



analityk: Adam Anioł

data sporządzenia: 17.05.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
14,10	494,5	42,20%	221,1	13,4	2,27

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	1Q '17	1Q '16	r/r	1Q '17	1Q '17 - konsensus	różnica
Przychody	265,1	280,4	-5,5%	265,1	253,4	4,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,8	14,4	23,6%	17,8	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	6,7%	5,1%		6,7%		
EBITDA	7,3	10,0	-27,0%	7,3	9,2	-20,7%
<i>marża EBITDA</i>	2,8%	3,6%		2,8%	3,6%	
EBIT	5,0	7,9	-36,7%	5,0	7,0	-28,6%
<i>marża EBIT</i>	1,9%	2,8%		1,9%	2,8%	
Zysk netto*	5,3	5,1	3,9%	5,3	5,1	3,9%
<i>marża netto</i>	2,0%	1,8%		2,0%	2,0%	

* zysk netto dla akcjonariuszy dominujących

Komentarz do wyników

W 1Q 2017 r. Grupa Unibep zanotowała **przychody na poziomie 265,1 mln PLN, które okazały się wyższe o 19,7%** względem porównywalnego okresu w minionym roku. W podziale geograficznym sprzedaż wzrosła w Polsce (228,6 mln PLN; +30,1% r/r), natomiast po dwóch kwartałach wzrostu, ponownie negatywną dynamikę zanotowała sprzedaż eksportowa (36,4 mln PLN; -20,4%) z uwagi na niższą sprzedaż w Norwegii (21,1 mln PLN, -27,2% r/r). **Według segmentów, mocny wzrost zanotowała działalność kubaturowa (212,8 mln PLN, +42,4% r/r) dzięki sprzyjającej koniunkturze, m.in. w branży deweloperskiej.** Istotny wzrost przychodów osiągnął także segment drogowy (15,7 mln PLN; 56,5% r/r) z uwagi na rosnący portfel zleceń, jak i intensyfikację prac w kontraktach typu „projektuj i buduj”. Minimalnie niższe przychody r/r zanotował segment modułowy (27,2 mln PLN; -5,5% r/r), gdzie spadek sprzedaży w Norwegii jest nadrabiany kontraktami w Szwecji. Z kolei segment deweloperski zaraportował 9,4 mln PLN przychodów (-71,8% r/r) na co wpływ miała mniejsza liczba przekazanych lokali.

Przy wzroście przychodów została utrzymana rentowność brutto ze sprzedaży na relatywnie wysokim poziomie (6,7% vs 6,5% w 1Q'16). Powyższe przełożyło się na nominalny wzrost zysk brutto ze sprzedaży na poziomie 17,7 mln PLN (+23,8% r/r). **Do wzrostu wyniku przyczynił się przede wszystkim mocny segment kubaturowy (17,1 mln PLN, +85,3 % r/r, marża 8,0%).** Względem 1Q'16, dodatnie wyniki zanotował segment modułowy (2,2 mln PLN; marża 8,3%. Sezonowo, ujemną marżę zanotował segment drogowy (-1,2 mln PLN vs -1,7 mln PLN w 1Q'16, marża -7,4%).

W 1Q'17 istotnie wzrosły koszty SG&A, na co wpływ miał przede wszystkim wzrost kosztów ogólnego zarządu o 24,5% r/r do 10,0 mln PLN. Saldo z pozostałej działalności operacyjnej okazało się minimalnie ujemne (-0,2 mln PLN vs +3,3 mln PLN w 1Q'16 – rezultat pozytywnego one-off związanego z rozwiązaniem odpisu aktualizacyjnego w związku z zamknięciem sprawy spornej). W rezultacie **EBIT obniżył się r/r o 37,5% do 5,0 mln PLN, co implikuje marżę na poziomie 1,9% (-1,7 pkt. proc. r/r).**

Saldo z działalności finansowej okazało się negatywnym zaskoczeniem - wyniosło aż -3,3 mln PLN (-0,9 w 1Q'16), a znaczną pozycję stanowią niezrealizowane różnice kursowe związane z wyceną zobowiązań i należności. Spółka zaraportowała dodatnią wartość podatku dochodowego (+0,6 mln PLN vs -2,1 mln PLN w 1Q16) w związku z utworzeniem aktywa podatkowego w Unidevelopment. Spółka zaraportowała ostatecznie 5,3 mln PLN zysku netto (+1,7% r/r) przy marży 2,0% (-0,4 pkt. proc. r/r).

Grupa zanotowała w 1Q'17 ujemne przepływy z działalności operacyjnej (-23,3 mln PLN), na co wpływ miała przede wszystkim zmiana stanu zobowiązań handlowych (+91,1 mln PLN). Ujemne okazały się również przepływy finansowe (-41,0 mln PLN) na co wpływ miała spłata zadłużenia (32,9 mln PLN). W rezultacie, przepływy netto wyniosły -60,8 mln PLN zmniejszając tym samym poziom gotówki do 85,1 mln PLN. **W okresie 1Q'16 dług netto wzrósł o 24,6 mln PLN do 32,6 mln PLN.** Wskaźnik dług netto do EBITDA za 12M wyniósł 0,82x vs 0,81x przed rokiem i 0,18x na koniec 2016 r.



Unibep

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

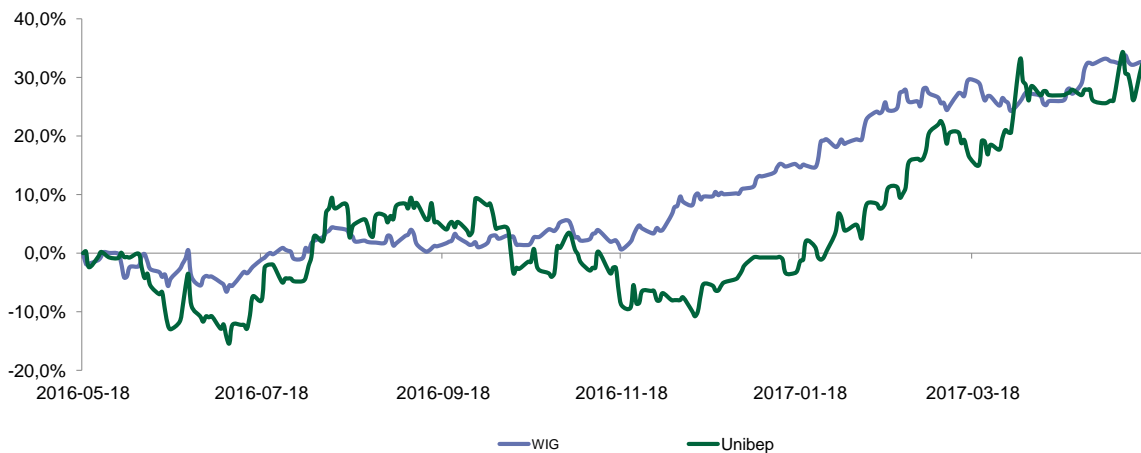
Wyniki Grupy Unibep w 1Q 2017 r. oceniamy neutralnie. Spółka zaraportowała relatywnie wysoką marżę brutto na sprzedaży, co było rezultatem głównie segmentu kubaturowego, w którym zanotowano najwyższą rentowność od kilkunastu kwartałów. **Nawet przy założeniu ewentualnego nieznacznego spadku rentowności segmentu (czego Zarząd nie przewiduje), biorąc pod uwagę wysoki portfel zleceń oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, należy spodziewać się dalszej poprawy wyników segmentu w kolejnych kwartałach.** Z drugiej strony, poza ujemnym saldem z działalności finansowej, negatywnie zaskoczył istotny wzrost kosztów zarządu – w opinii Zarządu związane jest to m.in. z rozwojem struktur tzw. back office na nowych rynkach (Skandynawia, „powrót” na Białoruś).

W kolejnych kwartałach do wyników pozytywnie powinien kontrybuować również segment drogowy w związku z intensyfikacją prac na kontrakcie S8 oraz pozostałych. Stabilne wyniki generuje segment modułowy. Natomiast z uwagi na harmonogram kończenia projektów, wzrostu wyników w segmencie deweloperskim należy się spodziewać dopiero w 4Q'17. Należy przy tym zaznaczyć, że w 1Q'17 w wynikach uwzględniono zyski z projektów prowadzonych w formie JV (+2,9 mln PLN vs +0,3 mln PLN w 1Q'16).

Grupa wskazuje, że posiada w backlogu na 2017 r. umowy na ponad 1 500 mln PLN oraz 1 300 mln PLN na lata kolejne. W opinii Zarządu powyższe pozwala z umiarkowanym optymizmem oczekiwać solidnych wyników Grupy za cały rok 2017. Podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki.

Zarząd Unibep rekomenduje wypłatę z zysku za 2016 roku dywidendę na poziomie 0,20 PLN na akcję, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 1,5%. Proponowanym dniem dywidendy jest 22 czerwca, a dniem jej wypłaty 7 lipca 2017 r.

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

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ 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