



Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZY WYNIKÓW 4Q 2024

BUDOWNICTWO

MATERIAŁY BUDOWLANE

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

DECORA
FERRO
KĘTY
SELENA FM
ŚNIEŻKA

Analityk:
Krzysztof Pado

31 STYCZEŃ 2025, 11:00 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	4
DECORA	6
DEKPOL.....	7
ELEKTROTIM	8
ERBUD	9
FERRO	10
INSTAL KRAKÓW.....	11
KĘTY.....	12
MIRBUD	13
MOSTOSTAL ZABRZE.....	14
ONDE	15
PEKABEX	16
SELENA FM	17
ŚNIEŻKA	18
TORPOL.....	19
UNIBEP	20
ZUE	21

PODSUMOWANIE

Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA		P/E		P/BV	
			2024P	2025P	2024P	2025P	2024P	2025P
Budimex	482,0	12 305,5	10,2	8,6	19,9	17,0	9,9	9,1
Dekpol	43,4	361,4	3,6	3,0	4,2	3,9	0,6	0,5
Elektrotim	44,7	446,2	7,0	7,8	8,1	12,9	3,3	3,1
Erbud	38,5	459,3	5,3	3,8	---	12,2	0,9	0,8
Instal Kraków	35,6	259,4	4,7	5,1	7,1	8,2	0,7	0,7
Mirbud	12,5	1 146,8	6,4	5,2	13,2	10,5	1,3	1,2
Mostostal Zabrze	5,3	394,5	2,4	3,5	6,1	11,5	1,2	1,2
Onde	11,7	637,8	11,5	13,9	22,3	26,1	1,8	1,7
Pekabex	18,2	451,8	6,9	4,4	13,3	6,6	0,9	0,8
Torpol	37,1	852,2	7,1	4,7	14,1	12,4	1,6	1,5
Unibep	8,8	308,6	2,2	4,3	7,3	9,3	1,7	1,5
ZUE	9,8	224,8	---*	---	---*	---	---	---
Decora	81,6	860,6	6,9	6,1	10,2	9,2	2,4	2,1
Ferro	36,0	764,7	7,0	6,7	10,0	9,9	1,7	1,5
Selena FM	32,8	709,8	5,0	4,5	10,6	7,8	1,0	0,9
Śnieżka	82,2	1 037,2	9,1	8,3	16,3	14,5	2,8	2,5
Kęty	760,0	7 334,1	9,8	9,0	13,8	13,4	3,9	3,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *prognozy w aktualizacji (zostaną opublikowane w osobnym materiale w ramach GPW PWPAA)

Zestawienie podsumowujące kwartalne

	Data publikacji	Przychody [mln PLN]			EBITDA [mln PLN]			EBIT [mln PLN]			Wynik netto [mln PLN]		
		4Q'23	4Q'24P	r/r	4Q'23	4Q'24P	r/r	4Q'23	4Q'24P	r/r	4Q'23	4Q'24P	r/r
Budimex	2025-10-27	2 807,6	2 600,0	-7%	340,5	275,8	-19%	299,4	235,0	-22%	287,8	172,2	-40%
Dekpol	2025-11-21	503,2	414,0	-18%	42,6	37,0	-13%	38,8	34,4	-11%	31,5	25,1	-20%
Elektrotim	2025-11-25	137,9	179,0	30%	-1,7	15,7	---	-2,9	14,6	---	-4,3	9,8	---
Erbud	2025-11-06	787,1	876,0	11%	-22,3	13,3	---	-32,0	5,4	---	-47,7	-1,9	---
Instal Kraków	2025-11-21	130,1	93,1	-28%	27,1	13,6	-50%	25,7	12,1	-53%	22,5	10,0	-56%
Mirbud	2025-11-27	1 254,8	1 023,9	-18%	127,5	61,1	-52%	122,6	55,5	-55%	79,1	40,1	-49%
Mostostal Zabrze	2025-11-06	230,5	284,5	23%	39,8	15,0	-62%	35,4	9,4	-73%	27,3	6,2	-77%
Onde	2025-11-06	245,1	243,7	-1%	15,4	13,2	-14%	13,2	10,7	-19%	10,2	7,4	-27%
Pekabex	b.d.	383,0	461,2	20%	27,9	25,6	-8%	20,5	18,0	-12%	8,4	10,4	25%
Torpol	2025-11-21	418,7	495,0	18%	54,8	30,8	-44%	48,9	24,5	-50%	40,9	20,8	-49%
Unibep	2025-11-18	596,5	732,5	23%	-129,4	19,3	---	-136,7	11,1	---	-135,4	-4,5	---
ZUE	2025-11-19	583,5	---	---	20,9	---	---	17,2	---	---	10,9	---	---
Decora	2025-04-17	131,3	140,0	7%	25,1	28,0	12%	19,2	22,1	15%	16,6	17,7	7%
Ferro	2025-03-31	200,6	197,3	-2%	29,5	27,2	-8%	24,6	22,9	-7%	15,8	15,7	-1%
Selena FM	2025-04-17	422,1	422,4	0%	19,3	18,0	-6%	8,4	7,3	-13%	-11,6	-2,2	---
Śnieżka	2025-04-10	152,7	142,9	-6%	14,3	12,9	-10%	5,1	3,4	-33%	0,6	-1,0	---
Kęty**	2025-03-27	1 195,2	1 244,3	4%	170,0	178,9	5%	122,5	119,3	-3%	71,3	70,9	-1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, *prognozy w aktualizacji (zostaną opublikowane w osobnym materiale w ramach GPW PWPAA),

**wyniki wstępne

Zestawienie podsumowujące roczne

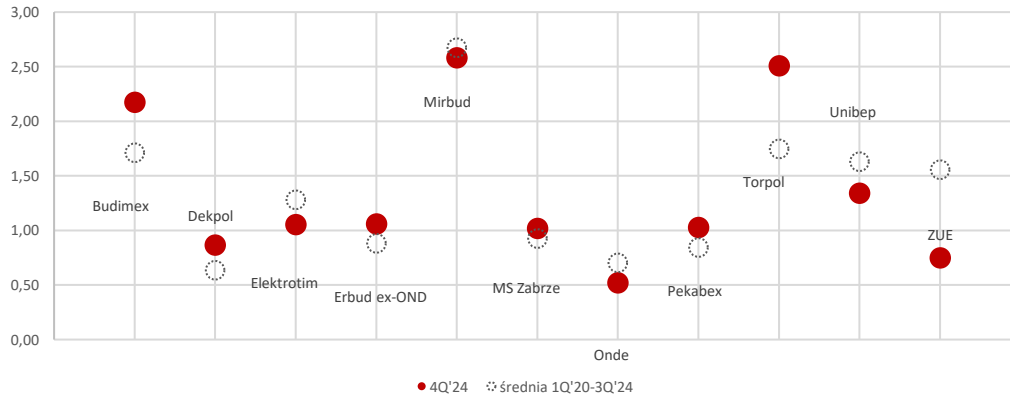
	Przychody [mln PLN]			EBITDA [mln PLN]			Wynik netto [mln PLN]			Dług netto [mln PLN]		ROE
	2023	2024P	r/r	2023	2024P	r/r	2023	2024P	r/r	2023	2024P	
Budimex	9 802	9 110	-7%	938	901	-4%	738	619	-16%	-3 654	-3 081	50%
Dekpol	1 569	1 389	-11%	132	125	-6%	89	85	-5%	57	91	14%
Elektrotim	547	515	-6%	39	59	51%	22	55	147%	-27	-34	41%
Erbud	3 234	2 981	-8%	57	78	37%	10	0	-102%	-24	-42	0%
Instal Kraków	418	338	-19%	48	49	2%	35	37	4%	-65	-30	10%
Mirbud	3 322	3 380	2%	243	179	-26%	135	105	-23%	9	-231	10%
Mostostal Zabrze	1 351	988	-27%	110	92	-16%	74	59	-20%	-173	-140	19%
Onde	1 084	826	-24%	57	55	-5%	33	29	-14%	-60	-8	8%
Pekabex	1 566	1 685	8%	139	95	-32%	69	34	-51%	205	208	6%
Torpol	1 092	1 401	28%	139	92	-33%	102	60	-41%	-433	-200	12%
Unibep	2 430	2 558	5%	-109	201	-283%	-166	42	-125%	17	141	23%
ZUE	1 484	---	---	45	---	---	21	---	---	-134	---	---
Decora	571	588	3%	103	128	24%	67	84	26%	62	17	24%
Ferro	803	782	-3%	118	121	3%	67	76	14%	96	91	17%
Selena FM	1 778	1 780	0%	149	174	17%	50	67	34%	162	151	9%
Śnieżka	858	791	-8%	159	139	-13%	78	64	-18%	254	229	17%
Kęty	5 219	5 140	-2%	868	910	5%	539	535	-1%	931	1 521	28%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, *prognozy w aktualizacji (zostaną opublikowane w osobnym materiale w ramach GPW PWPAA)

Budownictwo

Budimex opublikował już szacunkowe wyniki za 4Q'24. Ze względu na wysoką bazę spółka pokazała spadek wyników r/r, jednocześnie zwracamy uwagę na prawdopodobnie mocną marżę w budownictwie (EBIT w 4Q'24 był powyżej naszych oczekiwań) oraz rekordowy portfel. Spółce sprzyja strona kosztowa na rynku, a wycena uległa w ostatnich miesiącach normalizacji. W **Dekpolu** spodziewamy się w 4Q'24 nieco słabszych r/r wyników (wysoka baza w budowlance), spółka będzie miała mocny portfel po podpisaniu rekordowego kontraktu w 4Q'24. **Elektrotim** w 4Q'24 powinien rozpoznawać istotne przychody z kontraktu na perymetrię na Bugu i pokazać istotnie lepsze wyniki r/r (rok temu wyniki obciążone przez rezerwę gwarancyjną i upadłość Zeusa). W **Erbudzie** oczyszczone wyniki powinny być istotnie lepsze r/r, ale baza jest bardzo niska. Kwartał może jednocześnie przynieść kolejne rozczarowanie w modułach. Na plus może zaskoczyć pozycja gotówkowa. **Instal Kraków** powinien od 4Q'24 rozpoznawać w wynikach kolejny etap Mierzei Wiślanej, jednak wydaje się, że wynikowo może być ciężko zbliżyć się do bardzo dobrego 4Q'23. W przypadku **Mirbudu** baza z 4Q'23 także jest wymagająca (m.in. wysoka wtedy marża w budownictwie). Spodziewamy się wyraźnie niższych wyników r/r (słabsza marża, mniej przekazanych mieszkań w deweloperce). W przypadku **MS Zabrze** trudno liczyć na powtórzenie wyników z ubiegłego roku, kiedy spółka pokazała nadzwyczajne marże na końcówkach kontraktów. Jednocześnie portfel w ostatnich tygodniach został wyraźnie odbudowany, co powinno sprzyjać odbudowie przychodów w kolejnych kwartałach. W **Onde** zakładamy, że 4Q'24 będzie słabszy r/r (głównie na marżowości). Istotny spadek portfela, stawia spółkę pod presją jego odbudowy w kolejnych miesiącach. **Pekabex** odnotował wzrost produkcji r/r w 4Q'24, a wysoki portfel powinien wspierać obszar GW. Jednocześnie baza na rentowności z ubiegłego roku jest jeszcze wysoka. W **Torpolu** wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów r/r. Jednocześnie należy spodziewać się wyraźnego spadku r/r rentowności. W **Unibepie** obecny portfel to nadal jeszcze mix starszych kontraktów z „zerową” marżą i kontraktów w początkowej fazie realizacji. Zakładamy jednocześnie, że spółka nie zaskoczy już większymi rewizjami w dół budżetów. W ujęciu q/q wyniki 4Q'24 mogą być jednak słabsze przez niższą kontrybucję deweloperki. W przypadku **ZUE** prognozy przedstawimy w osobnym materiale. Baza z ubiegłego roku jest bardzo wysoka. W samym 4Q'24 spółka ukończyła kontrakt na zajezdnię Annapol. Finalizowane są także stare kontrakty dla PKP PLK z 2017, które z różnych powodów były problematyczne.

Pokrycie rocznych przychodów (za ostatnie 4Q) przez portfel po 4Q'24P



Źródło: DM BDM S.A., spółki, *przychody oczyszczone o przychody niezwiązane z portfelem (np. sprzedaż segmentów deweloperskich itp.)

Materiały budowlane

Szacunkowe wyniki za 4Q'24 pokazały już **Kęty** – EBITDA wzrosła o 5% r/r, ale odbiór wyników był negatywny (spółka nie dowiodła prognozy rocznej po raz pierwszy od kilkunastu lat). Spółka przedstawiła prognozy na 2025 rok, które zakładają ok 9% poprawy EBITDA r/r. Na wiosnę powinna pojawić się strategia na kolejne lata. **Decora** ma już bardziej wymagającą bazę wynikową, ale zakładamy, że utrzymana w 4Q'24 będzie wzrostowa ścieżka. Spółce może nie pomagać słabość po stronie popytu, ale równocześnie powinna nadal korzystać na niskich cenach części surowców oraz zwiększaniu kontrybucji własnej produkcji w panelach winylowych. W przypadku **Ferro** spodziewamy się lekkiej erozji wyników r/r (przychodom ciąży mocny PLN, natomiast po stronie kosztów spółka może zacząć odczuwać mocniejszego USD i wzrost części surowców). W przypadku **Seleny FM** baza na skoryg. EBITDA z ubiegłego roku nie jest wymagająca. Zakładamy, że spółka utrzyma poziom przychodów i poprawi rentowność (taniejące główne surowce). Dla **Śnieżki** otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające (zakładamy utrzymanie wysokiej marży). Spodziewamy się płaskich przychodów w Polsce, ale słabo mogą wyglądać Węgry i Ukraina. Spółka odczuwa wyższe koszty SG&A. Per saldo spodziewamy się nieznacznego spadku EBITDA r/r.

BUDIMEX**Akumuluj, TP 514,1/akcję**

Rekomendacja z dnia 2 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	482,0	P/E	16,7	19,9	17,0	14,1
MC [mln PLN]	12 305,5	EV/EBITDA	9,2	10,2	8,6	6,9
		EV/EBIT	11,1	12,4	10,4	8,1
		P/BV	8,0	9,9	9,1	8,2

- **Backlog.** Portfel po 3Q'24 wynosił 15,8 mld PLN a po 4Q'24 wzrósł do 17,8 mld PLN (+36% r/r, +13% q/q), wzmocniony przez duże umowy dla GDDKiA i PKP PLK. Obecnie w „poczekalni” znajduje się głównie 4,8 mld PLN z Rail Baltica, która do portfela będzie trafiać etapowo.
- **Wstępne wyniki 4Q'24.** W połowie stycznia spółka podała wstępne wyniki za 4Q'24. Przychody wyniosły 2,6 mld PLN (-7% r/r, -1% poniżej naszych oczekiwań). Na poziomie EBIT spółka szacuje 235 mln PLN (-22% r/r, 7% powyżej naszych oczekiwań) a na poziomie netto (zysk przed wyłączenie wyniku mniejszości) 172 mln PLN (-40% r/r, -20% nasze oczekiwania). Spadek wyników r/r był oczekiwany (wysoka baza z 4Q'23, kiedy wyniki były wsparte m.in. przez kumulacje waloryzacji). Rentowność EBIT jest powyżej naszych oczekiwań, natomiast wyraźnie in minus odchyła się wynik netto. Zakładamy, że prawdopodobnie na wynik netto negatywnie wpłynęła wysoka stawka podatku (w 1-3Q'24 było to 23,5%, zakładaliśmy zejście do poziomu 20% w całym roku - jeżeli stawka utrzymała się na poziomie z poprzednich kwartałów tłumaczyłoby to większość odchylenia od naszej prognozy). Gotówka netto na koniec roku wyniosła 3,1 mld PLN - implikuje to mocny CF operacyjny w 4Q'24 (górne kilkadziesiąt mln PLN).
- **Segment budowlany.** Zakładamy, że w 4Q'24 sprzedaż spadła o górne kilka procent r/r (wysoka baza). W przypadku marży otoczenie pozostaje sprzyjające, co powinno pozwolić nawet na lekką poprawę r/r i wyraźną w ujęciu q/q. Zakładamy, że wyniki 4Q'24 mogły być obciążone przez ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej.
- **Segment usług.** Zakładamy lekki spadek r/r przychodów i lepszą rentowność. Spodziewamy się istotnego wzrostu r/r EBIT (wynik rok temu był obciążony przez ujemne saldo pozostałej działalności).
- **Prognoza średnioterminowa.** W komunikacie prasowym spółka podała, że "wyniki całego 2024 roku są zgodne z oczekiwaniami spółki, a założenia budżetowe w 2025 roku niezmiennie". W całym 2024 roku spółka miała ok 9,1 mld PLN przychodów, 744 mln PLN EBIT oraz 619 mln PLN zysku netto (dla akcjonariuszy jedn. dominującej). W najbliższych kwartałach spółka powinna wejść na ścieżkę dodatnich odczytów r/r (efekt wzrostu portfela, dobra perspektywa dla marż przy wydłużającym się horyzoncie stabilizacji kosztowej). W najbliższych miesiącach liczymy na odbudowę ofertowania w Polsce (rynek kolejowy, PSE a także mniejszym stopniu drogowy).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	2 807,6	2 600,0	-7,4%	9 801,5	9 110,4	-7,1%	10 059,8	10,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	403,2	394,6	-2,1%	1 124,6	1 178,8	4,8%	1 312,7	11,4%
Zysk na sprzedaży	270,3	252,6	-6,5%	739,7	735,8	-0,5%	833,3	13,3%
EBITDA	340,5	275,8	-19,0%	938,4	900,9	-4,0%	1 002,0	11,2%
EBIT	299,4	235,0	-21,5%	781,1	743,3	-4,8%	828,7	11,5%
Zysk brutto	337,2	246,0	-27,0%	929,6	835,6	-10,1%	899,7	7,7%
Zysk netto	287,8	172,2	-40,2%	738,2	619,2	-16,1%	724,5	17,0%
Marża brutto ze sprzedaży	14,4%	15,2%		11,5%	12,9%		13,0%	
Marża na sprzedaży	9,6%	9,7%		7,5%	8,1%		8,3%	
marża EBITDA	12,1%	10,6%		9,6%	9,9%		10,0%	
marża EBIT	10,7%	9,0%		8,0%	8,2%		8,2%	
marża netto	10,3%	6,6%		7,5%	6,8%		7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

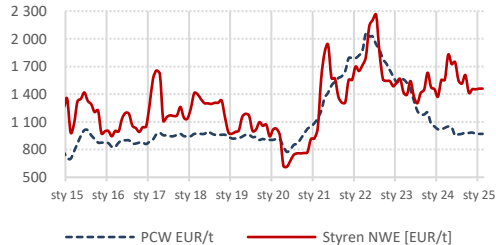
tel.: 032 208 14 32

DECORA

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	81,6	P/E	12,9	10,2	9,2	9,1
MC [mln PLN]	860,6	EV/EBITDA	8,9	6,9	6,1	5,8
		EV/EBIT	11,0	8,4	7,4	7,1
		P/BV	2,9	2,4	2,1	2,0

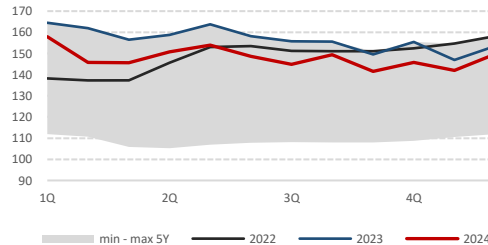
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii wykończenia (w tym podłogi) publikowany przez PSB w 4Q'24 spadł o -4% r/r. Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Ceny PCV stabilizują się na niskich poziomach, natomiast ceny styrenu, po korekcie wzrostowej od 2H'23, w drugiej połowie 2024 zaczęły znów opadać.
- Wyniki za ostatnie okresy.** Oferta spółki skoncentrowana została na grupie asortymentowej Flooring (77% przychodów ogółem w 2023 roku, 76% w 1-3Q'24). Decora w 2023 roku uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC), co pozwoliło zaoferować pełen asortyment własnej produkcji (podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe). 2023 rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości. W 1-3Q'24 spółka odnotowała 2% wzrost sprzedaż r/r, jednocześnie dynamika EBITDA była nadal wysoka (+28% r/r), ale z malejącą tendencją („tylko” +9% r/r w 3Q'24).
- Prognoza na 4Q'24.** W 4Q'24 koniunktura na rynku materiałów budowlanych pozostawała nadal słaba, nie sprzyjał także mocny PLN (zarówno do EUR jak i walut koszyka CEE). 4Q jest zwykle, obok 1Q, słabszy sprzedażowo, ale sezonowość nie jest tak mocna jak u innych producentów mat. budowl. z GPW. Widzimy jeszcze przestrzeń do poprawy r/r rentowności (niższe ceny PCV, jednocześnie USD nie sprzyja już tak wyraźnie marżom na towarach handlowych). W 4Q'24 oczekujemy 140 mln PLN przychodów, 28,0 mln PLN EBITDA (+12% r/r) oraz 17,7 mln PLN zysku netto (+7% r/r).
- Prognoza średnioterminowa.** Spółka ma nadal potencjał do budowy udziałów rynkowych (nowe moce produkcyjne) a sam produkt (podłogi winylowe) zyskuje na popularności (także jako alternatywa dla płytek ściennych). Baza na marżowości na kolejne kwartały robi się coraz bardziej wymagająca, ale na razie ceny gł. surowców są sprzyjające. Spółka odczuwa wzrost kosztów SG&A (w 2024 roku gł. kosztów sprzedaży). Trudno określić finał postępowania UOKiK wyjaśniającego podejrzenie zawarcia porozumienia spółki ze sprzedawcami swoich produktów w kwestii cen i kanałów dystrybucji.

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 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	131,3	140,0	6,6%	570,9	587,8	3,0%	646,6	10,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	51,9	56,6	9,0%	209,6	246,8	17,7%	266,2	7,9%
Zysk na sprzedaży	19,4	22,6	16,5%	84,2	109,9	30,5%	117,3	6,7%
EBITDA	25,1	28,0	11,6%	103,2	127,8	23,9%	140,3	9,7%
EBIT	19,2	22,1	15,4%	84,1	104,7	24,5%	115,8	10,6%
Zysk brutto	21,9	21,8	-0,5%	86,1	103,3	20,1%	115,1	11,4%
Zysk netto	16,6	17,7	6,7%	66,9	84,1	25,6%	93,2	10,9%
Marża brutto ze sprzedaży	39,6%	40,4%		36,7%	42,0%		41,2%	
Marża na sprzedaży	14,8%	16,2%		14,8%	18,7%		18,1%	
marża EBITDA	19,1%	20,0%		18,1%	21,8%		21,7%	
marża EBIT	14,6%	15,8%		14,7%	17,8%		17,9%	
marża netto	12,6%	12,6%		11,7%	14,3%		14,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DEKPOL

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	43,4	P/E	4,0	4,2	3,9	4,5
MC [mln PLN]	361,4	EV/EBITDA	3,2	3,6	3,0	3,0
		EV/EBIT	3,6	4,1	3,4	3,5
		P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5

- **Backlog.** Portfel po 3Q'24 w segmencie budowlanym wynosił 594 mln PLN (vs 657 mln PLN po 2Q'24 oraz 824 mln PLN rok wcześniej). Łączna wartość kontraktów zewnętrznych będących w realizacji wynosiła 1 285 mld PLN (vs 1 538 mln PLN rok wcześniej). Udział projektów przemysłowo-logistycznych to 84% (spółka chce zwiększać udział projektów budynków użyteczności publicznej). Na koniec roku portfel istotnie wzrośnie w związku z podpisaniem w 4Q'24 największego kontraktu w historii spółki na ok. 500 mln PLN.
- **Budownictwo.** W 4Q'24 zakładamy, że spółka pokaże sezonowo wyższe przychody q/q, ale niższe r/r. Zakładamy niższą rentowność r/r, ale nieco lepszą q/q.
- **Deweloperka.** W 4Q'24 sprzedano 86 lokali oraz przekazano 146 lokali (vs 157 rok temu). Zakładamy wyższą średnią cenę r/r (wartość implikowana ze wstępnych danych o przychodach) i porównywalną marżowość. W 2025 roku spółka chce sprzedać 510 lokali a przekazać 570 (za ok 308 mln PLN).
- **Produkcja.** W ostatnich kwartałach spółka koncentrowała się na poprawie efektywności i pozyskaniu nowych klientów. Baza, szczególnie na marży, nie jest wymagająca – oczekujemy poprawy wyników r/r segmentu w 4Q'24.
- **Pozostałe.** W tym obszarze spółka prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 4Q'24 zakładamy stratę na poziomie -9 mln PLN (+3 mln PLN w 2Q'24, -14 mln PLN w 4Q'23).
- **Podsumowanie.** Zakładamy w 4Q'24 414,0 mln PLN przychodów, 34,4 mln PLN EBIT (budownictwo: +15 mln PLN, deweloper: +26 mln PLN, produkcja: +2 mln PLN, pozostałe: -9 mln PLN, w 4Q'23 było to odpowiednio: +26 / +28 / -1 / -14 mln PLN) oraz 25,1 mln PLN zysku netto (-20% r/r). W całym 2024 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,4 mld PLN przychodów, 110 mln PLN EBIT (w tym 64 mln PLN deweloper) oraz 85 mln PLN zysku netto.
- W końcówce września spółka otrzymała decyzję UCS określającą wysokość zobowiązania podatkowego spółki z tytułu CIT za 2019 rok w kwocie 22,6 mln PLN (potwierdzenie wcześniejszego wyniku kontroli). Spółka nie zgadza się z dokonaną oceną i wniosła odwołanie. Zarząd wskazał, że zdarzenie pozostaje bez wpływu na sytuację finansową spółki (pytanie o podejście audytora przy wynikach rocznych – nie uwzględniamy ewentualnej rezerwy w wynikach).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	503,2	414,0	-17,7%	1 568,8	1 389,4	-11,4%	1 640,7	18,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	69,2	60,8	-12,1%	225,8	218,2	-3,4%	263,0	20,5%
Zysk na sprzedaży	41,5	34,4	-17,2%	127,8	106,1	-17,0%	126,9	19,6%
EBITDA	42,6	37,0	-13,2%	132,1	124,6	-5,7%	142,3	14,2%
EBIT	38,8	34,4	-11,4%	115,9	110,3	-4,8%	126,9	15,1%
Zysk brutto	43,4	31,3	-27,8%	116,9	108,8	-6,9%	115,9	6,5%
Zysk netto	31,5	25,1	-20,4%	89,3	85,2	-4,6%	92,7	8,8%
Marża brutto ze sprzedaży	13,8%	14,7%		14,4%	15,7%		16,0%	
Marża na sprzedaży	8,3%	8,3%		8,1%	7,6%		7,7%	
marża EBITDA	8,5%	8,9%		8,4%	9,0%		8,7%	
marża EBIT	7,7%	8,3%		7,4%	7,9%		7,7%	
marża netto	6,3%	6,1%		5,7%	6,1%		5,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ELEKTROTIM**Akumuluj, TP 36,7 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 28 października 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	44,7	P/E	19,9	8,1	12,9	11,1
MC [mln PLN]	446,2	EV/EBITDA	10,8	7,0	7,8	7,0
		EV/EBIT	12,2	7,6	8,6	7,6
		P/BV	4,2	3,3	3,1	2,8

- **Backlog.** Po 3Q'24 portfel wynosił 590 mln PLN (+24% r/r, -8% q/q). Spółka sygnalizuje ożywienie w podaży kontraktów w większości segmentów, w których ofertuje oraz pozyskuje wiele kontraktów poniżej progu raportowania (kilka – kilkanaście mln PLN). W 4Q'24 spółka podała raporty bieżące wskazujące na podpisanie kontraktów za 92 mln PLN, a dotychczas w 1Q'25 za kolejne 69 mln PLN.
- **Prognoza na 4Q'24.** Spółka jest w zaawansowanej fazie budowlanej kontraktu na perymetrię na rzece Bug (szczegóły umowy: [link](#)), co wpłynie na istotną poprawę przychodów r/r. Zakładamy wyższy r/r poziom rentowności (baza z ubiegłego roku jest zaniżona przez zawiązanie ok. 10 mln PLN rezerwy gwarancyjnej na perymetrii lądowej na granicy z Białorusią). Na EBIT widoczny może być w ujęciu q/q wpływ wyższych kosztów SG&A. Należy pamiętać, że dane z 4Q'23 od poziomu EBIT w dół nie są porównywalne - skonsolidowany wtedy straty spółki zależnej Zeus. Spodziewamy się 14,6 mln PLN EBIT vs -2,9 mln PLN rok temu. Zakładamy wzrost wyniku netto do +9,8 mln PLN (vs -4,3 mln PLN straty rok temu).
- **Pozycja gotówkowa.** Spółka na koniec 3Q'24 miała 31 mln PLN długu netto. Spodziewamy się sezonowego spadku zaangażowania w kapitał obrotowy w końcówce roku i wykazania na koniec roku istotnej gotówki netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 515 mln PLN przychodów (niżej w stosunku do naszej ostatniej rekomendacji z X'24, ze względu na słabsze przychodowo 2H'24) oraz 55,2 mln PLN zysku netto (bez zmian – lepsza marżowość). W 2024 roku wpływ ma księgowy zysk na poziomie 18,2 mln PLN z utraty kontroli nad Zeusem (ujęty w 1Q'24). Zakładamy wzrost r/r przychodów w 2025 roku przy nieco niższych marżach (m.in. zwracamy uwagę, że w 2024 dodatkowe, jednorazowe duże kilka mln PLN wygenerował jeden z kontraktów w segmencie przemysłu, a na poziomie EBIT po 1-3Q'24 spółka ma ponad 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	137,9	179,0	29,8%	546,9	515,0	-5,8%	550,5	6,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,7	25,6	87,0%	76,1	82,1	7,8%	79,4	-3,2%
Zysk na sprzedaży	4,8	15,1	215,2%	50,8	49,4	-2,8%	44,2	-10,5%
EBITDA	-1,7	15,7	---	38,7	58,6	51,4%	48,8	-16,7%
EBIT	-2,9	14,6	---	34,2	54,3	58,6%	44,2	-18,5%
Zysk brutto	-3,9	12,1	---	32,3	64,4	99,7%	42,6	-33,8%
Zysk netto	-4,3	9,8	---	22,4	55,2	146,9%	34,5	-37,5%
Marża brutto ze sprzedaży	9,9%	14,3%		13,9%	15,9%		14,4%	
Marża na sprzedaży	3,5%	8,4%		9,3%	9,6%		8,0%	
marża EBITDA	-1,2%	8,8%		7,1%	11,4%		8,9%	
marża EBIT	-2,1%	8,1%		6,3%	10,5%		8,0%	
marża netto	-3,1%	5,5%		4,1%	10,7%		6,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w 1Q'24 ujęta dekonsolidacja spółki Zeus z wpływem na wynik 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]	38,5	P/E	45,9	---	12,2	10,8
MC [mln PLN]	459,3	EV/EBITDA	7,6	5,3	3,8	3,6
		EV/EBIT	21,7	10,7	6,3	5,9
		P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8

- **Backlog.** Portfel grupy po 3Q'24 wynosił 2,95 mld PLN (rok temu 2,48 mld PLN a po 2Q'24 2,81 mld PLN). Za wzrost poprawę portfela w ujęciu r/r odpowiada głównie segment kubatury w kraju. Natomiast niski jest portfel w Ondo (i w 4Q'24 jeszcze istotnie spadnie).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2-3Q'24 spółka odnotowała pozytywny wynik na sprzedaży (po raz pierwszy od 2Q'23). Pomogła w tym m.in. odbudowa marży w segmencie krajowej kubatury i ograniczenie strat w MOD21. Zwracamy uwagę, że baza wynikowa z 4Q'23 jest bardzo niska (strata zarówno na poziomie wyniku na sprzedaży jak i mocno ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej).
- **Prognoza na 4Q'24.** W 4Q'24 spodziewamy się, że spółka odnotuje wzrost przychodów r/r (po raz pierwszy od dwóch lat) do 876 mln PLN. Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży powinna być wyraźnie lepsza r/r, ale słabsza w ujęciu q/q. Wyniki znow mogą być pod presją sporej straty w MOD21 (dodatkowe koszty na kontraktach). Zakładamy EBIT na poziomie 5,4 mln PLN (vs -32,0 mln PLN rok wcześniej): kubatura: +5,7 mln PLN, OZE: +13,2 mln PLN, drogi: -2,6 mln PLN, przemysł: +8,0 mln PLN, moduły: -19,0 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje -1,9 mln PLN zysku. Spodziewamy się wyraźnej, sezonowej poprawy pozycji gotówkowej w 4Q'24.
- **Prognoza średnioterminowa.** Rok 2024 był nadal trudny od strony podaży kontraktów dla kubatury w Polsce, aczkolwiek segmentu odbudował wyniki vs 2023 (zakończenie słabych kontraktów). Spółka pokładała duże nadzieje w obszarze modułów, ale osiągnięcie break-even napotyka kolejne problemy. Zakładamy istotną poprawę EBIT w 2025 roku, co wynika (kolejny raz) głównie z założenia, że kończą się problemy „wieku dziecięcego” w MOD21. Zakładamy jeszcze miejsce do poprawy wyniku w kubaturze. Słabszy w 2025 r/r wynik zakładamy w OZE, natomiast przyjmujemy, że straty ograniczy segment drogowy. W segmencie przemysłowym zakładamy lekki spadek wyników r/r.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	787,1	876,0	11,3%	3 234,4	2 980,6	-7,8%	3 297,9	10,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	32,1	64,5	101,1%	209,1	238,6	14,1%	289,7	21,4%
Zysk na sprzedaży	-11,3	5,4	---	-1,7	20,5	---	58,1	183,7%
EBITDA	-22,3	13,3	---	57,0	78,4	37,4%	115,8	47,8%
EBIT	-32,0	5,4	---	20,1	39,0	94,2%	69,1	77,0%
Zysk brutto	-38,6	1,8	---	50,5	18,4	-63,6%	60,6	230,2%
Zysk netto	-47,7	-1,9	---	10,0	-2,4	---	37,8	---
Marża brutto ze sprzedaży	4,1%	7,4%		6,5%	8,0%		8,8%	
Marża na sprzedaży	-1,4%	0,6%		-0,1%	0,7%		1,8%	
marża EBITDA	-2,8%	1,5%		1,8%	2,6%		3,5%	
marża EBIT	-4,1%	0,6%		0,6%	1,3%		2,1%	
marża netto	-6,1%	-0,2%		0,3%	-0,1%		1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

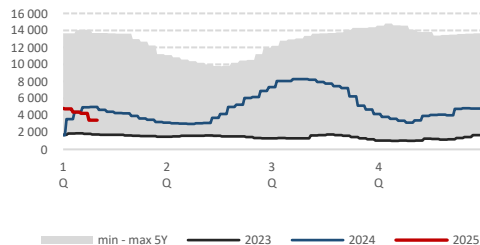
tel.: 032 208 14 32

FERRO

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	36,0	P/E	11,4	10,0	9,9	9,1
MC [mln PLN]	764,7	EV/EBITDA	7,3	7,0	6,7	6,1
		EV/EBIT	8,6	8,2	7,8	7,0
		P/BV	1,7	1,7	1,5	1,4

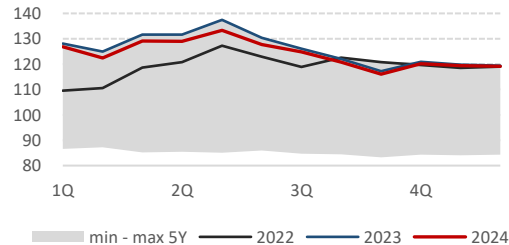
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii instalacje/ogrzewanie publikowany przez PSB w 4Q'24 nie zmienił się w ujęciu r/r. Koszty frachtu po górze na początku 3Q'24 w kolejnych miesiącach są niższe. Ceny miedzi, cynku i aluminium wyrażone w USD są wyższe r/r (oraz w PLN), niższe są ceny stali. Mocny PLN vs EUR/waluty CEE nie sprzyja przychodom z eksportu.
- Wyniki za ostatnie okresy.** Od 3Q'23 (dość późno na tle innych spółek z branży ze względu na relatywnie długi cykl rotacji zapasów) spółka znajdowała się w okresie pozytywnej r/r dynamiki EBITDA na bazie poprawy otoczenia kosztowego. Spółka odczuwa jednocześnie nadal niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w CEE w zakresie remontów, istotny spadek popytu na pompy ciepła w Polsce).
- Prognoza na 4Q'24.** Spodziewamy się, że w 4Q'24 przychody mogą być minimalnie niższe r/r (silny PLN nie jest korzystny przy dużej ekspozycji na eksport). Natomiast na poziomie EBITDA spodziewamy się, że trudno może być już kontynuować dodatnie dynamiki r/r (wzrost USD i surowców, wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny). Zakładamy spadek EBITDA do 27,2 mln PLN (z 29,5 mln PLN w 4Q'23). Na poziomie netto spodziewamy się 15,7 mln PLN (vs 15,8 mln PLN rok temu). Spodziewamy się przyrostu długu netto w 4Q'24 (dywidenda + odbudowa zapasów).
- Prognoza średnioterminowa.** Ferro w 2H'22 przedstawiło strategię do 2026 roku. Celem zarządu jest wypracowanie w 2026 roku 1,4 mld PLN przychodów oraz 193 mln PLN EBITDA. W okresie 2021-2024P roku spółka notuje po ok. 120 mln PLN EBITDA. Rok 2025 rok na razie nie zapowiada jakiegos istotnego przełomu w tym zakresie (zakładamy kilka proc. poprawy r/r). Bez ewentualnej akwizycji, realizacja celów ze strategii wydaje się nierealistyczna. W średnim terminie może pomóc poprawa sytuacji konsumenta. Wskazujemy, że inwestycje poczynione w logistykę powinny dawać spółce możliwość wzrostu w obszarze SEE. Termet powinien być także beneficjentem odroczonego popytu na źródła ciepła w Polsce i rozszerzenia oferty na eksport.

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 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	200,6	197,3	-1,6%	803,2	781,9	-2,7%	832,7	6,5%
EBITDA	29,5	27,2	-7,7%	117,8	121,4	3,0%	124,7	2,7%
EBIT	24,6	22,9	-6,9%	100,1	104,2	4,0%	107,6	3,2%
Zysk brutto	18,6	20,4	9,4%	82,8	96,2	16,2%	98,6	2,5%
Zysk netto	15,8	15,7	-0,8%	67,0	76,2	13,6%	76,9	0,9%
marża EBITDA	14,7%	13,8%		14,7%	15,5%		15,0%	14,7%
marża EBIT	12,3%	11,6%		12,5%	13,3%		12,9%	12,3%
marża netto	7,9%	8,0%		8,3%	9,7%		9,2%	7,9%

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]	35,6	P/E	7,4	7,1	8,2	6,7
MC [mln PLN]	259,4	EV/EBITDA	4,0	4,7	5,1	3,9
		EV/EBIT	4,6	5,3	5,8	4,4
		P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7

- **Backlog.** Spółka od 2022 roku spółka nie podpisywała znaczących umów w segmencie budowlanym (ostatnie duże kontrakty dla PGE i PGNiG kończyły się 2H'23), co wpływa na istotnie niższe przychody tego segmentu w ostatnich kwartałach w stosunku średniej z poprzednich lat.
- **Deweloperka.** Segment deweloperski to od lat główny filar wyników Instalu. W 1-3Q'24 spółka sprzedała 105 lokali (vs 354 rok wcześniej). Natomiast przekazania w 1-3Q'24 wyniosły 174 lokali (109 rok wcześniej). Spółka nie podaje bieżących kwartalnych danych operacyjnych. W 4Q'24 powinny pojawić się istotne przychody ze względu na rozpoczęcie przekazania lokali z inwestycji Mierzeja Wiślana III (projekt na 200 lokali, z tego 114 było sprzedane po 3Q'24). Na 2025 rok przewidziany jest finał etapu IV tej inwestycji (207 lokali, lokale w ostatnich tygodniach weszły do sprzedaży). Spółka prowadzi także projekt w Zabrze (100 lokali), którego finisz zaplanowany jest na początek 2025 (sprzedaż wystartowała w 3Q'24). Spółka rozpoczęła także pierwszą inwestycję w rejonie ul. Golikówka (projekt Albatrosów obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 1-3Q'24 spółka miała 245 mln PLN przychodów (-15% r/r) oraz 26,5 mln PLN zysku netto (+108% r/r). Poprawę r/r wyników odnotowała deweloperka i segment budowlany, słabo radziła sobie z kolei produkcja lekka (Frapol).
- **Prognoza na 4Q'24.** Ze względu na brak kwartalnych danych sprzedażowych w obszarze deweloperskim widoczność wyników jest ograniczona. W 4Q'24 zakładamy przekazanie ok 70 mieszkań (vs 117 rok wcześniej; kumulacja przekazania z Mierzei III miała przypaść na XII'24/I'25) oraz że pozostałe segmenty będą w sumie lekko dodatnio kontrybuować do wyników spółki. Zakładamy, że przychody w 4Q'24 wyniosą 93,1 mln PLN, EBITDA 13,6 mln PLN a zysk netto 10,0 mln PLN. Niższe r/r wyniki są pochodną przyjęcia niższej r/r liczby przekazanych mieszkań. Wyniki rok temu były też wsparte przez +4 mln PLN salda pozostałej działalności operacyjnej.
- **Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku wyniki powinny być w dalszym ciągu oparte o segment deweloperski (przekazania w projektach Mierzeja Wiślana III i IV oraz Zabrze), przy czym należy brać pod uwagę, że sprzedaż nowych projektów w obecnych warunkach rynkowych jest wolniejsza niż kilka kwartałów temu. Zakładamy obecnie w 2025 roku 325 mln PLN przychodów (-4% r/r) oraz 31,6 mln PLN zysku netto (-14% r/r).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	130,1	93,1	-28,4%	418,3	337,7	-19,3%	325,0	-3,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	32,5	24,8	-23,6%	87,2	93,2	6,9%	92,1	-1,1%
Zysk na sprzedaży	21,4	12,1	-43,4%	38,7	42,9	10,8%	40,2	-6,2%
EBITDA	27,1	13,6	-49,8%	48,1	49,2	2,2%	46,0	-6,5%
EBIT	25,7	12,1	-52,8%	42,4	43,6	2,9%	40,2	-7,8%
Zysk brutto	26,4	12,2	-53,6%	43,4	45,6	5,0%	40,8	-10,4%
Zysk netto	22,5	10,0	-55,6%	35,3	36,5	3,6%	31,6	-13,5%
Marża brutto ze sprzedaży	25,0%	26,7%		20,8%	27,6%		28,4%	
Marża na sprzedaży	16,5%	13,0%		9,3%	12,7%		12,4%	
marża EBITDA	20,8%	14,6%		11,5%	14,6%		14,1%	
marża EBIT	19,8%	13,0%		10,1%	12,9%		12,4%	
marża netto	17,3%	10,7%		8,4%	10,8%		9,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KĘTY**Akumuluj, TP 746,3/akcję**

Rekomendacja z dnia 2 stycznia 2025 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	760,0	P/E	13,6	13,8	13,4	12,1
MC [mln PLN]	7 334,1	EV/EBITDA	9,5	9,8	9,0	8,1
		EV/EBIT	12,0	12,8	12,0	10,6
		P/BV	3,9	3,9	3,8	3,6

- **Wstępne wyniki 4Q'24/2024.** W grudniu spółka zaprezentowała wstępne szacunki wyników za ostatni kwartał 2024 roku. EBITDA za cały 2024 rok wyniosła 910 mln PLN (+5% r/r), a samym w 4Q'24 179 mln PLN (vs 170 mln PLN w 4Q'23 - przy czym należy pamiętać, że rok temu w SOG zawiązano rezerwę 20 mln PLN). EBITDA za 2024 rok odchyliła się dół (o -4%) od pierwotnej prognozy zarządu po raz pierwszy od 2008 roku. Same wyniki 4Q'24 mniej więcej wpisały się w guidance zarządu po 3Q'24. Trudne makro negatywnie wpływa m.in. na marże jednostkowe SWW (w 4Q'24 spadły także wolumeny). Dług netto na koniec roku spółka szacuje na 1,52 mld PLN (vs 1,27 mld PLN po 3Q'24; wzrost q/q podyktowany jest głównie wypłatą II raty dywidendy).
- **Prognoza na 2025 rok.** Wraz z publikacją szacunkowych wyników za 2024 rok, zarząd przedstawił także prognozy na 2025 rok. Spółka prognozuje 990 mln PLN EBITDA w 2025 roku (+9% r/r). Zarząd spodziewa się stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce i na rynkach europejskich. Driverom wzrostu wyników w 2025 roku ma być SOP (m.in. kwestia konsolidacji Selt przez cały rok co daje 28 pp z 38% zakładanej dynamiki segmentu na przychodach). W pozostałych segmentach zakładana nieznaczna poprawa wyników r/r (przy nieznacznym spadku marży w SSA i SWW). Zakładamy w 2025 roku 991 mln PLN EBITDA (+9% r/r), czyli mniej więcej zgodnie z prognozą zarządu. Spodziewamy się, że otoczenie dla spółki w 1H'25 będzie nadal trudne, ale dodatnie dynamiki w tym okresie będą możliwe dzięki konsolidacji Selt.
- **Nowa strategia.** W związku ze zmianą na stanowisku prezesa, publikacja strategii spółki na lata 2025-29 została przesunięta na wiosnę. Spodziewamy się, że Kęty będą wyraźnie akcentować konieczność rozwoju poprzez akwizycje. Preferowany w ostatnich latach model wzrostu poprzez dokładanie własnych mocy produkcyjnych może nie zapewniać już możliwości utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu (konieczność większych jednostkowo inwestycji). Spodziewamy się, że oś strategii może stanowić rozwój na rynkach zagranicznych, a centrum wzrostu może stanowić obszar SSA/SOP (nadal mały udział spółki w rynku europejskim).

Wyniki wstępne za 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24W	zmiana r/r	2023	2024W	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	1 195,2	1 244,3	4,1%	5 218,6	5 140,0	-1,5%	5 950,9	15,8%
Zysk na sprzedaży	108,3	119,8	10,6%	662,9	690,2	4,1%	745,6	8,0%
EBITDA	170,0	178,9	5,3%	868,0	910,0	4,8%	990,5	8,8%
EBIT	122,5	119,3	-2,6%	687,4	698,0	1,5%	745,6	6,8%
Zysk brutto	100,4	90,9	-9,5%	622,2	627,0	0,8%	662,1	5,6%
Zysk netto	71,3	70,9	-0,6%	539,1	535,0	-0,8%	550,4	2,9%
Marża na sprzedaży	9,1%	9,6%		12,7%	13,4%		12,5%	
marża EBITDA	14,2%	14,4%		16,6%	17,7%		16,6%	
marża EBIT	10,2%	9,6%		13,2%	13,6%		12,5%	
marża netto	6,0%	5,7%		10,3%	10,4%		9,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MIRBUD**Redukuj, TP 11,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 września 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,5	P/E	8,5	13,2	10,5	9,5
MC [mln PLN]	1 146,8	EV/EBITDA	4,8	6,4	5,2	5,7
		EV/EBIT	5,2	7,3	6,0	6,7
		P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1

- **Backlog.** Portfel spółki po 3Q'24 wynosi 8,10 mld PLN vs 6,09 mld PLN po 2Q'24 oraz 4,45 mld PLN rok wcześniej. Backlog po 4Q'24 wynosi 8,00 mld PLN, z tego 6,69 mld PLN stanowią kontrakty infrastrukturalne.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała dość udany okres dla marży w budowlance w 3Q'23-1Q'24. W 2-3Q'24 rentowność istotnie jednak spadła (m.in. negatywny wpływ kontraktu S1, osiągnięcie limitów waloryzacyjnych na części innych kontraktów drogowych, trudniejsza sytuacja w pozyskaniu zleceń w bud. kubaturowym).
- **Prognoza na 4Q'24.** Postęp zaawansowania kontraktów (wg strony internetowej spółki) wskazuje w naszej ocenie na wzrost poziomu przychodów q/q (ale także raczej spadek r/r – wysoka baza z 4Q'23). Spodziewamy się nieco lepszej marży vs 3Q'24, ale niższych poziomów r/r. Kwartał nadal może być pod negatywnym wpływem kosztów na S1. W 4Q'24 przekazano 176 lokali (vs 298 rok temu), co także dołoży swoją cegiełkę do spadku wyników r/r. Zakładamy, że segment najmu będzie miał minimalnie dodatni wynik na poziomie brutto ze sprzedaży (vs +10 mln PLN rok temu). Podsumowując w 4Q'24 spodziewamy się 1 024 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej po wyłączeniach (-18% r/r). Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży oczekujemy wyraźnego spadku r/r (spadek zarówno w budowlance, najmie jak i deweloperce). Na EBIT oczekujemy 55,5 mln PLN a na poziomie netto 40,1 mln PLN zysku. Spodziewamy się sezonowo, wyraźnie dodatniego CF operacyjnego i sporej gotówki netto na koniec roku (200-250 mln PLN).
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2024 roku zakładamy, że spółka nieznacznie przekroczy 100 mln PLN zysku netto. Wyniki 2024 są obciążone przez m.in. dodatkowe koszty na S1 (szacujemy je na ok 80-90 mln PLN), które nie powinny pojawić się już w 2025 roku. W 2025 roku spodziewamy się większych przychodów, ale głównie z naciskiem na 2H'25 (prace budowlane na przetargach pozyskanych z GDDKiA w 2024 roku będą startować najwcześniej w końcówce 2025). Natomiast istotnie niższa r/r może być kontrybucja segmentu deweloperskiego, co będzie negatywnie wpływać na wynik netto (i niwelować sporą część pozytywnego efektu na marży w budowlance). Zakładamy, że 2026 roku spółka powinna mieć już istotną kontrybucję przychodów z segmentu kolejowego (zakładamy, że w 2025 roku będzie intensywnie ofertować w przetargach, z których część ma charakter „buduj”).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	1 254,8	1 023,9	-18,4%	3 322,4	3 379,8	1,7%	3 576,1	5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	161,4	85,6	-47,0%	335,7	299,3	-10,8%	302,7	1,1%
Zysk na sprzedaży	132,9	55,5	-58,3%	240,1	192,7	-19,8%	189,7	-1,5%
EBITDA	127,5	61,1	-52,1%	242,6	179,0	-26,2%	214,2	19,7%
EBIT	122,6	55,5	-54,8%	223,9	157,8	-29,5%	187,2	18,7%
Zysk brutto	100,0	49,5	-50,5%	170,2	129,8	-23,7%	163,2	25,7%
Zysk netto	79,1	40,1	-49,4%	135,4	104,6	-22,8%	130,6	24,9%
Marża brutto ze sprzedaży	12,9%	8,4%		10,1%	8,9%		8,5%	
Marża na sprzedaży	10,6%	5,4%		7,2%	5,7%		5,3%	
marża EBITDA	10,2%	6,0%		7,3%	5,3%		6,0%	
marża EBIT	9,8%	5,4%		6,7%	4,7%		5,2%	
marża netto	6,3%	3,9%		4,1%	3,1%		3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MOSTOSTAL ZABRZE**Akumuluj, TP 5,69/akcję**

Rekomendacja z dnia 2 stycznia 2025 r

			2023	2024P*	2025P*	2026P*
Kurs [PLN]	5,3	P/E	5,2	6,1	11,5	10,3
MC [mln PLN]	394,5	EV/EBITDA	2,0	2,4	3,5	3,5
		EV/EBIT	2,3	3,1	5,3	4,9
		P/BV	1,4	1,2	1,2	1,1

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

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia

- **Backlog.** Wartość portfela po 3Q'24 (realnie po X'24) wynosiła ok 0,77 mld PLN (+29% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +17% r/r). W pipeline spółka miała 777 mln PLN (+204% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +145% r/r), z czego istotna część zmaterializowała się w XI-XII'24, kiedy podpisano kontrakty za 424 mln PLN.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Mostostal Zabrze miał serię bardzo mocnych wyników kwartałów w okresie 2022-23. Relatywnie mocna była jeszcze marża w 1Q'24 (wspierane przez rozliczenia starszych kontraktów). Natomiast 2Q'24 przyniósł spadek kwartalnego EBIT <10 mln PLN pierwszy raz od 2021 roku. W 3Q'24 z kolei rozpoznany wysoki księgowy wynik (27,3 mln PLN) na przejściu kontroli na Polwaxem. Gotówka netto po 3Q'24 wynosiła 122 mln PLN (z uwzględnieniem 93 mln PLN obligacji).
- **Prognoza na 4Q'24.** Przez cały kwartał konsolidowane będą wyniki Polwaxu (wysoki sezon, co powinno istotnie wesprzeć przychody, natomiast w mniejszym stopniu na marży, ze względu na wcześniejsze problemy z kapitałem obrotowym). W przypadku „starego” biznesu MSZ oczekujemy istotnie słabszych wyników r/r (wysoka baza na rentowności – w 4Q'23 spółka księgowała „ekstra” marże na końcówkach kontraktów). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 284,5 mln PLN przychodów, 9,4 mln PLN EBIT oraz 6,2 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka odbudowała w ostatnich miesiącach portfel, co powinno mieć przełożenie na ścieżkę przychodów w kolejnych kwartałach. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń. W 2025 Polwax będzie konsolidowany przez cały rok (przy czym 1H jest sezonowo dużo słabsze niż 2H). Będzie to także rok porządkowania i restrukturyzacji tego biznesu (na pierwszy plan wysuwa się kwestia zamknięcia sprawy spornej z Orlen Projekt).

Prognozy wyników na 4Q'2024 – MS Zabrze skonsolidowane

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	230,5	284,5	23,4%	1 351,4	988,2	-26,9%	1 170,5	18,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,3	34,4	-34,2%	155,1	129,4	-16,6%	138,6	7,1%
Zysk na sprzedaży	32,7	9,4	-71,2%	91,6	44,8	-51,1%	42,8	-4,4%
EBITDA	39,8	15,0	-62,3%	109,5	91,6	-16,4%	65,3	-28,7%
EBIT	35,4	9,4	-73,4%	93,0	72,7	-21,9%	42,8	-41,1%
Zysk brutto	35,9	10,0	-72,0%	100,6	75,6	-24,8%	44,9	-40,5%
Zysk netto	27,3	6,2	-77,5%	74,2	59,2	-20,3%	31,5	-46,7%
Marża brutto ze sprzedaży	22,7%	12,1%		11,5%	13,1%		11,8%	
Marża na sprzedaży	14,2%	3,3%		6,8%	4,5%		3,7%	
marża EBITDA	17,3%	5,3%		8,1%	9,3%		5,6%	
marża EBIT	15,4%	3,3%		6,9%	7,4%		3,7%	
marża netto	11,8%	2,2%		5,5%	6,0%		2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

Prognozy wyników na 4Q'2024 - Polwax

	4Q'23	4Q'24P*	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	89,0	68,5	-23,1%	252,4	186,8	-26,0%	213,1	14,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,2	8,9	-37,2%	29,6	19,1	-35,6%	27,1	42,2%
Zysk na sprzedaży	7,5	3,5	-53,3%	2,2	-3,7	---	3,8	---
EBITDA	-11,4	3,4	---	-14,4	-13,2	---	7,1	---
EBIT	-12,2	2,5	---	-17,5	-16,4	---	3,8	---
Zysk brutto	-25,4	1,5	---	-35,4	-21,1	---	-1,2	---
Zysk netto	-30,2	1,2	---	-39,0	-21,6	---	-1,0	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ONDE

			2023	2024P	2025P	2026P	<u>Analityk:</u>
Kurs [PLN]	11,7	P/E	19,1	22,3	26,1	26,3	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	637,8	EV/EBITDA	10,1	11,5	13,9	15,2	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	12,0	14,1	18,1	20,0	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	1,9	1,8	1,7	1,7	

- **Backlog.** Portfel zleceń zewnętrznych po 3Q'24 wyniósł 623 mln PLN (-33% r/r, +4% r/r). W 4Q'24 spółka nie pozyskała istotnych kontraktów, co implikuje, że portfel na koniec roku spadnie do jedynie ok. 400-450 mln PLN. 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 będzie słaby przez kilka kwartałów (zakładamy, że w 2026 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m). Aby zapełnić lukę
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Od 2H'23 spółka notuje poprawę marżowości części budowlanej OZE (portfel bazuje na kontraktach pozyskanych już po wybuchu wojny w Ukrainie). Wyniki 2Q'23 i 1Q'24 były istotnie wsparte przez sprzedaż własnych projektów OZE, natomiast 2-3Q'24 był obciążony przez negatywny wynik na jednym z mniejszych kontraktów drogowych.
- **Prognoza na 4Q'24.** Zakładamy, że 4Q'24 może być pod względem przychodów porównywalny r/r, natomiast słabszy na poziomie rentowności (m.in. wysoka baza w segmencie drogowym). Spodziewamy się 244 mln PLN sprzedaży, 10,7 mln PLN EBIT oraz 7,4 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Niski backlog na ten moment ogranicza widoczność wyników na 2025. Zakładamy, że obecnie spółka stara się mocno ofertować (na ostatniej konferencji wynikowej zakładano złożenie 2 mld PLN ofert w krótkim terminie), by odbudować portfel w 1H'25. Obawiamy się jednocześnie, że może to odbić się na marżowości. W obszarze własnych projektów OZE nie spodziewamy się sprzedaży projektów w najbliższym czasie (ze względu na spadek cen transakcyjnych opcją dla wybudowanej już farmy PV Lewańd jest raczej doprojektowanie farmy FW niż szybka sprzedaż).

Projekty OZE w posiadaniu spółki

	typ	MW	udział	status
razem fotowoltaika		495		
PV Kadłubia/Szczepanów	PV	25	100%	PnB
PV Ciechanów	PV	7	100%	WP
Park Lewańd	PV	32	100%	budowa
Park Lewańd II	PV	80	100%	WZ
Solar Serby	PV	88	50%	PnB
Solar Kazimierz Biskupi (KWE)	PV	150	50%	WP
Rejowiec	PV	40	100%	PnB
PV Włoszakowice (Gumienice)	PV	10	100%	PnB
Żabów	PV	63	100%	WP
razem farmy wiatrowe		264		
Kazimierz Biskupi (KWE)	FW	36	50%	WZ
Lewańd Wind	FW	30	100%	---
Lewańd Wind II		90	100%	---
Rejowiec Wind	FW	12	100%	---
Żabów Wind	FW	96	100%	---
razem (w toku)		759		
projekty greenfield PV	PV	310	100%	WZ
projekty greenfield FW	FW	84	100%	---
razem (w toku + greenfield)		1 153		

Źródło: DM BDM S.A., prezentacja Erbud za 3Q'24, raporty bieżące

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	245,1	243,7	-0,6%	1 083,8	826,1	-23,8%	841,4	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	34,2	24,9	-27,3%	107,0	82,4	-23,0%	80,3	-2,5%
Zysk na sprzedaży	16,9	10,7	-36,9%	53,6	26,7	-50,1%	23,5	-12,2%
EBITDA	15,4	13,2	-14,0%	57,3	54,4	-5,1%	44,8	-17,7%
EBIT	13,2	10,7	-19,0%	48,3	44,8	-7,3%	34,5	-23,0%
Zysk brutto	11,2	9,2	-18,1%	40,4	37,8	-6,5%	30,2	-20,0%
Zysk netto	10,2	7,4	-27,2%	33,4	28,6	-14,3%	24,5	-14,5%
Marża brutto ze sprzedaży	13,9%	10,2%		9,9%	10,0%		9,5%	
Marża na sprzedaży	6,9%	4,4%		4,9%	3,2%		2,8%	
marża EBITDA	6,3%	5,4%		5,3%	6,6%		5,3%	
marża EBIT	5,4%	4,4%		4,5%	5,4%		4,1%	
marża netto	4,2%	3,0%		3,1%	3,5%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

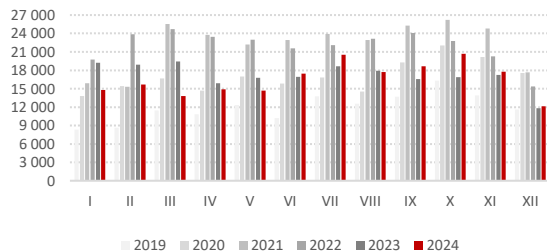
PEKABEX
Kupuj, TP 27,3/akcję

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	18,2	P/E	6,5	13,3	6,6	6,0
MC [mln PLN]	451,8	EV/EBITDA	4,7	6,9	4,4	4,0
		EV/EBIT	6,0	10,2	5,8	5,3
		P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7

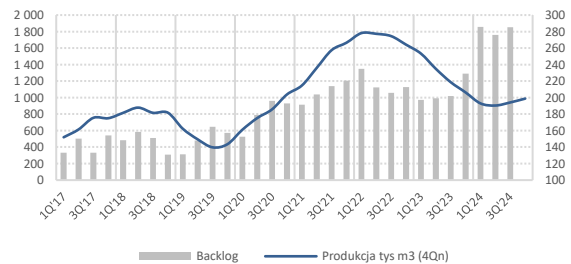
- **Produkcja.** Dane produkcyjne za 4Q'24 wskazują na 10% wzrost r/r produkcji w zakładach grupy (do 51 tys m3).
- **Backlog.** Po wrześniu portfel na 2024 rok wynosił jeszcze 0,65 mld PLN (+39% r/r). Cały backlog po 3Q'24 wynosił 1,85 mld PLN (+82% r/r, w tym 0,41 mld PLN deweloperka).
- **Deweloperka.** W 1H'24 spółka ukończyła projekty na Helu i w Mechelinkach. Na koncówkę 2024 roku spółka planowała zakończyć projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech (zakładamy, że większość przekazała przesunie się na 2025 rok).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2Q'24 spółka pokazała bardzo słabe wyniki, głównie ze względu na zerowy wynik w segmencie prefabrykacji. W 3Q'24 widoczna była już poprawa q/q. Rok temu w 4Q'23 marże w segmentach prefabrykacji i GW były wysokie, ale finalne wyniki nie były rewelacyjne ze względu na niskie przychody, wysokie korekty oraz wysokie koszty finansowe.
- **Prognoza na 4Q'24.** Poziom produkcji w 4Q'24 był na wyższym r/r poziomie, także portfel GW jest wysoki. Zakładamy, że segment prefabrykacji pokaże lepszy EBIT q/q, ale słabszy r/r. Podobne założenia mamy dla obszaru GW. Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 4Q'24 być wyższy r/r. Zakładamy niższy r/r poziom korekt między segmentowych. Na poziomie skonsolidowanym w 4Q'24 spodziewamy się 461 mln PLN przychodów (+20% r/r) oraz 18,0 mln PLN EBIT (-12% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 10,4 mln PLN (+25% r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** Wyniki całego 2024 będą wyraźnie niższe r/r (szczególnie zawiódł segment prefabrykacji). Istotnej poprawy oczekujemy w 2025 roku (wyższy backlog, poprawa sytuacji w prefabrykacji, istotna kontrybucja deweloperki).

Produkcja grupy [m3]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	383,0	461,2	20,4%	1 566,2	1 684,9	7,6%	1 904,4	13,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	58,4	52,3	-10,4%	263,5	178,9	-32,1%	239,4	33,8%
Zysk na sprzedaży	24,6	18,0	-26,6%	112,1	52,9	-52,8%	104,5	97,4%
EBITDA	27,9	25,6	-8,2%	139,4	95,3	-31,6%	135,9	42,6%
EBIT	20,5	18,0	-12,2%	110,4	64,5	-41,5%	104,5	61,9%
Zysk brutto	3,9	12,9	233,9%	81,8	44,8	-45,3%	86,2	92,5%
Zysk netto	8,4	10,4	24,7%	69,1	33,9	-50,9%	68,8	102,8%
Marża brutto ze sprzedaży	15,2%	11,3%		16,8%	10,6%		12,6%	
Marża na sprzedaży	6,4%	3,9%		7,2%	3,1%		5,5%	
marża EBITDA	7,3%	5,6%		8,9%	5,7%		7,1%	
marża EBIT	5,4%	3,9%		7,0%	3,8%		5,5%	
marża netto	2,2%	2,3%		4,4%	2,0%		3,6%	

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)

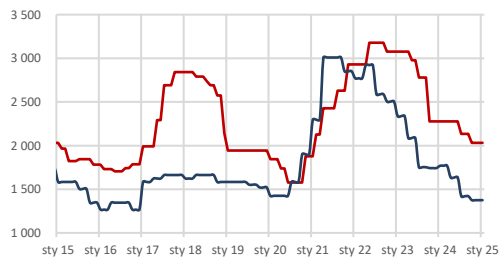
Rekomendacja z dnia 8 maja 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	32,8	P/E	14,2	10,6	7,8	6,7
MC [mln PLN]*	709,8	EV/EBITDA	5,9	5,0	4,5	4,0
		EV/EBIT	8,1	6,6	6,1	5,2
		P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8

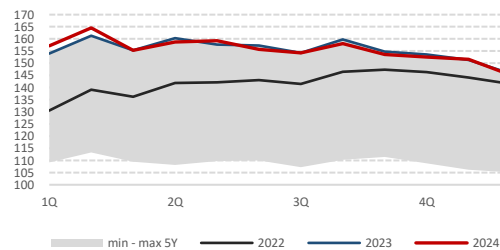
*po skorygowaniu o akcje własne

- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 4Q'24 odnotował lekkie spadki (-1% r/r, -3% q/q). Od 2022/23 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, poliole) stopniowo spadają. Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN (który jednocześnie wywiera presję na przychody – duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).
- Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki Seleny FM w 2023 roku i na początku 2024 były pod presją spadających wolumenów. W 2Q'24 dynamika przychodów była dodatnia po raz pierwszy od 4Q'22, jednak już 3Q'24 nie potwierdził trwałości tej tendencji. Rentowność brutto ze sprzedaży w 1-3Q'24 była na bardzo dobrych poziomach (34,2%, najwyżej od 1-3Q'20). W 1-3Q'24 spółka miała 156 mln PLN EBITDA (+21% r/r) Dług netto po 3Q'24 wyniósł do 201 mln PLN (dn/EBITDA=1,1x; 150 mln PLN po skorygowaniu o pożyczki dla głównego akcjonariusza)
- Prognoza na 4Q'24.** 4Q jest sezonowo, obok 1Q, słabszym okresem roku. Spodziewamy się pozytywnego wpływu otoczenia kosztowego i wyraźniej lepszej rentowności r/r. EBITDA skoryg. w 4Q'24 prognozujemy na 18 mln PLN vs 0 mln PLN rok temu (wynik raportowany był wtedy wsparty przez +19 mln PLN na saldzie pozostałej działalności). Zakładamy ujemny wpływ różnic kursowych netto. Na poziomie wyniku netto prognozujemy -2,2 mln PLN.
- Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku spodziewamy się 1,83 mld PLN przychodów oraz 179 mln PLN EBITDA i 91 mln PLN (wzrost pochodną założenia m.in. braku istotnych różnic FX). Liczymy na początek stopniowej odbudowy wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją (poprawa koniunktury w Europie przy obniżkach stóp procentowych). Od 2H'25 do wyników powinna kontrybuować fabryka JV na Węgrzech. Spółka stara się rozwijać ofertę w kierunku wyższych marżowych produktów, co powinno „chronić” marżę w przypadku powrotu presji cenowej na surowcach. Największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjskim.

Ceny MDI oraz Polioli [EUR/t]



Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg (MDI), Selenia FM, chemanalyst.com (poliole)

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

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	422,1	422,4	0,1%	1 778,4	1 779,9	0,1%	1 827,8	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	112,1	130,9	16,8%	550,1	595,2	8,2%	613,3	3,1%
Zysk na sprzedaży	-10,6	7,3	---	89,9	130,4	45,0%	136,0	4,3%
EBITDA	19,3	18,0	-6,3%	148,5	173,9	17,1%	178,6	2,7%
EBIT	8,4	7,3	-13,4%	108,1	130,4	20,6%	133,5	2,4%
Zysk brutto	-17,1	-2,7	---	55,3	88,0	59,2%	114,3	29,8%
Zysk netto	-11,6	-2,2	---	50,1	67,0	33,7%	91,2	36,1%
Marża brutto ze sprzedaży	26,6%	31,0%		30,9%	33,4%		33,6%	
Marża na sprzedaży	-2,5%	1,7%		5,1%	7,3%		7,4%	
marża EBITDA	4,6%	4,3%		8,4%	9,8%		9,8%	
marża EBIT	2,0%	1,7%		6,1%	7,3%		7,3%	
marża netto	-2,8%	-0,5%		2,8%	3,8%		5,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ŚNIEŻKA

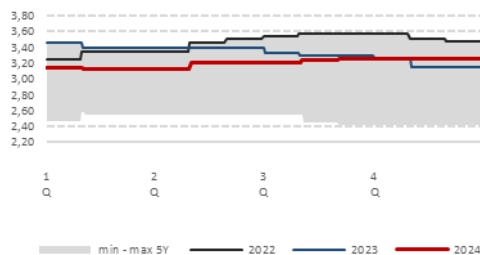
Kupuj, TP 93,1/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 1 marca 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	82,2	P/E	13,4	16,3	14,5	12,8
MC [mln PLN]	1 037,2	EV/EBITDA	8,1	9,1	8,3	7,5
		EV/EBIT	10,7	12,4	11,2	9,7
		P/BV	3,0	2,8	2,5	2,3

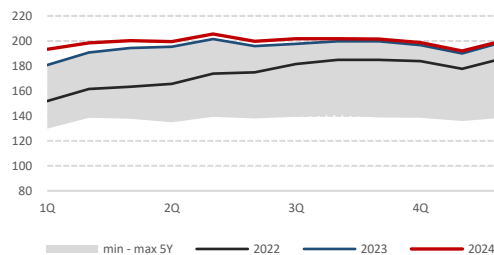
- Otoczenie rynkowe.** Ceny farb na rynku polskim w 4Q'24 wg PSB zmieniły się symbolicznie (-1% q/q i +1% r/r). Jednocześnie nadal korzystniejsze r/r pozostawały ceny głównych surowców (dodatkowo sprzyja kurs PLN vs EUR). Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 4Q'24 wynosił średnio -2,1 pkt (vs +1,4 pkt w 1-3Q'24 i -3,0 pkt w 4Q'23), na Węgrzech w 4Q'24 było to średnio -26,6 pkt (vs -30,0 pkt rok temu).
- Wyniki za ostatnie okresy.** W 1Q'24 na sprzedaż w Polsce, jednorazowo negatywnie, wpłynęła zmiana modelu dystrybucyjnego spółki w kanale hurtowym (start sprzedaży bezpośredniej do największych sklepów detalicznych). W 2-3Q'24 spółka miała już porównywalną r/r sprzedaż w Polsce, słabo natomiast nadal wyglądały Węgry a od połowy 2Q'24 na rynku ukraińskim odczuwalne zaczęło być osłabienie (związane m.in. z nową mobilizacją do wojska).
- Prognoza na 4Q'24.** Sezonowo 4Q jest najsłabszy w roku. Zakładamy, że w 4Q'24 spółka miała neutralną dynamikę na rynku polskim oraz dwucyfrowe spadki r/r w Ukrainie i Węgrzech. Łącznie spodziewamy się, że przychody mogą być spaść o -6% r/. Oczekujemy podtrzymania trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że lekko wyższe r/r będą koszty SG&A. Na poziomie EBITDA szacujemy wynik na 12,9 mln PLN (vs 14,3 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy -1,0 mln PLN vs +0,6 mln PLN w 4Q'23).
- Prognoza średnioterminowa.** W marcu'24 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%. Rynek farb w 2024 w Polsce wolumenowo spadał już czwarty rok z rzędu. Scenariusz bazowy na 2025 rok to co najmniej stabilizacja (rynek to głównie popyt remontowy, zakładamy lekką poprawę nastrojów konsumenckich i powrót naturalnego popytu odtworzeniowego, który zachwiany został w okresie covidowym). Zwracamy uwagę, że wyniki 1Q'25 powinny być istotnie lepsze r/r (kwestia zmian w dystrybucji w 1Q'24). Zakładamy, że Śnieżka w 2025 roku wypracuje 832 mln PLN przychodów (+5% r/r), 147 mln PLN EBITDA oraz 72 mln PLN zysku netto.

Biel tytanowa [EUR/kg]



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Indeks cen farb na rynku polskim



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

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	152,7	142,9	-6,4%	857,8	790,6	-7,8%	832,2	5,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,8	70,2	-2,3%	384,2	388,3	1,1%	408,2	5,1%
Zysk na sprzedaży	5,5	3,4	-37,9%	120,1	103,9	-13,5%	111,2	7,0%
EBITDA	14,3	12,9	-9,7%	159,4	139,4	-12,6%	146,6	5,1%
EBIT	5,1	3,4	-32,9%	121,0	101,8	-15,8%	109,4	7,4%
Zysk brutto	0,9	-1,1	---	101,0	82,8	-18,0%	91,6	10,6%
Zysk netto	0,6	-1,0	---	77,6	63,7	-18,0%	71,5	12,3%
Marża brutto ze sprzedaży	47,0%	49,1%		44,8%	49,1%		49,0%	
Marża na sprzedaży	3,6%	2,4%		14,0%	13,1%		13,4%	
marża EBITDA	9,3%	9,0%		18,6%	17,6%		17,6%	
marża EBIT	3,4%	2,4%		14,1%	12,9%		13,1%	
marża netto	0,4%	-0,7%		9,1%	8,1%		8,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TORPOL**Akumuluj, TP 37,3/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 sierpnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	37,1	P/E	8,4	14,1	12,4	10,4
MC [mln PLN]	852,2	EV/EBITDA	3,0	7,1	4,7	3,6
		EV/EBIT	3,7	9,7	6,4	4,6
		P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4

- **Backlog.** Po 3Q'24 portfel Torpolu wynosił 4,00 mld PLN (vs 3,01 mld PLN rok wcześniej i 4,19 mld PLN po 2Q'24). Około połowy portfela stanowi kontrakt w Katowicach, na którym w końcówce 3Q'24 rozpoczęły się prace budowlane.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W poszczególnych kwartałach 1-3Q'24 marża brutto ze sprzedaży po raz pierwszy od 1H'21 była jednocyfrowa. Rozpoczęcie nowych kontraktów (na części spółka nie otrzymała zaliczek) przełożyło się w ostatnich kwartałach na istotny wzrost zaangażowanego kapitału obrotowego.
- **Prognoza na 4Q'24.** Spodziewamy się w 4Q'24 istotnie wyższych przychodów r/r, przy zdecydowanie niższych r/r marżach. W ubiegłym roku spółka rozpoznawała jeszcze wysokie przeszacowania w górę wyceny kontraktów. Obecnie portfel bazuje głównie na kontraktach w początkowej fazie realizacji. Uważamy, że poziom marży w 4Q'24 może być nieco niższy niż w 3Q'24 czy 1-3Q'24 (spółka raczej ostrożnie będzie podchodzić początkowo do rozpoznawania marży na Katowicach, jednak zwracamy uwagę, że kontrakt był zdobyty z 3. miejsca a ofertowany w okresie wysokich oczekiwań inflacyjnych). Zakładamy, że 4Q'24 będzie przychodowo ok 18% wyższy r/r (495 mln PLN), natomiast EBIT spadnie do 24,5 mln PLN a zysk netto do 20,8 mln PLN. Oczekujemy nieco słabszej pozycji gotówkowej vs 3Q'24 (ok 200 mln PLN gotówki netto, czyli połowę mniej r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy w całym 2025 roku obecnie 1,66 mld PLN przychodów (+18% r/r, przy utrzymaniu marży w okolicy 8%) oraz 68,6 mln PLN zysku netto (+13% r/r).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	418,7	495,0	18,2%	1 091,8	1 400,9	28,3%	1 656,5	18,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	61,2	38,0	-37,9%	158,0	115,2	-27,1%	129,4	12,3%
Zysk na sprzedaży	48,2	25,0	-48,1%	113,8	70,6	-38,0%	82,2	16,5%
EBITDA	54,8	30,8	-43,8%	138,7	92,4	-33,4%	108,7	17,6%
EBIT	48,9	24,5	-49,9%	113,9	67,1	-41,1%	80,7	20,3%
Zysk brutto	51,5	25,7	-50,0%	129,2	75,3	-41,7%	84,7	12,5%
Zysk netto	40,9	20,8	-49,0%	101,9	60,5	-40,7%	68,6	13,4%
Marża brutto ze sprzedaży	14,6%	7,7%		14,5%	8,2%		7,8%	
Marża na sprzedaży	11,5%	5,1%		10,4%	5,0%		5,0%	
marża EBITDA	13,1%	6,2%		12,7%	6,6%		6,6%	
marża EBIT	11,7%	4,9%		10,4%	4,8%		4,9%	
marża netto	9,8%	4,2%		9,3%	4,3%		4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

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

- **Backlog.** Portfel po 3Q'24 wynosił 3,50 mld PLN (+1% r/r, -6% q/q). Po 4Q'24 szacujemy, że spadł do ok 3,1 mld PLN.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 1Q'24 wynik została wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości, w 2-3Q'24 spółka pokazała dobre marże w infrastrukturze, wyraźniejsza poprawę odnotowano w 3Q'24 w kubaturze, natomiast sporą stratę w 2Q'24 miał jeszcze segment energ-przemysłowym (w 3Q'24 wynik już bliski zera).
- **Prognoza na 4Q'24.** Spodziewamy się w 4Q'24 733 mln PLN przychodów (+23% r/r, istotny wzrost w infrastrukturze). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy 5,6%, co oznacza wzrost r/r (vs -14,1% rok temu – spółka wykazała wtedy straty w każdym segmencie poza deweloperką), ale spadek q/q (w 3Q'24 było to 10,0% - w 4Q'24 o blisko połowę niższa będzie kontrybucja deweloperki). Zakładamy EBIT na poziomie 11,1 mln PLN (vs -136,7 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje stratę -4,5 mln PLN zysku (po wyłączeniu zysków mniejszości). Spodziewamy się, że zadłużenie netto spadnie sezonowo o kilkadziesiąt mln PLN vs 3Q'24 (zakładamy ok 140 mln PLN długu netto na koniec roku).
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka jest nadal na etapie porządkowania biznesu (od początku roku D. Blocher przeszedł do RN, a zastąpił go dotychczasowy CFO A. Sterczyński). Oczekujemy w najbliższych czasie m.in. na finalne decyzje w sprawie segmentu modułowego. Nowego podejścia wymaga także segment deweloperski (m.in. patowa kwestia dalszych etapów projektu JV w Poznaniu sprawa, że spółka realny bank ziemi pod przyszłe projekty opiera o Radom i punktowe inwestycje w Warszawie/Trójmieście). W obszarze budowlanym spółka chce opierać wzrost głównie na infrastrukturze (także wejście w segment kolejowy w konsorcjach) i energetyce. W kubaturze priorytetem raczej nie będzie wzrost a rentowność i dywersyfikacja portfela. W 2025 roku zakładamy poprawę łącznych wyników w segmentach budowlanych, a z kolei słabszy rezultat w deweloperce (spadek liczby przekazanych mieszkań)

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	596,5	732,5	22,8%	2 429,8	2 558,2	5,3%	2 541,8	-0,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	-84,1	41,1	---	-37,8	165,7	---	175,8	6,1%
Zysk na sprzedaży	-121,6	11,1	---	-124,6	63,4	---	68,2	7,5%
EBITDA	-129,4	19,3	---	-109,4	200,7	---	98,9	-50,7%
EBIT	-136,7	11,1	---	-137,8	170,3	---	68,2	-60,0%
Zysk brutto	-155,7	-4,9	---	-177,3	126,6	---	42,9	-66,1%
Zysk netto	-135,4	-4,5	---	-165,9	42,0	---	33,3	-20,8%
Marża brutto ze sprzedaży	-14,1%	5,6%		-1,6%	6,5%		6,9%	
Marża na sprzedaży	-20,4%	1,5%		-5,1%	2,5%		2,7%	
marża EBITDA	-21,7%	2,6%		-4,5%	7,8%		3,9%	
marża EBIT	-22,9%	1,5%		-5,7%	6,7%		2,7%	
marża netto	-22,7%	-0,6%		-6,8%	1,6%		1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ZUE**Trzymaj, TP 11,0/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 sierpnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	9,8	P/E	10,7	---	---	---
MC [mln PLN]	224,8	EV/EBITDA	2,0	---	---	---
		EV/EBIT	3,0	---	---	---
		P/BV	1,1	---	---	---

*prognozy w aktualizacji

- **Backlog.** Portfel wynosił po 3Q'24 1,23 mld PLN (-40% r/r, -16% q/q). W 4Q'24 spółka nie pozyskała żadnych istotnych kontraktów, nie ma także istotnych przetargów z wybraną najkorzystniejszą ofertą. Ma natomiast złożoną najniższą cenę w przetargach PKP PLK: i) na 0,30 mld PLN oraz ii) w konsorcjum na 1,00 mld PLN (z tego 50% dla ZUE, część zasadnicza to 22% a 78% wartości to opcje).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała rekordowy 2023 rok (głównie dzięki stronie przychodowej). W 1-3Q'24 spółka miała lekko dodatnią dynamikę przychodów (gł. kwestia dużego przerobu na kontrakcie na zajezdnię tramwajową Annapol w 1H'24) i podobnie wyższą r/r marżę (częściowo kwestia ugody na jednym z kontraktów kolejowych w 2Q'24).
- **Prognoza na 4Q'24/średnioterminowe.** W samym 4Q'24 spółka ukończyła kontrakt na zajezdnię Annapol. Finalizowane są także stare kontrakty dla PKP PLK z 2017, które z różnych powodów były problematyczne. Jesteśmy w trakcie aktualizacji naszych założeń. Prognozy na 4Q'24 przedstawimy w najbliższym czasie w osobnym materiale w ramach GPW PWPA.
- **Prognoza średnioterminowa.** Portfel spółki w ostatnich kwartałach systematycznie spadał (po 4Q'24 może on być około połowę niższy niż szczyt z 3Q'23, kiedy przekraczał 2,0 mld PLN). W ostatnich miesiącach PKP PLK rozpoczęła istotną ilość nowych postępowań przetargowych, jednak terminy składania ofert przez wykonawców były systematycznie przesuwane. Obecnie duża ilość terminów przypada na okres II-III'24. Zakładając kilkumiesięczny okres na wybór zwycięskich ofert i odwołania, można przyjmować, że kontrakty w optymistycznym scenariuszu wejdą do realizacji najwcześniej w 4Q'25. Strategia spółka zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (np. Rumunia, kraje bałtyckie, Niemcy), aby ograniczyć ryzyko zależności od rynku polskiego.

Prognozy wyników na 4Q'2024 – w trakcie aktualizacji

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	583,5	---		1 484,1	---		---	
Zysk brutto ze sprzedaży	25,8	---		55,9	---		---	
Zysk na sprzedaży	17,6	---		25,6	---		---	
EBITDA	20,9	---		45,2	---		---	
EBIT	17,2	---		30,4	---		---	
Zysk brutto	15,4	---		28,9	---		---	
Zysk netto	10,9	---		21,0	---		---	
Marża brutto ze sprzedaży	4,4%			3,8%				
Marża na sprzedaży	3,0%			1,7%				
marża EBITDA	3,6%			3,0%				
marża EBIT	2,9%			2,0%				
marża netto	1,9%			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
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: 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
[grv komputerowe](#)

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedecjus

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprecentowane 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
 Poszczególne 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: 2025-01-31

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-01-31 (11:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-03-01

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 wahaniom 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 ujawnieniu.

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.

Investor 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 2025-01-31:

	BUDIMEX	DECORA	DEKPOL	ELEKTROTIM	EBRUD	INSTAL.KRAKÓW	MIRUD	MOSTOSTAL.ZABRZE	ONDÉ	PEKABEX	TORPOL	UNIBEP	ZUE	FERRO	KĘTY	SELENA FM	SNIEŻKA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	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
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
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
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	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
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
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
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
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	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	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
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
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

*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.