



analitik: Adam Aniol

data sporządzenia: 29.08.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
12,24	427,9	42,20%	123,7	13,2	1,77

Główną działalnością Grupy Unibep jest wznoszenie budynków mieszkalnych w formie generalnego wykonawstwa na terenie Warszawy oraz Poznania. Poza kluczowym segmentem, w ramach Grupy działa również deweloper mieszkaniowy (Unidevelopment). Dodatkowo Spółka dywersyfikuje działalność poprzez udział w projektach drogowych oraz wykonując projekty budów modułowych na rynku skandynawskim, a wkrótce również w Niemczech. (EKD 41.20).

Wyniki kwartalne	2Q '17	2Q '16	r/r	2Q '17	2Q '17 - konsensus	różnica
Przychody	408,1	280,2	45,6%	408,1	358,6	13,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,1	18,1	11,0%	20,1	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	4,9%	6,5%		4,9%		
EBITDA	11,1	9,7	14,4%	11,1	12,0	-7,5%
<i>marża EBITDA</i>	2,7%	3,5%		2,7%	3,3%	
EBIT	8,6	7,6	13,2%	8,6	10,4	-17,3%
<i>marża EBIT</i>	2,1%	2,7%		2,1%	2,9%	
Zysk netto*	9,4	8,8	6,8%	9,4	9,0	4,4%
<i>marża netto</i>	2,3%	3,1%		2,3%	2,5%	

* zysk netto dla akcjonariuszy dominujących

Komentarz do wyników

W 2Q 2017 r. Grupa Unibep zanotowała **przychody na poziomie 408,1 mln PLN, które okazały się wyższe o 45,7%** względem porównywalnego okresu w minionym roku. **W podziale geograficznym sprzedaż wzrosła w Polsce (305,3 mln PLN; +28,5% r/r), jak i w eksporcie (102,8 mln PLN; +142,4% r/r)**. Za wzrost eksportu odpowiada przede wszystkim rozpoczęcie budowy na Białorusi, co przełożyło się na 445,2% wzrost r/r przychodów z tego kierunku. Po słabszym 1Q17, istotną dynamikę zanotował również kierunek skandynawski (+89,0% r/r). Z wyodrębnianych segmentów, przychody rosły o kilkadziesiąt procent w każdym z wyjątkiem deweloperskiego, co wynika z harmonogramu budowy projektów.

Przy wzroście przychodów spółka zaraportowała niższą marżę brutto ze sprzedaży (4,9% vs 6,5% w 2Q16) na co wpływ miał segment drogowy, który podobnie jak w 1Q17, zaraportował ujemną rentowność (-5,5% vs +5,2%). Z drugiej strony, relatywnie wysoką marżę zanotował segment modułowy (8,5% vs 4,0% w 2Q16). Rentowność pozostałych dywizji nie odbiegała istotnie od historycznych rentowności.

Wraz ze wzrostem przychodów istotnie wzrosły koszty SG&A (+46,8%), chociaż ich udział do przychodów (2,8% vs 3,1% w 2Q16) znajduje się poniżej celu rocznego na poziomie 3,0%. Wzrost kosztów ogólnego zarządu wiąże się z rozwojem struktur, głównie tzw. back office zaangażowanego w obsługę i rozwój nowych rynków i rozwój całej organizacji.

Saldo z pozostałej działalności operacyjnej okazało się o 3,2 mln PLN wyższe r/r (+1,2 mln PLN vs -2,0 mln PLN w 2Q16). W rezultacie **EBIT wzrósł r/r o 14,2% do 8,6 mln PLN, co implikuje marżę na poziomie 2,1% (-0,6 pkt. proc. r/r)**. **Saldo z działalności finansowej okazało się dodatnie i wyniosło +2,1 mln PLN vs +3,4 mln PLN rok wcześniej. Dodatkowo Spółka zaraportowała 4,2 mln PLN zysku netto (vs -0,3 mln PLN w 2Q16) od jednostek wycenianych metodą praw własności (projekty deweloperskie).**

Spółka zaraportowała relatywnie wysoką efektywną stawkę podatku dochodowego (37,4%), co przełożyło się ostatecznie na zysk netto na poziomie 9,4 mln PLN (+6,2% r/r) przy marży 2,3% (-0,9 pkt. proc. r/r).

Na uwagę zasługują mocne przepływy z działalności operacyjnej (+54,2 mln PLN), na co wpływ miały przede wszystkim środki pozyskane od klientów w segmencie deweloperskim. Ponownie ujemne okazały się również przepływy finansowe (-31,4 mln PLN) na co wpływ miała dalsza spłata zadłużenia (netto 30,0 mln PLN). W rezultacie, przepływy netto wyniosły +26,1 mln PLN, a Spółka zaraportowała gotówkę netto na poziomie 21,5 mln PLN.



Unibep

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

Wyniki Grupy Unibep w 2Q 2017 r. oceniamy neutralnie. Rezultaty na niższych poziomach RZIS okazały się zbliżone do konsensusu rynkowego.

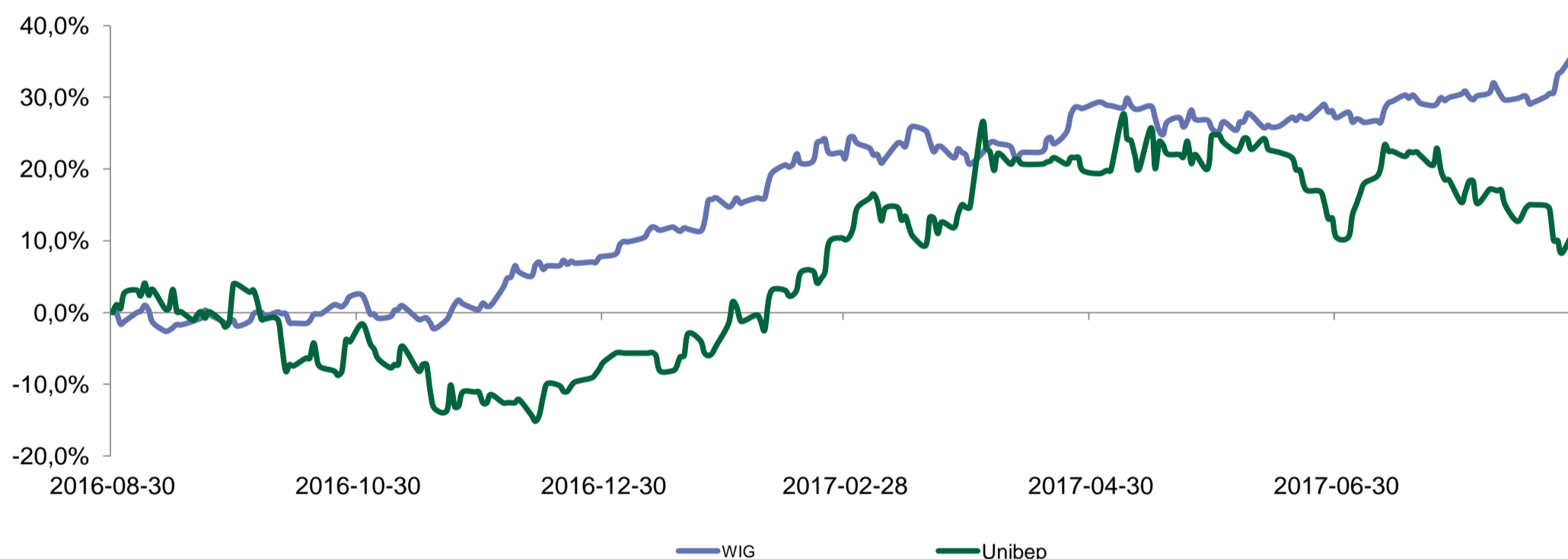
Spółka istotnie zwiększyła sprzedaż w kluczowych segmentach. **Chociaż największą dynamikę roczną zanotował segment drogowy, okazało się to kosztem rentowności,** co wynikało z przesunięć w realizacji kontraktach oraz rosnącą presją cenową ze strony podwykonawców. Wg Zarządu, segment drogowo-mostowy czyni przygotowania do zwiększenia w przyszłości przerobów poprzez wzrost zatrudnienia kadry inżynierskiej i operatorów sprzętu ciężkiego oraz pozyskiwanie materiałów i sprzętu niezbędnego do takiej realizacji. Powyższe wiąże się z tym wzrost kosztów związanych z utrzymaniem kadry.

Słabszy wynik segmentu deweloperskiego (poza zyskiem z jednostek wycenianych metodą praw własności) efekt rozkładu sprzedaży, jaki przypadł na bieżący okres. **W perspektywie rocznej istotna zmiana w sprzedaży i wynikach spodziewana jest w okresie czwartego kwartału (zakończenie II etapu Osiedla 360°, Dom Awangarda oraz Osiedla Drzymały w Poznaniu).**

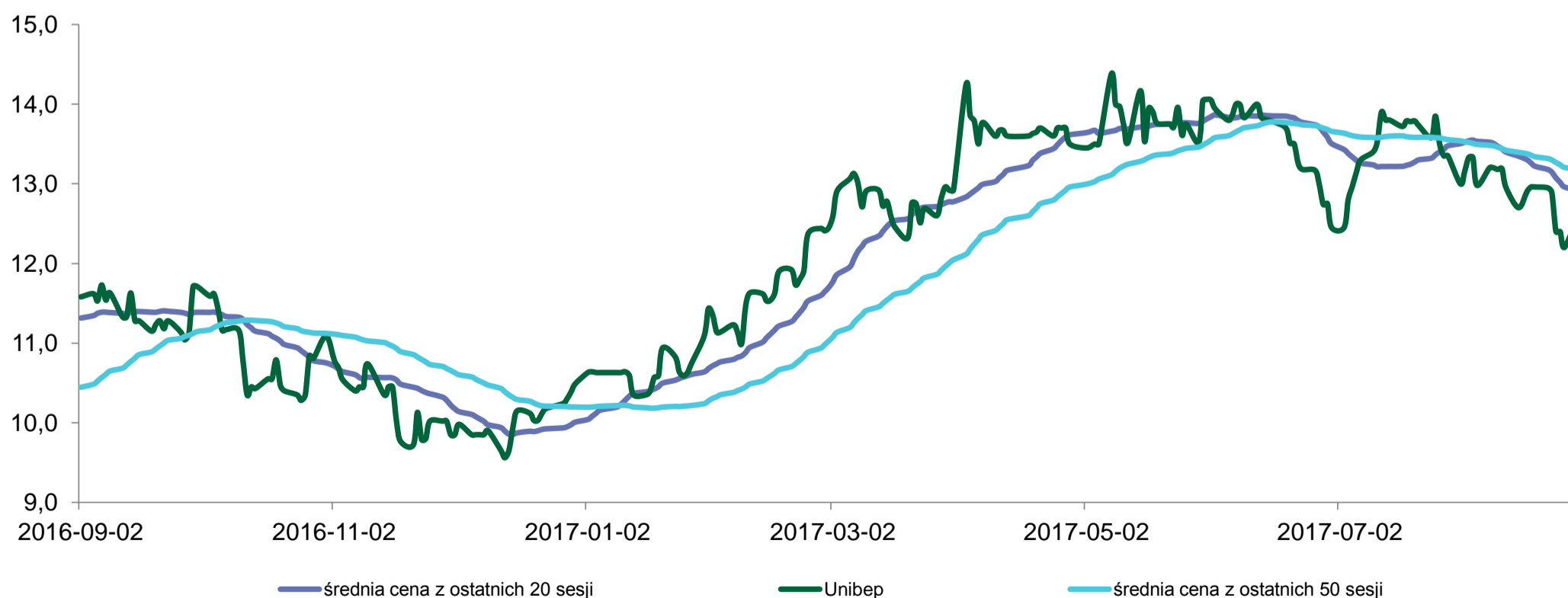
Pozytywnie oceniamy rezultaty oraz perspektywy segmentu modułowego. W czerwcu br. Zarząd podjął decyzję o zwiększeniu wydajności fabryki w Bielsku Podlaskim z ok. 1000 modułów do ok. 1600 modułów rocznie, co wiąże się z inwestycją na poziomie 18,0 mln PLN. Według założeń, nowa część fabryki będzie prowadzona i oddawana etapami.

Grupa wskazuje, że posiada w backlogu umowy na ponad 2,3 mld PLN. Po Białorusi oraz Rosji, Spółka utworzyła przedstawicielstwo na Ukrainie oraz otrzymała trzyletnią licencję na działanie na tym rynku.

Unibep vs WIG



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adrian Kutnik	22 507 52 92	adrian.kutnik@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 566 97 23	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf