



Dom Maklerski BDM S.A.

# PROGNOZY WYNIKÓW 2Q 2024

## BUDOWNICTWO

### MATERIAŁY BUDOWLANE

BUDIMEX  
DEKPOL  
ELEKTROTIM  
ERBUD  
INSTAL KRAKÓW  
MIRBUD  
MOSTOSTAL ZABRZE  
ONDE  
PEKABEX  
POLIMEX  
TORPOL  
UNIBEP  
ZUE

---

DECORA  
FERRO  
KĘTY  
SELENA FM  
ŚNIEŻKA

---

Analityk:  
Krzysztof Pado

29 LIPIEC 2024, 13:50 CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 12 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

*Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.*

*Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.*

*Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.*

**SPIS TREŚCI:**

PODSUMOWANIE .....	3
BUDIMEX .....	5
DECORA .....	6
DEKPOL.....	6
ELEKTROTIM .....	8
ERBUD .....	9
FERRO .....	10
INSTAL KRAKÓW .....	11
KĘTY .....	12
MIRBUD .....	13
MOSTOSTAL ZABRZE.....	14
ONDE .....	14
PEKABEX .....	16
POLIMEX.....	17
SELENA FM .....	18
ŚNIEŻKA .....	19
TORPOL.....	20
UNIBEP .....	21
ZUE .....	22

## PODSUMOWANIE

## Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA		P/E		P/BV	
			2024P	2025P	2024P	2025P	2024P	2025P
Budimex	645,5	16 479,7	12,5	10,0	21,9	18,0	12,0	10,7
Dekpol	61,6	512,9	4,1	4,1	4,7	5,8	0,8	0,7
Elektrotim	30,0	299,5	4,8	5,8	5,7	9,5	2,3	2,2
Erbud	40,3	480,8	4,6	3,4	17,5	11,3	0,9	0,8
Instal Kraków	47,8	348,2	6,4	4,2	9,4	7,2	1,0	0,9
Mirbud	14,3	1 308,3	5,8	5,7	12,9	12,4	1,4	1,3
Mostostal Zabrze	4,1	303,1	2,3	2,3	8,7	9,5	1,0	1,0
Onde	13,5	738,1	13,5	13,3	24,9	27,4	2,1	2,0
Pekabex	23,8	590,9	6,1	4,2	10,5	6,9	1,1	1,0
Polimex	3,1	747,0	4,4	2,7	14,0	6,5	0,8	0,7
Torpol	36,0	825,8	6,6	5,1	16,5	13,5	1,6	1,5
Unibep	9,5	332,5	2,2	2,9	5,4	5,8	1,7	1,3
ZUE	10,5	241,8	5,8	5,8	18,5	17,3	1,2	1,1
Decora	56,6	597,0	5,4	4,7	8,1	7,3	1,7	1,5
Ferro	36,7	779,6	7,3	6,9	11,3	10,5	1,7	1,6
Selena FM	38,9	841,8	6,0	5,1	9,9	8,5	1,1	1,0
Śnieżka	81,4	1 027,1	8,3	7,0	14,1	11,3	2,7	2,4
Kęty	820,5	7 917,9	9,8	8,6	13,7	12,8	4,1	3,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Zestawienie podsumowujące kwartalne

	Data publikacji	Przychody [mln PLN]			EBITDA [mln PLN]*			EBIT [mln PLN]*			Wynik netto [mln PLN]*		
		2Q'23	2Q'24P	r/r	2Q'23	2Q'24P	r/r	2Q'23	2Q'24P	r/r	2Q'23	2Q'24P	r/r
		Budimex	2024-07-29**	2 378,5	2 395,3	1%	208,8	219,9	5%	170,3	180,9	6%	168,4
Dekpol	2024-09-23	298,8	342,9	15%	32,8	23,0	-30%	28,4	19,4	-32%	16,0	13,1	-18%
Elektrotim	2024-09-18	128,3	95,0	-26%	15,9	6,8	-57%	14,8	5,7	-62%	11,2	4,1	-64%
Erbud	2024-09-10	861,6	675,5	-22%	27,2	12,8	-53%	18,0	3,2	-82%	3,5	0,1	-96%
Instal Kraków	2024-09-16	84,7	61,6	-27%	3,0	3,8	28%	1,5	2,4	57%	1,4	2,5	79%
Mirbud	2024-09-29	679,9	807,2	19%	37,0	39,4	7%	32,4	34,4	6%	15,7	17,6	12%
Mostostal Zabrze	2024-09-05	407,3	231,5	-43%	25,7	13,8	-46%	21,0	9,5	-55%	21,3	6,7	-69%
Onde	2024-09-10	317,9	182,0	-43%	24,0	2,8	-88%	21,7	0,6	-97%	17,4	-0,8	-104%
Pekabex	2024-09-12	385,2	388,1	1%	41,6	30,2	-28%	34,4	22,8	-34%	20,9	14,0	-33%
Polimex	2024-08-26	828,7	751,0	-9%	46,0	30,0	-35%	35,3	19,1	-46%	11,5	15,7	37%
Torpol	2024-09-06	214,4	340,0	59%	33,4	16,5	-51%	27,1	10,2	-62%	23,7	9,3	-61%
Unibep	2024-09-03	711,9	649,9	-9%	21,9	21,1	-4%	14,8	14,0	-6%	-8,0	-1,3	-84%
ZUE	2024-08-21	292,4	322,5	10%	7,8	9,9	26%	4,1	6,3	54%	3,0	6,0	99%
Decora	2024-08-30	142,6	140,0	-2%	22,5	29,6	32%	18,1	24,2	34%	16,8	19,1	14%
Ferro	2024-09-17	182,6	184,8	1%	24,3	25,3	4%	20,1	20,6	3%	12,6	14,3	13%
Selena FM	2024-09-13	452,5	461,5	2%	38,6	49,3	28%	28,7	38,7	35%	11,9	26,4	122%
Śnieżka	2024-09-18	233,1	232,4	0%	42,7	44,7	5%	33,0	35,3	7%	22,0	23,5	7%
Kęty	2024-07-31	1 338,4	1 320,0	-1%	240,1	260,0	8%	195,2	210,0	8%	151,0	160,0	6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, \*wyniki raportowane, \*\*wybrane dane finansowe

## Zestawienie podsumowujące roczne

	Przychody [mln PLN]			EBITDA [mln PLN]*			Wynik netto [mln PLN]*			Dług netto [mln PLN]		ROE
	2023	2024P	r/r	2023	2024P	r/r	2023	2024P	r/r	2023	2024P	2024P
Budimex	9 802	9 708	-1%	938	987	5%	738	754	2%	-3 654	-4 129	55%
Dekpol	1 569	1 680	7%	132	155	18%	89	109	22%	57	132	17%
Elektrotim	547	575	5%	39	53	37%	22	53	135%	-27	-45	40%
Erbud	3 234	3 163	-2%	57	102	80%	10	28	175%	-24	-9	5%
Instal Kraków	418	355	-15%	48	50	3%	35	37	5%	-65	-31	10%
Mirbud	3 322	3 410	3%	243	222	-8%	135	122	-10%	9	-270	11%
Mostostal Zabrze	1 351	948	-30%	110	59	-46%	74	32	-57%	-173	-141	11%
Onde	1 084	889	-18%	57	51	-12%	33	30	-11%	-60	-54	8%
Pekabex	1 566	1 570	0%	139	122	-13%	69	56	-19%	205	146	10%
Polimex	3 014	3 193	6%	-73	115	-258%	-123	54	-144%	-277	-243	5%
Torpol	1 092	1 446	32%	139	76	-46%	102	50	-51%	-433	-328	10%
Unibep	2 430	2 643	9%	-109	195	-278%	-166	62	-137%	17	93	31%
ZUE	1 484	1 087	-27%	45	34	-24%	21	13	-38%	-134	-42	6%
Decora	571	563	-1%	103	114	10%	67	73	10%	62	16	21%
Ferro	803	808	1%	118	119	1%	67	69	3%	96	94	15%
Selena FM	1 778	1 784	0%	149	168	13%	50	85	70%	162	162	11%
Śnieżka	858	835	-3%	159	148	-7%	78	73	-6%	254	208	19%
Kęty	5 219	5 272	1%	868	952	10%	539	577	7%	931	1 400	30%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, \*wyniki raportowane

## Budownictwo

Wyniki **Budimexu** za 2Q'24 były nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. Portfel na 2024-25 wydaje się zdrowy, a otoczenie kosztowe sprzyjające, przy tym jednak baza na rentowności brutto ze sprzedaży od 3Q'24 będzie bardziej wymagająca niż w 1H'24. Obecna wycena implikuje nadal relatywnie wysokie oczekiwania, co do wzrostu w kolejnych latach. W **Dekpolu** spodziewamy się w 2Q'24 wyższych r/r przychodów, ale słabszych wyników na niższych poziomach (wysoka baza na marży w budowlance). W przypadku **Elektrotimu** baza wynikowa w 2Q'24 jest wymagająca (zakładamy wyraźny spadek zysku netto), natomiast w 2H'24 spodziewamy się dużo lepszego momentum wynikowego (wysoki portfel). W **Erbudzie** wynik naszym zdaniem będą wyraźnie słabsze r/r, głównie ze względu na spadek rezultatu w Ondie i przemyśle zagranicą. **Instal Kraków** pokazał już wstępne wyniki jednostkowe – lepsze r/r, ale kontrybucja tego kwartału do wyników rocznych jest marginalna, ze względu na niską tym razem liczbę przekazanych mieszkań (kolejny etap Mierzei Wiślanej rozpoznawany będzie od 4Q'24). W przypadku **Mirbudu** oczyszczone wyniki powinny być lepsze r/r (wyższy przerób w budowlance, więcej przekazanych mieszkań), na poziomie netto dynamika może jednak być dość symboliczna, jeśli spółka ujmie odpis na Marywilskiej (skorygowany o wartość oczekiwanego ubezpieczenia). W przypadku **MS Zabrze** trudno liczyć na powtórzenie wyników z ubiegłego roku ze względu na istotnie niższy portfel o dynamika wyników może być wyraźnie spadkowa. Podobnie w **Ondie** zakładamy, że 2Q'24 będzie wyraźnie słabszy r/r (niższy portfel, rok temu marża była wsparta przez sprzedaż Cyranki). **Pekabex** odnotował spadek produkcji r/r w 2Q'24, ale był on już dużo mniejszy niż w poprzednich kwartałach (w czerwcu wyszła ona na plus po raz pierwszy od blisko dwóch lat, portfel spółki jest obecnie rekordowy). Rentowności ciężcy będzie jeszcze wysoka baza. **Polimex** zbudował w ostatnich kwartałach duży portfel zleceń, jednocześnie w 4Q'23 zrobił duże odpisy na kontrakty energetyczne, a także 1Q'24 był dość słaby. Kolejne okresy w spółce będą stały pod znakiem realizacji m.in. kontraktu dla Orlenu, ale także oczekiwania na nowe „otwarcie” w spółce. W **Torpolu** baza jest wymagająca i należy spodziewać się wyraźnego spadku r/r rentowności. Wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów nawet na spadającym rynku. W **Unibepie** obecny portfel to mix starszych kontraktów z „zerową” marżą i kontraktów w początkowej fazie realizacji. Wyniki 2Q'24 będą wg naszych założeń pod wpływem dalszej presji na marże w segmencie przemysłowo-energetycznym, przy jednocześnie dobrej rentowności infrastruktury i wysokiej kontrybucji deweloperki. W przypadku **ZUE** spodziewamy się wzrostu przychodów (końcowa faza kontraktu na zajezdnię Annapol) i poprawy rentowności (m.in. efekt ugody na jednym z kontraktów). Jednocześnie spółka będzie musiała skupić się w najbliższych kwartałach na budowie portfela w wymagającym otoczeniu (luka w przetargach PKP PLK).

## Materiały budowlane

Szacunkowe wyniki za 2Q'24 pokazały już w czerwcu **Kęty** – skonsolidowana EBITDA wzrosła o 8% r/r, mocny był prawdopodobnie przede wszystkim obszar SSA. Uważamy, że spółka jest na dobrej drodze do realizacji rocznej prognozy zarządu, pomimo wymagającego makro. W przypadku **Decory** baza z 2Q'23 na marży nie jest jeszcze zbyt wymagająca. Spółce może nie pomagać słabość po stronie popytu, ale równocześnie powinna korzystać na niskich cenach części surowców oraz zwiększaniu kontrybucji własnej produkcji w podłogach. Dla **Ferro**, po dobrych dla rentowności ostatnich kwartałach, 2Q'24 może przynieść pewną „zadyszkę” wyników (przychodom cięży mocny PLN i słabość rynków eksportowych, natomiast po stronie marży bardziej może być widoczny wzrost kosztów ogólnych i presja cenowa). W przypadku **Seleny FM** baza z ubiegłego roku nie jest wymagająca. Zakładamy, że spółka powinna korzystać z niskich cen surowców oraz odbicia od dołka popytu w części segmentów rynku, co nawet przy płaskich przychodach (niekorzystne dla eksportu umocnienie PLN) powinno przełożyć się na istotny wzrost EBITDA/netto. Dla **Śnieżki** otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające (dodatkowo spółka korzysta na tym polu z umocnienia PLN ze względu relatywnie małą ekspozycję na eksport). Po nominalnie słabym 1Q'24 w Polsce ze względu na zmiany w modelu dystrybucji zakładamy powrót do „normalności” w tym obszarze, natomiast słabo mogą wyglądać przychody na rynku węgierskim, a rynek ukraiński wchodzi w okres wyższej bazy. Spółka odczuwa wyższe koszty SG&A. Per saldo spodziewamy się kilkuprocentowego wzrostu EBITDA r/r.

**BUDIMEX****Redukuj, TP 530,8/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	645,5	P/E	22,3	21,9	17,9	18,4
MC [mln PLN]	16 479,7	EV/EBITDA	13,7	12,5	10,0	9,7
		EV/EBIT	16,4	14,9	11,6	11,4
		P/BV	10,8	12,0	10,5	10,4

**Podsumowanie wybranych danych finansowych za 2Q'24**

- Przychody w 2Q'24 wyniosły 2,395 mld PLN (+1% r/r), EBIT 181 mln PLN (+6% r/r) a zysk netto 158 mln PLN (-6% r/r).
- Na poziomie przychodów i EBIT wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami (przy czym EBIT został wsparty przez +4 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej), natomiast zysk netto był 6% poniżej naszej prognozy (saldo finansowe na poziomie ok. +30 mln PLN; stawka podatku 24,5%). Jednocześnie wyniki na poziomie EBIT/netto były o 3% / 6% niższe od konsensusu PAP.
- Gotówka netto na poziomie 2,58 mld PLN (vs 2,73 mld PLN rok temu).
- W segmencie budowlanym w 2Q'24 spółka miała 2,18 mld PLN sprzedaży (+1% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu wyniosła 11,7% (oczekiwaliśmy 11,8%, rok temu było 8,7%, a w 1Q'24 11,2%). Koszty SG&A +11% r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej segmentu budowlanego na poziomie -1 mln PLN (rok temu +42 mln PLN, głównie wtedy z wyceny hedgingu FX). Segment budowlany miał 162,0 mln PLN EBIT (zakładaliśmy 166,7 mln PLN) vs 148,1 mln PLN rok temu.
- W segmencie usługowym (FB Serwis) w 2Q'24 spółka miała lekki wzrost przychodów (+3% r/r, spodziewaliśmy się +0% r/r) oraz wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży do 14,0% (vs 19,2% rok temu). EBIT obciążony był przez wzrost SG&A (+43% r/r) oraz wsparty przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+5 mln PLN). Wynik wyniósł 18,9 mln PLN (vs 22,3 mln PLN rok temu, zakładaliśmy 12,9 mln PLN, ale przy neutralnym saldzie pozostałej działalności operacyjnej).
- Na koniec 2Q'24 portfel zamówień Budimexu sięgał 15,34 mld PLN (+26% r/r, +4% q/q). Kontraktacja w 1H'24 na poziomie 5,66 mld PLN.
- Scenariusz braku wzrostu przychodów r/r w 2024 roku, komunikowany przez zarząd, wydaje się coraz bardziej realistyczny (konsensus Bloomberg'a przy publikacji wyników zakładał 10,1 mld PLN, czyli nadal wzrost r/r). Po 1H'24 dynamika wynosi -6%. Rosnący portfel może zapewnić dodatnią dynamikę przychodów w 3Q'24, jednocześnie wyzwaniem będzie wysoka baza w 4Q'24, zbudowana częściowo na one-offach (języczkiem u wagi może okazać się pogoda). Baza na rentowności brutto ze sprzedaży od 3Q'24 będzie bardziej wymagająca niż w 1H'24, aczkolwiek obecne otoczenie rynkowe nadal sprzyja generowaniu ponadprzeciętnych marż. Jednocześnie zwracamy na rosnącą bazę kosztową na poziomie SG&A, gdzie widoczne zaczynają być koszty rozbudowy struktur międzynarodowych.

**Wyniki za 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	2Q'24P kons.	odchyl.	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	2 378,5	2 395,3	0,7%	2 400,1	-0,2%	2 400,2	-0,2%	9 801,5	9 708,2	-1,0%	10 887,9	12,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	227,2	282,7	24,4%	286,3	-1,3%	---	---	1 124,6	1 243,2	10,5%	1 458,1	17,3%
Zysk na sprzedaży	135,9	176,8	30,1%	182,6	-3,2%	---	---	739,7	821,3	11,0%	1 012,7	23,3%
EBITDA	208,8	---	---	219,1	---	---	---	938,4	987,5	5,2%	1 176,4	19,1%
EBIT	170,3	180,9	6,2%	180,1	0,4%	186,8	-3,2%	781,1	829,3	6,2%	1 007,8	21,5%
Zysk brutto	213,6	210,7	-1,4%	212,7	-0,9%	---	---	929,6	961,3	3,4%	1 141,0	18,7%
Zysk netto	168,4	157,6	-6,4%	164,2	-4,0%	167,5	-5,9%	738,2	754,1	2,2%	918,2	21,8%
Marża brutto ze sprzedaży	9,6%	11,8%		11,9%		---		11,5%	12,8%		13,4%	
Marża na sprzedaży	5,7%	7,4%		7,6%		---		7,5%	8,5%		9,3%	
marża EBITDA	8,8%	---		9,1%		---		9,6%	10,2%		10,8%	
marża EBIT	7,2%	7,6%		7,5%		7,8%		8,0%	8,5%		9,3%	
marża netto	7,1%	6,6%		6,8%		7,0%		7,5%	7,8%		8,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**DECORA**

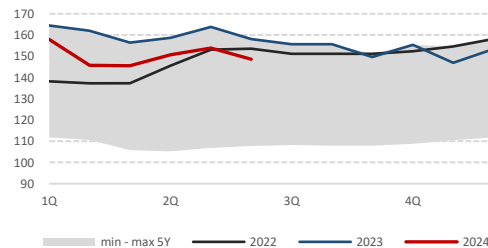
			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	56,6	P/E	8,9	8,1	7,3	7,8
MC [mln PLN]	597,0	EV/EBITDA	6,4	5,4	4,7	4,8
		EV/EBIT	7,8	6,6	5,7	5,8
		P/BV	2,0	1,7	1,5	1,5

Oferta spółki skoncentrowana została w 2023 roku na grupie asortymentowej Flooring (77% przychodów ogółem). Decora w ubiegłym roku uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC). Według spółki jest ona obecnie jedynym w Europie podmiotem, który dostarcza jednocześnie podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe z własnej produkcji. Poprzedni rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości (każdy kwartał przyniósł istotną poprawę EBITDA w ujęciu r/r). Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Zarówno w 1Q'23 jak i 2Q'24 ceny PCV nadal były wyraźnie niższe r/r, natomiast odbiły ceny styrenu (w 2Q'24 średnia najwyższa od 3Q'22).

W 1Q'24 spółka odnotowała pierwszy od 2Q'20 spadek sprzedaży r/r, do czego przyczynił się przede wszystkim rynek Europy Zachodniej (ok 1/3 sprzedaży). W 2Q'24 koniunktura na rynku materiałów w tym obszarze pozostawała nadal słaba, nie sprzyjał także mocny PLN (zarówno do EUR jak i walut koszyka CEE). Także w Polsce rynek popytowo nadal jest wymagający, a indeks PSB wskazuje na spadki cen w obszarze „wykończenia”. Natomiast widzimy przestrzeń nadal do poprawy r/r rentowności (dalsze spadki PCV, słaby USD sprzyja także marżom na towarach handlowych). Baza z 2Q'23 na marży brutto ze sprzedaży nie jest jeszcze wymagająca (zakładamy, że dopiero 2H'24 może być większym wyzwaniem pod tym kątem). W 2Q'24 oczekujemy 140 mln PLN przychodów, 29,6 mln PLN EBITDA (+32% r/r) oraz 19,1 mln PLN zysku netto (+14% r/r). Przy prognozie całorocznej zwracamy uwagę, że wynik netto 2023 był wsparty przez 6,2 mln PLN różnic kursowych, czego nie zakładamy w 2024 roku.

**Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]**


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)**


Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 1'2017

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	142,6	140,0	-1,8%	294,7	285,7	-3,0%	570,9	563,3	-1,3%	602,6	7,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	48,1	55,0	14,2%	101,0	115,7	14,6%	209,6	221,5	5,7%	237,6	7,3%
Zysk na sprzedaży	18,1	24,7	36,5%	39,1	53,4	36,5%	84,2	94,5	12,2%	102,8	8,7%
EBITDA	22,5	29,6	31,6%	47,1	62,5	32,8%	103,2	114,0	10,5%	122,8	7,7%
EBIT	18,1	24,2	34,2%	38,8	51,7	33,4%	84,1	92,3	9,8%	101,3	9,7%
Zysk brutto	20,9	23,6	12,8%	41,4	51,0	23,2%	86,1	90,2	4,8%	101,3	12,3%
Zysk netto	16,8	19,1	13,6%	33,4	41,6	24,5%	66,9	73,4	9,6%	82,0	11,7%
Marża brutto ze sprzedaży	33,8%	39,3%		34,3%	40,5%		36,7%	39,3%		39,4%	
Marża na sprzedaży	12,7%	17,7%		13,3%	18,7%		14,8%	16,8%		17,1%	
marża EBITDA	15,8%	21,2%		16,0%	21,9%		18,1%	20,2%		20,4%	
marża EBIT	12,7%	17,3%		13,2%	18,1%		14,7%	16,4%		16,8%	
marża netto	11,8%	13,7%		11,3%	14,6%		11,7%	13,0%		13,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analityk:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**DEKPOL**

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	61,6	P/E	5,7	4,7	5,8	6,0
MC [mln PLN]	512,9	EV/EBITDA	4,3	4,1	4,1	3,6
		EV/EBIT	4,9	4,6	4,6	4,1
		P/BV	0,9	0,8	0,7	0,7

**Budownictwo.** Backlog po 1Q'24 w segmencie budowlanym wyniósł 687 mln PLN (vs 535 mln PLN po 4Q'23 oraz 828 mln PLN rok wcześniej). W 2Q'24 zakładamy, że spółka pokaże nieco wyższe przychody q/q (i także r/r). Zakładamy niższą rentowność r/r (w 2023 roku działań efekt przeszacowania marż w górę przy poprawie otoczenia kosztowego, obecnie w portfelu są już głównie kontrakty z trudniejszego rynku pod kątem konkurencji).

**Deweloperka.** W 2Q'24 sprzedano 121 lokali oraz przekazano 64 lokale (vs 73 rok temu). Przekazania podobnie jak w 1Q'24 przypadać mogły głównie na segment popularny, zakładamy nieco niższą średnią cenę r/r i wyższą marżowość. W całym 2024 roku spółka planuje zrealizować przekazania 500 lokali, co ma przełożyć się na 400 mln PLN przychodów (w 2H'24 z kolei duży powinien być udział projektów premium, co wyraźnie podbić powinno średnią cenę vs 1H'24).

**Produkcja.** Ubiegły rok przynosił stabilizowanie się wyników na niskich poziomach. W 1Q'24 segment pozytywnie zaskoczył wysoką marżą (z jednej strony efekt optymalizacji kosztowej z poprzednich miesięcy, ale częściowo też prawdopodobnie pojedyncze wyżej marżowe zlecenia). Nie zakładamy, że w 2Q'24 uda się powtórzyć początek roku, ale oczekujemy, że segment będzie stopniowo wychodził z dołka.

**Pozostałe.** W tym obszarze spółka w ostatnich kwartałach prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 2Q'24 zakładamy stratę na poziomie 5-6 mln PLN (-7 mln PLN w 1Q'24, -2 mln PLN w 2Q'23).

Podsumowując, zakładamy w 2Q'24 342,9 mln PLN przychodów, 19,4 mln PLN EBIT (budownictwo: +15 mln PLN, deweloper: +7 mln PLN, produkcja: +2 mln PLN, pozostałe: -5 mln PLN, w 2Q'23 było to odpowiednio: +17 / +11 / +2 / -2 mln PLN) oraz 13,1 mln PLN zysku netto.

W całym 2024 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,7 mld PLN przychodów, 141 mln PLN EBIT (w tym 100 mln PLN deweloper) oraz 109 mln PLN zysku netto. Wyniki 2H'24 są w dużej mierze uzależnione od poziomu sprzedaży i terminowości przekazania lokali w inwestycjach premium (Sol Marina III – 140 lokali, Pino Resort – 61 lokali czy Granaria – 126 lokali)

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	298,8	342,9	14,8%	569,6	694,2	21,9%	1 568,8	1 680,4	7,1%	1 700,3	1,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,0	45,0	-19,7%	90,2	94,9	5,1%	225,8	243,5	7,8%	226,4	-7,0%
Zysk na sprzedaży	32,6	19,4	-40,5%	44,8	44,2	-1,3%	127,8	139,7	9,3%	121,8	-12,8%
EBITDA	32,8	23,0	-29,9%	47,2	53,0	12,2%	132,1	155,4	17,7%	137,2	-11,7%
EBIT	28,4	19,4	-31,7%	38,7	45,7	18,1%	115,9	141,1	21,8%	121,8	-13,7%
Zysk brutto	23,7	16,3	-31,2%	34,3	48,9	42,7%	116,9	138,2	18,2%	110,8	-19,8%
Zysk netto	16,0	13,1	-18,2%	25,6	37,5	46,9%	89,3	109,0	22,0%	88,6	-18,7%
Marża brutto ze sprzedaży	18,8%	13,1%		15,8%	13,7%		14,4%	14,5%		13,3%	
Marża na sprzedaży	10,9%	5,7%		7,9%	6,4%		8,1%	8,3%		7,2%	
marża EBITDA	11,0%	6,7%		8,3%	7,6%		8,4%	9,2%		8,1%	
marża EBIT	9,5%	5,7%		6,8%	6,6%		7,4%	8,4%		7,2%	
marża netto	5,3%	3,8%		4,5%	5,4%		5,7%	6,5%		5,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**ELEKTROTIM****Akumuluj, TP 31,0 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 20 maja 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	30,0	P/E	13,4	5,7	9,5	9,0
MC [mln PLN]	299,5	EV/EBITDA	7,0	4,8	5,8	5,4
		EV/EBIT	8,0	5,2	6,5	6,0
		P/BV	2,8	2,3	2,2	2,0

Po 1Q'24 backlog grupy wynosił 648 mln PLN (+5% r/r, +97% q/q – wzrost był efektem pozyskania szeregu nowych kontraktów, w tym perymetrii na rzece Bug za 227 mln PLN).

Prognozujemy, że ze względu na wysoką bazę w segmencie Sieci oraz jedynie projektową w tym okresie fazę perymetrii na Bugu, przychody w 2Q'24 spadną o 26% r/r do 95 mln PLN. Zakładamy także niższy r/r, poziom rentowności (ale nieco lepszy niż w 1Q'24). Na poziomie EBIT widoczny może być wpływ wyższych kosztów SG&A (wzrost wynagrodzeń plus rozliczenie premii po 2023 roku). Tym samym zakładamy spadek zysku netto do 4,1 mln PLN (vs 11,2 mln PLN rok temu).

Spółka na koniec 1Q'24 miała 40 mln PLN gotówki netto. Spodziewamy się wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy w 2Q'24 i spadku gotówki netto w okolice neutralnego poziomu.

Oczekujemy silnego przychodowo 2H'24 w związku z realizacją prac budowlanych na perymetrii (zwracamy uwagę, że ponad połowę wartości kontraktu stanowią prace budowlane i przyłącza, które raczej powinny wykonane być przed zimą, natomiast stanowiąca 30% wartości część „konfiguracyjno-szkoleniowa powinna przypaść na okres zimowy – szczegóły umowy: [link](#)). Sezonowość przychodów pomiędzy półroczami może być podobna jak w 2022 roku, kiedy realizowano istotną część perymetrii lądowej na granicy lądowej z Białorusią (25:75).

Obecny portfel zleceń spółki zabezpieczą przychody do 1H'25. Na ostatniej konferencji wynikowej spółka sygnalizowała, że widzi ożywienie w obszarze samorządowym czy przemysłowym, natomiast słabsza podaż kontraktów widoczna jest w sieciach dystrybucyjnych czy w trakcji. Na ten moment wartość portfela spółki jest relatywnie dobra na tle części konkurencji, co ogranicza ryzyko konieczności walki cenowej ze strony spółki (zwracamy uwagę, że spółka nie zdobyła m.in. kontraktu na modernizację perymetrii lądowej – umowę za 125 mln PLN podpisał w lipcu Telbud z 4-miesięcznym terminem wykonania).

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	128,3	95,0	-26,0%	225,8	157,0	-30,5%	546,9	575,0	5,1%	520,0	-9,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,3	13,2	-35,1%	34,9	21,3	-39,2%	76,1	72,1	-5,3%	69,3	-4,0%
Zysk na sprzedaży	14,7	5,7	-61,6%	23,7	7,4	-68,7%	50,8	42,5	-16,3%	37,6	-11,6%
EBITDA	15,9	6,8	-57,2%	24,5	15,8	-35,7%	38,7	53,2	37,6%	42,2	-20,7%
EBIT	14,8	5,7	-61,8%	22,3	13,6	-39,1%	34,2	48,7	42,3%	37,6	-22,9%
Zysk brutto	14,2	5,0	-64,7%	22,1	27,3	23,7%	32,3	61,1	89,4%	39,1	-36,0%
Zysk netto	11,2	4,1	-63,6%	16,9	25,1	48,3%	22,4	52,5	134,7%	31,7	-39,6%
Marża brutto ze sprzedaży	15,8%	13,8%		15,5%	13,5%		13,9%	12,5%		13,3%	
Marża na sprzedaży	11,5%	5,9%		10,5%	4,7%		9,3%	7,4%		7,2%	
marża EBITDA	12,4%	7,2%		10,9%	10,0%		7,1%	9,3%		8,1%	
marża EBIT	11,5%	5,9%		9,9%	8,7%		6,3%	8,5%		7,2%	
marża netto	8,7%	4,3%		7,5%	16,0%		4,1%	9,1%		6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*w 1Q'24 ujęta dekonsolidacja spółki Zeus z wpływem na wyniku brutto na poziomie +18,2 mln PLN (w tym +2,5 mln PLN na linii EBIT)

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32



**ERBUD****Trzymaj, TP 41,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	40,3	P/E	48,1	17,5	11,3	9,5
MC [mln PLN]	480,8	EV/EBITDA	8,0	4,6	3,4	3,3
		EV/EBIT	22,8	7,5	5,4	5,0
		P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8

Portfel Erbudu po 1Q'24 wynosił 3,03 mld PLN (rok temu 2,57 mld PLN a po 4Q'23 2,4 mld PLN). W 2Q'24 spodziewamy się, że spółka (szósty kwartał z rządu – biorąc pod uwagę odbudowę portfela może to być ostatni taki kwartał) odnotuje spadek przychodów r/r do 676 mln PLN (istotny spadek przede wszystkim w Ode, ale inne główne segmenty także niżej r/r).

Marżowo 2023 rok był dla spółki wymagający, natomiast 1Q'24 przyniósł poprawę r/r (zakończenie nierentownych kontraktów). W 2Q'24 zakładamy, że marża powinna być lepsza q/q, natomiast w ujęciu r/r będzie ciężko o poprawę (wysoka baza w Ode i przemyśle zagranicą). Tym samym zakładamy istotny spadek EBIT r/r do 3,2 mln PLN (vs 18,0 mln PLN rok wcześniej) - kubatura: +3 mln PLN, OZE: +2 mln PLN, drogi: -1 mln PLN, przemysł: +6 mln PLN, moduły: -7 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje wynik w okolicy zera.

Rok 2024 nadal będzie nadal trudny dla kubatury w Polsce, aczkolwiek zakładamy dodatni wynik segmentu vs duża strata rozpoznana w 2023. Znakiem zapytania jest ścieżka dojścia do satysfakcjonujących wyników przez segment modułów. Spółka nadal pokłada duże nadzieje w tym obszarze, jednak w 2024 nadal trudno może być o break-even. W obszarze przemysłowym zakładamy nieco niższy wynik r/r w 2024 (w 2023 spółka miała dobrą marżę zagranicą, co może być trudne do powtórzenia). Obecnie nieco słabszy w 2024 r/r wynik zakładamy w Ode (ścieżka budowy backlogu wygląda słabiej niż wcześniej zakładaliśmy).

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	861,6	675,5	-21,6%	1 582,2	1 319,8	-16,6%	3 234,4	3 162,7	-2,2%	3 418,9	8,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	76,8	46,9	-39,0%	120,5	89,5	-25,7%	209,1	233,5	11,7%	273,0	16,9%
Zysk na sprzedaży	27,6	3,2	-88,4%	19,1	-3,1	---	-1,7	41,3	---	69,2	67,6%
EBITDA	27,2	12,8	-53,0%	28,2	37,7	33,9%	57,0	102,4	79,6%	127,0	24,1%
EBIT	18,0	3,2	-82,2%	10,2	18,6	81,7%	20,1	63,0	213,6%	80,2	27,4%
Zysk brutto	6,3	0,0	-99,3%	-8,7	11,7	---	50,5	49,7	-1,5%	67,8	36,5%
Zysk netto	3,5	0,1	-96,3%	-9,9	2,9	---	10,0	27,3	172,9%	42,4	55,4%
Marża brutto ze sprzedaży	8,9%	6,9%		7,6%	6,8%		6,5%	7,4%		8,0%	
Marża na sprzedaży	3,2%	0,5%		1,2%	-0,2%		-0,1%	1,3%		2,0%	
marża EBITDA	3,2%	1,9%		1,8%	2,9%		1,8%	3,2%		3,7%	
marża EBIT	2,1%	0,5%		0,6%	1,4%		0,6%	2,0%		2,3%	
marża netto	0,4%	0,0%		-0,6%	0,2%		0,3%	0,9%		1,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

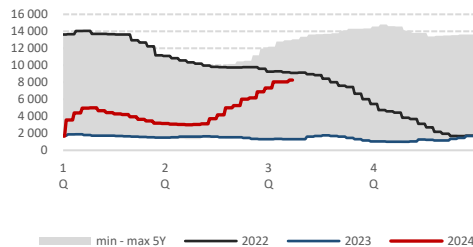
**FERRO**

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	36,7	P/E	11,6	11,3	10,5	9,6
MC [mln PLN]	779,6	EV/EBITDA	7,4	7,3	6,9	6,3
		EV/EBIT	8,7	8,7	8,2	7,3
		P/BV	1,7	1,7	1,6	1,5

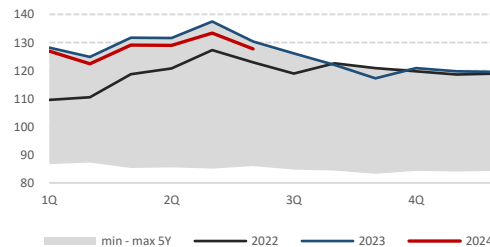
Od 3Q'23 spółka weszła w okres pozytywnej dynamiki EBITDA, czemu sprzyjało w końcu przełożenie się korzystnego otoczenia kosztowego na wyniki (m.in. umocnienie PLN vs USD, spadek kosztów frachtu - spółka ma relatywnie długi cykl rotacji zapasów w porównaniu do innych spółek z branży notowanych na GPW). Spółka odczuwa jednocześnie nadal niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w zakresie remontów).

Spodziewamy się, że w 2Q'24 przychody mogą być minimalnie wyższe r/r (niska baza w Polsce, ale silny PLN nie jest korzystny przy dużej ekspozycji na eksport). Natomiast na poziomie EBITDA spodziewamy się, że tanie zapasy nadal jeszcze będą sprzyjać budowaniu marży (w 2H'24 może być już jednak zacząć być widoczny wzrost kosztów frachtu czy miedzi w 1H'24), ale bardziej niż w poprzednich okresach może być odczuwalny wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny. Zakładamy minimalny wzrost EBITDA do 25,3 mln PLN (z 24,3 mln PLN w 2Q'23). Na poziomie netto spodziewamy się 14,3 mln PLN (vs 12,6 mln PLN rok temu).

Ferro w drugiej połowie 2022 przedstawiło strategię do 2026 roku. Celem zarządu jest wypracowanie w 2026 roku 1,4 mld PLN przychodów oraz 193 mln PLN EBITDA. W tym roku będziemy na półmetku jej realizacji, co może skłaniać do ewentualnych weryfikacji w przypadku istotnego oddalenia od celów. W okresie 2021-2023 roku spółka miała po ok. 120 mln PLN EBITDA (przedział 118-121 mln PLN). W średnim terminie spółce może pomóc poprawa sytuacji konsumenta (wzrost dochodów realnych), Termet mógłby być także potencjalnym beneficjentem uruchomienia w Polsce środków z KPO. Wskazujemy, że inwestycje poczynione w logistykę powinny dawać spółce możliwość wzrostu w obszarze SEE.

**Koszt frachtu z Chin do portów ARA [USD/40ft]**


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Indeks cen kategorii instalacje/ogrzewanie na rynku polskim**


Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	182,6	184,8	1,2%	390,1	384,2	-1,5%	803,2	808,3	0,6%	861,1	6,5%
EBITDA	24,3	25,3	3,9%	53,2	55,8	4,7%	117,8	119,4	1,3%	122,6	2,6%
EBIT	20,1	20,6	2,6%	45,0	46,8	3,9%	100,1	100,7	0,6%	104,0	3,3%
Zysk brutto	15,4	18,1	17,8%	37,3	40,1	7,4%	82,8	89,1	7,6%	95,0	6,6%
Zysk netto	12,6	14,3	13,3%	30,1	31,0	3,1%	67,0	68,9	2,8%	74,1	7,5%
marża EBITDA	13,3%	13,7%		13,6%	14,5%		14,7%	14,8%		14,2%	
marża EBIT	11,0%	11,1%		11,5%	12,2%		12,5%	12,5%		12,1%	
marża netto	6,9%	7,7%		7,7%	8,1%		8,3%	8,5%		8,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analityk:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

## INSTAL KRAKÓW

### Kupuj, TP 50,0 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	47,8	P/E	9,9	9,4	7,2	6,8
MC [mln PLN]	348,2	EV/EBITDA	5,9	6,4	4,2	3,7
		EV/EBIT	6,7	7,2	4,6	4,1
		P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8

Spółka zaprezentowała już jednostkowe wstępne wyniki za 2Q'24 (obejmują one działalność budowlaną w Polsce i zagranicą, deweloperkę, najem i działalność pozostałą). Przychody wyniosły 35,4 mln PLN, EBITDA 2,9 mln PLN a zysk netto 3,0 mln PLN. Rok wcześniej w analogicznym okresie spółka miała 55,1 mln PLN przychodów oraz 1,0 mln PLN EBITDA. Niższe przychody mogą być pochodną głównie spadku przychodów w segmencie budowlanym. Także liczba przekazanych mieszkań mogła być nieco niższa r/r (bazując na zapasach z porównywalnych okresów). Natomiast lepsza EBITDA może być efektem bardzo niskiej bazy w segmencie budowlanym (spółka w 2Q'23 miała dużą stratę w tym obszarze).

#### Jednostkowe, wstępne wyniki za 2Q'24 [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24W
Przychody	38,6	49,5	46,4	99,8	67,4	55,1	71,2	104,1	102,4	35,4
EBITDA	1,0	2,5	5,3	20,4	5,7	1,0	6,8	27,3	26,3	2,9
Zysk (strata) brutto	0,9	5,1	5,9	21,6	5,6	2,0	6,3	27,7	26,8	3,6
Zysk (strata) netto	0,7	4,4	4,7	17,0	4,4	1,6	5,1	23,4	21,7	3,0
przekazane mieszkania	18	28	22	108	43	36	30	117	151	b.d.
Marża EBITDA	2,6%	5,1%	11,4%	20,4%	8,4%	1,8%	9,6%	26,3%	25,7%	8,2%
Marża zysku netto	1,8%	8,9%	10,2%	17,1%	6,6%	2,9%	7,1%	22,5%	21,2%	8,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W wynikach skonsolidowanych ujmowany jest jeszcze Frapol. W ostatnich latach generował on średnio ok. 30-40 mln PLN przychodów kwartalnie (ostatnie kwartały są słabsze ze względu na spadek popytu z bud. jednorodzinnych). Zakładamy, że na poziomie skonsolidowanym Instal pokaże w 2Q'24 ok. 62 mln PLN przychodów i 2,5 mln PLN zysku netto.

Istotniejsze przychody w segmencie deweloperskim pojawią się pod koniec roku. Przekazania lokali z inwestycji Mierzeja Wiślana III (200 lokali) mają rozpocząć się w 4Q'24. Na 2025 rok przewidziany jest finał etapu IV tej inwestycji (207 lokali). Spółka prowadzi także projekt w Zabrze (100 lokali), którego finisz zaplanowany jest na początek 2025. W ostatnim raporcie rocznym wskazano także, że rozpoczęto pierwszą inwestycję w rejonie ul. Golikówka (projekt Albatrosów obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów).

Warto podkreślić, że od 2022 roku spółka nie podpisywała znaczących umów w segmencie budowlanym (ostatnie duże kontrakty dla PGE i PGNiG kończyły się 2H'23), co wpływa negatywnie na bieżące przychody tego segmentu.

#### Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	84,7	61,6	-27,2%	183,9	189,3	2,9%	418,3	355,2	-15,1%	420,2	18,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,3	14,5	8,8%	31,7	51,6	62,6%	87,2	94,2	8,1%	113,0	19,9%
Zysk na sprzedaży	1,7	2,4	44,0%	8,8	28,1	219,2%	38,7	43,9	13,4%	61,0	39,1%
EBITDA	3,0	3,8	27,8%	11,4	31,0	172,3%	48,1	49,6	3,1%	66,8	34,7%
EBIT	1,5	2,4	57,3%	8,5	28,3	233,3%	42,4	44,1	4,0%	61,0	38,4%
Zysk brutto	2,1	3,2	50,5%	9,3	29,9	219,9%	43,4	46,1	6,2%	62,5	35,7%
Zysk netto	1,4	2,5	78,9%	6,8	24,1	253,1%	35,3	37,0	4,9%	48,7	31,6%
Marża brutto ze sprzedaży	15,7%	23,5%		17,2%	27,2%		20,8%	26,5%		26,9%	
Marża na sprzedaży	2,0%	3,9%		4,8%	14,8%		9,3%	12,4%		14,5%	
marża EBITDA	3,5%	6,2%		6,2%	16,4%		11,5%	14,0%		15,9%	
marża EBIT	1,8%	3,9%		4,6%	14,9%		10,1%	12,4%		14,5%	
marża netto	1,7%	4,1%		3,7%	12,7%		8,4%	10,4%		11,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**KĘTY****Akumuluj, TP 569,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 28 marzec 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	820,5	P/E	14,7	13,7	12,8	11,9
MC [mln PLN]	7 917,9	EV/EBITDA	10,2	9,8	8,6	8,4
		EV/EBIT	12,9	12,4	11,0	10,4
		P/BV	4,2	4,1	3,9	3,6

**Podsumowanie wstępnych wyników 2Q'24**

- Spółka w drugiej połowie czerwca opublikowała szacunkowe wyniki za 2Q'24.
- Przychody w 2Q'24 były 1% niższe r/r (wzrost cen aluminium o 8% r/r, umocnienie PLN vs EUR o 5%). Poziom zamówień pozwolił na zwiększenie wykorzystania mocy do 85-90% (vs 80-85% w 1Q'24) przy nadal krótkim horyzoncie zamówień (4 do 5 tygodni).
- EBITDA wzrosła szacunkowo o 8% r/r do 260 mln PLN. Zakładamy, że SSA i SOG poprawiły wyniki r/r, natomiast niższy wynik odnotowano w SWW. Dług netto po 2Q'24 wynosił ok 680 mln PLN (vs 827 mln PLN po 1Q'24).
- Wykonanie prognozy zarządu na 2024 rok wynosi 51% po 1H'24. Spółka prognozuje 945 mln PLN EBITDA w 2024 roku, uważamy, że nie ma na ten moment podstaw, by nie wierzyć w tą prognozę. Okres 2H'24 powinien być sezonowo nieco lepszy od 1H'24 (wzmocniony także przez nowe moce przerobowe).
- Publikacja nowej strategii 5-letniej przewidywana po wynikach 1Q'24 była na jesień'24. Zarząd zasygnalizował już, że istotny nacisk zostanie położony w niej na akwizycje (przy obecnej skali grupy kolejne inwestycje organiczne nie pozwalają zachować dotychczasowych dynamik wzrostu). Jeszcze w ramach obowiązywania starej strategii spółka może zamknąć akwizycję spółki Selt za 420 mln PLN (cena + przejęty dług, spółka w obecnej strukturze generuje ok 280 mln PLN przychodów i 42 mln PLN EBITDA), działającej w obszarze systemów osłon przeciwstłonecznych (działalność komplementarna do Aluprofu).
- Prognozę na 2025 rok opieramy na wzroście organicznym, wykorzystaniu nowych mocy produkcyjnych (SSA i SWW – uruchomienie w połowie 2024, ograniczona kontrybucja w 2H'24) oraz konsolidacji Selt.

**Wstępne wyniki za 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24W	zmiana r/r	1H'23	1H'24W	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P*	zmiana r/r
Przychody	1 338,4	1 320,0	-1,4%	2 711,4	2 559,5	-5,6%	5 218,6	5 271,4	1,0%	5 813,8	10,3%
EBITDA	240,1	260,0	8,3%	440,6	482,5	9,5%	868,0	951,9	9,7%	1 072,4	12,7%
EBIT	195,2	210,0	7,6%	352,0	384,2	9,2%	687,4	749,9	9,1%	835,6	11,4%
Zysk brutto	176,3	193,6	9,8%	316,5	355,3	12,3%	622,2	685,2	10,1%	764,7	11,6%
Zysk netto	151,0	160,0	6,0%	286,8	310,2	8,2%	539,1	576,9	7,0%	618,5	7,2%
marża EBITDA	17,9%	19,7%		16,3%	18,9%		16,6%	18,1%		18,4%	17,9%
marża EBIT	14,6%	15,9%		13,0%	15,0%		13,2%	14,2%		14,4%	14,6%
marża netto	11,3%	12,1%		10,6%	12,1%		10,3%	10,9%		10,6%	11,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*założono zakup spółki Selt w końcówce 2024 roku (pomijalna kontrybucja do wyników 4Q'24 i pełna w 2025 roku)

**Analityk:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**MIRBUD****Akumuluj, TP 9,09/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	14,3	P/E	9,7	12,9	12,4	9,9
MC [mln PLN]	1 308,3	EV/EBITDA	5,4	5,8	5,7	4,3
		EV/EBIT	5,9	6,4	6,6	5,1
		P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2

- Backlog spółki po 2Q'24 wynosi 6,09 mld PLN vs 4,78 mld PLN po 1Q'24 oraz 4,82 mld PLN rok wcześniej. W 2Q'24 spółka podpisała ponad 2 mld PLN nowych kontraktów. Dodatkowo w samym już lipcu spółka zawarła umowy na kolejne ok 2 mld PLN (w potencjalnym pipeline pozostają m.in. Izera oraz szpital w Gliwicach)
- Postęp zaawansowania kontraktów wskazuje na wzrost przychodów r/r w obszarze budowlanym. Zakładamy ok. 780 mln PLN przychodów w tym segmencie.
- Spodziewamy się nieznacznego spadku rentowności vs 1Q'24/4Q'23, ze względu na wygaśnięcie efektów „waloryzacyjnych” (zakładamy 7,0% marży segmentu budowlanego vs 6,7% w 2Q'23 i 7,7% w 1Q'24).
- Sprzedaż lokali (umowy deweloperski i rezerwacyjne) w 2Q'24 wyniosła 73 szt (vs 111 w 1Q'24). W 2Q'24 przekazano 111 lokali (vs 12 rok temu), co powinno wyraźnie wesprzeć wyniki skonsolidowane (zakładamy 53 mln PLN sprzedaży i 17 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży segmentu w 2Q'24 vs 6 / 2 mln PLN rok temu). Segment najmu zakładamy, że wypracuje 9 mln PLN sprzedaży (wyłączona Marywilska po pożarze) i -1,5 mln PLN straty brutto ze sprzedaży.
- Podsumowując w 2Q'24 spodziewamy się 807,2 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej po wyłączeniach (+19% r/r). Na poziomie marży brutto oczekujemy poprawy r/r z 8,3% do 8,4% - efekt m.in. wyższej kontrybucji segmentu deweloperskiego i poprawy r/r marży w budownictwie.
- Na poziomie salda PPO/PKO zakładamy -10 mln PLN z tytułu odpisu netto wartość Marywilskiej 44 (wartość księgowa minus ubezpieczenie, zakładamy, że finalne rozliczenie będzie jeszcze kwestia kolejnych okresów). Na EBIT oczekujemy 34 mln PLN, co implikuje 18 mln PLN zysku netto (przy 20% stopie podatku i -12,5 mln PLN na saldzie finansowym), Spodziewamy się lekko ujemnego sezonowo CF operacyjnego.

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	679,9	807,2	18,7%	1 195,2	1 453,8	21,6%	3 322,4	3 410,4	2,6%	3 575,0	4,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,7	67,8	19,6%	100,1	146,1	46,0%	335,7	321,6	-4,2%	311,6	-3,1%
Zysk na sprzedaży	34,1	44,4	30,5%	59,0	99,0	67,9%	240,1	217,8	-9,3%	197,0	-9,5%
EBITDA	37,0	39,4	6,7%	67,0	98,5	47,0%	242,6	222,4	-8,3%	227,8	2,4%
EBIT	32,4	34,4	6,4%	58,0	88,5	52,6%	223,9	202,3	-9,6%	197,0	-2,6%
Zysk brutto	20,4	21,9	7,5%	37,0	62,8	69,9%	170,2	151,6	-10,9%	157,7	4,0%
Zysk netto	15,7	17,6	12,0%	28,8	50,8	76,4%	135,4	121,8	-10,1%	126,2	3,6%
Marża brutto ze sprzedaży	8,3%	8,4%		8,4%	10,1%		10,1%	9,4%		8,7%	
Marża na sprzedaży	5,0%	5,5%		4,9%	6,8%		7,2%	6,4%		5,5%	
marża EBITDA	5,4%	4,9%		5,6%	6,8%		7,3%	6,5%		6,4%	
marża EBIT	4,8%	4,3%		4,9%	6,1%		6,7%	5,9%		5,5%	
marża netto	2,3%	2,2%		2,4%	3,5%		4,1%	3,6%		3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**MOSTOSTAL ZABRZE****Kupuj, TP 4,85/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P*	2025P*	2026P*
Kurs [PLN]	4,1	P/E	4,0	8,7	9,5	9,5
MC [mln PLN]	303,1*	EV/EBITDA	1,1	2,3	2,3	2,1
		EV/EBIT	1,3	3,3	3,3	3,0
		P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9

Analitik:  
Krzysztof Pado  
pado@bdm.pl  
tel.: 032 208 14 32

\*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia, nie uwzględniają wyników i przejęcia Polwax (model w aktualizacji)

Mostostal Zabrze ma za sobą serię bardzo mocnych wynikowo kwartałów (przy czym 4Q'23 i 1Q'24 przyniosły już spadek sprzedaży r/r, ale marże były jeszcze wspierane przez finalne rozliczenia starszych kontraktów). Od końcówki 2022 roku backlog spółki spadł poniżej 1,0 mld PLN (578 mln PLN po 1Q'24).

2Q'24 przyniesie naszym zdaniem wyraźny spadek przychodów, EBIT i zysku netto r/r. W 1Q'24 wynik netto jeszcze urosł r/r, ale obecnie baza jest już bardzo wymagająca i przy istotnie niższym portfelu nie widzimy możliwości, aby zbliżyć się wynikowo do 2Q'23. Zakładamy, że przychody w 2Q'24 mogą wynieść ok 230-235 mln PLN, rentowność brutto ze sprzedaży powinna oscylować w okolicy 12%. Na poziomie EBIT zakładamy wynik w okolicy 9,5 mln PLN (vs 21,0 mln PLN rok temu). Wynik netto prognozujemy na poziomie 6,7 mln PLN.

Portfel spółki (-31% r/r po 1Q'24) jest na poziomach poprzedni raz widzianych w 2020 roku, co będzie przekładać się w 2024 roku na spadek przychodów r/r. Jednocześnie w 3Q'24 MS Zabrze przejmie kontrolę nad Polwaxem (zakup akcji nowej emisji Polwaxu za 31 mln PLN, co da niespełna 50% w podwyższonym kapitale spółki). Polwax będzie konsolidowany w 2H'24, kiedy sezonowo notuje szczyt wyników (w 2H'23 miał 189 mln PLN przychodów i 12 mln PLN skoryg. EBIT, wyniki raportowane były wtedy obciążone rezerwą na spór z Orlen Projekt).

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P*	zmiana r/r
Przychody	407,3	231,5	-43,2%	754,9	463,4	-38,6%	1 351,4	948,2	-29,8%	972,1	2,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	35,4	27,7	-21,7%	65,1	59,3	-9,0%	155,1	113,7	-26,7%	111,5	-1,9%
Zysk na sprzedaży	22,2	11,2	-49,3%	38,3	26,0	-32,2%	91,6	43,6	-52,4%	39,8	-8,6%
EBITDA	25,7	13,8	-46,1%	45,5	32,6	-28,3%	109,5	58,9	-46,2%	57,3	-2,8%
EBIT	21,0	9,5	-54,6%	37,4	24,2	-35,2%	93,0	41,8	-55,1%	39,8	-4,7%
Zysk brutto	27,4	9,6	-64,9%	43,8	26,0	-40,6%	100,6	45,5	-54,8%	42,4	-6,9%
Zysk netto	21,3	6,7	-68,5%	32,5	18,8	-42,0%	74,2	32,2	-56,6%	29,5	-8,5%
Marża brutto ze sprzedaży	8,7%	12,0%		8,6%	12,8%		11,5%	12,0%		11,5%	
Marża na sprzedaży	5,4%	4,9%		5,1%	5,6%		6,8%	4,6%		4,1%	
marża EBITDA	6,3%	6,0%		6,0%	7,0%		8,1%	6,2%		5,9%	
marża EBIT	5,2%	4,1%		4,9%	5,2%		6,9%	4,4%		4,1%	
marża netto	5,2%	2,9%		4,3%	4,1%		5,5%	3,4%		3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \* prognozy nie uwzględniają konsolidacji wyników Polwax (model w aktualizacji) – zakładamy, że spółka będzie konsolidowana metodą pełną [MSZ ma kontrolę, mimo udziałów <50%] z wyłączeniem zysków mniejszości na poziomie netto

**Wyniki Polwax za ostatnie okresy [mln PLN]**

	2020	2021	2022	2023	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>216,5</b>	<b>271,9</b>	<b>331,2</b>	<b>252,4</b>	<b>39,5</b>	<b>59,4</b>	<b>143,2</b>	<b>89,1</b>	<b>37,2</b>	<b>26,7</b>	<b>99,5</b>	<b>89,0</b>	<b>27,2</b>
wyroby do produkcji zniczy i świec	60,3	87,9	71,6	19,9	11,9	23,7	21,2	14,8	9,4	3,1	3,4	4,0	1,6
znicze i świece	82,6	106,6	141,7	151,3	1,4	3,8	87,3	49,2	5,6	4,0	72,3	69,5	2,7
wyroby dla przemysłu	68,9	72,7	107,4	75,7	24,9	28,2	31,0	23,3	20,3	18,5	22,4	14,6	21,7
pozostałe	4,6	4,7	10,6	5,9	1,3	3,7	3,8	1,8	1,9	1,2	1,4	1,3	1,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>34,3</b>	<b>33,6</b>	<b>48,4</b>	<b>29,6</b>	<b>2,8</b>	<b>10,6</b>	<b>23,6</b>	<b>11,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>12,8</b>	<b>14,2</b>	<b>-0,4</b>
SG&A	26,2	25,0	26,7	27,4	4,8	6,6	7,9	7,4	5,1	7,1	8,6	6,7	4,4
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>21,7</b>	<b>2,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,9</b>	<b>15,7</b>	<b>4,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>7,5</b>	<b>-4,9</b>
Saldo PPO/PKO	-2,2	-1,0	-1,8	-19,8	0,0	-0,2	-0,1	-1,4	-0,5	0,1	0,3	-19,7	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>6,1</b>	<b>1,5</b>	<b>8,0</b>	<b>4,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>4,5</b>	<b>16,4</b>	<b>3,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>-4,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>19,9</b>	<b>-17,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>3,7</b>	<b>15,6</b>	<b>2,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-12,2</b>	<b>-4,9</b>
Saldo finansowe	-1,1	-1,6	-9,1	-17,9	-0,1	-0,9	-2,3	-5,7	-0,7	-1,4	-2,5	-13,2	-1,0
Zysk brutto	4,8	6,0	10,8	-35,4	-5,5	-6,5	2,0	-25,4	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>	<b>8,3</b>	<b>-39,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>10,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-30,2</b>	<b>-4,9</b>
CFO	12,0	8,0	5,0	19,3	-34,9	-35,7	-22,5	98,0	-22,1	-69,2	27,5	83,1	-3,0
Dług netto	6,1	1,5	8,0	4,0	b.d.	b.d.	b.d.	8,0	b.d.	b.d.	b.d.	4,0	b.d.
Zobowiązania warunkowe względem Orlen Projekt	21,7	44,2	38,6	37,9	44,2	44,2	44,2	38,6	38,6	38,6	37,9	37,9	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, kapitał dzieli się obecnie (po emisji dla MSZ) na 61,7 mln akcji (MC przy cenie 1,76 PLN = 109 mln PLN)

**ONDE**

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,5	P/E	22,1	24,9	27,4	24,2
MC [mln PLN]	738,1	EV/EBITDA	11,8	13,5	13,3	13,6
		EV/EBIT	14,1	16,5	16,6	16,8
		P/BV	2,1	2,1	2,0	1,8

Portfel zleceń zewnętrznych po 1Q'24 wynosił 676 mln PLN (-25% r/r). Zakładamy, że 2Q'24 może być pod względem przychodów wyraźnie słabszy r/r, co znajdzie swoje odzwierciedlenie także w wyniku (zwracamy uwagę, że zarówno wyniki 2Q'23 jak i 1Q'24 była wsparte przez transakcje sprzedaży aktywów OZE, więc marże nie są do końca porównywalne).

Spodziewamy się w 2Q'24 182 mln PLN sprzedaży, 0,6 mln PLN EBIT oraz -0,8 mln PLN straty netto. W 2Q'24 spółka pozyskała dwa średniej wielkości kontrakty (i rozpoczęła budowę własnego projektu – Park Lewałd). Obecny backlog na 2H'24 nie wskazuje na razie na możliwość wyjścia na dodanie dynamiki sprzedaży. Obecnie głównym obszarem w kraju, gdzie można pozyskiwać kontrakty są na farmy PV (przy czym wyraźnie wzrosła konkurencja), natomiast pod względem nowych farm wiatrowych rynek pozostanie jeszcze słaby przez kilka kwartałów (zakładamy, że w 2026 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m). Nasza prognoza na 2024 to obecnie 0,9 mld PLN przychodów, 41,5 mln PLN EBIT (w 4Q'24 zakładamy jeden z earn-out'ów na poziomie 5 mln PLN) oraz 29,6 mln PLN zysku netto.

**Projekty OZE w posiadaniu spółki**

	typ	MW	udział	status
<b>razem fotowoltaika</b>		<b>441</b>		
PV Kadłubia 1	PV	9	100%	PnB
PV Kadłubia 2	PV	8	100%	PnB
PV Szczepanów	PV	8	100%	PnB
PV Jankowa Żagańska	PV	8	100%	WP
Park Słoneczny Ciechanów	PV	7	100%	WP
Solar Serby	PV	88	50%	PnB
FW Gumienice	PV	10	100%	PnB
Park Lewałd	PV	32	100%	budowa
Solar Kazimierz Biskupi (KWE)	PV	150	50%	WP
Rejowiec	PV	40	100%	PnB
Grenfield 1	PV	14	100%	WP
Grenfield 2	PV	4	100%	WP
Projekt kupiony w V'24	PV	63	100%	WP
<b>razem farmy wiatrowe</b>		<b>34</b>		
KWE	FW	34	50%	WZ
<b>razem (w toku)</b>		<b>475</b>		
projekty greenfield	PV	337	100%	WZ
Park Lewałd II	PV	80	100%	WZ
<b>razem (w toku + greenfield)</b>		<b>892</b>		

Źródło: DM BDM S.A., prezentacja Erbud za 1Q'24, raporty bieżące

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	317,9	182,0	-42,7%	500,6	350,0	-30,1%	1 083,8	889,0	-18,0%	921,1	3,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,2	14,2	-57,4%	42,0	27,1	-35,4%	107,0	74,6	-30,3%	83,4	11,8%
Zysk na sprzedaży	22,0	0,6	-97,5%	19,1	-0,2	---	53,6	18,7	-65,1%	26,2	40,2%
EBITDA	24,0	2,8	-88,3%	22,9	27,2	18,4%	57,3	50,5	-11,9%	46,2	-8,5%
EBIT	21,7	0,6	-97,5%	18,4	22,7	23,2%	48,3	41,5	-14,0%	37,2	-10,3%
Zysk brutto	19,7	-0,9	---	13,5	21,3	57,7%	40,4	37,4	-7,5%	33,2	-11,2%
Zysk netto	17,4	-0,8	---	12,5	16,6	33,1%	33,4	29,6	-11,4%	26,9	-9,1%
Marża brutto ze sprzedaży	10,5%	7,8%		8,4%	7,7%		9,9%	8,4%		9,1%	
Marża na sprzedaży	6,9%	0,3%		3,8%	0,0%		4,9%	2,1%		2,8%	
marża EBITDA	7,5%	1,5%		4,6%	7,8%		5,3%	5,7%		5,0%	
marża EBIT	6,8%	0,3%		3,7%	6,5%		4,5%	4,7%		4,0%	
marża netto	5,5%	-0,4%		2,5%	4,7%		3,1%	3,3%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**PEKABEX**
**Kupuj, TP 27,3/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

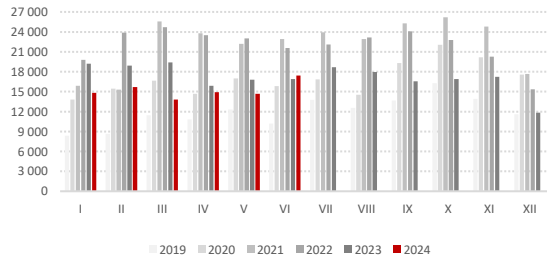
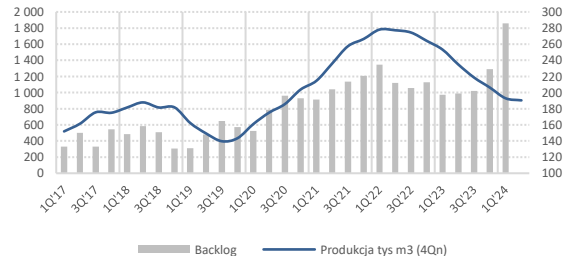
			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	23,8	P/E	8,6	10,5	6,9	6,8
MC [mln PLN]	590,9	EV/EBITDA	5,7	6,1	4,2	4,0
		EV/EBIT	7,2	8,4	5,5	5,2
		P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9

Dane produkcyjne za 2Q'24 wskazują na 5% spadek r/r produkcji w zakładach grupy (do 47 tys m3, w czerwcu spółka odnotowała pierwszy wzrost r/r od blisko dwóch lat). Po marcu portfel na 2024 rok wynosił jeszcze 1,15 mld PLN (+36% r/r). Cały backlog po 1Q'24 wynosił 1,86 mld PLN (+91% r/r, w tym 0,40 mld PLN deweloperka).

Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 2Q'24 być wyższy r/r (w końcu grudnia spółka uzyskała PnU dla inwestycji Casa Baia na Helu, gdzie część mieszkań została już przekazana w 1Q'24, natomiast w 1Q'24 uzyskała PnU dla projektu w Mechelinkach). W 2024 roku spółka planuje zakończyć także II część inwestycji w Mechelinkach oraz projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech (część przekazania przesunie się na 2025 rok).

Okres 2Q'23 był mocny marżowo (dodatkowo wsparty przez 4,5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej) - zbliżenie się do tych wyników uznajemy za mało prawdopodobne. W 2024 roku w segmentach prefabrykacji i GW spółkę dotyka „normalizacja” marż po ponadprzeciętnym 2023 (kontrakty Pekabexu są raczej krótkie, więc pozytywny efekt spadku presji kosztowej jest już raczej za spółką). W 2Q'24 spodziewamy się 388 mln PLN przychodów (+1% r/r) oraz 22,8 mln PLN EBIT (-34% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 14,0 mln PLN.

Obecnie zakładamy, że na poziomie EBITDA czy zysku netto w 2024 roku wyniki mogą być niższe r/r (istotna ujemna delta szczególnie z 1Q'24, którą trudno może być w pełni pokryć w 2H'24). Istotnej poprawy przychodów z prefabrykacji i usług budowlanych oczekujemy w 2025 roku, co w połączeniu z istotnym wkładem deweloperki (na konferencji wynikowej zarząd wskazał, że przekazania z dużych projektów Częstochowa i Poznań to raczej perspektywa 2025 roku), powinno pozwolić na wyraźną poprawę wyników.

**Produkcja grupy [m3]**

**Backlog [mln PLN] vs produkcja [4Qn, tys m3]**


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	385,2	388,1	0,8%	772,3	712,7	-7,7%	1 566,2	1 569,8	0,2%	1 856,5	18,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	66,7	53,7	-19,5%	139,5	95,4	-31,6%	263,5	220,2	-16,4%	261,1	18,6%
Zysk na sprzedaży	30,0	22,8	-24,0%	65,3	37,2	-43,0%	112,1	86,0	-23,3%	118,9	38,3%
EBITDA	41,6	30,2	-27,5%	84,5	53,7	-36,4%	139,4	121,5	-12,9%	153,6	26,4%
EBIT	34,4	22,8	-33,8%	70,2	38,6	-45,1%	110,4	87,4	-20,8%	118,9	36,1%
Zysk brutto	25,2	18,3	-27,4%	57,0	29,5	-48,2%	81,8	69,8	-14,7%	107,5	54,0%
Zysk netto	20,9	14,0	-33,3%	45,6	24,4	-46,5%	69,1	56,2	-18,6%	85,4	52,0%
Marża brutto ze sprzedaży	17,3%	13,8%		18,1%	13,4%		16,8%	14,0%		14,1%	
Marża na sprzedaży	7,8%	5,9%		8,4%	5,2%		7,2%	5,5%		6,4%	
marża EBITDA	10,8%	7,8%		10,9%	7,5%		8,9%	7,7%		8,3%	
marża EBIT	8,9%	5,9%		9,1%	5,4%		7,0%	5,6%		6,4%	
marża netto	5,4%	3,6%		5,9%	3,4%		4,4%	3,6%		4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32



**POLIMEX**

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	3,1	P/E	---	14,0	6,5	6,0
MC [mln PLN]	747,0	EV/EBITDA	---	4,4	2,7	1,8
		EV/EBIT	---	7,1	3,6	2,3
		P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6

Portfel grupy po 1Q'24 wynosił 8,5 mld PLN vs 7,8 mld PLN rok temu. Największy udział w backlogu ma obecnie segment petrochemii (łącznie 4,0 mld PLN, w tym największy kontrakt na prace przy Olefinach III, który w V/VI'24 miał wejść w fazę budowy). Kolejny jest segment energetyki (3,2 mld PLN), a następnie przemysł (0,6 mld PLN), produkcji (0,4 mld PLN) i infrastruktura (0,3 mld PLN).

Wyniki 4Q'23 (-205 mln PLN straty EBIT) były obciążone przez obniżenie marż budżetowych na kontraktach Dolna Odra (w lipcu spółka zawarła ugodę, nie uwzględniono wniosku o waloryzację ceny, co było scenariuszem bazowym uwzględnionym w stracie na koniec 2023) oraz EC Czechnica (Kogeneracja; -101,8 mln PLN, spółka był już po wstępnych uzgodnieniach w zakresie ugody w kwestii terminu i waloryzacji, przy czym wg ostatnich informacji z maja nadal trwały mediacje). W 1Q'24 wykazano -9 mln PLN straty EBIT (słaby wynik w produkcji i przemyśle, niska marża w energetyce czy w petrochemii).

Baza wynikowa za 2Q'23 może być w obecnej sytuacji spółki dość wymagająca, jednocześnie spodziewamy się lepszych wyników niż w 1Q'24. O ile raczej trudno oczekiwać poprawy w segmencie energetycznym (kontynuacja kontraktów o niskiej marży), to sezonowo lepiej powinien wyglądać segment petrochemiczny (kontrakty serwisowe + od końcówki 2Q'24 miały być już widoczne przeroby na Olefinach III), poprawy oczekujemy także w produkcji (w 1Q'24 spółka wskazywała na przesunięcie się realizacji zleceń). Jednocześnie „widoczność” wyników pozostaje bardzo niska, m.in. ze względu na ograniczoną komunikację spółki z rynkiem czy duże kontrakty, których realizacja nie przebiega zgodnie z wcześniejszymi planami (oprócz wymienionych wcześniej m.in. EC Puławy – termin zakończenia przesunięto obecnie na 4Q'24, Puławy nabyły prawa do naliczenia potencjalnych kar).

Zwracamy uwagę, że obecny akcjonariat spółki (Orlen – 32%, PGE i Enea po 16%), trudno uznać za docelowy. W samej spółce w kwietniu doszło do zmian w RN, następnie odwołano prezesa. Nie można wykluczyć chęci do „nowego otwarcia” bilansu po ukształtowaniu się docelowego zarządu (obecnie tworzony jest on przez „nowego” p.o. prezesa oraz „starego” wiceprezesa ds. finansów).

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	828,7	751,0	-9,4%	1 654,2	1 354,2	-18,1%	3 013,6	3 193,4	6,0%	3 543,1	11,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	65,8	50,1	-23,9%	124,3	74,8	-39,8%	-26,5	199,5	---	265,0	32,8%
Zysk na sprzedaży	36,4	19,1	-47,6%	65,6	12,8	-80,4%	-139,4	75,0	---	137,9	83,9%
EBITDA	46,0	30,0	-34,8%	85,6	31,2	-63,6%	-72,9	115,3	---	182,9	58,6%
EBIT	35,3	19,1	-45,9%	64,3	9,7	-85,0%	-116,6	71,8	---	137,9	92,1%
Zysk brutto	24,9	19,1	-23,4%	53,2	4,1	-92,3%	-138,9	66,3	---	141,9	114,0%
Zysk netto	11,5	15,7	36,6%	34,4	3,2	-90,7%	-123,2	54,0	---	115,8	114,4%
Marża brutto ze sprzedaży	7,9%	6,7%		7,5%	5,5%		-0,9%	6,2%		7,5%	
Marża na sprzedaży	4,4%	2,5%		4,0%	0,9%		-4,6%	2,3%		3,9%	
marża EBITDA	5,6%	4,0%		5,2%	2,3%		-2,4%	3,6%		5,2%	
marża EBIT	4,3%	2,5%		3,9%	0,7%		-3,9%	2,2%		3,9%	
marża netto	1,4%	2,1%		2,1%	0,2%		-4,1%	1,7%		3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analityk:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**SELENA FM**
**Akumuluj, TP 28,8/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 8 maja 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	38,9	P/E	16,8	9,9	8,5	7,8
MC [mln PLN]*	841,8	EV/EBITDA	6,8	6,0	5,1	4,6
		EV/EBIT	9,3	8,0	6,7	6,0
		P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0

\*po skorygowaniu o akcje własne

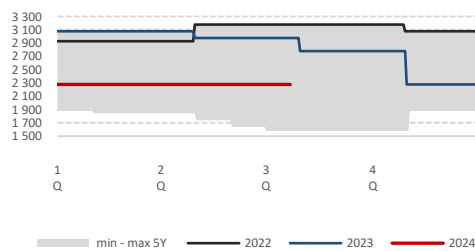
Wyniki Seleny FM w 2023 roku i na początku 2024 były pod presją spadających wolumenów. Natomiast rentowność brutto ze sprzedaży w ostatnich kwartałach była bardzo zmienna z kwartału na kwartał. Trudniejsze otoczenie rynkowe spółka w 2023 wykorzystała do akwizycji (spółka w Portugalii oraz projekt budowy fabryki wełny szklanej w JV na Węgrzech).

Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 2Q'24 wzrósł o 1% q/q i spadł o -1% r/r. W 2023 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę stopniowo spadały. Od początku 2024 roku obserwowana jest stabilizacja cen MDI (piany, niżej r/r) oraz nieznaczne wzrosty silikonów (wyżej r/r). Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN (który jednocześnie wywiera presję na przychody – duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).

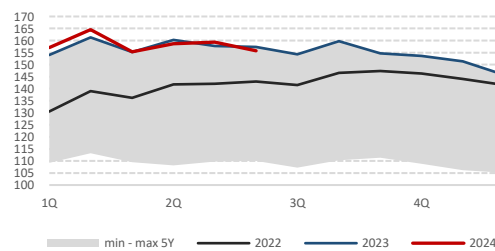
Baza z 2Q'23 nie jest wymagająca. Wolumeny startują z niskiej bazy, rok temu nie była konsolidowana jeszcze spółka portugalska (po drugiej stronie mamy mocny kurs PLN, który ogranicza przychody z rynków eksportowych). Ceny surowców powinny sprzyjać budowie marży. Nasza prognoza zakłada wypracowanie 462 mln PLN przychodów (+2% r/r) oraz 49,3 mln PLN EBITDA. Zakładamy lekko ujemny wpływ różnic kursowych netto. Na poziomie zysku netto prognozujemy 26,4 mln PLN.

Spodziewamy się, że w całym 2024 powinno nastąpić lekkie odbicie wolumenów. Zakładamy nadal pozytywny wpływ strony surowcowej na marżowość. Po likwidacji fabryki w Chinach, największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjski (trudno jednoznacznie obecnie stwierdzić poziom przychodów z tego rynku - ekspozycji walutowa należności w RUB na koniec roku była 2x wyższa niż w odniesieniu do USD).

Ceny MDI [EUR/t]



Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	452,5	461,5	2,0%	864,7	861,8	-0,3%	1 778,4	1 784,4	0,3%	1 933,7	8,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	139,5	152,5	9,4%	258,8	287,9	11,3%	550,1	586,0	6,5%	635,5	8,4%
Zysk na sprzedaży	28,5	39,7	39,4%	30,5	67,9	122,9%	89,9	130,4	45,0%	141,9	8,8%
EBITDA	38,6	49,3	27,9%	48,5	87,4	80,2%	148,5	167,8	13,0%	180,9	7,8%
EBIT	28,7	38,7	34,8%	29,2	66,2	127,2%	108,1	125,4	16,0%	136,9	9,1%
Zysk brutto	6,9	33,1	382,8%	2,6	57,6	2082,0%	55,3	107,0	93,6%	124,3	16,1%
Zysk netto	11,9	26,4	122,0%	6,8	45,5	565,8%	50,1	85,0	69,7%	99,2	16,6%
Marża brutto ze sprzedaży	30,8%	33,0%		29,9%	33,4%		30,9%	32,8%		32,9%	
Marża na sprzedaży	6,3%	8,6%		3,5%	7,9%		5,1%	7,3%		7,3%	
marża EBITDA	8,5%	10,7%		5,6%	10,1%		8,4%	9,4%		9,4%	
marża EBIT	6,4%	8,4%		3,4%	7,7%		6,1%	7,0%		7,1%	
marża netto	2,6%	5,7%		0,8%	5,3%		2,8%	4,8%		5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

## ŚNIEŻKA

### Kupuj, TP 93,1/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 1 marca 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	81,4	P/E	13,2	14,1	11,3	10,3
MC [mln PLN]	1 027,1	EV/EBITDA	8,0	8,3	7,0	6,4
		EV/EBIT	10,6	11,1	9,0	8,1
		P/BV	3,0	2,7	2,4	2,2

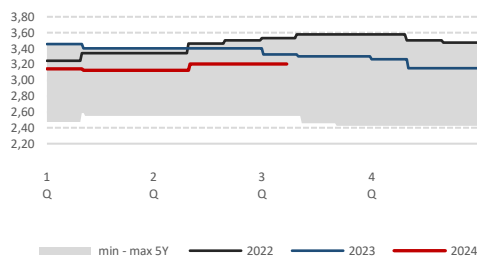
W 1Q'24 wyniki spółki były wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych – na sprzedaż w Polsce wpłynęła zmiana modelu dystrybucyjnego spółki w kanale hurtowym (sprzedaż bezpośrednia do największych sklepów detalicznych z pominięciem hurtowni) co wpłynęło na wypchnięcie zapasów z tego kanału bez nowego zatowarowania. Zakładamy, że w 2Q'24 sytuacja na rynku polskim wróciła do „normalności” (zakładamy 5% wzrost sprzedaży r/r). Jednocześnie koniunktura na rynku węgierskim pozostaje słaba (dodatkowo w ujęciu r/r presję wywiera kurs HUF/PLN), a baza w Ukrainie nie jest już niska. Zakładamy, że przychody mogą być porównywalne r/r.

Ceny farb na rynku polskim w 2Q'24 według szacunków na bazie indeksu PSB wzrosły symbolicznie o 1% q/q i 2% r/r. Jednocześnie korzystniejsze r/r pozostają ceny głównych surowców (dodatkowo na tym poziomie sprzyja umocnieniu PLN vs EUR). Spodziewamy się podtrzymanie trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że (podobnie jak w 1Q'24) istotnie wyższe r/r będą koszty SG&A (wzrost wynagrodzeń, wyższe koszty sprzedaży przy nowej formule dystrybucji). Na poziomie EBITDA szacujemy, że wynik może wynieść 44,7 mln PLN (vs 42,7 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy 23,5 mln PLN (+7% r/r).

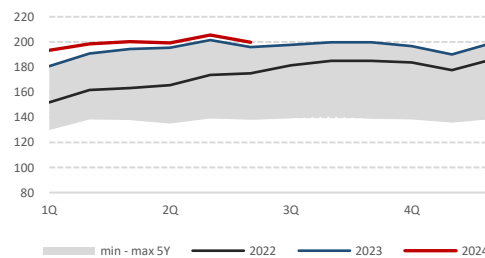
Zakładamy, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2024 roku wypracuje 835 mln PLN przychodów (-3% r/r), 148 mln PLN EBITDA oraz 73 mln PLN zysku netto. Obniżyliśmy nasze oczekiwania biorąc pod uwagę ubytek przychodów w Polsce w 1Q'24, a także nadal rozczarowująco wyglądający rynek węgierski. Jednocześnie nadal liczymy na początek odbudowy wolumenów (rynek ma za sobą trzy lata spadków), chociaż odsuwa się on w czasie (na rozczarowujące ostatnie miesiące w Europie wskazują także np. PPG, jednocześnie podkreślając, że rynek powinien zacząć się odradzać).

W marcu spółka przedstawiła cele strategiczne na rok 2028, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN oraz marży EBITDA na poziomie 18%.

Biel tytanowa [EUR/kg]



Indeks cen farb na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

#### Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	233,1	232,4	-0,3%	434,5	404,7	-6,9%	857,8	834,7	-2,7%	913,7	9,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	101,1	112,9	11,7%	186,1	196,3	5,5%	384,2	403,1	4,9%	440,6	9,3%
Zysk na sprzedaży	32,0	35,3	10,1%	59,1	52,8	-10,6%	120,1	112,6	-6,2%	131,8	17,0%
EBITDA	42,7	44,7	4,8%	80,2	71,0	-11,4%	159,4	148,4	-6,9%	167,2	12,6%
EBIT	33,0	35,3	6,9%	60,6	52,2	-13,7%	121,0	110,9	-8,4%	130,0	17,2%
Zysk brutto	28,2	31,1	10,3%	49,5	43,9	-11,4%	101,0	94,7	-6,3%	118,2	24,8%
Zysk netto	22,0	23,5	6,9%	38,3	33,5	-12,7%	77,6	73,0	-6,0%	91,2	24,9%
Marża brutto ze sprzedaży	43,4%	48,6%		42,8%	48,5%		44,8%	48,3%		48,2%	
Marża na sprzedaży	13,7%	15,2%		13,6%	13,1%		14,0%	13,5%		14,4%	
marża EBITDA	18,3%	19,2%		18,4%	17,6%		18,6%	17,8%		18,3%	
marża EBIT	14,2%	15,2%		13,9%	12,9%		14,1%	13,3%		14,2%	
marża netto	9,4%	10,1%		8,8%	8,3%		9,1%	8,7%		10,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**TORPOL****Akumuluj, TP 35,6/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	36,0	P/E	8,1	16,5	13,5	12,6
MC [mln PLN]	825,8	EV/EBITDA	2,8	6,6	5,1	4,6
		EV/EBIT	3,5	9,9	7,3	6,4
		P/BV	1,6	1,6	1,5	1,4

- Po 1Q'24 portfel Torpolu wynosił rekordowe 4,74 mld PLN (vs 1,65 mld PLN rok wcześniej) i uwzględniony był już w nim kontrakt w Katowicach (2,4 mld PLN dla spółki, prace budowlane rozpoczną się pod koniec 3Q'24).
- Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W 1Q'24 marża brutto ze sprzedaży po raz pierwszy od 1H'21 była jednocyfrowa. Spodziewamy się utrzymania poziomu 6-7% w najbliższych okresach.
- Spodziewamy się w 2Q'24 istotnie wyższych przychodów r/r, przy zdecydowanie niższych marżach. Zakładamy, że 2Q'24 będzie przychodowo ok 59% wyższy r/r (340 mln PLN), natomiast EBIT spadnie do 10,2 mln PLN a zysk netto do 9,3 mln PLN (wynik powinien być wspierany przez dodatnie saldo finansowe – odsetki od lokat).
- Oczekujemy podobnej pozycji gotówkowej vs 1Q'24 (spółka miała wtedy 295 mln PLN gotówki netto).
- Zakładamy w całym 2024 roku 1,45 mld PLN przychodów (+32% r/r, przy normalizacji marży brutto do 7%) oraz 50 mln PLN zysku netto (-51% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,66 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 61 mln PLN.

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	214,4	340,0	58,6%	426,8	600,5	40,7%	1 091,8	1 445,5	32,4%	1 655,0	14,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	40,0	21,4	-46,4%	61,4	41,4	-32,6%	158,0	98,7	-37,5%	114,5	16,0%
Zysk na sprzedaży	29,1	10,2	-64,9%	41,0	20,2	-50,8%	113,8	53,2	-53,3%	66,7	25,3%
EBITDA	33,4	16,5	-50,6%	52,2	30,1	-42,3%	138,7	75,5	-45,6%	93,1	23,4%
EBIT	27,1	10,2	-62,3%	39,4	17,7	-55,1%	113,9	50,2	-55,9%	65,2	29,9%
Zysk brutto	30,4	11,5	-62,3%	48,7	24,0	-50,8%	129,2	60,9	-52,9%	75,7	24,3%
Zysk netto	23,7	9,3	-60,8%	38,1	20,0	-47,4%	101,9	49,9	-51,0%	61,3	22,8%
Marża brutto ze sprzedaży	18,6%	6,3%		14,4%	6,9%		14,5%	6,8%		6,9%	
Marża na sprzedaży	13,6%	3,0%		9,6%	3,4%		10,4%	3,7%		4,0%	
marża EBITDA	15,6%	4,9%		12,2%	5,0%		12,7%	5,2%		5,6%	
marża EBIT	12,6%	3,0%		9,2%	2,9%		10,4%	3,5%		3,9%	
marża netto	11,0%	2,7%		8,9%	3,3%		9,3%	3,5%		3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

## UNIBEP

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	9,5	P/E	---	5,4	5,8	5,4
MC [mln PLN]	332,5	EV/EBITDA	---	2,2	2,9	2,6
		EV/EBIT	---	2,6	3,8	3,3
		P/BV	2,4	1,7	1,3	1,1

W 4Q'23 spółka dokonała drastycznej weryfikacji budżetów realizowanych kontraktów (-135 mln PLN straty netto w 4Q'23). W 1Q'24 wynik została wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości, ale jednocześnie dług netto wzrósł do rekordowego poziomu (193 mln PLN, pochodna gotówkowych strat na kontraktach). Portfel po 1Q'24 wyniósł 3,89 mld PLN (+11% r/r, +7% q/q, z tego 1,96 mld PLN przypadają na 2-4Q'24).

**Kubatura.** Segment jest jeszcze pod presją „starych” kontraktów rozpoznawanych z zerową marżą. Powyżej przeciętnej rentowność powinien wykazywać rynek eksportowy. Kwartał może być wynikowo dość podobny do 1Q'24. W założeniach na kolejne lata uważamy, że obecny zarząd będzie kładł nacisk raczej na rozwój innych obszarów a w kubaturze priorytetem będzie rentowność i dywersyfikacja portfela.

**Infrastruktura.** Spodziewamy się wyższych przychodów r/r i lepszej marży (obecnie najbardziej marżowy segment budowlany spółki) w 2Q'24. Na rozwój tego segment w kolejnych latach może zostać postawiony duży nacisk (wyjście poza obszar Polski ptn-wsch.), co będzie wiązało się także z koniecznością poniesienia podwyższonych nakładów inwestycyjnych.

**Budownictwo przemysłowo-energetyczne.** Segment nadal ponosi konsekwencji szybkiej budowy portfela w poprzednich latach. Segment miał największy negatywny wpływ na wyniki spółki w 2023 roku i także w 1Q'24 był pod kreską. Zakładamy, że 2Q'24 nie przyniesie tu jeszcze przełomu (duża część portfela to stare kontrakty, gdzie dodatkowo rosną koszty stałe w okresie ich finalizacji). W 2024 kluczowe dla spółki jest dokończenie kontraktu na fabrykę pomp ciepła, który niesie w skali grupy potencjalnie obecnie największe ryzyka.

**Deweloper.** W 2Q'24 spółka przekazała 159 lokali (vs 288 rok temu, kiedy przekazania dotyczyły PRS), głównie na projekcie Fama III w Poznaniu (projekt JV, więc istotna część zysku będzie wyłączona na poziomie netto). Spodziewamy się dobrej rentowności i ok 85-90 mln PLN przychodów. Dodatkowo segment wygeneruje 3 mln PLN one-off na sprzedaży gruntu w Warszawie.

**Budownictwo modułowe.** 2023 rok był dla segmentu nadal bardzo wymagający (niskie obłożenie mocy, słabe kontrakty na rynku polskim). Obecnie spółka stara się skoncentrować kontraktację na rynku polskim i niemieckim oraz maksymalnie ciąć koszty (co pozwala obecnie generować wynik w okolicy break-even). Segment jest mocno poturbowany i w kolejnych latach obciążony dużym znakiem zapytania (nie można wykluczyć wejścia zewnętrznego inwestora).

Podsumowując spodziewamy się w 2Q'24 650 mln PLN przychodów (-9% r/r). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy okolice 5,2% (vs 4,2% rok temu). Na poziomie EBIT szacujemy wynik na 14 mln PLN (w tym 3 mln PLN z wyniku na sprzedaży gruntu) a stratę netto na -1 mln PLN (wysokie wyłączenia zysków mniejszości z deweloperki). Spodziewamy się, że zadłużenie netto spadnie o kilkadziesiąt mln PLN vs 1Q'24 (sprzedaż gruntu, zaliczki), z perspektywą ponownego wzrostu w 3Q'24 (sezonowość).

## Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	711,9	649,9	-8,7%	1 235,6	1 105,8	-10,5%	2 429,8	2 642,7	8,8%	2 813,3	6,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,9	34,0	13,6%	59,3	50,2	-15,2%	-37,8	151,7	---	192,7	27,0%
Zysk na sprzedaży	13,3	11,0	-17,4%	26,3	3,3	-87,5%	-124,6	57,0	---	94,7	66,2%
EBITDA	21,9	21,1	-3,7%	41,6	126,9	205,3%	-109,4	195,1	---	123,5	-36,7%
EBIT	14,8	14,0	-5,9%	27,7	112,9	307,0%	-137,8	166,6	---	94,7	-43,1%
Zysk brutto	4,9	8,4	69,8%	11,5	101,4	783,9%	-177,3	145,5	---	71,5	-50,8%
Zysk netto	-8,0	-1,3	---	-3,7	37,0	---	-165,9	62,1	---	57,2	-7,9%
Marża brutto ze sprzedaży	4,2%	5,2%		4,8%	4,5%		-1,6%	5,7%		6,8%	
Marża na sprzedaży	1,9%	1,7%		2,1%	0,3%		-5,1%	2,2%		3,4%	
marża EBITDA	3,1%	3,2%		3,4%	11,5%		-4,5%	7,4%		4,4%	
marża EBIT	2,1%	2,1%		2,2%	10,2%		-5,7%	6,3%		3,4%	
marża netto	-1,1%	-0,2%		-0,3%	3,3%		-6,8%	2,3%		2,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

**ZUE****Trzymaj, TP 11,1/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	10,5	P/E	11,5	18,5	17,3	15,0
MC [mln PLN]	241,8	EV/EBITDA	2,4	5,8	5,8	5,1
		EV/EBIT	3,5	10,1	10,7	8,6
		P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1

Portfel ZUE wynosił po 1Q'24 1,65 mld PLN (vs 1,46 mld PLN rok wcześniej). ZUE ma za sobą rekordowy przychodowo 2023 rok (zysk netto był minimalnie niższy niż w rekordowym 2011 roku, uwzględnia też 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności). Jednocześnie relacja portfela do przychodów za ostatnie 4Q jest najniższa od przełomu 2015/16 a perspektywy jego wzrostu w najbliższych miesiącach są ograniczone (ogłoszenia nowych dużych przetargów z PKP PLK oczekujemy najwcześniej jesienią, podobnie może wyglądać rynek tramwajowy).

Przychodowo 2Q'24 może być mocny, podobny do 1Q'24, spółka powinna rozpoznać jeszcze istotne przychody z końcowej fazy kontraktu na zajezdnię Annapol. Zakładamy ok. 10% wzrost przychodów r/r (efekt spadającego q/q portfela będzie z kolei wyraźnie odczuwalny w 2H'24). Spodziewamy się nieco lepszego r/r EBIT na poziomie 6,3 mln PLN oraz wzrostu zysku netto do 6,0 mln PLN. Przy tym zwracamy uwagę na ugodę w sprawie kontraktu Okęcie, co wpłynie na +1,5 mln PLN na marży brutto ze sprzedaży oraz dodatkowe +1,5 mln PLN na przychodach finansowych.

Należy brać pod uwagę, że 2024 rok przychodowo, mimo bardzo wysokiego 1H'24, może być słabszy r/r, biorąc pod uwagę obecny stan portfela spółki i wysoką bazę w 2H'24 (w 2024 roku podpisano tylko jeden istotny kontrakt). Natomiast dostrzegamy szanse na poprawę po stronie rentowności, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów (część najgorszych kontraktów z 2017 zakończyła się w ubiegłym roku, na części podpisano też aneksy).

Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscyluje w okolicy 4% (wyłączając dużą stratę w 2018 roku, średnia ważona marża za ostatnie 10 lat to 4,3%). Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży. Jednocześnie ryzykiem w średnim terminie jest obecna luka przetargowa na rynku kolejowym, która może przełożyć się na wojnę cenową na przetargach, kiedy w końcu się pojawią. Strategia spółki zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (obecnie realizowane są kontrakty w Rumunii, spółka przygląda się także np. Łotwie), aby ograniczyć ryzyko zależności od rynku polskiego.

**Prognozy wyników na 2Q'2024**

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	292,4	322,5	10,3%	541,7	638,7	17,9%	1 484,1	1 087,2	-26,7%	1 026,2	-5,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,3	14,2	37,9%	18,8	26,7	42,3%	55,9	49,4	-11,6%	49,4	0,0%
Zysk na sprzedaży	2,8	6,3	124,4%	4,5	10,9	142,5%	25,6	18,7	-26,8%	17,8	-4,7%
EBITDA	7,8	9,9	26,2%	13,3	19,4	45,5%	45,2	34,4	-23,9%	32,7	-5,0%
EBIT	4,1	6,3	53,9%	6,0	12,0	100,2%	30,4	19,7	-35,2%	17,8	-9,5%
Zysk brutto	3,7	7,7	105,2%	5,7	10,7	85,7%	28,9	18,2	-37,1%	17,4	-4,3%
Zysk netto	3,0	6,0	99,4%	4,1	7,0	69,0%	21,0	13,1	-37,7%	13,9	6,5%
Marża brutto ze sprzedaży	3,5%	4,4%		3,5%	4,2%		3,8%	4,5%		4,8%	
Marża na sprzedaży	1,0%	1,9%		0,8%	1,7%		1,7%	1,7%		1,7%	
marża EBITDA	2,7%	3,1%		2,5%	3,0%		3,0%	3,2%		3,2%	
marża EBIT	1,4%	1,9%		1,1%	1,9%		2,0%	1,8%		1,7%	
marża netto	1,0%	1,9%		0,8%	1,1%		1,4%	1,2%		1,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[grv komputerowe](#)

**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: [andrzej.wodecki@bdm.pl](mailto:andrzej.wodecki@bdm.pl)

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)

**Piotr Dedecjus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: [piotr.dedecjus@bdm.pl](mailto:piotr.dedecjus@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)

**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.grzeszczyk@bdm.pl](mailto:tomasz.grzeszczyk@bdm.pl)

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitału własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczegółne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).



**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2024-07-29**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-07-29 (13:50 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-09-01**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

**Na dzień 2024-07-29:**

	BUDIMEX	DECORA	DEKPOL	ELEKTROTIM	ERBUD	INSTAL.KRAKÓW	MIRBUD	MOSTOSTAL ZABRZE	ONDE	PEKABEX	POLIMEX MS	TORPOL	UNIBEP	ZUE	FERRO	KĘTY	SELENA FM	ŚNIEŻKA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	TAK**	NIE	NIE	NIE	TAK**	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK**	NIE	TAK**	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

\*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

\*\*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM, MOSTOSTAL ZABRZE, ZUE, KĘTY

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.