



ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

W 3Q'24 ZUE pokazało ujemną dynamikę przychodów r/r i taka tendencja utrzyma się w naszej ocenie przez kilka kolejnych kwartałów. Relacja portfela do przychodów jest najniższa od kilkunastu lat. Perspektywy jego wzmocnienia zaczęły się jednak poprawiać w ostatnich miesiącach, przy czym tempo procedowania przetargów wskazuje, że nowe umowy mogą mieć już jedynie marginalny wpływ na przychody 2025 roku. Spółka ma dwie nowe oferty dla PKP PLK na łącznie ok. 0,8 mld PLN. Na najbliższe miesiące harmonogram PKP PLK przewiduje złożenie ofert w przetargach na >21 mld PLN (lista ->s.7). ZUE dobrze pozycjonuje się także pod spodziewane ożywienie inwestycyjne na rynku tramwajowym (zarezerwowane istotne środki unijne). Spółka buduje także ekspozycję na rynki zagraniczne (terminy realizacji kontraktów spółki w Rumunii zostały wydłużone do 2026 roku). Kluczowe dla kreacji wartości jest przede wszystkim zbudowanie trwale rentownego portfela kolejowego (po finalnym wyjściu ze słabych kontraktów w poprzedniej perspektywie budżetowej). Przy naszych obecnych założeniach (powrót >1 mld PLN przychodów od 2026 roku oraz poprawa rentowności) cenę docelową ZUE wyznaczamy na poziomie 11,0 PLN, co implikuje pozostawienie rekomendacji Trzymaj (poprzednio: Trzymaj, 11,0 PLN). Zakładamy, że w najbliższych tygodniach kurs spółki może być wrażliwy na informacje z ofertowania kolejnych przetargów PKP PLK (obecnie będą to głównie duże jednostkowo przetargi – spodziewamy się, że ZUE będzie startować w konsorcjach). Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania roszczeń i waloryzacji od PKP PLK (złożone pozwy o równowartości ok. 5,5 PLN/akcję).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'24 spółka miała 921 mln PLN przychodów (+2% r/r) oraz 6,9 mln PLN zysku netto (-32% r/r). W samym 3Q'24 ZUE miało 304 mln PLN przychodów (-15% r/r, ujemna dynamika pierwszy raz od 4Q'21) oraz -0,2 mln PLN straty netto (niska marża brutto ze sprzedaży na poziomie 2,3%). Na koniec 3Q'24 dług netto wynosił 73 mln PLN (mocny spływ gotówki powinien nastąpić sezonowo w 4Q'24). W 4Q'24 ciężko może być się mierzyć z ubiegłoroczną wysoką bazą wynikową.

Portfel

Portfel po 3Q'24 wynosił 1,23 mld PLN (vs 2,05 mld PLN rok wcześniej). Spółka ma dwie najniższe oferty dla PKP PLK na łącznie ok. 0,8 mld PLN, oferty są w pobliżu budżetów inwestora. Na najbliższe miesiące harmonogram PKP PLK przewiduje złożenie ofert w przetargach na >21 mld PLN (przy czym należy zakładać, że terminy ofertowania będą się jednak przesuwają). W dalszej części roku mają zostać ogłoszone kolejne przetargi (PLK zapowiada po 15 mld PLN w 2025 i 2026 roku). Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce (głównie kontrakt Będzin-Katowice), a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie. W portfelu nie znajdują się już słabe kontrakty dla PKP PLK podpisane w 2017 roku. Potencjalne ryzyko może stanowić ewentualnie jeszcze finalne rozliczenie kontraktu na zajezdnię Annopol (kontrakt formalnie zakończył się w X'24, ale w kolejnych miesiącach prowadzone były prace poprawkowe, kontrakt podpisany był kilka miesięcy przed wybuchem wojny w Ukrainie).

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka posiada ekspozycję na rynek kolejowy (Polska, Rumunia + potencjalnie inne kraje) oraz tramwajowy i w niewielkim zakresie także na drogi lokalne (EnergoPol). W przeszłości planowano także wejście na rynek PSE. Przez ostatnie lata spółka ma ok 5% udziału w rocznych nakładach na budownictwo PKP PLK. Do tego dochodzą inni odbiorcy (właściciele bocznic, miasta, rynki zagraniczne – średnio przez ostatnie lata 0,4 mld PLN/rok, przy dużej zmienności).

Prognozy wyników, wskaźniki

ZUE miało rekordowy przychodowo 2023 rok (zysk netto był minimalnie niższy niż w 2011 roku). Ze względu na kończenie starych kontraktów widoczność wyników 4Q'24 może być ograniczona. Estymujemy, że w 2024 roku spółka miała 1,29 mld PLN przychodów oraz 9,7 mln PLN zysku netto (istotny spadek r/r wyników w 4Q'24). Obecnie relacja portfela do przychodów za ostatnie 4Q jest na niskim historycznie poziomie. Perspektywa odbudowy backlogu w ostatnich miesiącach się poprawiła, ale nowe kontrakty nawet w optymistycznym scenariuszu mogą mieć już ograniczony wpływ na 2025 rok. W latach 2025/26 zakładamy odpowiednio 0,84 / 1,07 mld PLN przychodów oraz 6,9 / 17,2 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=8,6x na 2025 rok i 5,1x na 2026 rok.

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	921,4	1 484,1	1 286,5	837,6	1 065,7	1 319,0
EBITDA [mln PLN]	31,9	45,2	33,3	26,2	40,4	52,8
EBIT [mln PLN]	18,1	30,4	17,6	9,7	23,6	36,1
Wynik brutto [mln PLN]	22,1	28,9	11,5	8,7	21,7	35,1
Wynik netto [mln PLN]	16,4	21,0	9,7	6,9	17,6	28,4
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-14,6	-134,2	11,5	-33,7	-50,6	-72,4
P/BV	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
P/E	15,7	12,3	26,6	37,3	14,7	9,1
EV/EBITDA	7,6	2,7	8,1	8,6	5,1	3,5
EV/EBIT	13,4	4,1	15,3	23,2	8,8	5,1
DPS [PLN/akcję]	0,15	0,07	0,21	0,11	0,15	0,38

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 11,0 PLN

19 LUTY 2025, 08:48 CEST

Wycena DCF [PLN]	10,9
Wycena porównawcza [PLN]	11,7
Wycena końcowa [PLN]	11,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-1,6%
Koszt kapitału	15,3%
Cena rynkowa [PLN]	11,20
Kapitalizacja [mln PLN]	257,9
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	11,20
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7,02
Stopa zwrotu za 3 mc	48,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	5,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	14,8%

Struktura akcjonariatu:

Nowak Wiesław	62,5%
Bankowy OFE	8,6%
Generali OFE	6,3%
ZUE	1,1%
Pozostali	21,4%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	4
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	13
DANE FINANSOWE	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	10,9
Wycena metodą porównawczą	20%	11,7
Wycena 1 akcji [PLN]		11,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,80%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 19 lutego 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	837,6	1 065,7	1 319,0	1 416,2	1 430,4	1 444,7	1 459,1	1 473,7	1 488,5	1 503,4
EBIT [mln PLN]	9,7	23,6	36,1	42,0	44,0	46,1	48,2	49,0	49,7	50,5
Stopa podatkowa	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,9	4,5	6,9	8,0	8,4	8,8	9,2	9,3	9,4	9,6
NOPLAT [mln PLN]	7,7	19,2	29,3	34,0	35,7	37,4	39,1	39,7	40,3	40,9
Amortyzacja [mln PLN]	16,5	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,8	16,8
CAPEX [mln PLN]	-15,6	-16,5	-16,7	-16,7	-16,7	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	44,4	0,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	53,0	19,6	28,9	34,3	35,6	37,3	39,0	39,6	40,3	40,9
DFCF [mln PLN]	47,2	15,2	19,6	20,2	18,2	16,6	15,1	13,3	11,7	10,3
Suma DFCF [mln PLN]	187,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	289,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	72,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	260,1									
Dług netto 2024P [mln PLN]	11,5									
Akcje własne [mln PLN]	3,0									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,4									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	250,1									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	10,9									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	-34,9%	27,2%	23,8%	7,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-45,2%	144,4%	52,8%	16,2%	4,8%	4,7%	4,6%	1,5%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	-139,6%	-63,0%	47,7%	18,5%	3,9%	4,7%	4,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBITDA	3,1%	3,8%	4,0%	4,1%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża EBIT	1,2%	2,2%	2,7%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%
Marża NOPLAT	0,9%	1,8%	2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
CAPEX / Przychody	1,9%	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	94,7%	98,9%	100,3%	100,1%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9,9%	-0,1%	0,1%	-0,3%	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Premia za ryzyko	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Udział kapitału własnego	89,5%	92,4%	94,6%	96,1%	97,4%	98,8%	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	10,5%	7,6%	5,4%	3,9%	2,6%	1,2%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,3%	14,6%	14,8%	14,9%	15,1%	15,2%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
	0,8	0,00%	1,00%	2,00%		7,5%	0,00%	1,00%	2,00%		7,5%	0,9	1,0	1,1
beta	0,9	11,4	11,6	12,0	Premia za ryzyko	8,5%	11,4	11,7	12,0	Premia za ryzyko	8,5%	12,5	11,7	11,0
	1,0	10,6	10,9	11,1		9,5%	10,6	10,9	11,1		9,5%	11,6	10,9	10,2
	1,1	10,0	10,2	10,4		10,5%	9,9	10,1	10,4		10,5%	10,9	10,1	9,5
	1,2	9,4	9,6	9,8		11,5%	9,4	9,5	9,7		11,5%	10,2	9,5	8,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

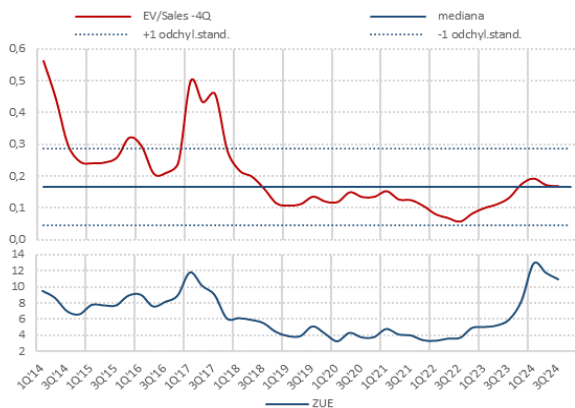
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2025-27 (33% wagi dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 11,7 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	20,1	16,7	14,3	10,9	8,8	7,3
Mirbud	11,6	10,5	8,7	5,9	5,6	4,5
Torpol	12,9	9,9	9,4	5,0	3,5	3,1
Trakcja	26,6	18,5	14,2	9,7	7,9	6,5
Mediana	16,5	13,6	11,8	7,8	6,8	5,5
ZUE	37,3	14,7	9,1	8,6	5,1	3,5
Premia/dyskonto do mediany	125%	8%	-23%	10%	-24%	-36%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	5,0	10,4	14,6	10,3	14,1	15,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		10,0			13,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	11,7					

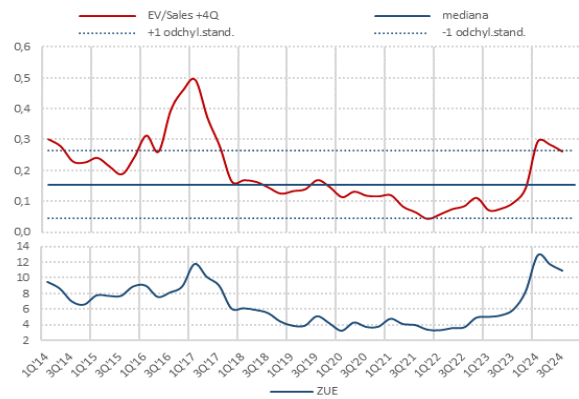
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ZUE EV/Sales (-4Q) oraz kurs w PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

ZUE EV/Sales (+4Q) oraz kurs w PLN

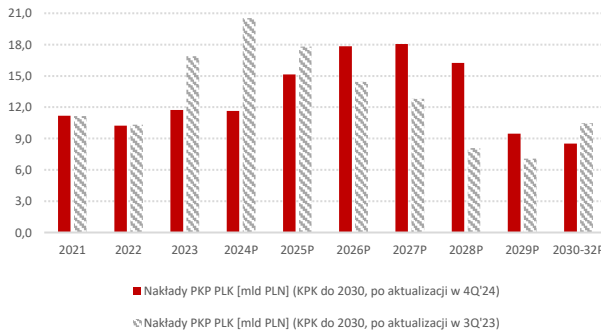


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

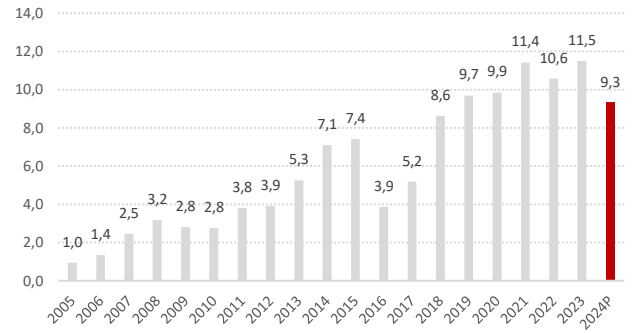
W październiku'24 zaktualizowano Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032 (poprzednia wersja pochodziła z sierpnia 2023). Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2024-30 wyniosą 97 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowy będzie 2027 rok na poziomie 18,0 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano w ...2024 roku). Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku miały wynieść 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku). MI zapowiedziało w lutym, że w sektorze kolejowym w 2025 roku uruchomione mają zostać przetargi o łącznej wartości ok. 16 mld PLN (1300 km linii) – [link](#).

Planowane nakłady PKP PLK zapisane w KPK do 2030 roku [mld PLN netto]



Źródło: DM BDM S.A., KPK, *w 2030 roku ujęto część nakładów przewidzianych także na 2031-32

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



Źródło: DM BDM S.A., raporty roczne PKP PLK

Po dłuższej przerwie, od przełomu 3/4'24 PKP PLK zaczęła ogłaszać duże postępowania na kontrakty budowlane. PKP PLK zapowiadała ogłoszenie w 2024 roku przetargów o łącznej wartości 17 mld PLN, formalnie część postępowań została ogłoszona dopiero w styczniu'25. Natomiast w latach 2025-26 ma to być po 15 mld PLN nowych przetargów rocznie ([link](#)).

Podobnie jak w okresie 2015-16 (brak nowych przetargów po zakończeniu perspektywy UE 2007-13, zmiany w kadrach po wyborach z 2015 roku), obecnie PKP PLK potrzebowała około roku, aby odblokować rynek przetargowy. Wysyp przetargów w poprzednim cyklu nastąpił w 2H'16 – kontrakty podpisywane były głównie w 2017 roku (umowy te odbiły się później negatywnie na kondycji spółek wykonawczych). Kolejna „hossa” przetargowa nastąpiła po dwóch latach, w 2019 roku. Konkurencja wtedy była wtedy dużo niższa, ponieważ wiele podmiotów było w słabej kondycji po kontraktach z 2017 roku.

Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2025 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)

data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	II oferta	I/II	liczba ofert		
lut 25	LOT-A1-1 Skarżysko Kamienna - Łączna / LOT-A1-2 Łączna - Tumlin	678,1	PNUIK	82%	689,0	ZUE	98%	11
sty 25	LK 25, 74, 78 Stalowa Wola - Tarnobrzeg - Sandomierz - Ocice - Padew	847,4	Swietelsky	92%	879,5	ZUE	96%	11
sty 25	LK 108 Jasło - Nowy Zagórz	991,4	ZUE/Duna	110%	1 043,8	Porr	95%	9
sty 25	LK1 Kozłowski - Częstochowa	513,7	PNUIK	103%	522,4	Trakcja	98%	3
sty 25	LK 132 Pyskowice - Opole Groszowice	105,4	Dolkom/SBM	61%	105,7	Swietelsky	100%	6
sty 25	LK 354 Oborniki Wielkopolskie Most - Oborniki Wielkopolskie	99,9	Porr	89%	103,6	Primost Pld.	96%	10
sty 25	LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”	163,9	Torpol	65%	177,2	Mirbud	93%	13
suma/średnia		3 399,7		86%	3 521,1		97%	9,0

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto (z uwzględnieniem opcji)

Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2024 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)

data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	II oferta	I/II	liczba ofert		
gru 24	LK 355 Ostrów Wielkopolski - Grabowo Wielkie - Etap II	85,9	Infrakol/Trakcja S./LWZ	67%	89,6	Torhamer	96%	10
gru 24	LK 144 Fosowskie - Opole Główne	52,4	Porr	77%	55,9	Torhamer/Trans-Tel	94%	6
lis 24	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łapy	329,1	ZUE	95%	348,9	Torhamer/Rajbud	94%	15
wrz 24	LK 356 Wągrowiec – Golańcz - granica województwa	197,9	Porr	145%	201,9	ZUE	98%	14
sie 24	Łowicz Główny - Skierniewice LK 11	82,6	Track Tec	83%	84,6	Torhamer/Rajbud	98%	19
maj 24	Radzice - Radom Główny LK 22 (tor II)	138,0	Skanska	65%	141,1	PNUIK	98%	17
kwi 24	Pisarzowa i Limanowa LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	93,7	PNUIK/Grinea	98%	100,4	Trakcja	93%	5
kwi 24	Przymylnie LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	39,6	Natipol	79%	42,4	PNUIK/Grinea	93%	8
mar 24	LK 4 (Dostosowanie CMK do prędkości 250 km/h)	178,0	SBM	103%	189,7	Trakcja	94%	8
lut 24	LK 3 odc. Poznań Górczyn - Zbąszynek	153,7	DOM	72%	168,3	Track-Tec	91%	14
sty 24	Jedlicze – Szebnie LK 108 na odcinku Jasło - Nowy Zagórz	242,4	Track-Tec/Intop	79%	262,6	Swietelsky	92%	12
sty 24	Odcinek C2 stacja Limanowa LK 104	290,0	Track-Tec/Polbud	172%	303,2	ZUE	96%	9
sty 24	Przebudowa stacji Częstochowa Towarowa	113,7	Porr/Trakcja S.	81%	117,6	SBM	97%	12
suma/średnia		1 997,0		94%	2 106,2		95%	11,5

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto (z uwzględnieniem opcji)

Planowane* terminy złożenie ofert na istotnych przetargach budowlanych PKP PLK [mIn PLN]

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mIn PLN]
LK 202 Gdynia Chylonia – Łębork Faza II	2025-02-21	2024-09-04	> 3000
LK 104 na odcinku A2 i A3 Rabka Zaryte – Mszana Dolna - Fornale	2025-02-21	2024-12-31	ok. 750
LK 201 stacja Maksymilianowo - odcinek 1	2025-02-21	2024-11-26	>1000
C-E 20 Czachówek Wschodni - Pilawa wraz z mostem nad Wisłą	2025-02-21	2024-12-27	ok. 1300
C-E 20 Skierniewice – Czachówek Wschodni	2025-02-21	2025-01-13	ok. 1400
LK 229 Kartuzy - Łębork (EJ)	2025-02-24	2024-12-20	b.d.
LK 7 Warszawa – Otwock – Dęblin – Lublin, etap IIB (W-wa Wawer - Otwock)	2025-02-25	2024-10-04	ok. 1800
LK 622 (odc F+J) Podłęże R401 – Gdów / Podłęże R301 – Podłęże Balachówka	2025-02-28	2025-01-20	ok. 2300
LK 622 (odc H) Szczyrzyc - Tymbark	2025-03-05	2024-09-04	ok. 2000
E 75 Białystok – Elk, faza II	2025-03-06	2025-01-07	ok. 6000
LK 8 Tunel - Kraków	2025-03-10	2025-01-31	b.d.
LK 104 na odcinku C1 Tymbark – Limanowa	2025-03-27	2025-02-17	ok. 1300

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PKP PLK, *terminy mogą ulec przesunięciu

Suma = 21,4 mld PLN

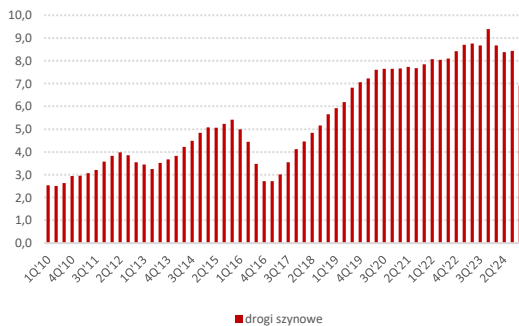
*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert na 12 dużych postępowaniach w lutym i marcu. Należy jednak liczyć się z przesunięciami tych terminów ze względu na dużą liczbę pytań zadawanych zamawiającemu przez potencjalnych wykonawców.

W przypadku przetargów, na których złożono oferty w 1Q'25 średni czas pomiędzy datą wszczęcia postępowania a terminem złożenia oferty wynosił 101 dni (przy czym żadne postępowanie nie przekraczało wartości 1 mld PLN).

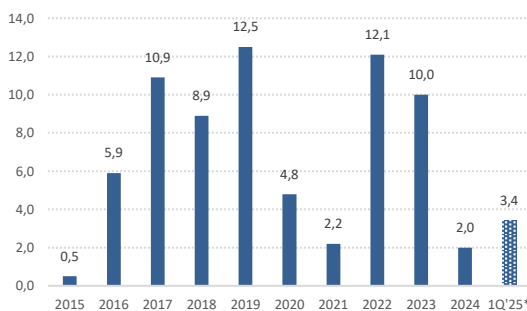
Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Po zmianie rządu priorytetem inwestycji kolejowych CPK pozostaje 480 km linii KDP "Y", łączącej Warszawę oraz Łódź z Poznaniem i Wrocławiem. Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania ma być odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W grudniu'24 otwarto oferty w przetargu na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (najniższa oferta 1,8 mld PLN – Porr / budżet 2,3 mld PLN netto).

Nakłady na drogi szynowe (4Qn) [mld PLN]



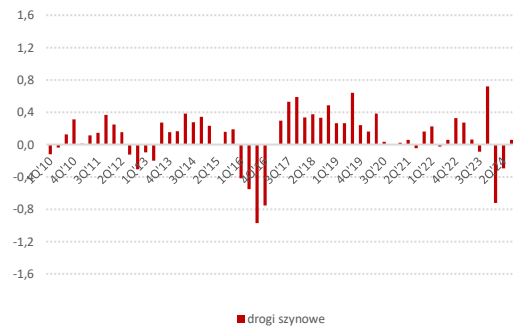
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Wartość złożonych ofert (najniższe ceny) – PKP PLK [mld PLN netto]



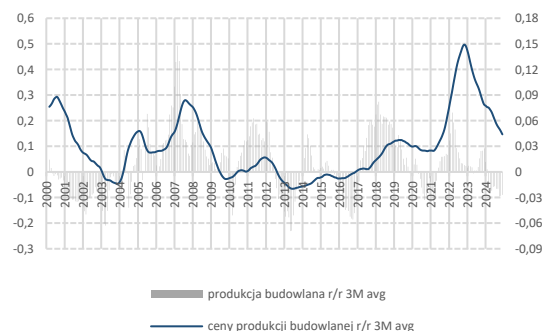
Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK, 2024 – szacunek DM BDM, *1Q'25 – do 18 lutego

Nakłady na drogi szynowe zmiana r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)



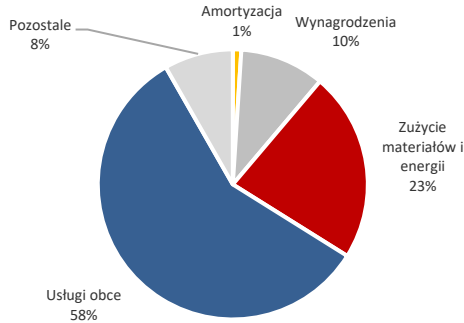
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Inwestycje tramwajowe w Polsce

Obecnie w Polsce systemy tramwajowe posiada 15 ośrodków miejskich. Łączna długość tras tramwajowych to ok. 900 km. Największe systemy funkcjonują w Aglomeracji Śląskiej, Warszawie, Łodzi i Krakowie. Praktycznie wszystkie ośrodki rozwijają lub planują rozwijać swoje systemy poprzez modernizację linii i budowę nowych. Program FENIKS na lata 2021-2027 przewiduje przeznaczenie 2 mld EUR na rozwój transportu miejskiego w polskich aglomeracjach, z czego 1,44 mld EUR na rozbudowę i modernizację infrastruktury, w tym głównie tramwajowej (program zakłada budowę nowych linii tramwajowych o długości ok 95 km i 3 km linii metra, długość przebudowanych linii tramwajowych i metra ma wynieść 126 km do 2029 roku).

STRONA KOSZTOWA

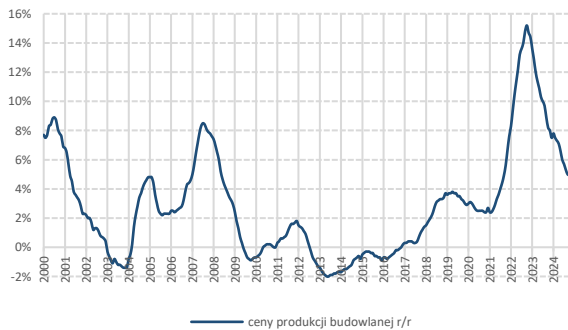
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

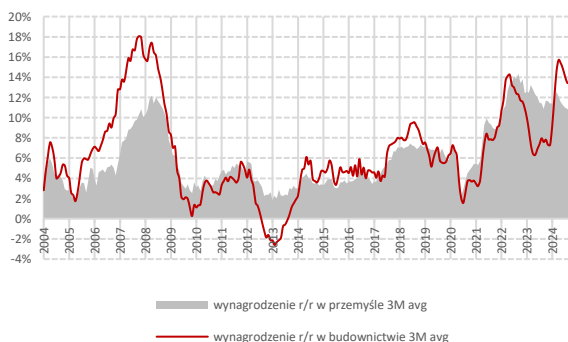


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża. W końcówce 2024 roku miesięczne dynamiki (m/m) zeszły już do poziomu 0,0-0,1% (najniżej od 2017-18). W grudniu 2024 odnotowano wzrost r/r o 3,9% (najniżej od VI'21). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynieryjnym (średnio 0,9 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej).

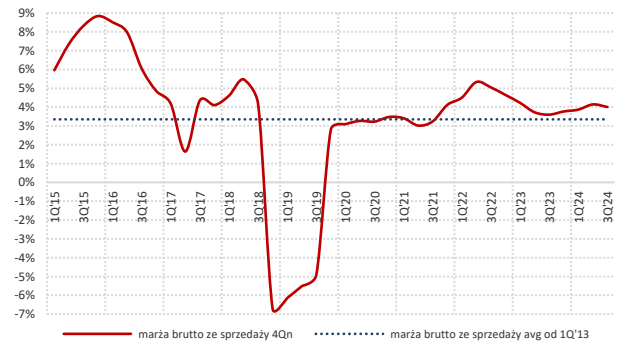
Mimo, że dynamika roczna cen spada już wyraźnie od szczytu, to nadal w 2024 roku były to relatywnie wysokie poziomy w ujęciu r/r. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być nadal niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równoważy je dodatnia dynamika wynagrodzeń (presja ze strony postępującego wzrostu pensji minimalnej).

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce (średnia 3M)



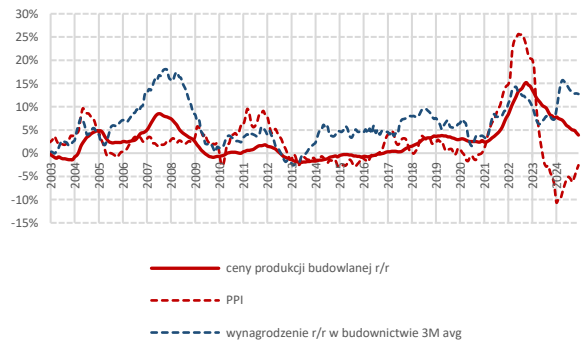
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



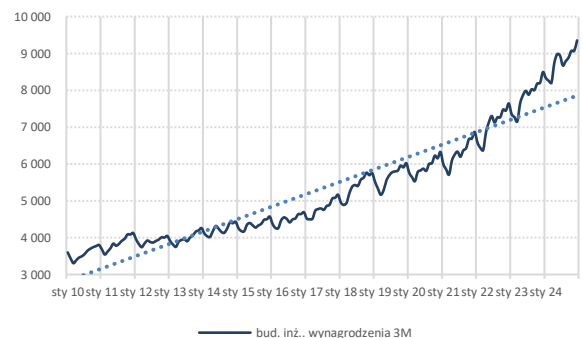
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Przeciętne wynagrodzenie w budownictwie inżynieryjnym (średnia 3M, PLN/m-c)



Źródło: DM BDM S.A., GUS

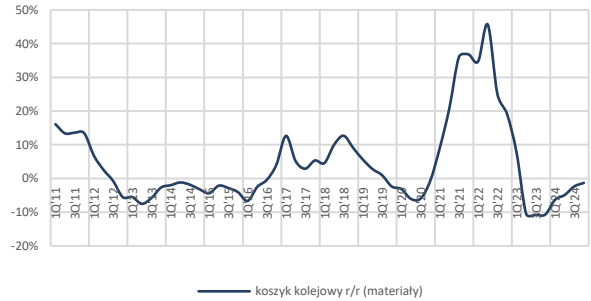
CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w kolei [r/r]*



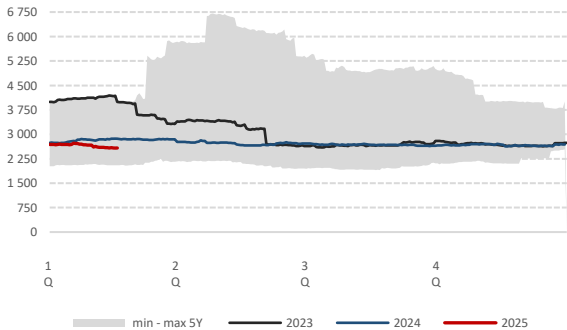
Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

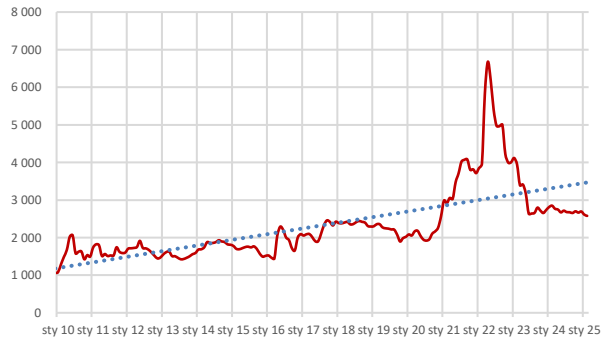
Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 4Q'24 (październik-listopad) wykazały -1% spadek r/r (-2% w 3Q'24). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK dane za 4Q'24 wykazują +1% wzrost r/r (podobnie jak w 3Q'24).

Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów emisji CO2, aczkolwiek od 2Q'23 mamy tu pewną stabilizację (na rekordowych poziomach).

Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]

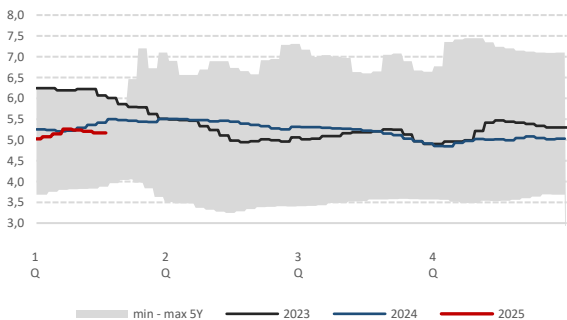


Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]



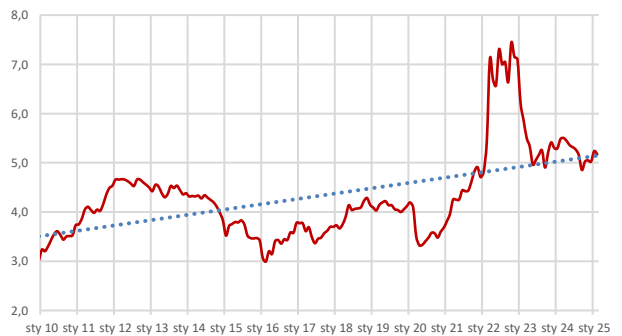
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

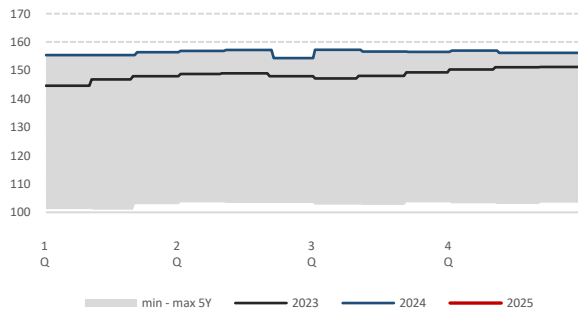
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

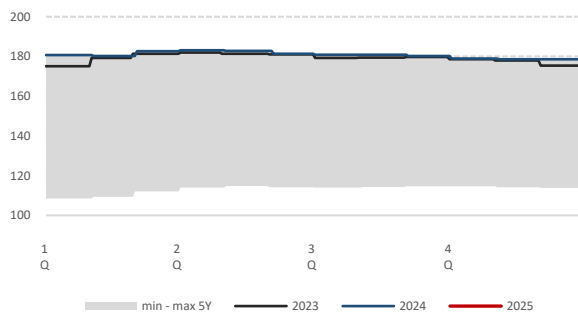
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



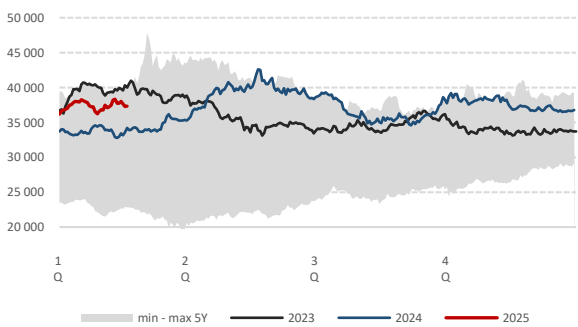
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za XI'24

Cement – indeks GUS*



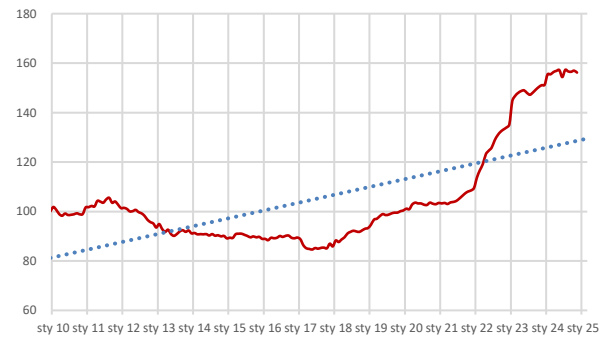
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za XI'24

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



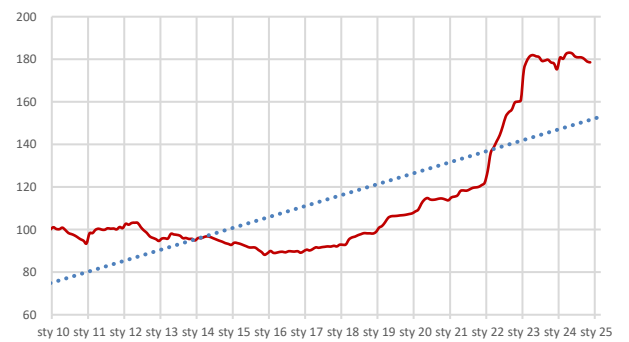
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



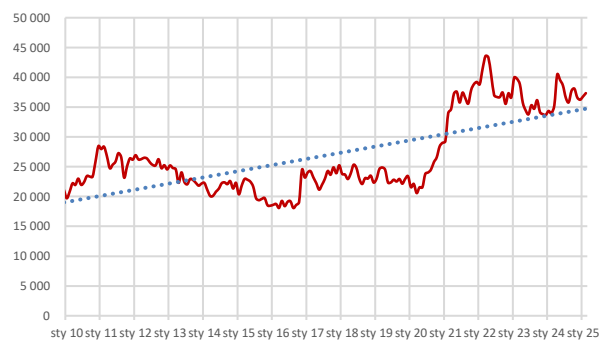
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

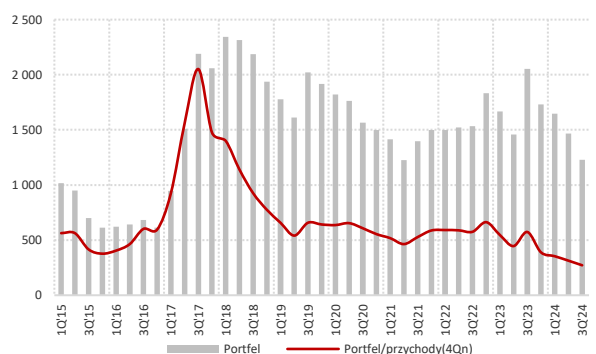
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty pozyskane od początku 2017 roku o wartości >50 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2025					
sty 25	PKP PLK	Rewitalizacja LK 108 Jasło - Nowy Zagórz	495,7	nc (50 M)	110%
2024					
lis 24	PKP PLK	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łapy	329,1	nc (48 M)	95%
lut 24	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	kwi 26	131%
2023					
paź 23	PKP PLK	Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe	785,1	cze 27	99%
sie 23	ZDM Kraków	Przebudowa torowiska ul. Zwierzyniecka/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”	104,0	gru 24	204%
2022					
gru 22	C.F.R.	SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów)	311,0	gru 26	106%
gru 22	C.F.R.	SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)	129,0	gru 26	113%
wrz 22	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej: Kórnicka – os. Lecha (Odcinek I)	67,1	lut 24	---
wrz 22	Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025	123,0	wrz 25	---
lip 22	PKP Cargo	Budowa terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach	100,0	paź 23	182%
mar 22	Dąbr. Górn.	Przebudowa torowiska tramwajowego w ciągu ul. Sobieskiego i ul. Królowej Jadwigi	69,0	gru 23	---
2021					
gru 21	Warszawa	Budowa zajezdni Annapol	436,8	paź 24	176%
lis 21	Szczecin	Przebudowa torowiska z trakcją z rozbudową pętli Pomorzany w Szczecinie	280,0	lip 25	---
wrz 21	Dąbr. Górn.	Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka)	92,0	mar 24	221%
2020					
gru 20	Szczecin	Przebudowa torowiska wraz z siecią od pl. Żołnierza do pętli Niebuszewo /ul. Matejki/Piłsudskiego	141,8	lip 25	---
kwi 20	Gorzów Wlkp.	Przebudowa drogi wraz z torowiskiem w ul. Chrobrego i ul. Mieszka I	53,3	maj 22	---
2019					
wrz 19	PKP PLK	Projektuj i buduj na odcinku Rusiec Łódzki – Zduńska Wola Karsznice	608,0	sie 24	188%
wrz 19	ZDM Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i taktji tramwajowych w Krakowie w latach 2019-2022	91,4	wrz 22	---
2018					
wrz 18	ZIKiT	Przebudowa ul. Królewska, Podchorążych, Bronowicka w Krakowie wraz z przebudową tor. tramwaj.	62,6	wrz 19	110%
lip 18	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej na odcinku od os. Lecha do ronda Żegrze odcinek II	82,6	lis 19	102%
cze 18	Bydgoszcz	Przebudowa infrastruktury transportu szynowego w ciągu ul. Wojska Polskiego	52,8	paź 19	201%
mar 18	PKP PLK	Prace na odcinku linii kolejowej nr 99 Chabówka – Zakopane	532,0	gru 24	159%
2017					
paź 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna - Sandomierz	470,0	paź 24	130%
paź 17	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej Trzebinia – Oświęcim	303,1	wrz 23	94%
sie 17	PKP PLK	Projektuj i Buduj: Warszawa – Granica LCS Łowicz	91,8	lis 23	89%
lip 17	PKP PLK	Projekt i wykonanie robót budowlanych: Częstochowa - Zawiercie	371,6	gru 20	76%
cze 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew	209,3	mar 20	71%
kwi 17	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)	71,9	lis 20	74%
kwi 17	ZIKiT	Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2	49,5	gru 22	55%
kwi 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	330,5	gru 23	88%
mar 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola	281,0	gru 21	60%
lut 17	PKP PLK	Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)	52,7	lis 19	62%
sty 17	PKP PLK	Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze	124,5	paź 19	76%

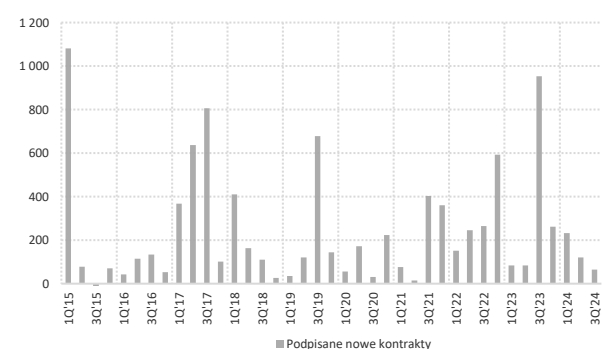
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, wg informacji z raportu bieżącego/okresowego, **wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa cena,

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]*



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *jako różnica zmiany backlogu i przychodów w danym Q

- Portfel ZUE wynosił 1,23 mld PLN po 3Q'24 (de facto na dzień sporządzania sprawozdania finansowego, czyli w połowie listopada'24). Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). Pozostałą część stanowią kontrakty utrzymaniowe oraz zamówienia spółki handlowej.
- Zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich miesiącach kończyła kolejne stare kontrakty (LCS Kutno, Skarżysko – Sandomierz, Chabówka - Zakopane) z okresu, kiedy konkurencja na przetargach była wymagająca. Umowy te miały znaczne opóźnienie w stosunku do pierwotnych harmonogramów (m.in. kwestia opóźnień

administracyjnych czy zmian zakresu prac), co generowało dodatkowe koszty stałe w stosunku do pierwotnych budżetów.

- W końcówki 2021 (na początku 2022 wybuchła wojna w Ukrainie) pochodziły dwa duże kontrakty tramwajowe: zajezdnia Annapol (wygrana wyraźnie powyżej budżetu, „po drodze” spółka przejęła zakres partnera) oraz kontrakt w Szczecinie (podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Kontrakt na Annapol według oficjalnych informacji ze strony zamawiającego zakończył się w 4Q’24 (w 3Q’24 podpisywano jeszcze ostatnie aneksy wartościowe i terminowe). Natomiast kontrakt w Szczecinie wydłużono o dwa lata, do 2025 roku.
- W potencjalnym pipeline spółka ma obecnie dwa kontrakty z PKP PLK i jeden mniejszy kontrakt na rynku rumuńskim (27 mln PLN). W końcówce 2024 spółka złożyła najniższą ofertę w przetargu na linię kolejową Łomża – Śniadowo/Śniadowo–Łapy (329 mln PLN netto z opcjami). Natomiast w styczniu’25 w konsorcjum z Duna Polska (d. Mota Engil) złożoną najniższą ofertę w przetargu na rewitalizację LK 108 Jasło - Nowy Zagórz (991 mln PLN, z tego 496 mln PLN dla ZUE).
- W dwóch innych przetargach w styczniu’25 spółka złożyła oferty, które pod względem ceny są na drugich miejscach (za 0,7 mld PLN i 0,9 mld PLN). Potencjalnie spółka może mieć jeszcze szanse na ich zdobycie w przypadku udanego postępowania odwoławczego.
- **Kontrakty na rynku rumuńskim** spółka podpisała na przełomie 2022/23. W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE w konsorcjum (obecnie ok 10% mniej ze względu na umocnienie PLN vs RON). W sumie są to 64 kontrakty na prace Quick Wins (47 kontraktów poprzez oddział CF Cluj, odcinki: Apahida-Baia Mare, Razboieni-Episcopia Bihor i Arad-Oradea oraz 17 poprzez CF Brasov, odcinki: Bucuresti-Brasov-Cluj; [link1](#), [link2](#), [link3](#)) mające na celu zniesienie ograniczeń prędkości i przywrócenie parametrów technicznych kolei (głównie w efekcie wymiany elementów nawierzchni torowej, jak szyny, podkłady, urządzenie torowe i kruszywo). Prace finansowane są ze środków rumuńskiego KPO.
- Prace w Rumunii planowo miały potrwać na kontraktach do 3Q’24 (Brasov) a na części do 1Q’25 (Cluj). Z konferencji wynikowych spółki wynikało, że miały one opóźnienia czasowe (poprawki w projektach, konieczność uwzględnienia innych prowadzonych równolegle inwestycji). W przychodach do 3Q’24 rozpoznano łącznie 217 mln PLN (czyli ok 1/2 zaplanowanej wartości). Z danych prezentowanych na stronie lokalnego zarządcy infrastruktury ([link](#)) wynika, że odcinki mają bardzo zróżnicowany stopień zaawansowania prac a terminy ukończenia są obecnie ustalone na 4Q’26.
- **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wiarygodności (spółka wnioskuję o dopłaty do kontraktów; brak obecnie sporów po stronie zobowiązań), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte przez ZUE wyniki finansowe czy cash flow. W 2Q’24 zawarta została ugoda z PKP PLK w sprawie kontraktu na łącznicę na Okęcie (3,3 mln PLN dla ZUE, spółka wniosowała wcześniej o 2,9 mln PLN).

Istotne sprawy sądowe

sprawa	Data	kwota wnioskowana przez ZUE [mln PLN]*
Biadolino – Tarnów	2016	15,7**
Biadolino – Tarnów	2023	7,0
Częstochowa – Zawiercie	2020	34,8
4 odcinki - waloryzacje	2021	19,0 (za 4 odcinki, przy czym dla 2 sąd oddalił roszczenia)
2 odcinki - waloryzacje	2022	8,0 (za 2 odcinki, przy czym 1 został wycofany)
ul. Igołomska	2022	6,0***
Trzebinia - Cz-DZ	2023	23,6
Terminal Zduńska Wola	2023	12,3
suma		126,4

Źródło: DM BDM S.A., spółka, * w przypadku występowanie w konsorcjum kwota przypadająca na ZUE

zasądzono 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, ale sąd apelacyjny uchylił wyrok, * o osobną kwotę wnioskuję Energopol

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

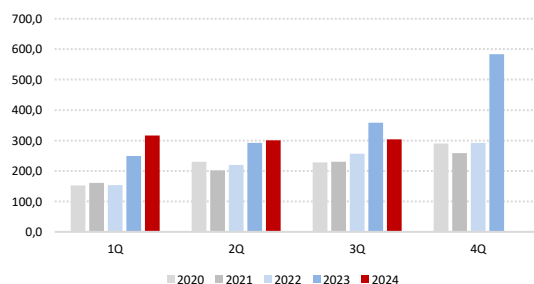
Wyniki za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24W spółka	odchyl	3Q'24P BDM	odchyl	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
Przychody	359,0	304,3	-15,2%	304,3	0,0%	293,0	3,9%	900,7	921,5	2,3%
Wynik brutto na sprzedaży	11,4	7,0	-38,2%	7,0	0,0%	11,3	-37,8%	30,2	34,5	14,4%
Wynik na sprzedaży	3,4	-1,0	---	---	---	3,8	---	7,9	10,5	33,0%
PPO/PKO	3,9	2,2	-44,2%	---	---	0,0	---	5,3	2,9	-44,9%
EBITDA	11,0	5,2	-52,5%	---	---	7,8	-33,4%	24,3	25,0	3,0%
EBIT	7,2	1,2	-83,9%	1,1	3,5%	3,8	-69,4%	13,2	13,4	1,7%
Zysk brutto	7,8	-1,3	---	---	---	3,7	---	13,5	8,0	-40,9%
Zysk netto przed wyl. mniejszości	5,9	-0,2	---	-0,2	---	3,0	---	10,2	6,9	-32,2%
Zysk netto	5,9	-0,2	---	---	---	3,0	---	10,1	6,9	-31,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,2%	2,3%	---	2,3%	---	3,9%	---	3,3%	3,7%	---
Marża EBITDA	3,1%	1,7%	---	---	---	2,7%	---	2,7%	2,7%	---
Marża EBIT	2,0%	0,4%	---	0,4%	---	1,3%	---	1,5%	1,5%	---
Marża zysku netto	1,6%	-0,1%	---	-0,1%	---	1,0%	---	1,1%	0,7%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

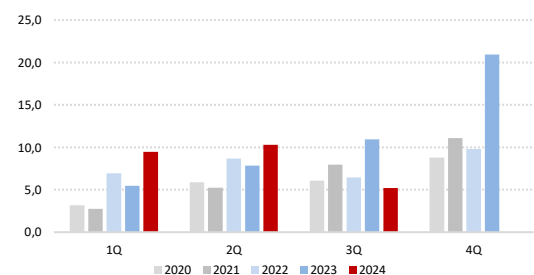
- Spółka podawała na początku listopada'24 wstępne wyniki za 3Q'24 ([link](#)). Finalne wyniki były bez większych odchyleń.
- W 3Q'24 na poziomie przychodów ZUE miało 304 mln PLN (-15% r/r). EBIT wyniósł 1,2 mln PLN (vs 7,2 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to -0,2 mln PLN (vs +5,9 mln PLN w 3Q'23).
- Rentowność brutto ze sprzedaży była słabsza r/r i q/q (2,3% w 3Q'24 vs 3,2% rok temu i 5,0% w 2Q'24).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 3Q'24 65 mln PLN (vs 52 mln PLN w całym 1H'24 i 48 mln PLN w 3Q'23).
- EBIT spadł o -84% r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +2,2 mln PLN, a rok wcześniej +3,9 mln PLN. Saldo finansowe było lekko ujemne (-2,4 mln PLN).
- Strata netto wyniosła -0,2 mln PLN (vs +5,9 mln PLN zysku rok wcześniej).
- Zadłużenie netto po 3Q'24 wyniosło 73 mln PLN (vs 76 mln PLN po 2Q'24). CF operacyjny w 3Q'24 był lekko dodatni (+7 mln PLN).
- Backlog wynosił po 3Q'24 1 227 mln PLN (vs 1 467 mln PLN kwartał temu i 2 053 mln PLN rok temu). Z listy realizowanych kontraktów, względem poprzedniego kwartału, wypadło kilka dużych, starych umów dla PKP PLK (Zduńska Wola, Sandomierz, Kutno) oraz umowa na zajezdnię tramwajową Annapol.
- W październiku zarejestrowana została w Rumunii spółka ZUE Construct, która będzie prowadziła samodzielną działalność ofertową i produkcyjną w oparciu zasoby i doświadczenie zdobyte w ramach realizowanych obecnie kontraktów na rynku rumuńskim. Natomiast we wrześniu zarejestrowana została w Niemczech spółka ZUE Bahnbau.
- Podsumowując, wyniki 3Q'24 były poniżej naszych oczekiwań na rentowności. Marża brutto ze sprzedaży spadła bardziej niż oczekiwaliśmy w ujęciu q/q (co mogło być w części pochodną kończenia starych nisko rentownych kontraktów). W 4Q'24 ciężko może być się mierzyć wynikami z ubiegłoroczną wysoką bazą.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



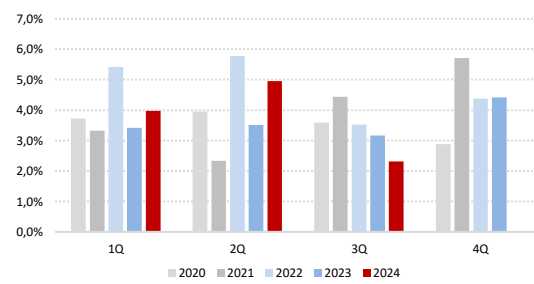
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



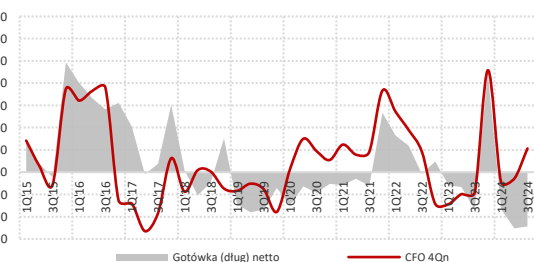
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

Gotówka (dług) netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 2Q'24 (21/08/2024) – spółka nie organizowała konferencji po 3Q'24**2Q'24/1H'24**

-spółka jest zadowolona ze wzrostu marży
-spółka pozyskała podbijkarkę za 28 mln PLN (leasing, największa inwestycja w historii)

Perspektywy

-przychody w 2H'24 zależą m.in. od poziomu zafakturowania w Rumunii

-w 2H'24 spółka chciałaby osiągnąć poziom przychodów nie gorszy niż w 1H'24 (konferencja dla mediów)

-spółka chce, by marża w 2H'24 była wyższa

-spółka skończy dwa ostatnie kontrakty z lata 2016-17 w 2H'24 (znikomy udział w portfelu), ryzyka są już ujęte w wycenie kontraktów

-w 2H'24 spółka będzie się koncentrować na uwolnieniu kapitału obrotowego

-spółka dąży do osiągnięcia w dłuższym terminie marży brutto na sprzedaży na poziomie 6%

Portfel/ofertowanie

-nie jest satysfakcjonujący, ale nie wymusza zdobywania kontraktów za wszelką cenę

-niewielkie ofertowanie spółki w 1H'24 vs 2023 (różnica kilku mld PLN)

-spółka startuje w przetargach na rynkach zagranicznych

PKP PLK

-spółka liczy na jak najszybsze ogłoszenie przetargów na 17 mld PLN przez PKP PLK, ale nie jest w stanie przewidzieć, kiedy się pojawią, większość to przetargi buduj, najkrótszy okres trwania przetargu to min. 6 miesięcy (nowy zarząd PKP PLK deklaruje rozstrzygnięcie w znacznie szybszym okresie)

-bardzo duża konkurencja na obecnych małych przetargach (oferty na poziomie 40-60% budżetów)

-klauzule w części zabezpieczają przed wzrostem cen czego brakowało w kontraktach z lata 2026-17 (rynek stara się, aby poziom waloryzacji był wyższy niż obecnie 10%)

Infrastruktura miejska

-samorządy nadal czekają na środki (m.in. 9 mld PLN na zieloną transformację miast z KPO – gdzie są możliwe pożyczki na budowę linii tramwajowych)

Zagranica

-spółka przygotowuje się do nowych przetargów kolejowych i tramwajowych w Rumunii

-spółka jest na etapie certyfikacji na rynku niemieckim (spółka widzi swoje szanse na tym rynku)

-zastój w przetargach na rynku bułgarskim

Koszty

-koszty w 2024 są porównywalne z 2023 (przy czym wzrosły koszty osobowe)

-nie ma obecnie presji na rynku materiałów, rozruszanie się inwestycji może przełożyć się na ich wzrost (negatywny scenariusz to sytuacja, kiedy ceny wzrosną dopiero po złożeniu ofert w przetargach)

PKP Cargo

-ostatnia FV z kontraktu na terminal została uiszczona, sprawa w apelacji (ze strony PKP Cargo) o odsetki i koszty sądowe

-wniosek waloryzacyjny przez PKP Cargo Terminale został odrzucony, ZUE złożyło pozew, na X'24 planowane przesłuchania stron, wyrok I instancji możliwy w 2024 roku

PSE

-spółka nie wyklucza startowania w przetargach

Rumunia

-spadek przychodów w 2Q'24 vs 1Q'24 - zakończyła się sprzedaż materiałów (duże strumienie przychodów), obecnie przychody tylko z robót budowlanych

-kontrakty mają obsunięcia czasowe - spółka realizuje małe kontrakty, które podporządkowane są większym inwestycjom (w przypadku przestoju spółka stara się optymalizować koszty)

-wprowadzane są także zmiany projektowe, oczekiwane obecnie na decyzje zamawiającego (konieczne aneksowanie)

-kontrakty wydłużą się do końca 2025

-rentowność w granicy średniej całego portfela

KDP tunel Łódź

- spółka ma propozycje partnerów zagranicznych, by startować w konsorcjum, ale na ten moment raczej nie jest zainteresowana

Annopol

-kontrakt na końcowym etapie, obiekt jest zrealizowany, obecnie poprawki i uruchamianie urządzeń

-finisz zakładany do połowy października

-spółka nie przewiduje istotnych różnic na marży w górę/w dół

Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	153,6	219,6	256,0	292,2	249,3	292,4	359,0	583,5	316,2	301,0	304,3	365,0	160,8	219,0	217,9	240,0
Budownictwo	140,8	191,5	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0	286,4	350,0	150,0	200,0	200,0	225,0
Handel	11,1	26,2	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	17,9	15,0	10,8	19,0	17,9	15,0
Projektowanie	1,8	1,7	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,2	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	8,3	12,7	9,0	12,8	8,5	10,3	11,4	25,8	12,6	14,9	7,0	12,4	7,2	10,9	11,8	11,9
Budownictwo	7,4	8,6	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7	5,8	11,7	6,8	10,0	11,0	11,3
Handel	1,0	4,1	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3	1,3	0,8	0,5	0,9	0,8	0,7
Projektowanie	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
SG&A	5,3	7,2	6,3	7,4	6,8	7,5	8,0	8,1	7,9	8,1	8,0	8,2	7,9	8,1	8,0	8,2
Zysk na sprzedaży	3,1	5,5	2,8	5,3	1,7	2,8	3,4	17,6	4,7	6,8	-1,0	4,2	-0,7	2,8	3,8	3,8
Saldo PPO/PKO	0,6	-0,1	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	-0,5	1,0	-0,2	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,0	8,7	6,4	9,8	5,5	7,8	11,0	20,9	9,5	10,3	5,2	8,3	3,5	6,9	7,9	7,9
EBIT	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6	1,2	4,2	-0,7	2,8	3,8	3,8
Zysk (strata) brutto	4,9	6,9	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	15,4	3,0	6,3	-1,3	3,5	-0,8	2,4	3,4	3,7
Zysk (strata) netto	3,8	5,5	1,6	5,5	1,1	3,0	5,9	10,9	1,0	6,2	-0,2	2,8	-0,6	1,9	2,7	2,9
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	5,8%	3,5%	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,0%	5,0%	2,3%	3,4%	4,5%	5,0%	5,4%	5,0%
Budownictwo	5,2%	4,5%	2,4%	3,6%	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	3,8%	4,9%	2,0%	3,3%	4,5%	5,0%	5,5%	5,0%
Handel	9,0%	15,5%	17,1%	12,5%	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	7,5%	6,9%	7,1%	5,0%	5,0%	5,0%	4,5%	4,9%
Projektowanie	10,9%	8,2%	21,2%	16,3%	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	4,5%	4,0%	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,0%	3,4%	1,7%	2,3%	2,2%	3,2%	3,6%	3,3%
Marża EBIT	2,3%	2,4%	1,2%	2,1%	0,8%	1,4%	2,0%	2,9%	1,8%	2,2%	0,4%	1,2%	-0,4%	1,3%	1,7%	1,6%
Marża netto	2,4%	2,5%	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	0,8%	-0,4%	0,9%	1,2%	1,2%
CFO	-28,9	-9,5	-35,9	31,8	-29,6	4,2	-34,1	196,9	-180,6	9,0	6,7	62,1	0,0	0,0	-10,0	73,3
Dług netto	-49,5	-35,5	2,3	-14,6	17,3	20,1	50,5	-134,2	50,2	75,8	73,0	11,5	15,6	19,8	33,9	-33,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	583,5	365,0	-37,4%	1 484,1	1 286,5	-13,3%	837,6	-34,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	25,8	12,4	-52,0%	55,9	46,9	-16,2%	41,8	-10,7%
Zysk na sprzedaży	17,6	4,2	-76,1%	25,6	14,7	-42,4%	9,7	-34,3%
EBITDA	20,9	8,3	-60,6%	45,2	33,3	-26,4%	26,2	-21,3%
EBIT	17,2	4,2	-75,5%	30,4	17,6	-42,0%	9,7	-45,2%
Zysk brutto	15,4	3,5	-77,2%	28,9	11,5	-60,2%	8,7	-24,6%
Zysk netto	10,9	2,8	-74,5%	21,0	9,7	-54,0%	6,9	-28,5%
Marża brutto ze sprzedaży	4,4%	3,4%		3,8%	3,6%		5,0%	
Marża na sprzedaży	3,0%	1,2%		1,7%	1,1%		1,2%	
marża EBITDA	3,6%	2,3%		3,0%	2,6%		3,1%	
marża EBIT	2,9%	1,2%		2,0%	1,4%		1,2%	
marża netto	1,9%	0,8%		1,4%	0,8%		0,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W 4Q'24 spółka ukończyła kontrakt na zajezdnię Annapol. Finalizowane były także stare kontrakty dla PKP PLK z 2017, które z różnych powodów były problematyczne. Widoczność wyników z tego powodu jest słaba (kwestia finalnych rozliczeń ww. kontraktów).
- Przychodowo 4Q'24 może być w naszej opinii istotnie słabszy r/r (4Q'23 był rekordowy - skumulowały się wtedy prace na kończonych kontraktach, aneksy waloryzacyjne czy wzrost zaawansowania kontraktów w Rumunii). Zakładamy ok. 37% spadek przychodów r/r. Spodziewamy się lepszej niż w 3Q'24 marży brutto ze sprzedaży (3,4% vs 2,3%), ale nie zakładamy, że uda się ją poprawić vs cały okres 1-3Q'24 (3,7%). Spodziewamy się tym samym istotnie słabszego r/r EBIT na poziomie 4,2 mln PLN (vs 17,2 mln PLN rok temu). Wynik netto estymujemy na 2,8 mln PLN (-75% r/r).

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 150,2	1 286,5	11,8%	1 040,9	837,6	-19,5%	1 171,0	1 065,7	-9,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	54,0	46,9	-13,2%	52,6	41,8	-20,5%	58,3	58,3	0,0%
EBITDA	39,4	33,3	-15,6%	37,4	26,2	-30,0%	42,0	40,4	-3,9%
EBIT	23,8	17,6	-25,8%	20,9	9,7	-53,7%	25,2	23,6	-6,2%
Zysk (strata) netto	16,2	9,7	-40,3%	16,5	6,9	-58,0%	19,2	17,6	-8,5%
Dług (gotówka) netto	-36,0	11,5	-132,0%	-54,4	-33,7	-38,0%	-70,5	-50,6	-28,3%
Marża brutto ze sprzedaży	4,7%	3,6%		5,1%	5,0%		5,0%	5,5%	
Marża EBITDA	3,4%	2,6%		3,6%	3,1%		3,6%	3,8%	
Marża EBIT	2,1%	1,4%		2,0%	1,2%		2,2%	2,2%	
Marża zysku netto	1,4%	0,8%		1,6%	0,8%		1,6%	1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *z 22/08/2024

- W całym 2024 roku spodziewamy się 1,29 mld PLN przychodów (-13% r/r) oraz 9,7 mln PLN zysku netto (-54% r/r). Nieco podnieśliśmy prognozę przychodów na 2024 rok względem naszych poprzednich szacunków, aczkolwiek konserwatywniej podchodzimy do marżowości (3Q'24 nas rozczarował).
- 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). Ostatni istotny kontrakt podpisano w lutym'24 na tramwaj w Warszawie
- W 2H'24 PKP PLK rozpoczęła istotną ilość nowych postępowań przetargowych, jednak terminy składania ofert przez wykonawców były systematycznie przesuwane, co w efekcie odbija się na braku istotnych przetorbów ze strony nowych kontraktów w 2025 roku, jeśli umowy zostaną zawarte w okolicach 3/4Q'25 (tym bardziej, że część ma formułą P&B).
- Współczynnik portfela do poziomu przychodów za ostatnie 4Q po 3Q'24 wynosił 0,8x (najniższy poziom od co najmniej 1Q'15 – nie dysponujemy wcześniejszymi danymi o wartości portfela). Biorąc pod uwagę obecny backlog i jego duration, spodziewamy się, że w 2025 roku spółce odnotuje, podobnie jak w 2024 roku, spadek przychodów r/r. Przychody powinny się w sporej mierze opierać na kontrakcie Katowice – Będzin. Zwracamy uwagę, że terminy realizacji kontraktów spółki w Rumunii zostały wydłużone do 2026 roku.
- Na marży brutto ze sprzedaży spółka w 2024 roku powinna zakończyć odczuwanie puli nisko marżowych, starych kontraktów lat 2016-17. Spodziewamy się, że w krótkim terminie otoczenie dla odbudowania marży przez spółkę jest sprzyjające (wygaśnięcie starych kontraktów, brak presji po stronie kosztów w ostatnich kwartałach).
- Zakładamy, że w 2025 roku spółka wypracuje 0,84 mld PLN przychodów (-35% r/r) oraz 6,9 mln PLN zysku netto (-26% r/r, negatywny efekt dźwigni na kosztach stałych).
- 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 4,2%). Zakładamy 3,6% marży w 2024 roku (w 1-3Q'24 było to 3,7%). Estymujemy wzrost marży w 2025 roku (brak dużych kontraktów, które nadal obciążać mogłyby marżę) i w 2026 roku (do 5,5%). Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 6% rentowności brutto ze sprzedaży.
- Jednocześnie należy pamiętać, że mamy niską widoczność marży na 2026+. Rynek kolejowy jest po długim okresie braku postępowań przetargowych, a samo ZUE jest już na początku cyklu pod presją odbudowania portfela. Pierwsze oferty na przetargach, w których spółka złożyła dotychczas najniższe ceny są w pobliżu budżetów zamawiającego, co postrzegamy pozytywnie. Aczkolwiek różnica ofert ZUE vs II oferta (5-6%) jest nieco wyższa niż ostatnia średnia rynkowa (3% w 2025 roku).
- Udział ZUE w rynku inwestycji finansowanych przez PKP PLK to nieco ponad 5% ostatnie lata. Według zaktualizowanego KPK nakłady inwestycyjne PKP PLK mają sięgać w najbliższych latach (2025-29) średnio ok 15 mld PLN/rok. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok, Energopol oraz Railway gft – każdy po kilkadziesiąt mln PLN przychodów. Do tego należy dodać rynki zagraniczne. Nowy obszar rynku w Polsce powinna tworzyć CPK. Na tej bazie nasze prognozy dla ZUE od strony przychodowej w sytuacji optymalnego działania rynku zamawiających mogą wydawać się konserwatywne, ale historia (cykle wyborcze, cykle finansowania UE) wskazuje nam zachowanie pewnej dozy konserwatyizmu.
- Przez ostatnie pięć lat nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. W 1H'24 sfinansowała leasingiem zakup podbijarki za 28 mln PLN ([link](#)), co sprawi, że nakłady w 2024 roku były istotne. Zakładamy, że kolejne lata przyniosą poziom nakładów na poziomie amortyzacji.
- Zakładamy, że na koniec 2024 roku spółka będzie miała 12 mln PLN długu netto (zakładamy w 4Q'24 istotną sezonową konwersję kapitału obrotowego na gotówkę, po 3Q'24 dług netto wynosił 73 mln PLN, natomiast poziom gotówki netto z 2023 roku należy traktować raczej jako górkę związaną z końcówką cyklu

finansowania unijnego). Przyjmujemy, że na koniec każdego kolejnego roku w szczegółowej prognozie spółka będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	851,5	921,4	1 484,1	1 286,5	837,6	1 065,7	1 319,0	1 416,2	1 430,4	1 444,7	1 459,1	1 473,7	1 488,5	1 503,4
Budownictwo	780,7	831,1	1 405,1	1 223,9	775,0	1 000,0	1 250,0	1 343,8	1 357,2	1 370,8	1 384,5	1 398,3	1 412,3	1 426,4
Handel	63,3	77,8	74,4	62,6	62,6	65,7	69,0	72,5	73,2	73,9	74,7	75,4	76,2	76,9
Projektowanie	6,9	8,5	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,5	4,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	35,0	42,8	55,9	46,9	41,8	58,3	73,5	80,3	82,5	84,7	86,9	87,8	88,7	89,6
Budownictwo	29,9	31,1	49,9	42,9	39,0	55,3	70,4	77,0	79,2	81,3	83,5	84,3	85,2	86,0
Handel	3,9	10,9	4,5	4,2	3,0	3,2	3,3	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7
Projektowanie	1,5	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,3	-0,5	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	25,1	26,2	30,4	32,1	32,2	34,7	37,4	38,3	38,4	38,6	38,7	38,8	39,0	39,1
Zysk na sprzedaży	9,9	16,6	25,6	14,7	9,7	23,6	36,1	42,0	44,0	46,1	48,2	49,0	49,7	50,5
Saldo PPO/PKO	4,3	1,5	4,9	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	27,1	31,9	45,2	33,3	26,2	40,4	52,8	58,7	60,8	62,8	65,0	65,7	66,5	67,2
EBIT	14,2	18,1	30,4	17,6	9,7	23,6	36,1	42,0	44,0	46,1	48,2	49,0	49,7	50,5
Zysk (strata) brutto	15,4	22,1	28,9	11,5	8,7	21,7	35,1	42,0	44,8	47,4	50,0	51,0	51,9	52,7
Zysk (strata) netto	11,8	16,4	21,0	9,7	6,9	17,6	28,4	34,0	36,3	38,4	40,5	41,3	42,0	42,7
Marża brutto ze sprzedaży	4,1%	4,6%	3,8%	3,6%	5,0%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Budownictwo	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	5,0%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Handel	6,2%	14,1%	6,1%	6,6%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Projektowanie	21,7%	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	3,2%	3,5%	3,0%	2,6%	3,1%	3,8%	4,0%	4,1%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża EBIT	1,7%	2,0%	2,0%	1,4%	1,2%	2,2%	2,7%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%
Marża netto	1,4%	1,8%	1,4%	0,8%	0,8%	1,6%	2,2%	2,4%	2,5%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
CFO	109,8	-42,6	137,5	-102,9	63,3	38,8	48,4	52,0	52,4	54,0	55,6	56,2	56,8	57,4
Dług netto	-80,2	-14,6	-134,2	11,5	-33,7	-50,6	-72,4	-93,4	-95,8	-98,1	-100,3	-101,2	-102,1	-102,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Bilans [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	193	216	215	215	215	215	215	215	215	215	215	193
Wartości niematerialne i prawne	34	34	33	33	33	33	33	33	33	33	33	34
Rzeczowe aktywa trwałe	110	133	132	132	132	132	132	132	133	133	133	110
Nieruchomości inwestycyjne	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Pozostałe aktywa trwałe	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Aktywa obrotowe	742	580	429	522	629	676	673	668	669	671	678	742
Zapasy	70	61	40	51	63	67	68	68	69	70	71	70
Należności krótkoterminowe	447	451	287	364	448	480	485	490	494	499	504	447
Inwestycje krótkoterminowe	224	67	101	107	118	128	119	109	105	101	102	224
- w tym środki pieniężne	224	67	101	107	118	128	119	109	105	101	102	224
Pozostałe aktywa obrotowe	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Aktywa razem	935	796	644	737	844	891	888	883	884	886	893	935
Kapitał (fundusz) własny	199	204	208	222	242	262	264	266	268	269	270	199
Kapitał mniejszości	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	735	591	434	513	601	628	622	615	615	616	622	735
Rezerwy na zobowiązania	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Zobowiązania długoterminowe	90	80	70	60	50	40	30	18	18	18	18	90
- w tym zobowiązania oprocentowane	72	62	52	42	32	22	12	0	0	0	0	72
Zobowiązania krótkoterminowe	607	472	325	415	512	549	554	558	558	559	565	607
- w tym zobowiązania oprocentowane	17	16	15	14	13	12	11	11	5	0	0	17
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	935	796	644	737	844	891	888	883	884	886	893	935
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2023
Przychody netto ze sprzedaży	1 484	1 286	838	1 066	1 319	1 416	1 430	1 445	1 459	1 474	1 488	1 484
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	56	47	42	58	74	80	82	85	87	88	89	56
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	30	32	32	35	37	38	38	39	39	39	39	30
Zysk (strata) na sprzedaży	26	15	10	24	36	42	44	46	48	49	50	26
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	5	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5
EBITDA	45	33	26	40	53	59	61	63	65	66	66	45
EBIT	30	18	10	24	36	42	44	46	48	49	50	30
Saldo działalności finansowej	-1	-6	-1	-2	-1	0	1	1	2	2	2	-1
Zysk (strata) brutto	29	12	9	22	35	42	45	47	50	51	52	29
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	21	10	7	18	28	34	36	38	41	41	42	21
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2023
Przepływy z działalności operacyjnej	137	-103	63	39	48	52	52	54	56	56	57	137
Przepływy z działalności inwestycyjnej	5	-38	-16	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-15	-15	5
Przepływy z działalności finansowej	17	-16	-13	-19	-23	-28	-47	-50	-45	-45	-41	17
Przepływy pieniężne netto	160	-157	34	6	11	10	-9	-11	-4	-4	1	160
Środki pieniężne na początek okresu	63	224	67	101	107	118	128	119	109	105	101	63
Środki pieniężne na koniec okresu	224	67	101	107	118	128	119	109	105	101	102	224
Wskaźniki	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2023
Przychody zmiana r/r	61%	-13%	-35%	27%	24%	7%	1%	1%	1%	1%	1%	61%
EBITDA zmiana r/r	42%	-26%	-21%	54%	31%	11%	3%	3%	3%	1%	1%	42%
Zysk netto zmiana r/r	28%	-54%	-28%	154%	62%	20%	7%	6%	5%	2%	2%	28%
Marża brutto na sprzedaży	3,8%	3,6%	5,0%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	3,8%
Marża EBITDA	3,0%	2,6%	3,1%	3,8%	4,0%	4,1%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	3,0%
Marża EBIT	2,0%	1,4%	1,2%	2,2%	2,7%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	2,0%
Marża netto	1,4%	0,8%	0,8%	1,6%	2,2%	2,4%	2,5%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	1,4%
SG&A / przychody	2,0%	2,5%	3,8%	3,3%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,0%
ROE	10,6%	4,8%	3,3%	7,9%	11,8%	13,0%	13,7%	14,4%	15,1%	15,4%	15,6%	10,6%
ROA	2,2%	1,2%	1,1%	2,4%	3,4%	3,8%	4,1%	4,4%	4,6%	4,7%	4,7%	2,2%
Dług	89	78	67	56	45	34	23	11	5	0	0	89
D / (D+E)	31,0%	27,8%	24,5%	20,2%	15,8%	11,6%	8,1%	3,8%	1,7%	0,0%	0,0%	31,0%
D / E	45,0%	38,5%	32,4%	25,4%	18,8%	13,1%	8,8%	4,0%	1,7%	0,0%	0,0%	45,0%
Dług / kapitał własny	45,0%	38,5%	32,4%	25,4%	18,8%	13,1%	8,8%	4,0%	1,7%	0,0%	0,0%	45,0%
Dług netto	-134	12	-34	-51	-72	-93	-96	-98	-100	-101	-102	-134
Dług netto / kapitał własny	-0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,7
Dług netto / EBITDA	-3,0	0,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-3,0
EV	124	269	224	207	186	165	162	160	158	157	156	124
Dług / EV	72,2%	29,1%	30,0%	27,2%	24,4%	20,9%	14,4%	6,6%	2,9%	0,0%	0,0%	72,2%
CAPEX / Przychody	0,6%	3,0%	1,9%	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	55,7%	244,1%	94,7%	98,9%	100,3%	100,1%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	55,7%
Zmiana KO / Przychody	-5,8%	9,8%	-5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-5,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-15,3%	-63,8%	9,9%	-0,1%	0,1%	-0,3%	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-15,3%
P/E*	12,3	26,6	37,3	14,7	9,1	7,6	7,1	6,7	6,4	6,2	6,1	12,3
P/BV*	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3
EV/EBITDA*	2,7	8,1	8,6	5,1	3,5	2,8	2,7	2,5	2,4	2,4	2,3	2,7
EV/EBIT*	4,1	15,3	23,2	8,8	5,1	3,9	3,7	3,5	3,3	3,2	3,1	4,1
EV/S*	0,08	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,08
DPS	0,1	0,2	0,1	0,2	0,4	0,6	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	0,1
Payout ratio	10,2%	22,7%	25,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	10,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 11,20 PLN

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 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,0	19.02.2025*	08:48 CEST	11,20	94 651
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,1	22.08.2024*	11:55 CEST	10,60	84 528
Trzymaj	11,1	Akumuluj	8,43	22.04.2024*	14:28 CEST	11,10	84 109
Akumuluj	8,43	Kupuj	7,76	04.01.2024*	09:55 CEST	7,86	77 054
Kupuj	7,76	wznowienie	---	12.09.2023*	13:45 CEST	5,62	66 241
Kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39 CEST	9,94	58 348

*Material został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprecontowane 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 kapitałów 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 (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 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.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'25*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	50%	0	0%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	2	25%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	9%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

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.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2025-02-19

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-02-19 (08:48 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-02-19 (08:48 CEST).

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.

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.

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 instrumenty 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 wahaniami 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 wyrażonej 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 wyczytane 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 2025-02-19:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie 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,
- BDM nie 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).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- 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.
- 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

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

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ZUE

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.