy.
- 5 maja PKP PLK wybrało jako najkorzystniejszą ofertę konsorcjum w składzie: Unibep, Track Tec Construction sp. z o o. w przetargu na budowę linii kolejowej nr 201 na odcinku Gdańsk Osowa – Gdynia Główna. Cena oferty wynosi 874,1 mln zł netto, z czego na Unibep przypada 437,1 mln zł netto: 423,7 mln zł w zakresie podstawowym, 13,4 mln zł w ramach opcji. Termin realizacji umowy wynosi 69 miesięcy. 20 maja PKP PLK unieważniło wybór tej oferty, ale 1 czerwca ponownie wybrało ofertę.
- 19 maja Unihouse zawarł umowę z Bechtel Polska sp. z o. o. na zaprojektowanie i budowę w technologii modułowej obiektów zakwaterowania oraz obiektów pomocniczych dla 1000 osób, obejmujących m.in.: jednostki mieszkalne, kuchnię, jadalnię, pralnię, obiekty socjalne, obiekty handlowe, obiekty administracyjne, oraz drogi i miejsca parkingowe w ramach projektu budowy elektrowni jądrowej w Polsce, w gminie Choczewo. Szacunkowa wartość umowy wynosi 259,8 mln zł netto. Rozpoczęcie realizacji Inwestycji planowane jest w II kwartale 2026 r., a zakończenie w IV kwartale 2028 r.
- 21 maja Rada Nadzorcza powołała w skład zarządu na VIII kadencję: Andrzeja Sterczyńskiego – prezesa zarządu, Leszka Marka Gołąbieckiego – wiceprezesa zarządu, Adama Polińskiego – wiceprezesa zarządu, Eweliną Karp-Kręglicką – członka zarządu i Pawła Nogalskiego – członka zarządu.
- 14 czerwca Unibep poinformował o kolejnym przesunięciu w czasie podpisania umowy na budowę hotelu z częścią usługowo-handlową we Wrocławiu – do 31 sierpnia br. (umowa warunkowa została zawarta 3 kwietnia 2026 r.). Wartość potencjalnej umowy została podwyższona o 1,5 mln zł, do 150,5 mln zł netto. Zakończenie realizacji Inwestycji zaplanowane jest na III kwartał 2028 r.

Sytuacja w branży budowlanej

Po słabym początku roku w branży budowlanej, spowodowanym bardzo niekorzystnymi warunkami pogodowymi, ostatnie miesiące przynoszą lekkie odbicie w produkcji budowlano-montażowej – najwyraźniejsze w zakresie robót specjalistycznych, następnie w budownictwie kubaturowym, najmniejsze w zakresie obiektów inżynierii lądowej.



Źródło: GUS, opracowanie Noble Securities

Tempo zmian produkcji budowlano-montażowej od października ub. r. pozostaje w wyraźnej tendencji wzrostowej. Po lokalnym dołku osiągniętym we wrześniu 2025 r. (+2,4% r/r), inflacja w branży budowlanej na koniec maja wyniosła już 5,5% r/r. Naszym zdaniem kolejne miesiące przyniosą lekkie przyspieszenie dynamiki cen: oprócz wzrostu cen materiałów budowlanych, spodziewamy się również wzrostu płac - w związku z coraz większą liczbą rozpoczynanych inwestycji publicznych (kolejowych, drogowych, elektroenergetycznych). Zakładamy, że będzie się to lekko negatywnie przekładać na marżowość generalnych wykonawców, takich jak Unibep S. A., w sposób bardziej widoczny w 2027 r.

Aktualizacja prognoz wyników finansowych

Mimo nieco niższych od naszych szacunków przychodów w 1Q'26, nie korygujemy prognoz na cały 2026 r. – nadal jest szansa na realizację przez Unibep S.A. nieco wyższych przychodów w najbliższych kwartałach niż zakładaliśmy 2 miesiące temu. Nie zmieniamy też założeń dla pozostałych dwóch istotnych spółek z grupy kapitałowej: Unihouse i Unidevelopment.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana	2027P obecna	2027P poprzednia	Zmiana	2028P obecna	2028P poprzednia	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	2501,3	2501,3	0%	2683,6	2683,6	0%	2869,7	2869,7	0%
Zysk brutto na sprzedaży	214,5	214,5	0%	216,8	216,8	0%	232,3	232,3	0%
Koszty sprzedaży	16,5	16,5	0%	17,0	17,0	0%	18,0	18,0	0%
Koszty ogólnego zarządu	123,0	123,0	0%	128,0	128,0	0%	135,0	135,0	0%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	75,0	75,0	0%	71,8	71,8	0%	79,3	79,3	0%
Koszty i przychody finansowe netto	-29,6	-29,6	0%	-22,5	-22,5	0%	-17,5	-17,5	0%
Zysk przed opodatkowaniem	45,4	45,4	0%	49,3	49,3	0%	61,8	61,8	0%
Podatek dochodowy	10,0	10,0	0%	9,9	9,9	0%	12,4	12,4	0%
Zysk netto	35,4	35,4	0%	39,5	39,5	0%	49,4	49,4	0%
Zysk netto akcj. j.d.	35,4	35,4	0%	39,5	39,5	0%	49,4	49,4	0%
Amortyzacja	33,0	33,0	0%	34,7	34,7	0%	36,0	36,0	0%
EBITDA	108,0	108,0	0%	106,5	106,5	0%	115,3	115,3	0%

Źródło: 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	1971,0	2048,4	2135,4
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	1470,5	1530,4	1591,4
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	339,7	321,0	301,8
Inne aktywa obrotowe	111,3	130,5	122,0	125,0	130,0
Pasywa	1975,5	1993,8	1971,0	2048,4	2135,4
Kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej	180,2	203,2	225,4	252,5	288,1
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

środa, 24 czerwca 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	500,2	-297,5	-102,7	-110,2
CF operacyjny	-82,7	335,9	-70,3	32,7	42,7
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	13,2	12,4	13,8
Inne	-48,5	-90,4	-22,6	-23,2	-28,6
CF finansowy	13,0	-108,2	-75,6	-29,4	-35,8
Cash Flow	-48,6	238,5	-160,9	-18,7	-19,1
Stan środków pieniężnych na początek okresu	311,1	262,5	500,6	339,7	321,0
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	262,5	500,6	339,7	321,0	301,8

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	-36,7	-35,0	-37,8
BPS (PLN)	5,1	5,8	6,4	7,2	8,2
DPS (PLN)	0,00	0,19	0,40	0,37	0,41
Return on Equity	33%	23%	17%	18%	20%
Return on Assets	2%	2%	2%	2%	2%
Depreciation (mln PLN)	30,2	31,5	33,0	34,7	36,0
Amortization (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (mln PLN)	-92,6	328,5	-85,3	10,7	16,7
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)
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	35,40	-21%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	14,26	120%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	18,20	18%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	76,80	44%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	26,20	16%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,29	19%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	51,00	45%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	14,50	2%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	367,00	24%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	506,00	22%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	772,00	-14%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,20	41%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	12,66	38%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	17,02	22%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,60	34%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,20	21%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	813,00	10%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	25,70	-4%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,27	1%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LFP	Akumuluj	26300,00	22500,00	18480,00	42%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70			31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,38	65%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	29,10	61%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	68,70	-23%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,85	30%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,85	30%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	716,00	-14%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	20,80	-33%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,49	32%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	18,95	3%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	109,10	-12%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			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	16,10	7%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	139,80	12%	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	772,00	-49%	17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	9,73	-8%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	228,70	24%	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			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,98	73%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	30,35	111%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00			21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30			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			03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			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			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			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			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Alleron	Kupuj	24,10	19,70			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

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 12 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 +20% 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 przekaze 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 24.06.2026 o godz. 15:26. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 24.06.2026 godz. 15:29.

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 wydana rekomendacja/aktualizacja dla Unibep S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	Kupuj	Akumuluj
Data wydania	2023-09-15	2024-05-09	2024-06-27	2024-12-20	2025-05-06	2025-09-26	2026-04-21
Kurs z dnia rekomendacji	10,4	9,5	9,4	6,98	10,6	10,0	14,74
Cena docelowa	12,5	12,0	12,8	11,7	14,3	15,0	17,5
WIG w dniu rekomendacji	67368,11	87427,54	88135,13	79474,16	99195,99	106570,6	133194,8

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