



Dom Maklerski BDM S.A.

ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 7,76 PLN

12 WRZESIEŃ 2023, 13:45 CEST

ZUE jest generalnym wykonawcą działającym w sektorze infrastruktury kolejowej oraz tramwajowej. W ostatnim czasie spółka stała się jedynym notowanym na GPW podmiotem nie będącym pod kontrolą państwowych podmiotów infrastrukturalnych, dla którego jest to wiodąca działalność. Obecny rok jest istotny w dwóch kwestiach: i) ukończenie „trudnych” kontraktów z 2017 roku, ii) dywersyfikacja geograficzna. Spółka jest na końcowym etapie realizacji zleceń podpisanych w 2017 roku, które albo są już oficjalnie finalizowane albo powinny zakończyć się w 4Q'23. Obciążały one wyniki przez ostatnie lata. W 2022 roku ZUE pozyskało zlecenia kolejowe na rynku rumuńskim, które powinny być wyraźniej widoczne w przychodach od 2H'23. Stanowią one ok. 30% portfela spółki po 2Q'23. Wejście do Rumunii wiąże się m.in. z ryzykami specyfiki tamtejszego rynku, ale jednocześnie uważamy, że może to być w końcu udany krok do wejścia spółki na rynki zagraniczne. Obecne enterprise value (EV) ZUE to ok 150 mln PLN. Kwota ta jest niższa niż sumy wartości majątku trwałego oraz kapitału obrotowego netto. Wartość godziwą (cenę docelową) akcji ZUE wyznaczamy obecnie na poziomie 7,76 PLN, implikuje to wydanie rekomendacji Kupuj. Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania roszczeń i waloryzacji od PKP PLK (złożone pozwy na 93 mln PLN, ok. 4,0 PLN/akcję).

Portfel ZUE wynosił po 2Q'23 1,46 mld PLN. W poczekalni spółka ma oczekującą na podpisanie umowę o wartości 0,79 mld PLN z PKP PLK (finansowanie z CEF). Szacujemy, że w obecny backlog mniej więcej równomiernie po ok. 30% dzieli się na kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim / kontrakty kolejowe w Polsce / kontrakty miejskie (tramwaj). Pozostała część stanowią kontrakty utrzymaniowe oraz zamówienia spółki handlowej.

Zwracamy uwagę, że w portfelu realizacyjnym spółki znajdują się jeszcze kontrakty podpisane w 2017 roku, z okresu kiedy konkurencja na przetargach była bardzo wymagająca. Umowy te zanotowały znaczne opóźnienie w stosunku do pierwotnych harmonogramów. Szacujemy, że wartość prac na tych kontraktach może wynosić jeszcze ok. 30-50 mln PLN na 2H'23. Na wcześniej zakończonych kontraktach z podobnego okresu oraz jeszcze z poprzedniej perspektywy UE spółka ma złożone pozwy sądowe i waloryzacyjne na ok. 93 mln PLN. Wartość ta nie uwzględnia potencjalnych roszczeń na kończących obecnie kontraktach.

Kontrakty na rynku rumuńskim spółka podpisała na przełomie 2022/23 (oferty na przetargach były składane w 3Q'22, kiedy obawy o wzrost kosztów były duże, a oferty ostrożne). W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE. Kontrakty te nie są skomplikowane technicznie (wymiana infrastruktury torowej), posiadają wbudowany wskaźnik waloryzacyjny.

Wejście na rynek rumuński nie jest pierwszym podejściem ZUE do rynków zagranicznych. Kilka lat temu spółka realizowała już średniej wielkości kontrakt w Słowacji, wcześniej miała także przymiarki do rynku niemieckiego (który w kolejnych latach może stać się bardziej otwarty na polskie podmioty w zakresie elektryfikacji sieci ze względu na brak lokalnych mocy przerobowych) czy od wielu lat obserwuje kierunek bułgarski. W ostatnich miesiącach pozyskano także pierwszy kontrakt tatarski (rynek bałtycki w kolejnych latach może być bardzo chłonny ze względu na budowę Rail Baltica, czemu będą towarzyszyć także mniejsze inwestycje lokalne).

W 1H'23 spółka osiągnęła 542 mln PLN przychodów (+45% r/r) oraz 4,1 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że w 2H'23 dynamika r/r przychodów może spowolnić (portfel jest obecnie minimalnie niższy r/r), natomiast oczekujemy poprawy rentowności (spadek znaczenia „trudnych” kontraktów, stopniowe pojawienie się przychodów z Rumunii o deklarowanej wyższej od średniej marży). Zakładamy, że w 2023 roku spółka wypracuje 1,1 mld PLN przychodów oraz 11,8 mln PLN zysku netto. W 2024 spodziewamy się podobnych przychodów oraz 13,3 mln PLN zysku netto. Oceniamy, że konserwatywnie podchodzimy na ten moment do portfela na 2024-25. Uruchomienie środków unijnych rozwiązałoby worek z procedurami przetargowymi na rynku tramwajowym ze strony samorządów oraz istotnie przyspieszyłoby rozstrzygnięcie przetargów ze strony PKP PLK.

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|--------------------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN] | 901,4 | 851,5 | 921,4 | 1 088,6 | 1 088,1 | 1 167,7 |
| EBITDA [mln PLN] | 23,9 | 27,1 | 31,9 | 30,0 | 32,3 | 35,7 |
| EBIT [mln PLN] | 10,6 | 14,2 | 18,1 | 16,0 | 17,9 | 20,8 |
| Wynik brutto [mln PLN] | 10,0 | 15,4 | 22,1 | 15,9 | 17,5 | 20,4 |
| Wynik netto [mln PLN] | 4,3 | 11,8 | 16,4 | 11,8 | 13,3 | 15,6 |
| Dług (gotówka) netto [mln PLN] | 15,6 | -80,2 | -14,6 | -25,8 | -32,4 | -48,3 |
| P/BV | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| P/E | 30,4 | 11,0 | 7,9 | 10,9 | 9,8 | 8,3 |
| EV/EBITDA | 5,4 | 4,8 | 4,1 | 4,3 | 4,0 | 3,6 |
| EV/EBIT | 12,2 | 9,1 | 7,1 | 8,1 | 7,2 | 6,2 |
| DPS [PLN/akcję] | 0,00 | 0,00 | 0,15 | 0,07 | 0,13 | 0,14 |

| | |
|--------------------------------------|-------------|
| Wycena DCF [PLN] | 8,19 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 6,76 |
| Wycena końcowa [PLN] | 7,76 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 38% |
| Koszt kapitału | 15,0% |
| Cena rynkowa [PLN] | 5,62 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 129,4 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 23,0 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 6,82 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 4,82 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | 7,3% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 11,9% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 27,5% |
| Struktura akcjonariatu: | |
| Nowak Wiesław | 62,5% |
| Bankowy OFE | 7,7% |
| Generali OFE | 6,3% |
| ZUE | 1,1% |
| Pozostali | 22,2% |

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 | 6 |
| GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA | 7 |
| MODEL BIZNESOWY | 8 |
| PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH W POLSCE | 9 |
| PROGRAM INWESTYCJI TRAMWAJOWYCH W POLSCE | 10 |
| PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH W RUMUNII..... | 10 |
| PORTFEL ZAMÓWIEŃ..... | 11 |
| STRONA KOSZTOWA..... | 13 |
| WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY I PROGNOZY..... | 15 |
| DANE FINANSOWE | 20 |

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki ZUE opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza na bazie krajowych spółek budowlanych o wysokiej ekspozycji na branżę infrastrukturalną, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2023 – 2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 6,76 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 8,19 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 7,76 PLN.

Podsumowanie wyceny

| | Waga | Wycena |
|---------------------------------|------|-------------|
| Wycena DCF | 70% | 8,19 |
| Wycena metodą porównawczą | 30% | 6,76 |
| Wycena 1 akcji ZUE [PLN] | | 7,76 |

Źródło: Dom Maklerski 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 (5,5%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%, na co składa się bazowa premia za ryzyko na poziomie 6,5% oraz 3,0% premii za płynność obrotu*) oraz współczynnika $\beta = 1,0$.

*przyjmujemy 0,0% dla spółek wchodzących w skład WIG20/mWIG40 1,5% dla spółek wchodzących w skład sWIG80 oraz 3,0% dla pozostałych spółek

Główne założenia modelu:

- W 2023 roku zakładamy skonsolidowane przychody na poziomie 1,09 mld PLN (spółka po raz pierwszy w historii przekroczy poziom 1 mld PLN). W 2024 roku spodziewamy się podobnych r/r przychodów. Szacujemy, że spółka ma pokryty portfel na przyszły rok w 80-85%. Przyjmujemy scenariusz, że kontrakt na odcinek Będzin-Katowice zostanie podpisany po wyborach parlamentarnych, czyli pod koniec 2023 roku, co pozwoliłoby dopełnić spółce backlog. W kolejnych latach zakładamy jednocyfrowe dodatnie dynamiki przychodów (uważamy, że to scenariusz konserwatywny i nie uwzględnia np. potencjału zbudowanie długoterminowego potencjału na rynkach zagranicznych).
- 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 4,6%). Zakładamy 3,9% marży 2023 (rok pod znakiem finalizacji słabych kontraktów z lat 2016-17). W kolejnych latach zakładamy stopniową odbudowę marży w kierunku 5% w ostatnich latach naszej szczegółowej prognozy. Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży.
- Przez ostatnie cztery lata nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. Zakładamy, że 2023 i 2024 przyniosą wzrost nakładów względem poprzednich lat związany m.in. z ekspansją zagraniczną. W dłuższym terminie przyjmujemy CAPEX na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20% w długim terminie.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- Dług netto przyjęty na poziomie z końca 2022 roku. Do wyceny dodaliśmy rynkową wartość posiadanych akcji własnych (265 tys sztuk)
- Do obliczeń przyjęliśmy liczbę akcji na poziomie 23,0 mln sztuk.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 188,5 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 8,19 PLN.

Model DCF

| | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|--|--------------|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 1 088,6 | 1 088,1 | 1 167,7 | 1 214,4 | 1 250,9 | 1 275,9 | 1 288,7 | 1 301,6 | 1 314,6 | 1 327,7 |
| EBIT [mln PLN] | 16,0 | 17,9 | 20,8 | 24,2 | 28,5 | 32,4 | 35,9 | 36,5 | 37,0 | 37,6 |
| Stopa podatkowa | 21,2% | 20,0% | 20,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 3,4 | 3,6 | 4,2 | 4,6 | 5,4 | 6,2 | 6,8 | 6,9 | 7,0 | 7,1 |
| NOPLAT [mln PLN] | 12,6 | 14,3 | 16,7 | 19,6 | 23,0 | 26,2 | 29,1 | 29,5 | 30,0 | 30,5 |
| Amortyzacja [mln PLN] | 14,1 | 14,4 | 14,9 | 14,8 | 14,9 | 14,9 | 14,9 | 14,9 | 14,9 | 14,9 |
| CAPEX [mln PLN] | -12,9 | -20,4 | -14,4 | -14,9 | -14,9 | -14,9 | -14,9 | -14,9 | -14,9 | -14,9 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -2,6 | 1,5 | 1,7 | 1,3 | 1,0 | 0,8 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| FCF [mln PLN] | 11,1 | 9,8 | 18,8 | 20,9 | 24,1 | 27,0 | 29,3 | 29,8 | 30,2 | 30,7 |
| DFCF [mln PLN] | 10,6 | 8,2 | 13,8 | 13,3 | 13,4 | 13,1 | 12,4 | 10,9 | 9,7 | 8,5 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 113,8 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 221,8 | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0% | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 61,6 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 175,4 | | | | | | | | | |
| Dług netto 2022 [mln PLN] | -14,6 | | | | | | | | | |
| Dywidenda 2023 [mln PLN] | 1,6 | | | | | | | | | |
| Akcje własne [mln PLN] | 1,5 | | | | | | | | | |
| Udział mniejszości [mln PLN] | 1,4 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału [mln PLN] | 188,5 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | 23,0 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 8,19 | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r | 18,1% | 0,0% | 7,3% | 4,0% | 3,0% | 2,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBIT zmiana r/r | -11,9% | 12,0% | 16,5% | 16,3% | 17,4% | 13,8% | 10,9% | 1,6% | 1,6% | 1,6% |
| FCF zmiana r/r | --- | -11,5% | 92,2% | 11,1% | 15,0% | 12,1% | 8,7% | 1,6% | 1,6% | 1,6% |
| Marża EBITDA | 2,8% | 3,0% | 3,1% | 3,2% | 3,5% | 3,7% | 3,9% | 3,9% | 4,0% | 4,0% |
| Marża EBIT | 1,5% | 1,6% | 1,8% | 2,0% | 2,3% | 2,5% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% |
| Marża NOPLAT | 1,2% | 1,3% | 1,4% | 1,6% | 1,8% | 2,1% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | 2,3% |
| CAPEX / Przychody | 1,2% | 1,9% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| CAPEX / Amortyzacja | 91,8% | 141,5% | 97,2% | 100,4% | 100,2% | 100,2% | 100,2% | 100,2% | 100,2% | 100,3% |
| Zmiana KO / Przychody | 0,2% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 1,6% | 328,1% | -2,2% | -2,9% | -2,8% | -3,0% | -1,9% | -2,0% | -2,1% | -2,2% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% |
| Premia za ryzyko | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% |
| Beta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| 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 | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% |
| Udział kapitału własnego | 94,1% | 94,9% | 95,8% | 96,5% | 97,2% | 97,8% | 98,2% | 98,8% | 99,4% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,5% | 5,6% | 5,6% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% |
| Udział kapitału obcego | 5,9% | 5,1% | 4,2% | 3,5% | 2,8% | 2,2% | 1,8% | 1,2% | 0,6% | 0,0% |
| WACC | 14,4% | 14,5% | 14,6% | 14,7% | 14,7% | 14,8% | 14,8% | 14,9% | 14,9% | 15,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

| | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | Beta | | | | | | |
|------|---|-------|-------|---|------------------|-------|------|------|------|------------------|-------|-------|------|------|
| | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 0,00% | 1,00% | 2,00% | 0,9 | 1,0 | 1,1 | | | | | |
| beta | 0,8 | 9,20 | 9,50 | 9,87 | Premia za ryzyko | 7,5% | 9,27 | 9,59 | 9,96 | Premia za ryzyko | 7,5% | 10,24 | 9,59 | 9,01 |
| | 0,9 | 8,55 | 8,80 | 9,09 | | 8,5% | 8,58 | 8,83 | 9,12 | | 8,5% | 9,46 | 8,83 | 8,28 |
| | 1,0 | 7,98 | 8,19 | 8,42 | | 9,5% | 7,98 | 8,19 | 8,42 | | 9,5% | 8,80 | 8,19 | 7,65 |
| | 1,1 | 7,49 | 7,65 | 7,85 | | 10,5% | 7,46 | 7,63 | 7,82 | | 10,5% | 8,22 | 7,63 | 7,12 |
| | 1,2 | 7,05 | 7,19 | 7,35 | | 11,5% | 7,01 | 7,14 | 7,30 | | 11,5% | 7,71 | 7,14 | 6,66 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

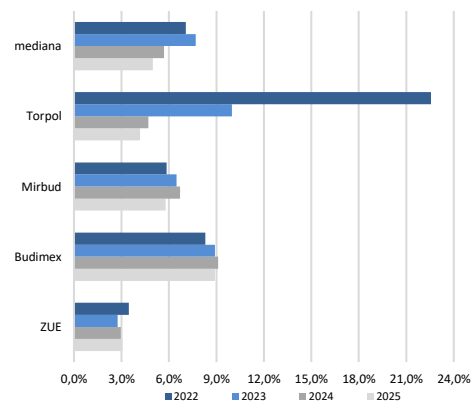
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (wagi: 20% dla 2023 i po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie czyli 6,76 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | 2023P | 2024P | 2025P | 2023P | 2024P | 2025P |
| Budimex | 16,4 | 16,8 | 17,4 | 8,3 | 7,3 | 6,8 |
| Mirbud | 6,2 | 5,5 | 7,1 | 3,6 | 3,0 | 3,4 |
| Torpol | 5,9 | 13,2 | 12,9 | 1,1 | 2,6 | 2,4 |
| Mediana | 6,2 | 13,2 | 12,9 | 3,6 | 3,0 | 3,4 |
| ZUE | 10,9 | 9,8 | 8,3 | 3,5 | 3,0 | 2,3 |
| Premia/dyskonto do spółki | 75,4% | -26,0% | -35,7% | -3,1% | -0,1% | -33,1% |
| Wycena wg wskaźnika | 3,2 | 7,6 | 8,7 | 5,8 | 5,6 | 7,4 |
| Waga roku | 20% | 40% | 40% | 20% | 40% | 40% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | 7,18 | | | 6,35 | | |
| Waga wskaźnika | 50% | | | 50% | | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 6,76 | | | | | |

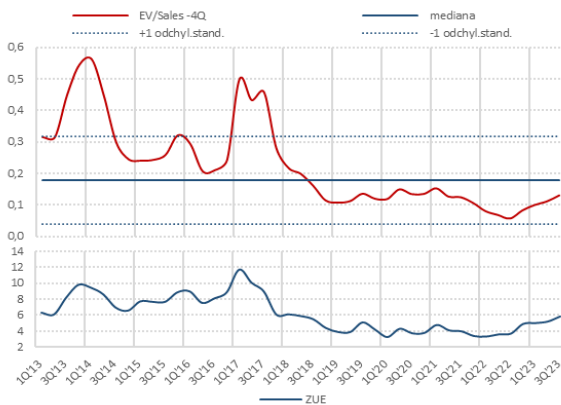
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



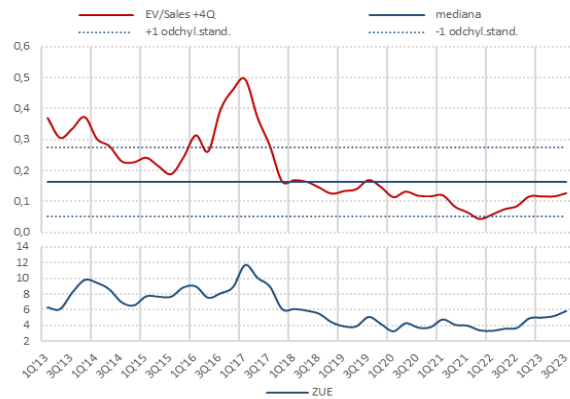
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

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)

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Uzależnienie od głównych odbiorców.** Spółka działa przede wszystkim w obszarze zamówień publicznych. Głównymi zleceniodawcami są PKP PLK oraz samorządy. W 2023 roku do tego grona dołączył CFR (rumuński zarządca infrastruktury kolejowej). Zmiany w strategiach inwestycyjnych tych podmiotów czy w harmonogramach przetargów mogą mieć bezpośredni wpływ na generowane przez ZUE wyniki.
- **Poziom nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę transportową w regionie CEE.** Wysokość nakładów inwestycyjnych wymienionych wyżej instytucji wprost implikuje wartość potencjalnych kontraktów w obszarach rynku budowlanego, na których działa spółka. Budżety instytucji publicznych realizujących projekty infrastrukturalne w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) oparte są obecnie przede wszystkim o środki pochodzące z budżetu UE. Zmiany w wysokości lub kierunkach rozdysponowania budżetu mogą mieć bezpośredni wpływ na poziom nakładów inwestycyjnych w obszarze infrastruktury transportowej w krajach CEE.
- **Ryzyko związane z dofinansowaniem realizacji projektów z funduszy unijnych.** Przedłużające się procedury dotyczące uregulowania finansowania lub upolitycznienie warunkowości wypłat, mogą negatywnie wpłynąć na jego dostępność, co z kolei może się przełożyć na zmniejszenie podaży projektów na rynku.
- **Ryzyko związane z wejściem na nowe rynki.** ZUE prowadziło dotychczas działalność głównie na rynku polskim. Na rynkach zagranicznych spółka realizowała w przeszłości średniej wielkości kontrakt tramwajowy w Słowacji. W 2H'22 spółka po raz pierwszy pozyskała kontrakty budowlane na rumuńskim rynku kolejowym, które są realizowane od 2023 roku. W 2023 roku pozyskano także pierwszy kontrakt na rynku łotewskim. Wejście na nowe rynki może wiązać się np. z błędną identyfikacją ryzyk prawnych, podatkowych czy specyfiki działania zamawiających, partnerów konsorcjalnych czy podwykonawców.
- **Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.** Duże projekty budowlane finansowane ze środków publicznych realizowane są przez firmy wyłonione w przetargach, często długotrwałych (dodatkowo decyzje mogą być oprotestowane). W konsekwencji istnieje ryzyko zmiany w tym czasie (a także w czasie samej realizacji kontraktów) przyjętych przez spółkę założeń dotyczących cen materiałów, kursów walutowych, usług podwykonawczych czy kosztów wynagrodzeń. W czasie realizacji kontraktów należy mieć na uwadze także szereg innych czynników ryzyka, m.in.: ryzyko przekroczenia terminów umownych, upadłości kontrahentów, ryzyko związane z procesem uzyskiwania decyzji administracyjnych, ryzyko związane z odpowiedzialnością za podwykonawców oraz członków konsorcjów budowlanych.
- **Bariery wejścia/konkurencja.** Bariery wejścia na rynek budownictwa kolejowego i miejskiego w Polsce nie są wysokie. Atrakcyjne w długim terminie budżety programów inwestycyjnych w tych obszarach przyciągają do przetargów nowe podmioty, która są skłonne oferować niskie ceny, by zaistnieć na rynku. Dodatkowo jako specyficzne ryzyko konkurencji należy traktować rosnącą w ostatnich latach koncentrację potencjału wykonawczego w rękach podmiotów odpowiedzialnych za infrastrukturę kolejową w Polsce (np. przejście kontroli nad Trakcją przez PKP PLK czy Torpołem przez CPK).
- **Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy.** Przychody spółki wykazują wyraźną sezonowość. Najszabszy zwykle jest 1Q (okres zimowy). Czynnik pogodowy (nadzwyczajne opady śniegu czy deszczu, ekstremalne zmiany temperatury) może wpływać na harmonogramy realizowanych prac.
- **Spory sądowe.** Realizacja kontraktów dla podmiotów publicznych historycznie często wiąże się z wchodzeniem w spory sądowe na końcowym etapie ich realizacji, co związane jest m.in. z brakiem elastyczności tych podmiotów kwestii budżetów projektów czy słabym przygotowaniem projektów od strony projektowej. Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzytelności (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.

Istotne sprawy sądowe

| sprawa | data | kwota wnioskowana przez ZUE [mln PLN]* |
|-------------------------|------|--|
| budowa łącznicy Okęcia | 2016 | 2,9 |
| Biadolino – Tarnów | 2016 | 15,7** |
| Biadolino – Tarnów | 2023 | 7,0 |
| Częstochowa – Zawiercie | 2020 | 34,8 |
| 4 odcinki - waloryzacje | 2021 | 19,0 |
| 2 odcinki - waloryzacje | 2022 | 8,0 |
| ul. Igołomska | 2022 | 6,0*** |
| suma | | 93,4 |

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

zasądzono 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, spółka analizuje złożenie odwołania, * o osobną kwotę wnioskuję EnergoPol

MODEL BIZNESOWY

Struktura akcjonariatu

| | akcje | % akcji | głosy | % głosów |
|---------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
| Nowak Wiesław | 14 400 320 | 62,5% | 14 400 320 | 62,5% |
| Bankowy OFE | 1 780 786 | 7,7% | 1 780 786 | 7,7% |
| Generali OFE | 1 461 659 | 6,3% | 1 461 659 | 6,3% |
| ZUE | 264 652 | 1,1% | 264 652 | 1,1% |
| Pozostali | 5 122 666 | 22,2% | 5 122 666 | 22,24% |
| Razem | 23 030 083 | 100% | 23 030 083 | 100% |

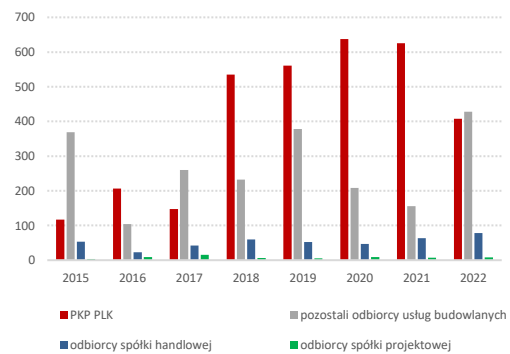
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura grupy ZUE*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, BPK od 3Q'23 nie wchodzi w skład grupy

Struktura głównych odbiorców [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka początek swojej działalności datuje na 1991 rok. Powstał wtedy podmiot Zakład Urządzeń Energoelektronicznych Radiotech Wiesław Nowak w Krakowie. Spółka przez wiele lat rozwija się głównie na rynku tramwajowym (na początku Kraków, później wyjście także na inne miasta). Poszerzenie zakresu świadczonych usług o wykonawstwo kolejowej sieci trakcyjnej nastąpiło w 2006 roku. W 2010 roku spółka przejęła Przedsiębiorstwa Robót Komunikacyjnych w Krakowie (budowa i modernizacja linii kolejowych). ZUE zadebiutował na GPW w 2010 roku (emisja 6 mln PLN akcji po 15,0 PLN/szt – celem emisji była spłata części długoterminowego zadłużenia na przejęcie spółki PRK, realizacji programu inwestycyjnego oraz wzmocnienie kapitału obrotowego). Największym akcjonariuszem spółki pozostaje jej założyciel Wiesław Nowak.

Obecnie ZUE działa w dwóch głównych obszarach oferowanych usług:

• **działalność budowlana** (prowadzona przez ZUE i Energopol), która obejmuje:

- **infrastrukturę miejską** (budowa i modernizacja torowisk tramwajowych, sieci trakcyjnej tramwajowej i trolejbusowej, podstacji trakcyjnych, oświetlenia ulicznego, linii kablowych, sygnalizacji ulicznych, układów drogowych, obiektów kubaturowych i teletechniki a także konserwacja i bieżące utrzymanie infrastruktury tramwajowej i oświetlenia ulicznego);
- **infrastrukturę kolejową** (budowa i modernizacja torowych układów kolejowych, traktacji kolejowej, urządzeń SRK i teletechniki, podstacji trakcyjnych, linii energetycznych, obiektów stacyjnych i obiektów inżynierskich);
- **lokalną infrastrukturę drogową** (spółka Energopol będąca w grupie od listopada 2022 roku realizuje głównie roboty drogowe, obiekty mostowo-drogowe, konstrukcje żelbetowe i prace hydrotechniczne oraz wodno-kanalizacyjne)

• **działalność handlowa** (Railway gft Polska) w ramach, której spółka oferuje materiały i akcesoria do budowy torowisk kolejowych i tramwajowych (m.in. szyny, podkłady, rozjazdy, kruszywa, akcesoria i inne).

W sierpniu 2023 nastąpiło zbycie za 0,6 mln PLN BPK Poznań, jednostki prowadzącej działalność projektową w zakresie miejskich i kolejowych układów komunikacyjnych oraz energetyki zawodowej (przychody ze sprzedaży w 2022 roku wyniosły ok. 9,7 mln PLN, a strata netto ok. 0,1 mln PLN).

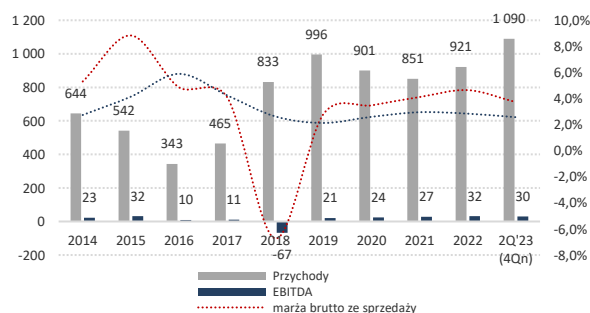
Spółka RTI nie jest konsolidowana ze względu na nieistotność (historycznie powstała ona w celu zdobywania kontraktów zagranicznych).

Cele strategiczne ZUE zakładają:

- utrzymanie pozycji jednego z liderów rynku budownictwa komunikacyjnej infrastruktury kolejowej,
- utrzymanie pozycji jednego z liderów rynku budownictwa komunikacyjnej infrastruktury miejskiej,
- wzmocnienie udziału w rynku projektowania układów komunikacyjnych,
- rozwój działalności handlowej na rynku dystrybucji i produkcji materiałów torowych.

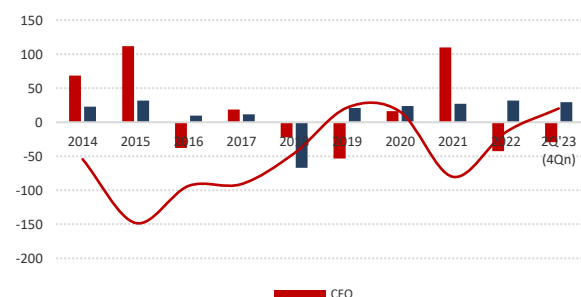
W okresie długoterminowym nadrzędnym celem jest rozwój oferty usług serwisowych, utrzymaniowych infrastruktury miejskiej i kolejowej.

Przychody, EBITDA i marża brutto ze sprzedaży [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Dług netto i cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH W POLSCE

W połowie sierpnia 2023 Rada Ministrów przyjęła uchwałę w sprawie ustanowienia Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku (z perspektywą do roku 2032). Formalnie dokument jest aktualizacją obecnego KPK, który obowiązywał do 2023. Nowy KPK zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN. Przyjęto plan, że rekordowy będzie 2024 rok na poziomie 20,5 mld PLN. Jako źródła finansowanie dla tej kwoty ujęto 4,4 mld PLN środków z KPO i 6,0 mld PLN środków z FeNIKS (Fundusze Europejskie na Infrastrukturę, Klimat, Środowisko – [link](#) i CEF (Łącząc Europę, [link](#)). Uważamy, że należy bardzo ostrożnie podchodzić do planowanych nakładów w 2024 roku – historycznie plany w ramach KPK zawsze były przesuwane w czasie, dodatkowo obecnie żaden z programów unijnych nie funkcjonuje w zakresie w jakim to zakładano (także prefinansowanie przez PFR środków z KPO jest naszej w opinii dużo wolniejsze niż to zakładano przy ogłaszaniu tych działań).

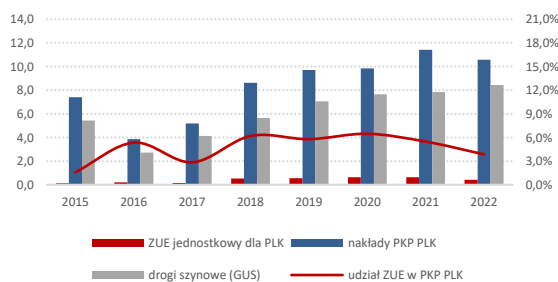
Warto pamiętać, że obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równoległe powinny w kolejnych latach pojawić się środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych (strona internetowa CPK podaje, że chodzi o 1981 km nowych linii do 2034 roku). Natomiast dostosowanie istniejącej infrastruktury kolejowej do potrzeb zharmonizowania z koncepcją CPK będzie realizowane przez PKP PLK. W listopadzie 2022 CPK podpisała umowy na projektowanie odcinka szybkiej kolei na linii Warszawa – Łódź za 300 mln PLN, które mają być zrealizowane do połowy 2024 roku ([link](#)).

Obecna sytuacja przypomina pod pewnymi względami okres przełomu 2015-16, kiedy także na rynku kolejowym panowała posucha w zakresie nowych kontraktów (brak nowych przetargów po zakończeniu perspektywy UE 2007-13, zmiany w kadrach po wyborach z 2015 roku, braki w projektach nowych kontraktów). Wysyp przetargów nastąpił dopiero w 2H'16 – kontrakty podpisywane były już głównie w 2017 roku (umowy te odbiły się później negatywnie na kondycji spółek wykonawczych). Kolejna „hossa” przetargowa nastąpiła w 2019 roku. Konkurencja wtedy była wtedy dużo niższa, ponieważ wiele podmiotów było w słabej kondycji po kontraktach z 2017 roku (to wtedy mocną pozycję na rynku zbudował sobie nieuczestniczący we wcześniej wojnie cenowej Budimex, a Torpol był w dobrej kondycji po realizacji Jaworzna dla Tauronu).

Obecnie po stronie projektowej PKP PLK jest lepiej przygotowana niż przed startem poprzedniej perspektywy unijnej, umowy mają też bardziej przejrzyste zasady waloryzacji. Natomiast problemem jest zapewnienie finansowania i realne odblokowanie środków UE.

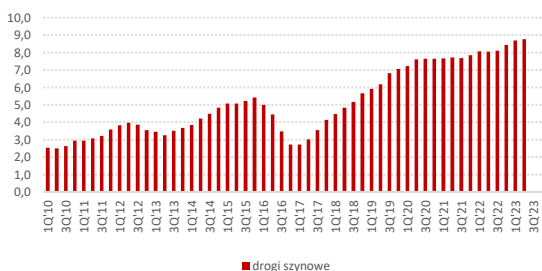
Sytuacja ZUE obecnie na tym tle może być na tyle korzystniejsza, że spółka wygrała przetargi na rynku rumuńskim w 2022 na górze kosztowej. Dodatkowo ma wybraną najkorzystniejszą ofertę dla PKP PLK z przetargu z drugiej połowy 2022 roku i w przypadku podpisania tej umowy (w połączeniu z backlogiem z Rumunii) spółka nie musiałaby uczestniczyć w walce cenowej w latach 2023/1H'24.

Nakłady inwest. PKP PLK, wydatki na drogi szynowe (wg GUS) [mld PLN]



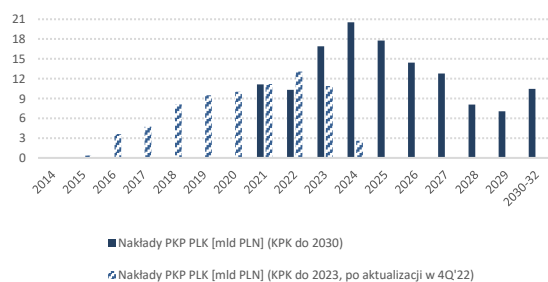
Źródło: DM BDM S.A., spółka, GUS, PKP PLK

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



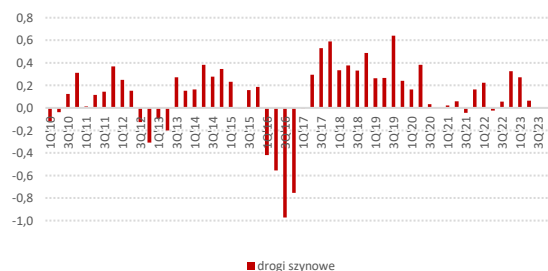
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady PKP PLK zapisane w KPK do 2030 roku [mld PLN]



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

Wydatki na drogi szynowe r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

PROGRAM INWESTYCJI TRAMWAJOWYCH 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). Obecnie rynek nowych, dużych przetargów tramwajowych jest w stanie zawieszenia, samorządy czekają na realną możliwość skorzystania ze środków unijnych.

PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH W RUMUNII

Rumuńska sieć kolejowa (10,8 tys km vs 19,3 tys km w Polsce) jest ósmą pod względem długości linii w Europie. Ok. 38% linii jest zelektryfikowanych (dla porównania w Polsce jest to ok. 63%, na Węgrzech 41%, w Bułgarii 74%). Ministerstwo Transportu i Infrastruktury wspólnie z CFR (rumuński odpowiednik PKP PLK, cfr.ro) przyjęło strategię na lata 2021-2025, w której zakłada m.in. zwiększenie udziału kolejowego ruchu towarowego o co najmniej 25% do roku 2026 w porównaniu do roku 2020, wzrost ilości pasażerów o 25% czy wdrożenie systemu ERTMS.

We wrześniu 2021 roku KE zaakceptowała KPO Rumunii na 29 mld EUR z czego ok. 3,5 mld EUR jest przeznaczone na kolej ([link](#)) – pierwsze środki z KPO Rumunia otrzymała już w na przełomie 2021/22. Kluczowe inwestycje, które zostaną sfinansowane to Arad – Timișoara – Caransebeș (155 km, 1,3 mld EUR) oraz Cluj Napoca - Episcopia Bihor (156 km, 1,3 mld EUR) – obie w zachodniej części kraju (od strony granicy z Węgrami), na większości odcinków przetargi zostały już rozstrzygnięte (głównie wygrały firmy włoskie oraz konsorcjum Alstomu z lokalnym partnerem, ZUE także wygrało przetargi finansowane z KPO, nie były to jednak duże przetargi jak w przypadku wyżej wymienionych, ale mniejsze tzw. zlecenia Quick Wins)

Natomiast w ramach funduszu spójności (budżet UE na lata 2021-27) Rumunia ma otrzymać łącznie 7,2 mld EUR (lub 9,4 mld EUR, w zależności od źródła) na obszar transportu, w tej kwocie szczególny nacisk ma zostać położony na pociągi i koleje (sieć TEN-T) oraz rozwój zrównoważonego transportu publicznego w miastach ([link](#), [link2](#)).

Na rumuńskim rynku budownictwa infrastrukturalnego obecność polskich podmiotów była dotychczas śladowa. Obecni od wielu lat są z kolei czołowi gracze z CEE jak Strabag, Porr czy Swietelsky czy z południa Europy (WeBuild, FCC, Gullermak, Alstom)

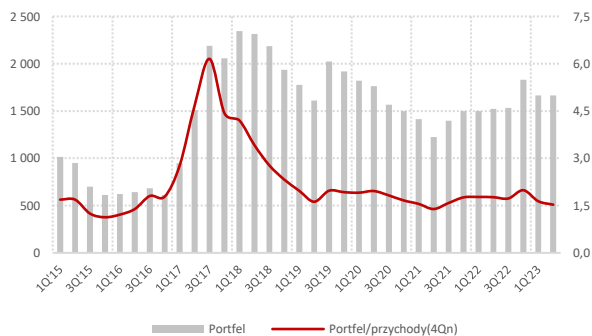
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

| Data | Kontrahent | Kontrakt | Wartość netto [mln PLN]* | Koniec** | % budżetu inwestora |
|-------------|--------------|---|--------------------------|-----------|---------------------|
| 2023 | | | | | |
| sie 23 | ZDM Kraków | Przebudowa torowiska ul. Zwierzyniecka/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator” | 76,5 | sie 24 | 150% |
| 2022 | | | | | |
| nko | PKP PLK | Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe | 785,1 | 44 m-ce | 99% |
| gru 22 | C.F.R. | SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów) | 345,5 | mar 25 | 106% |
| gru 22 | C.F.R. | SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów) | 144,0 | sie 24 | 113% |
| wrz 22 | Poznań | Przebudowa trasy tramwajowej: Kórnicka – os. Lecha (Odcinek I) | 58,7 | lut 24 | --- |
| wrz 22 | Kraków | Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025 | 120,6 | 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 | 61,8 | gru 23 | --- |
| 2021 | | | | | |
| gru 21 | Warszawa | Budowa zajezdni Annapol | 266,3 | kwi 24 | 161% |
| lis 21 | Szczecin | Przebudowa torowiska z trakcją z rozbudową pętli Pomorzany w Szczecinie | 213,0 | lis 23 | 96% |
| wrz 21 | Dąbr. Górn. | Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka) | 62,0 | gru 22 | 149% |
| 2020 | | | | | |
| gru 20 | Szczecin | Przebudowa torowiska wraz z siecią od pl. Żołnierza do pętli Niebuszewo /ul. Matejki/Piłsudskiego | 141,8 | lip 23 | --- |
| 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 | 582,7 | gru 23 | 180% |
| wrz 19 | ZDM Kraków | Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i tacji tramwajowych w Krakowie w latach 2019-2022 | 91,4 | wrz 22 | --- |
| sty 19 | ZDM Kraków | Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk tramwajowych w Krakowie w latach 2019 roku | 16,9 | wrz 19 | --- |
| 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 | 366,8 | gru 23 | 109% |
| 2017 | | | | | |
| paź 17 | PKP PLK | Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna - Sandomierz | 378,8 | gru 23 | 105% |
| 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 22*** | 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 | 264,1 | paź 20*** | 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. Gołąbki/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% |

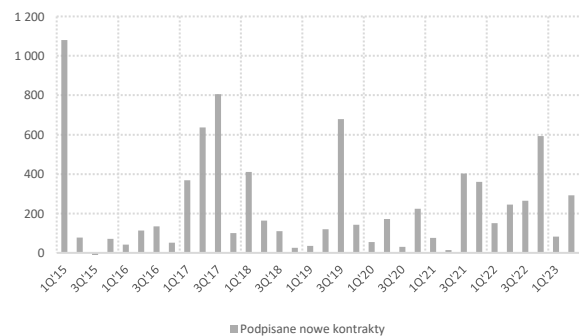
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, **wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się w obec stanu bieżącego, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym), nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa cena, *** kontrakt nadal w realizacji po 2Q'23 (przewidywane zakończenie w 3/Q'23)

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

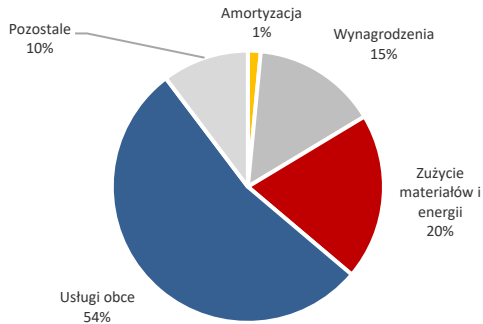


Źródło: DM BDM S.A., spółka, *jako różnica zmiany backlogu i przychodów w danym Q

- Portfel zleceń spółki po 2Q'23 miał wartość ok. 1,46 mld PLN, z czego 1,44 mld PLN przypadało na projekty budowlane.
- Zwracamy uwagę, że w portfelu realizacyjnym spółki znajdują się nadal jeszcze cztery duże kontrakty z 2017, z okresu kiedy konkurencja na przetargach była wymagająca. Umowy te mają także znaczne opóźnienie w stosunku do pierwotnych harmonogramów (m.in. kwestia opóźnień administracyjnych czy zmian zakresu prac), co generuje dodatkowe koszty stałe w stosunku do pierwotnych budżetów. Szacujemy, że wartość prac na tych kontraktach może wynosić jeszcze ok. 30-50 mln PLN.
- W połowie 2023 roku z umów podpisanych w 2017 roku w realizacji były: LCS Kutno (planowany koniec w 2H'23 – [link](#)), Warszawa – LCS Łowicz (Ożarów – projekt właśnie ukończony, [link](#), przyczyną opóźnień były m.in. niewybuchy), Skarżysko – Sandomierz (planowany do ukończony do końca roku, potencjalnie największe ryzyko kolejnego opóźnienia, problemem był gorszy niż zakładano stan wielu obiektów inżynierskich, [link](#)) oraz Trzebinia – Oświęcim (kontrakt na ukończeniu, [link](#))
- Z istotnych kontraktów kolejowych pozyskanych w okresie 2018-20 w realizacji są jeszcze dwa zlecenia, które powinny zakończyć się w 2023 roku (wartość obu przekracza wartość budżetu inwestorskiego z przetargów). W końcówki 2021 pochodzą dwa duże kontrakty tramwajowe (zajezdnia Annopol wygrana wyraźnie powyżej budżetu oraz kontrakt w Szczecinie podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). W 2022 spółka pozyskała średniej wartości kontrakty tramwajowe, kontrakt na terminal dla PKP Cargo oraz kontrakty na rynku rumuńskim.
- Kontrakty na rynku rumuńskim spółka podpisała na początku grudnia 2022 (oferty na przetargach były składane w 3Q'22) oraz w marcu 2023 (dwa małe odcinki). W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE w konsorcjum (obecnie nieco mniej ze względu na lekkie 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 na kontraktach potrwać do 3Q'24 (Brasov) a na części do 1Q'25 (Cluj). Z informacji prasowych z sierpnia'23 wynika, że w przypadku CF Cluj na części odcinków prace już ruszyły, na części organizowane są prace budowy ([link](#)), także w przypadku Brasova prowadzone są już pierwsze prace (lokalne informacje o utrudnieniach w ruchu pociągów).
- Kontrakty na rynku rumuńskim realizowane są w konsorcjum z lokalną spółką Drum Asphalt. Jest ona powiązana z większą grupą Selina (nie jest jednak formalnie częścią grupy). Dotychczas specjalizowała się głównie w pracach drogowych (w konsorcjum odpowiada za zakres podbudowy torów). W 2022 roku miał 185 mln RON przychodów oraz 13 mln RON zysku netto ([link](#), [link2](#) – dane za dłuższy okres w EUR)
- Potencjalnie do portfela spółki z dużych kontraktów powinien dołączyć kontrakt na odcinek Będzin - Katowice Szopienice za 785 mln PLN netto, gdzie oferta spółki jest wybrana jako najkorzystniejsza w końcówce 2022 roku. Ze względu jednak na brak uruchomienia środków unijnych przez PKP PLK nadal nie został on podpisany (kontrakt ma być finansowany z CEF). W sierpniu 2023 spółka podpisała umowę na torowisko w Krakowie za 77 mln PLN.

STRONA KOSZTOWA

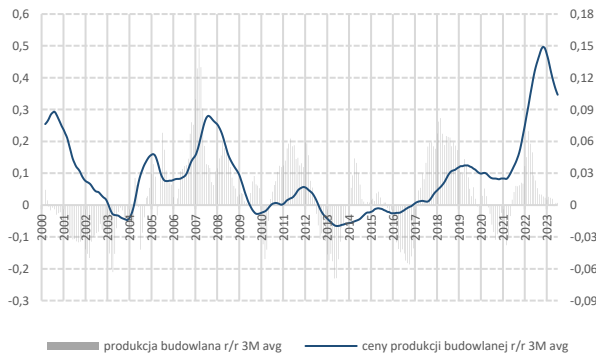
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



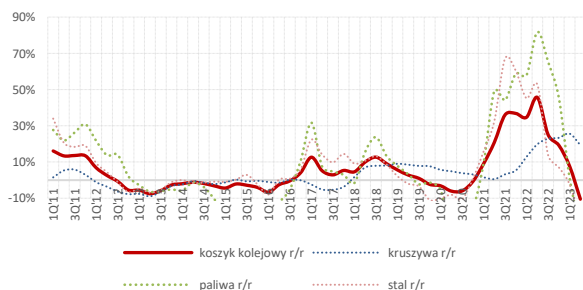
Źródło: DM BDM S.A., spółka
Produkcja budowlana w Polsce r/r



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS
Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)

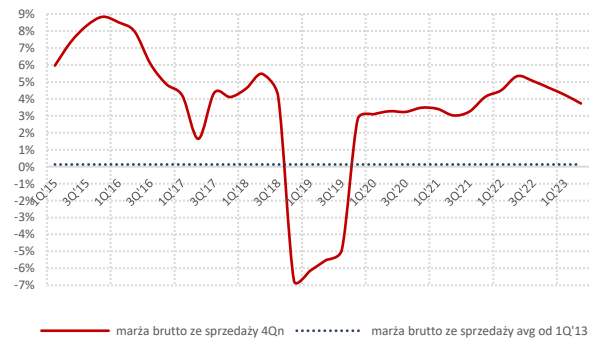


Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]*

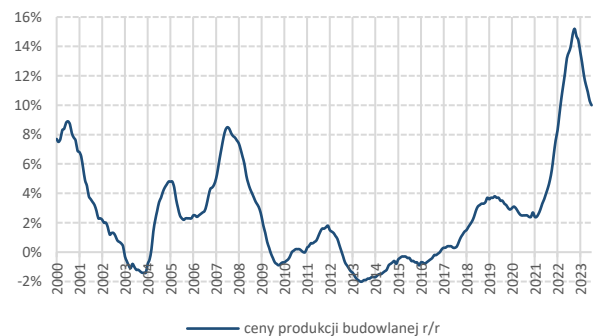


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów, Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest wg udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

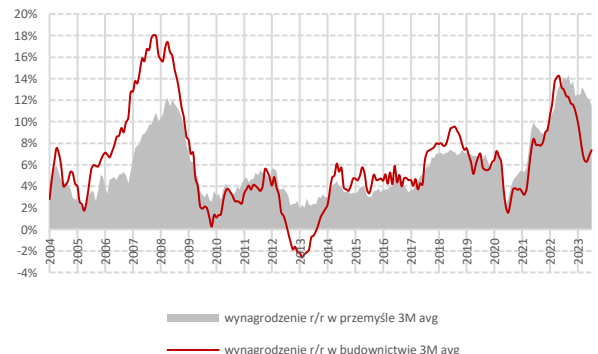
Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



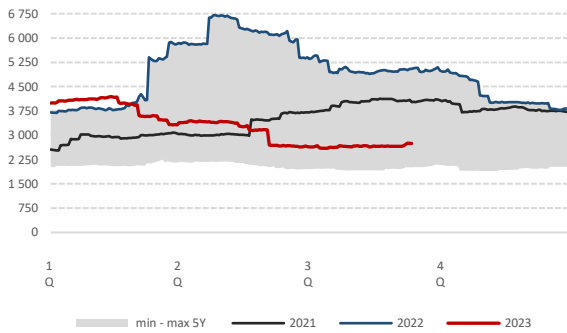
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS
Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom, ponad 15% r/r w październiku. W następnych miesiącach zaczęła się powoli obniżać. Obecnie trend jest już wyraźnie opadający, w sierpniu dynamika spowolniła do 10,0% (najniżej od lutego 2022). Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszty materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 2Q'23 wykazał -3% spadek r/r. Są to tylko materiały, wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI i wartość stałą, ale wskazuje to z jak zaawansowanym już spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia.

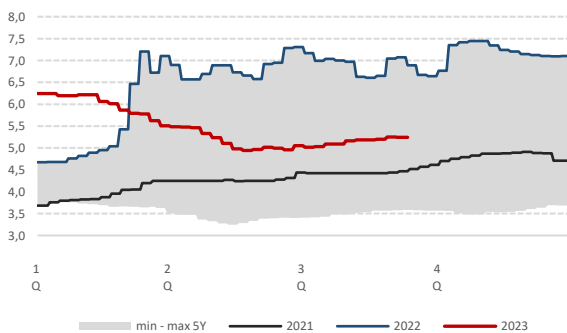
Wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej która w ostatnich miesiącach oscyluje w okolicy zerowej realnej

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



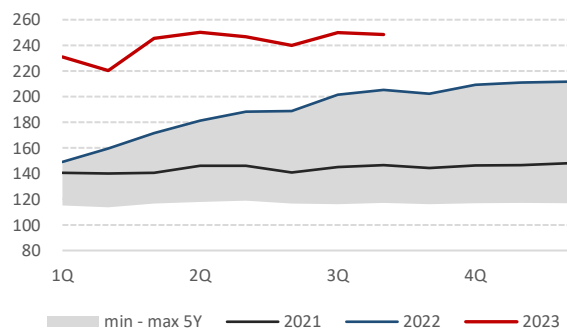
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



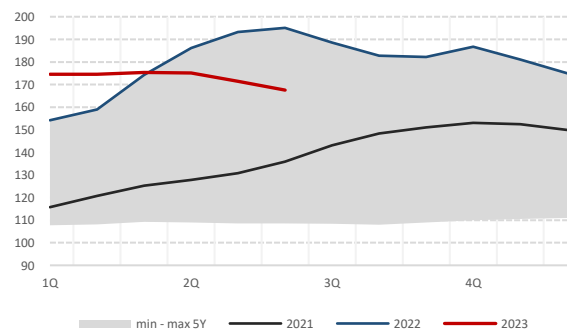
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cement – indeks PSB*



Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, *100= koniec 2010 roku

Kruszywa – indeks GUS*



Źródło: DM BDM S.A., GUS (kamień, piasek, glina), *100= koniec 2009 roku

dynamiki r/r. Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej koniunktury w budownictwie, jest zazwyczaj korzystny dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane duże portfele zleceń). Słabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration. Jednocześnie obecnie zdobywane kontrakty (cykliczny dołek) stają się coraz bardziej ryzykowne pod kątem przyszłych marż (perspektywa odbicia popytu na materiały w przypadku odbudowy rynku).

Z informacji prasowych wynika, że w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%). Dotychczas ZUE nie poinformowało o żadnym aneksie w tym zakresie (aneksy z kwietnia dotyczące kontraktu Chabówka – Zakopane dotyczyły prac dodatkowych).

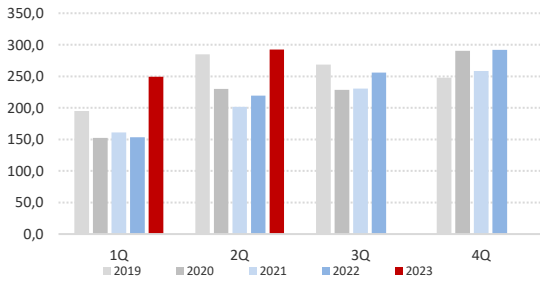
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY I PROGNOZY

Wyniki skonsolidowane [mln PLN]

| | 1Q'20 | 2Q'20 | 3Q'20 | 4Q'20 | 1Q'21 | 2Q'21 | 3Q'21 | 4Q'21 | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży | 152,3 | 230,1 | 228,3 | 290,6 | 160,9 | 201,5 | 230,6 | 258,4 | 153,6 | 219,6 | 256,0 | 292,2 | 249,3 | 292,4 | 832,7 | 996,2 | 901,4 | 851,5 | 921,4 |
| Budownictwo | 143,6 | 211,9 | 213,5 | 276,2 | 141,1 | 190,9 | 211,8 | 237,0 | 140,8 | 191,5 | 236,1 | 262,6 | 224,9 | 273,2 | 763,2 | 934,2 | 845,2 | 780,7 | 831,1 |
| Handel | 6,3 | 15,7 | 12,2 | 12,5 | 8,1 | 18,7 | 16,5 | 20,0 | 11,1 | 26,2 | 17,5 | 23,0 | 32,0 | 17,2 | 60,1 | 52,6 | 46,7 | 63,3 | 77,8 |
| Projektowanie | 2,4 | 2,5 | 2,6 | 1,5 | 1,5 | 1,9 | 2,3 | 1,2 | 1,8 | 1,7 | 2,4 | 2,6 | 2,0 | 2,2 | 6,1 | 5,0 | 9,1 | 6,9 | 8,5 |
| Wyłączenia | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 3,9 | -9,6 | -0,1 | 3,4 | 4,4 | 0,4 | 0,5 | 4,1 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 5,7 | 9,1 | 8,2 | 8,4 | 5,4 | 4,7 | 10,2 | 14,8 | 8,3 | 12,7 | 9,0 | 12,8 | 8,5 | 10,3 | -56,0 | 27,9 | 31,3 | 35,0 | 42,8 |
| Budownictwo | 5,1 | 8,0 | 7,2 | 7,8 | 4,8 | 2,8 | 8,8 | 13,4 | 7,4 | 8,6 | 5,7 | 9,4 | 6,4 | 8,6 | -62,0 | 23,1 | 28,0 | 29,9 | 31,1 |
| Handel | 0,3 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,5 | 1,0 | 1,0 | 1,5 | 1,0 | 4,1 | 3,0 | 2,9 | 1,8 | 0,9 | 3,8 | 2,7 | 2,5 | 3,9 | 10,9 |
| Projektowanie | 0,5 | 0,4 | 0,4 | -0,1 | 0,3 | 0,7 | 0,5 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,7 | 2,0 | 1,8 | 1,1 | 1,5 | 1,3 |
| Wyłączenia | -0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,5 |
| SG&A | 6,1 | 5,4 | 5,8 | 6,0 | 6,2 | 5,5 | 6,4 | 7,0 | 5,3 | 7,2 | 6,3 | 7,4 | 6,8 | 7,5 | 21,9 | 21,2 | 23,4 | 25,1 | 26,2 |
| Zysk na sprzedaży | -0,5 | 3,7 | 2,4 | 2,3 | -0,8 | -0,8 | 3,8 | 7,7 | 3,1 | 5,5 | 2,8 | 5,3 | 1,7 | 2,8 | -77,9 | 6,8 | 7,9 | 9,9 | 16,6 |
| Saldo PPO/PKO | 0,3 | -1,1 | 0,4 | 3,2 | 0,6 | 2,9 | 0,8 | -0,1 | 0,6 | -0,1 | 0,2 | 0,9 | 0,2 | 1,3 | 0,0 | 1,1 | 2,7 | 4,3 | 1,5 |
| EBITDA | 3,2 | 5,9 | 6,1 | 8,8 | 2,8 | 5,2 | 8,0 | 11,1 | 7,0 | 8,7 | 6,4 | 9,8 | 5,5 | 7,8 | -67,0 | 21,0 | 23,9 | 27,1 | 31,9 |
| EBIT | -0,2 | 2,5 | 2,8 | 5,5 | -0,3 | 2,2 | 4,7 | 7,6 | 3,6 | 5,3 | 3,0 | 6,2 | 1,9 | 4,1 | -77,9 | 7,9 | 10,6 | 14,2 | 18,1 |
| Zysk (strata) brutto | -0,6 | 2,2 | 2,6 | 5,7 | -0,6 | 2,1 | 4,4 | 9,4 | 4,9 | 6,9 | 3,0 | 7,3 | 2,0 | 3,7 | -77,3 | 6,8 | 10,0 | 15,4 | 22,1 |
| Zysk (strata) netto | -0,7 | 1,7 | 2,0 | 1,3 | -0,7 | 1,4 | 3,3 | 7,8 | 3,8 | 5,5 | 1,6 | 5,5 | 1,1 | 3,0 | -62,8 | 3,8 | 4,3 | 11,8 | 16,4 |
| Marża brutto ze sprzedaży | 3,7% | 3,9% | 3,6% | 2,9% | 3,3% | 2,3% | 4,4% | 5,7% | 5,4% | 5,8% | 3,5% | 4,4% | 3,4% | 3,5% | -6,7% | 2,8% | 3,5% | 4,1% | 4,6% |
| Budownictwo | 3,5% | 3,8% | 3,4% | 2,8% | 3,4% | 1,5% | 4,2% | 5,7% | 5,2% | 4,5% | 2,4% | 3,6% | 2,9% | 3,1% | -8,1% | 2,5% | 3,3% | 3,8% | 3,7% |
| Handel | 4,3% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,7% | 5,6% | 5,8% | 7,4% | 9,0% | 15,5% | 17,1% | 12,5% | 5,7% | 5,0% | 6,3% | 5,2% | 5,3% | 6,2% | 14,1% |
| Projektowanie | 18,9% | 14,5% | 15,1% | -9,5% | 17,9% | 38,1% | 21,7% | 0,7% | 10,9% | 8,2% | 21,2% | 16,3% | 17,1% | 32,0% | 32,9% | 35,1% | 11,9% | 21,7% | 14,9% |
| Marża EBITDA | 2,1% | 2,6% | 2,7% | 3,0% | 1,7% | 2,6% | 3,5% | 4,3% | 4,5% | 4,0% | 2,5% | 3,4% | 2,2% | 2,7% | -8,0% | 2,1% | 2,7% | 3,2% | 3,5% |
| Marża EBIT | -0,1% | 1,1% | 1,2% | 1,9% | -0,2% | 1,1% | 2,0% | 2,9% | 2,3% | 2,4% | 1,2% | 2,1% | 0,8% | 1,4% | -9,4% | 0,8% | 1,2% | 1,7% | 2,0% |
| Marża netto | -0,5% | 0,7% | 0,9% | 0,5% | -0,4% | 0,7% | 1,4% | 3,0% | 2,4% | 2,5% | 0,6% | 1,9% | 0,4% | 1,0% | -7,5% | 0,4% | 0,5% | 1,4% | 1,8% |
| CFO | -21,4 | 28,8 | -10,1 | 19,0 | -0,6 | 15,3 | -6,7 | 101,8 | -28,9 | -9,5 | -35,9 | 31,8 | -29,6 | 4,2 | -22,2 | -53,5 | 16,3 | 109,8 | -42,6 |
| Dług netto | 44,6 | 19,3 | 27,7 | 15,6 | 17,6 | 8,7 | 18,6 | -80,2 | -49,5 | -35,5 | 2,3 | -14,6 | 17,3 | 20,1 | -45,6 | 21,5 | 15,6 | -80,2 | -14,6 |
| Backlog [mln PLN] | 1 821 | 1 763 | 1 565 | 1 498 | 1 413 | 1 226 | 1 398 | 1 500 | 1 498 | 1 523 | 1 532 | 1 832 | 1 666 | 1 458 | 1 936 | 1 918 | 1 498 | 1 500 | 1 832 |
| Rezerwy na straty | 11,2 | 13,6 | 10,1 | 8,1 | 6,3 | 7,4 | 8,5 | 14,5 | 16,5 | 18,2 | 16,5 | 14,8 | 11,0 | 292,4 | 27,4 | 14,2 | 8,1 | 14,5 | 14,8 |
| utworzenie | 0,0 | 5,5 | 0,0 | 1,5 | 0,0 | 1,8 | 2,1 | 7,3 | 2,9 | 3,4 | 1,0 | 3,5 | 0,0 | 273,2 | 28,7 | 2,6 | 7,0 | 11,3 | 10,7 |
| wykorzystanie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 17,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| rozwiązanie | 3,0 | 3,1 | 3,5 | 3,5 | 1,8 | 0,8 | 1,0 | 1,3 | 0,9 | 1,6 | 2,7 | 5,1 | 3,7 | 2,2 | 1,9 | 15,8 | 13,1 | 4,8 | 10,4 |

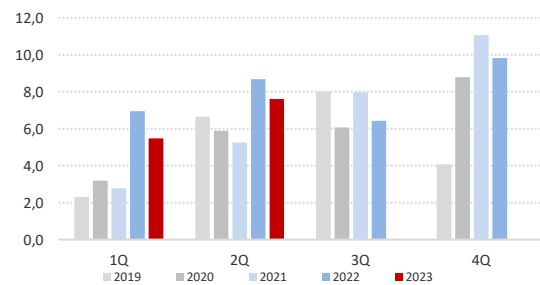
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



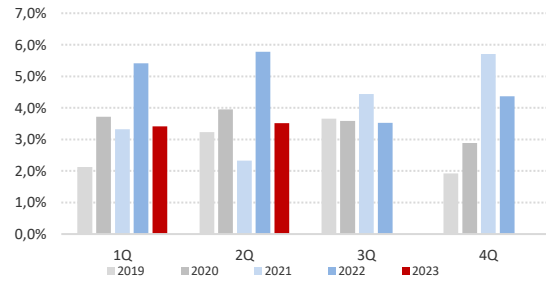
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



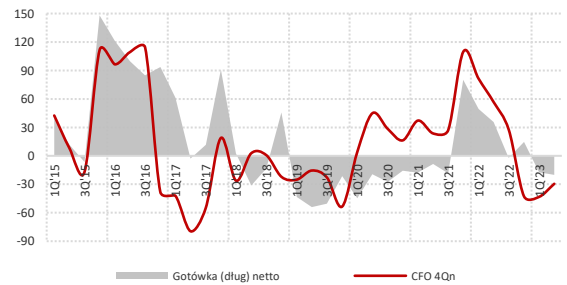
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



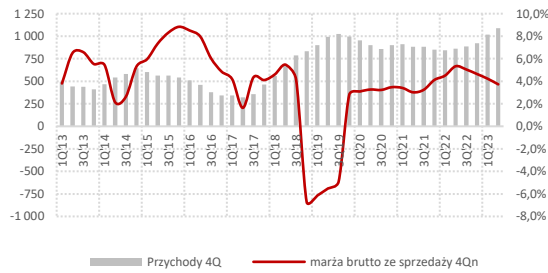
Źródło: BDM S.A., spółka

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



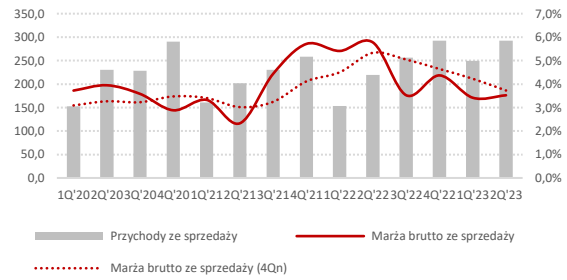
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] oraz marża brutto ze sprzedaży



Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Spółka w roku debiutu na GPW (2010) miała 392 mln PLN rocznego przychodu. W 2014 roku udało się osiągnąć poziom 644 mln PLN, a kolejne dwa-trzy lata były znacznie trudniejsze ze względu na okres przejściowy pomiędzy budżetami unijnymi. Kolejny skok sprzedaży nastąpił w 2018 roku, kiedy spółka przekroczyła pierwszy raz w historii próg 800 mln PLN rocznej sprzedaży (w kolejnych latach już poniżej niego nie spadła), do czego przyczyniły rekordowy backlog (>2 mld PLN) zbudowany w 2017 roku.
- Jednocześnie był to rok zaksięgowania aż 63 mln PLN straty netto. Kontrakty z 2017 roku okazały się nierentowne, zdobywane były w pierwszej fazie na poziomie 60-70% budżetów inwestorskich z tamtego czasu, dodatkowo najczęściej w formule P&B (która w kolei niesie zdecydowanie więcej ryzyk niż w obszarze drogowym).
- Wspomniane trudne kontrakty mocno obciążały wyniki (zerowe marże po zawiązaniu rezerw) a także cash flow spółki w kolejnych latach. Zakończyły się one głównie w okolicy +/-2020, jednak część nadal w połowie 2023 roku była w realizacji (opis w rozdziale poświęconym backlogowi), szacujemy, że do przerobu pozostało jeszcze 30-50 mln PLN z tych tematów.
- Pozyskiwane w kolejnych latach kontrakty zwykle opiewały na wartości w okolicy 100-110% pierwotnych budżetów inwestorskich (czasami nawet istotniej więcej).
- 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 4,6%. Porównując z innymi spółkami działającymi w obszarze kolejowym (jak Torpol, Budimex) są to relatywnie niskie poziomy, jednak należy mieć na uwadze przede wszystkim terminy budowania portfeli zleceń, z których wyniki były rozpoznawane w ostatnich latach (ZUE ciągle bazowało na słabym portfelu z 2017 roku, natomiast Budimex i Torpol były w stanie pozyskać dobre kontrakty w 2019 roku przy niskiej konkurencji, kiedy np. ZUE nie miało na nie „miejsca”).
- Na koniec 2022 roku ZUE miał 15 mln PLN gotówki netto. Należy brać pod uwagę, że w czasie sezonu budowlanego spółka wchodzi w pozycję długu netto. W 2022 roku spółka po raz pierwszy od 2016 roku wypłaciła dywidendę (0,15 PLN/akcję). Na wypłatę zdecydowano się także w 2023 roku (0,07 PLN/akcję)

Wyniki za 2Q'23 [mln PLN]

| | 2Q'22 | 2Q'23 | zmiana r/r | 2Q'23W | odchyl | 1H'22 | 1H'23 | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|-------|------------|--------|--------|-------|-------|------------|
| Przychody | 219,6 | 292,4 | 33,1% | 292,4 | 0,0% | 373,2 | 541,7 | 45,1% |
| Wynik brutto na sprzedaży | 12,7 | 10,3 | -19,1% | 10,3 | -0,2% | 21,0 | 18,8 | -10,5% |
| Wynik na sprzedaży | 5,5 | 2,8 | -49,1% | --- | --- | 8,5 | 4,5 | -47,1% |
| Saldo PPO/PKO | -0,1 | 1,3 | --- | --- | --- | 0,4 | 1,5 | --- |
| EBITDA | 8,7 | 7,8 | -9,7% | --- | --- | 15,6 | 13,3 | -14,9% |
| EBIT | 5,3 | 4,1 | -23,8% | 4,1 | -0,7% | 8,9 | 6,0 | -33,1% |
| Zysk brutto | 6,9 | 3,7 | -45,9% | --- | --- | 11,8 | 5,7 | -51,4% |
| Zysk netto | 5,5 | 3,0 | -45,2% | 3,2 | -5,0% | 9,3 | 4,1 | -55,4% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 5,8% | 3,5% | --- | 3,5% | --- | 5,6% | 3,5% | --- |
| Marża EBITDA | 4,0% | 2,7% | --- | --- | --- | 4,2% | 2,5% | --- |
| Marża EBIT | 2,4% | 1,4% | --- | 1,4% | --- | 2,4% | 1,1% | --- |
| Marża zysku netto | 2,5% | 1,0% | --- | 1,1% | --- | 2,5% | 0,8% | --- |

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Przychody w samym 2Q'23 wzrosły o 33% r/r - kontrybucja kontraktów z Rumunii była jeszcze minimalna, na poziomie 3 mln PLN (większej ich kontrybucji oczekujemy w 2H'23), spółka bazowała na wzroście portfela z poprzednich okresów w innych segmentach rynku (m.in. kontraktach tramwajowych).
- Wyniki 2Q'23 były słabsze r/r na poziomie rentowności brutto ze sprzedaży (3,5% vs 5,8% rok temu, bardzo wysoką marżę miał wtedy segment handlowy). Rentowność była natomiast zbliżona do 1Q'23 (3,4%).

- Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym wyniosła 3,1% (vs 2,9% w 1Q'23 i 4,5% rok temu). Rezerwy na straty na kontraktach na poziomie 9,2 mln PLN (vs 11,0 mln PLN po 1Q'23). Spółka słabsze wyniki tłumaczy głównie kończeniem starych kontraktów z 2017 roku oraz podwyższoną bazą z ubiegłego roku (kiedy kończyły się lepsze kontrakty)
- Zwraca uwagę niską kontrybucją do wyników segmentu handlowego („górką” wynikowa w ubiegłym roku), który wrócił do standardowych rentowności.
- Niższa marża brutto ze sprzedaży przełożyła się na słabsze r/r także kolejne elementy rachunku zysków i strat.
- Dług netto = 20,1 mln PLN. CF operacyjny w 2Q'23: +4 mln PLN.
- Backlog. 1,46 mld PLN na dzień sporządzenia sprawozdania (+najkorzystniejsza oferta w PKP PLK za 785 mln PLN oraz 77 mln PLN kontrakt tramwajowy w Krakowie podpisany w dniu publikacji sprawozdania finansowego). W lipcu spółka zdobyła pierwsze zlecenie na rynku łódzkim za 1 mln EUR.

Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 2Q'23 (23/08/2023)

1H'23

- spółka kończy kontrakty z lat 2016-17, które obciążają wyniki
- podwyższona baza z 1H'22 (końcówka kontraktów z lepszymi marżami)
- wynik w 1H'23 obciążony także przez przygotowania pod kontrakt Będzin-Katowice (zatrudnienie)
- CF operacyjny sezonowo słaby w 1H'23 – wzrost zaangażowania na kontrakcie Annapol oraz zabezpieczenie dostaw pod kontrakty w Rumunii

Portfel

- spółka kończy ostatnie 3 kontrakty z lat 2016-17, ma swoje oczekiwania względem zamawiającego przy finalnym rozliczeniu (roboty dodatkowe, waloryzacje, koszty stałe), podchodzi konserwatywnie do budżetów
- spółka spodziewa się niebawem podpisania umowy na Będzin-Katowice (podpisanie było już dwa razy przekładane)
- 30-40% w portfelu to obecnie kontrakty tramwajowe
- po uchwaleniu KPK powinna wzrosnąć podaż kontraktów kolejowych w Polsce
- miasta mają przygotowane przetargi, ale czekają na pozyskanie środków unijnych
- portfel na 2H'23 to ok. 700 mln PLN (1,5 mld PLN całość portfela)

Waloryzacja

- spółka ma jeden kontrakt waloryzowany do 5%, prowadzone są rozmowy o podniesieniu limitu do 10%

Rewizje marż

- od podpisania kontraktu do pierwszej rewizji kontrakty wyceniane są na zerowej marży (spółka ma dwie duże rewizje w 2Q i 4Q)
- Rumunii – pierwsza wycena z marżą była w 2Q'23, ale przerób w tym okresie był minimalny (3 mln PLN)

Rumunia

- pierwsze faktury z Rumunii płatne na początku września
- spółka musi nauczyć się procedur, specyfiki tamtejszego rynku, nie ma większych zaskoczeń w wykonawstwie
- nie ma problemów we współpracy z partnerem rumuńskim
- oczekiwana jest rentowność powyżej średniej, kontrakty w Rumunii są podzielone na 5 grup (jedna jest poniżej średniej, cztery są powyżej)
- 3 i 4Q'23 będzie widoczny wzrost udziału Rumunii w przychodach, ok. 150-170 mln PLN przychodów w 2023 (na dodatniej marży)
- spółka chce startować w kolejnych przetargach

Energopol

- spółka jest w stanie obecnie się sama finansować
- pozyskała 3 kontrakty o łącznej wartości 65 mln PLN

BPK Poznań

- generowanie dodatnich wyników na działalności projektowej w Polsce jest bardzo trudne, stąd decyzja o sprzedaży
- kompetencje projektowe zostały w ZUE
- 450 tys PLN wyniku na transakcji w 3Q'23

CAPEX

- spółka wykorzystuje okres przestoju na rynku kolejowym do wzmocnienia parku maszynowego

- 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 4,6%). Zakładamy 3,9% marży 2023 (rok pod znakiem finalizacji słabych kontraktów z lat 2016-17). W kolejnych latach zakładamy stopniową odbudowę marży w kierunku 5%. Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągnąć 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży.
- Oceniamy, że ostrożnie podchodzimy do portfela na 2024-25. Uruchomienie środków unijnych rozwiązałyby worek z procedurami przetargowymi na rynku tramwajowym ze strony samorządów oraz istotnie przyspieszyłyby rozstrzygnięcie przetargów ze strony PKP PLK. W latach 2019-21 spółka realizowała po ok. 600 mln PLN przychodów z kontaktów dla PKP PLK, co dawało ok 6% udział w rynku (w 2022 udział spadł do ok. 4%). W latach 2024-28 wg nowego KPK wydatki PKP PLK mają sięgać rocznie średnio 15 mld PLN, co dawałoby potencjał generowania ok. 600-1 000 mln PLN z samego PKP PLK, gdyby spółka chciała utrzymać udziały rynkowe w widełkach 4-6%. 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 – zakładamy, że wejście do Rumunii nie jest jednorazowe, a raczej w końcu na poważnie otworzyło spółkę na rynki zagraniczne. Zwracamy dodatkowo uwagę, że nowy obszar rynku w Polsce może otworzyć CPK (w optymistycznym scenariuszu docelowo nawet porównywalny z PKP PLK).
- Przez ostatnie cztery lata nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. Zakładamy, że 2023 i 2024 przyniosą wzrost nakładów względem poprzednich lat związany m.in. z ekspansją zagraniczną. W dłuższym terminie przyjmujemy CAPEX na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Zakładamy, że spółka nadal na koniec każdego roku w szczegółowej prognozie będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

DANE FINANSOWE

| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|---|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bilans [mln PLN] | | | | | | | | | | | | |
| Aktywa trwałe | 179 | 199 | 198 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 | 204 |
| Wartości niematerialne i prawne | 34 | 34 | 34 | 34 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 106 | 105 | 104 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 111 | 111 |
| Nieruchomości inwestycyjne | 6 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 33 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| Aktywa obrotowe | 399 | 475 | 548 | 550 | 595 | 624 | 649 | 673 | 678 | 679 | 681 | 682 |
| Zapasy | 38 | 82 | 96 | 96 | 103 | 108 | 111 | 113 | 114 | 115 | 117 | 118 |
| Należności krótkoterminowe | 251 | 328 | 379 | 379 | 407 | 423 | 436 | 444 | 449 | 453 | 458 | 462 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 109 | 64 | 71 | 72 | 83 | 91 | 101 | 114 | 113 | 109 | 105 | 101 |
| - w tym środki pieniężne | 109 | 63 | 69 | 71 | 82 | 90 | 100 | 112 | 112 | 108 | 104 | 99 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Aktywa razem | 578 | 675 | 746 | 754 | 799 | 828 | 853 | 877 | 882 | 883 | 885 | 886 |
| Kapitał (fundusz) własny | 166 | 179 | 190 | 200 | 212 | 224 | 237 | 253 | 256 | 256 | 257 | 258 |
| Kapitał mniejszości | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 411 | 494 | 554 | 551 | 583 | 600 | 612 | 620 | 622 | 623 | 624 | 625 |
| Rezerwy na zobowiązania | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| Zobowiązania długoterminowe | 38 | 40 | 36 | 32 | 28 | 24 | 20 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| - w tym zobowiązania oprocentowane | 14 | 24 | 20 | 16 | 12 | 8 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 337 | 417 | 482 | 482 | 518 | 540 | 556 | 568 | 569 | 570 | 571 | 572 |
| - w tym zobowiązania oprocentowane | 14 | 25 | 24 | 23 | 22 | 21 | 20 | 20 | 16 | 11 | 6 | 0 |
| Inne | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasywa razem | 578 | 675 | 746 | 754 | 799 | 828 | 853 | 877 | 882 | 883 | 885 | 886 |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
| Przychody netto ze sprzedaży | 851 | 921 | 1 089 | 1 088 | 1 168 | 1 214 | 1 251 | 1 276 | 1 289 | 1 302 | 1 315 | 1 328 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 35 | 43 | 43 | 47 | 52 | 54 | 58 | 63 | 66 | 67 | 67 | 68 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 25 | 26 | 29 | 29 | 31 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 31 |
| Zysk (strata) na sprzedaży | 10 | 17 | 14 | 18 | 21 | 24 | 28 | 32 | 36 | 36 | 37 | 38 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 4 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 27 | 32 | 30 | 32 | 36 | 39 | 43 | 47 | 51 | 51 | 52 | 53 |
| EBIT | 14 | 18 | 16 | 18 | 21 | 24 | 28 | 32 | 36 | 36 | 37 | 38 |
| Saldo działalności finansowej | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| Zysk (strata) brutto | 15 | 22 | 16 | 17 | 20 | 24 | 29 | 33 | 37 | 38 | 39 | 40 |
| Zysk (strata) netto mniejszości | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zysk (strata) netto** | 12 | 16 | 12 | 13 | 16 | 19 | 23 | 27 | 30 | 31 | 31 | 32 |
| **dla akcjonariuszy jedn. dominującej | | | | | | | | | | | | |
| CF [mln PLN] | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 110 | -43 | 26 | 30 | 34 | 36 | 39 | 42 | 44 | 45 | 45 | 45 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -4 | -11 | -13 | -20 | -14 | -13 | -13 | -13 | -12 | -12 | -13 | -13 |
| Przepływy z działalności finansowej | -21 | 9 | -7 | -8 | -8 | -15 | -17 | -17 | -32 | -36 | -36 | -37 |
| Przepływy pieniężne netto | 85 | -45 | 6 | 2 | 11 | 8 | 10 | 12 | 0 | -4 | -4 | -5 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 23 | 109 | 63 | 69 | 71 | 82 | 90 | 100 | 112 | 112 | 108 | 104 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 109 | 63 | 69 | 71 | 82 | 90 | 100 | 112 | 112 | 108 | 104 | 99 |
| Wskaźniki | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
| Przychody zmiana r/r | -6% | 8% | 18% | 0% | 7% | 4% | 3% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| EBITDA zmiana r/r | 13% | 18% | -6% | 8% | 10% | 9% | 11% | 9% | 7% | 1% | 1% | 1% |
| Zysk netto zmiana r/r | 176% | 39% | -28% | 12% | 18% | 24% | 20% | 16% | 12% | 2% | 2% | 2% |
| Marża brutto na sprzedaży | 4,1% | 4,6% | 3,9% | 4,3% | 4,4% | 4,4% | 4,7% | 4,9% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% |
| Marża EBITDA | 3,2% | 3,5% | 2,8% | 3,0% | 3,1% | 3,2% | 3,5% | 3,7% | 3,9% | 3,9% | 4,0% | 4,0% |
| Marża EBIT | 1,7% | 2,0% | 1,5% | 1,6% | 1,8% | 2,0% | 2,3% | 2,5% | 2,8% | 2,8% | 2,8% | 2,8% |
| Marża netto | 1,4% | 1,8% | 1,1% | 1,2% | 1,3% | 1,6% | 1,9% | 2,1% | 2,3% | 2,4% | 2,4% | 2,4% |
| SG&A / przychody | 3,0% | 2,8% | 2,6% | 2,7% | 2,6% | 2,4% | 2,4% | 2,4% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | 2,3% |
| ROE | 7,1% | 9,1% | 6,2% | 6,6% | 7,4% | 8,7% | 9,8% | 10,6% | 11,8% | 12,0% | 12,2% | 12,4% |
| ROA | 2,0% | 2,4% | 1,6% | 1,8% | 2,0% | 2,3% | 2,7% | 3,1% | 3,4% | 3,5% | 3,5% | 3,6% |
| Dług | 29 | 49 | 44 | 39 | 34 | 29 | 24 | 20 | 16 | 11 | 6 | 0 |
| D / (D+E) | 14,7% | 21,3% | 18,7% | 16,2% | 13,7% | 11,4% | 9,0% | 7,2% | 5,8% | 4,0% | 2,1% | 0,0% |
| D / E | 17,2% | 27,1% | 23,0% | 19,3% | 15,9% | 12,8% | 9,9% | 7,8% | 6,1% | 4,1% | 2,2% | 0,0% |
| Dług / kapitał własny | 17,2% | 27,1% | 23,0% | 19,3% | 15,9% | 12,8% | 9,9% | 7,8% | 6,1% | 4,1% | 2,2% | 0,0% |
| Dług netto | -80 | -15 | -26 | -32 | -48 | -62 | -77 | -93 | -96 | -97 | -98 | -99 |
| Dług netto / kapitał własny | -482,57 | -81,38 | -136,31 | -161,86 | -227,80 | -275,51 | -322,71 | -367,54 | -376,77 | -379,77 | -382,80 | -385,92 |
| Dług netto / EBITDA | -3,0 | -0,5 | -0,9 | -1,0 | -1,4 | -1,6 | -1,8 | -2,0 | -1,9 | -1,9 | -1,9 | -1,9 |
| EV | 49 | 115 | 104 | 97 | 81 | 68 | 53 | 37 | 33 | 32 | 31 | 30 |
| Dług / EV | 58,0% | 42,4% | 42,1% | 39,8% | 41,5% | 42,3% | 44,6% | 53,7% | 47,3% | 33,2% | 18,2% | 0,0% |
| CAPEX / Przychody | 0,7% | 0,5% | 1,2% | 1,9% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,1% | 1,1% | 1,1% |
| CAPEX / Amortyzacja | 46,8% | 35,0% | 91,8% | 141,5% | 97,2% | 100,4% | 100,2% | 100,2% | 100,2% | 100,2% | 100,2% | 100,3% |
| Zmiana KO / Przychody | -10,1% | 5,6% | 0,2% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | -0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 173,1% | 73,3% | 1,6% | 328,1% | -2,2% | -2,9% | -2,8% | -3,0% | -1,9% | -2,0% | -2,1% | -2,2% |
| P/E* | 11,0 | 7,9 | 10,9 | 9,8 | 8,3 | 6,7 | 5,6 | 4,8 | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 4,0 |
| P/BV* | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| EV/EBITDA* | 1,8 | 3,6 | 3,5 | 3,0 | 2,3 | 1,7 | 1,2 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| EV/EBIT* | 3,5 | 6,3 | 6,5 | 5,4 | 3,9 | 2,8 | 1,9 | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 |
| EV/S* | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| DPS | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,4 |
| Payout ratio | 0,0% | 29,2% | 9,7% | 25,0% | 25,0% | 50,0% | 50,0% | 50,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 5,62 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](#)

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

*Materiał 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 3Q'23*: | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: | | | |
|--|---|-----|--------|----|
| | liczba | % | liczba | % |
| Kupuj | 6 | 60% | 0 | 0% |
| Akumuluj | 2 | 20% | 0 | 0% |
| Trzymaj | 1 | 10% | 0 | 0% |
| Redukuj | 1 | 10% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 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: 2023-09-12

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-09-12 (13:45 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-09-12 (13:45 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 WPLYWAĆ 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 2023-09-12:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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.