



Dom Maklerski BDM S.A.

## ZUE

### RAPORT ANALITYCZNY

Spółka ma za sobą mocny przychodowo okres 1-3Q'23 (spodziewamy się także wysokiego przerobu w 4Q'23). Jednocześnie nadal marżowości nie pomagają „trudne” kontrakty z 2017 (zmierzające do końca w różnym tempie) czy kontrakty tramwajowe zdobyte przez wybuchem wojny w Ukrainie. W ostatnich miesiącach backlog spółki został wzmocniony przez duży kontrakt dla PKP PLK (Katowice-Będzin). Należy brać jednak pod uwagę, że po rekordowym dla spółki przerobie w 2023 (wyższym od naszych wcześniejszych oczekiwań), kolejny rok na tym polu może być słabszy. Natomiast dostrzegamy szanse na poprawę po stronie rentowności, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów czy potencjalne waloryzacje i dopłaty. W średnim terminie ZUE dobrze pozycjonuje się pod napływ środków unijnych (zarówno infrastruktura kolejowa, jak i tramwajowa). W ostatnich dwóch latach spółka szerzej weszła także na rynki zagraniczne, co powinno budować kompetencje, które pozwoliłyby się uniezależnić od rynku krajowego. Wartość godziwą (cenę docelową) akcji ZUE wyznaczamy obecnie na poziomie 8,43 PLN, implikuje to wydanie rekomendacji Akumuluj (poprzednio: Kupuj, 7,76 PLN). Wycena nie uwzględnia możliwości do uzyskania roszczeń i waloryzacji od PKP PLK (złożone pozwy na 93 mln PLN, ok. 4,0 PLN/akcję).

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 901 mln PLN przychodów (+43% r/r) oraz 10,1 mln PLN zysku netto. Wyniki 3Q'23 (359 mln PLN przychodów oraz 5,9 mln PLN zysku netto) były sporo wyższe niż zakładaliśmy, m.in. ze względu na wyższy wzrost przychodów r/r oraz jednorazowy wynik na sprzedaży środków trwałych (blisko 4 mln PLN). Na marży brutto ze sprzedaży (3,2%) spółka nadal odczuwała m.in. efekt puli nisko marżowych kontraktów. Wyraźniej do przychodów kontrybuowały już kontrakty z rynku rumuńskiego, co wiązało się ze wzrostem zaangażowania kapitału obrotowego.

#### Portfel

Portfel ZUE wyniósł po 3Q'23 2,05 mld PLN. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział (ok. połowa) 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. W portfelu znajdują się nadal kontrakty dla PKP PLK podpisane w 2017 roku (szacujemy, że wartość prac na tych kontraktach może wynosić jeszcze małe kilkadziesiąt mln PLN).

#### Pozycjonowanie segmentowe

Spółka posiada ekspozycję przede wszystkim na rynek kolejowy oraz tramwajowy (w niewielkim zakresie także na drogi lokalne poprzez zależny Energopol). Oba te obszary w dużej mierze finansowane są przez środki unijne (kolej – FENIKS, KPO, CEF, linie tramwajowe – FENIKS), ich odblokowanie będzie mieć pozytywny wpływ na podaż kontraktów. W przeszłości planowano także wejście na rynek PSE. Natomiast wejście na rynek rumuński nie jest jedynym podejściem ZUE do rynków zagranicznych (realizowano już kontrakt w Słowacji). W 2023 roku pozyskano także pierwszy kontrakt łotewski. Wcześniej spółka miała także przymiarki do rynku niemieckiego czy od wielu lat obserwuje kierunek bułgarski.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

ZUE ma za sobą mocny przychodowo okres 1-3Q'23, spodziewamy się także sezonowo wysokiego 4Q'23. Jednocześnie wyższy od naszych wcześniejszych oczekiwań przerób w 2023 roku przekłada się na mniej dostępną pulę kontraktów na 2024 roku. Część tej luki mogą uzupełnić potencjalnie umowy z przetargów, na których spółka ma najkorzystniejsze oferty. Obecnie nasze prognozy na 2023/24/25 zakładają odpowiednio 1,3 / 1,0 / 1,1 mld PLN przychodów oraz 16 / 12 / 17 mln PLN zysku netto (2023 uwzględnia 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności). Spółka przy naszych prognozach handlowana jest na EV/EBITDA=5,5x dla lat 2023-24 i 3,8x na 2025 rok. Nasze prognozy nie uwzględniają potencjalnych waloryzacji i dopłat, o które wnioskuje spółka.

## AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 8,43 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	8,21
Wycena porównawcza [PLN]	9,28
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>8,43</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>7,2%</b>
Koszt kapitału	14,8%
Cena rynkowa [PLN]	7,86
Kapitalizacja [mln PLN]	181,0
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,22
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,06
Stopa zwrotu za 3 mc	36,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	51,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	53,5%
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

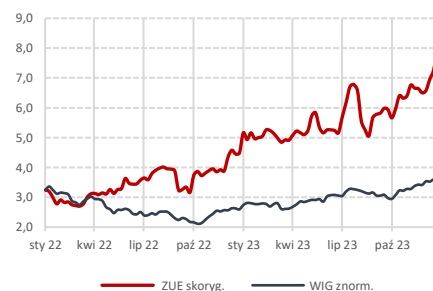
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	901,4	851,5	921,4	1 259,6	984,6	1 070,6
EBITDA [mln PLN]	23,9	27,1	31,9	34,4	30,7	37,1
EBIT [mln PLN]	10,6	14,2	18,1	20,3	16,3	22,3
Wynik brutto [mln PLN]	10,0	15,4	22,1	20,7	15,9	21,9
Wynik netto [mln PLN]	4,3	11,8	16,4	15,6	12,3	17,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	15,6	-80,2	-14,6	9,7	-11,5	-38,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
P/E	42,5	15,4	11,0	11,6	14,7	10,6
EV/EBITDA	8,2	3,7	5,2	5,5	5,5	3,8
EV/EBIT	18,5	7,1	9,2	9,4	10,4	6,4
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,15	0,07	0,17	0,13



**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	8
DANE FINANSOWE .....	12



## WYCENA I PODSUMOWANIE

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	8,21
Wycena metodą porównawczą	20%	9,28
<b>Wycena 1 akcji ZUE [PLN]</b>		<b>8,43</b>

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 (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

#### Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	984,6	1 070,6	1 177,7	1 236,6	1 261,3	1 273,9	1 286,7	1 299,5	1 312,5	1 325,7
EBIT [mln PLN]	16,3	22,3	28,9	32,5	34,7	33,8	34,3	34,9	35,4	36,0
Stopa podatkowa	20,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,3	4,5	5,5	6,2	6,6	6,4	6,5	6,6	6,7	6,8
NOPLAT [mln PLN]	13,1	17,8	23,4	26,3	28,1	27,4	27,8	28,2	28,7	29,1
Amortyzacja [mln PLN]	14,4	14,9	14,8	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
CAPEX [mln PLN]	-20,4	-14,4	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-15,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	21,1	11,5	1,2	0,9	0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF [mln PLN]	28,2	29,7	24,6	27,2	28,6	27,5	27,9	28,4	28,8	29,3
DFCF [mln PLN]	24,7	22,8	16,5	15,9	14,6	12,2	10,9	9,6	8,5	7,5
Suma DFCF [mln PLN]	143,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	215,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	55,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	198,6									
Dług netto 2023P [mln PLN]	9,7									
Akcje własne [mln PLN]	2,1									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,8									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>189,2</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>8,21</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-21,8%	8,7%	10,0%	5,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-19,7%	36,5%	29,7%	12,4%	6,9%	-2,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
FCF zmiana r/r	---	5,6%	-17,3%	10,4%	5,3%	-3,9%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBITDA	3,1%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża EBIT	1,7%	2,1%	2,5%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Marża NOPLAT	1,3%	1,7%	2,0%	2,1%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX / Przychody	2,1%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	141,5%	97,2%	100,4%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-2,1%	-1,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,7%	-13,4%	-1,2%	-1,5%	-2,1%	-1,1%	-1,2%	-1,3%	-1,4%	-1,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
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	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Udział kapitału własnego	94,6%	95,6%	96,5%	97,3%	97,8%	98,2%	98,8%	99,4%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	5,4%	4,4%	3,5%	2,7%	2,2%	1,8%	1,2%	0,6%	0,0%	0,0%
WACC	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%	14,5%	14,6%	14,6%	14,7%	14,8%	14,8%

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	9,28	9,57	9,90	7,5%	9,36	9,65	10,00	7,5%	10,32	9,65	9,06		
	0,9	8,61	8,84	9,11	8,5%	8,64	8,88	9,15	8,5%	9,52	8,88	8,31		
	1,0	8,03	8,21	8,43	Premia za ryzyko	9,5%	8,03	8,21	8,43	Premia za ryzyko	9,5%	8,84	8,21	7,67
	1,1	7,52	7,67	7,84	10,5%	7,49	7,64	7,81	10,5%	8,25	7,64	7,12		
	1,2	7,07	7,19	7,33	11,5%	7,02	7,14	7,28	11,5%	7,72	7,14	6,64		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

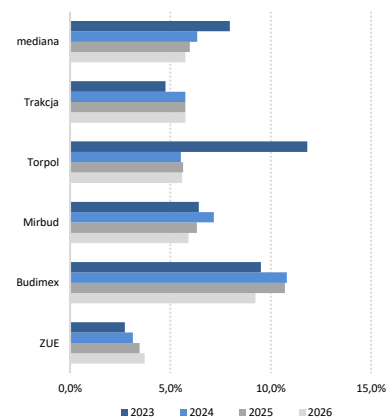
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat z okresu 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 9,28 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18,1	16,0	17,1	10,0	8,4	8,6
Mirbud	5,8	6,9	6,8	3,5	3,9	3,6
Torpol	13,4	10,0	9,1	3,4	2,4	2,2
Trakcja	18,0	14,0	12,3	6,6	5,8	5,4
<b>Mediana</b>	<b>15,7</b>	<b>12,0</b>	<b>10,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>
ZUE	14,7	10,6	7,9	5,5	3,8	2,9
Premia/dyskonto do spółki	-6,3%	-11,6%	-26,6%	10,0%	-21,0%	-36,6%
Wycena wg wskaźnika	8,4	8,9	10,7	7,2	9,5	11,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>	<b>9,23</b>			<b>9,33</b>		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>9,28</b>					

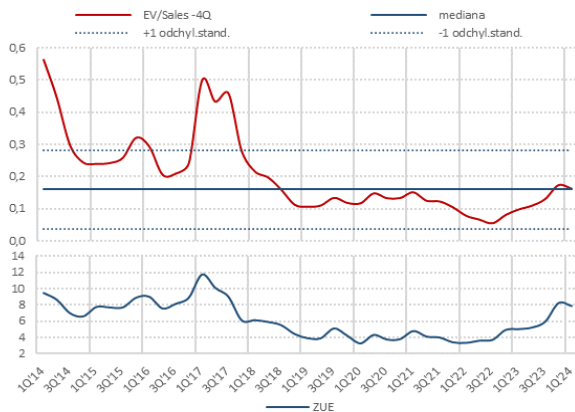
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

### Porównanie rentowności EBITDA



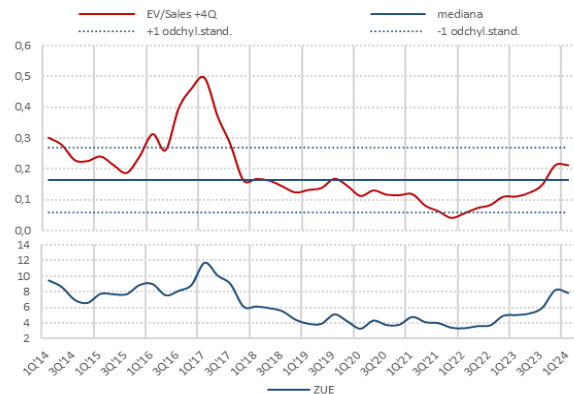
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

### 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)

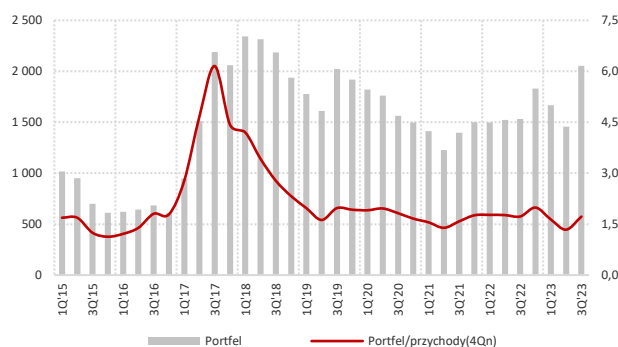
## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
<b>2023</b>					
gru 23	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	nko (26M)	131%
gru 23	PKP Intercity	Przebudowa bocznic kolejowej Przemysł Bakończyce	219,3	nko (24M)	70%
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”	76,5	sie 24	150%
<b>2022</b>					
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	---
<b>2021</b>					
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%
<b>2020</b>					
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	---
<b>2019</b>					
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	---
<b>2018</b>					
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%
<b>2017</b>					
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. 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%

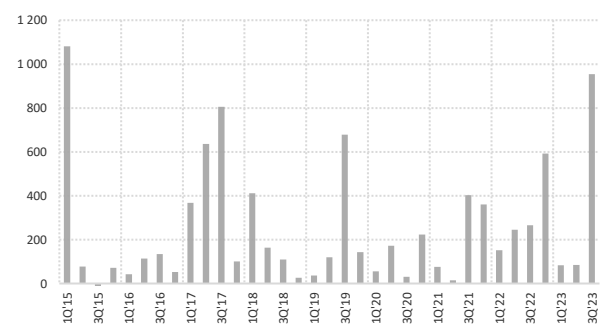
Źródło: BDM S.A., spółka, \*w części dla spółki w przypadku konsorcjum, \*\*wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się w obecny stan bieżącego, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym), nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, \*\*\* kontrakt nadal w realizacji po 3Q'23 (przewidywane zakończenie w 3/4Q'23), \*\*\*\* kontrakty, które przejdą prawdopodobnie na 2024

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 po 3Q'23 2,05 mld PLN. Na przyrost q/q portfela wpłynęło przede wszystkim podpisanie umowy z PKP PLK o wartości 0,79 mld PLN na odcinek Katowice – Będzin. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział (około połowa) 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 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.

- Na koniec 3Q'23 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](#))
- W końcówki 2021 pochodzą dwa duże kontrakty tramwajowe (zajezdnia Annopol wygrana wyraźnie powyżej budżetu oraz kontrakt w Szczecinie podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Oba kontrakty mogą potencjalnie podlegać waloryzacji, biorąc pod uwagę termin, w jakim były podpisywane.
- 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 potrwiają do 3Q'24 (Brasov) a na części do 1Q'25 (Cluj).
- **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzytelności (spółka wnioskuje 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***
<b>suma</b>		<b>93,4</b>

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

\*\*zasądzono 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, spółka i PKP PLK złożyły odwołanie, \*\*\* o osobną kwotę wnioskuje Energopol

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### Wyniki za 3Q'23 [mln PLN]

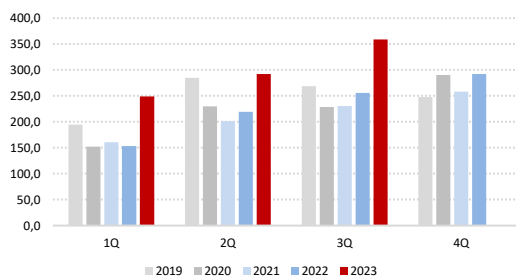
	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23W spółka	odchyl	3Q'23P BDM	odchyl	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody	256,0	359,0	40,2%	359,0	0,0%	263,6	36,2%	629,3	900,7	43,1%
Wynik brutto na sprzedaży	9,0	11,4	26,0%	11,3	0,5%	10,4	9,5%	30,0	30,2	0,4%
Marża na sprzedaży	2,8	3,4	23,1%	---	---	3,6	-7,0%	11,3	7,9	-29,9%
PPO/PKO	0,2	3,9	1778,0%	---	---	0,5	---	0,6	5,3	764,4%
EBITDA	6,4	11,0	70,3%	---	---	7,6	43,2%	22,1	24,3	9,9%
EBIT	3,0	7,2	144,5%	7,6	-5,0%	4,1	74,6%	11,9	13,2	11,1%
Zysk brutto	3,0	7,8	159,9%	---	---	4,2	83,7%	14,8	13,5	-8,5%
Zysk netto przed wył. mniejszości	1,8	5,9	226,5%	5,9	-0,6%	3,4	---	11,4	10,2	-10,9%
Zysk netto	1,6	5,9	280,2%	---	---	3,2	85,3%	10,8	10,1	-7,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,5%	3,2%	---	3,2%	---	3,9%	---	4,8%	3,3%	---
Marża EBITDA	2,5%	3,1%	---	---	---	2,9%	---	3,5%	2,7%	---
Marża EBIT	1,2%	2,0%	---	2,1%	---	1,6%	---	1,9%	1,5%	---
Marża zysku netto	0,6%	1,7%	---	---	---	1,2%	---	1,7%	1,1%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka przedstawiła 15 listopada pełny raport za 3Q'23. W końcówce października spółka podawała już wstępne wyniki, do których odnosiliśmy się w osobnym komentarzu z 3 listopada ([link](#)).
- Finalne wyniki minimalnie różniły się w dół na poziomie EBIT. Inne pozycje były zgodne z szacunkami.
- W 3Q'23 na poziomie przychodów ZUE miało 359,0 mln PLN (+40% r/r). EBIT wyniósł 7,2 mln PLN (vs 3,0 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 5,9 mln PLN (vs 1,6 mln PLN w 3Q'22).
- Pod presją nadal była rentowność brutto ze sprzedaży (3,2% w 3Q'23 vs 3,5% rok temu i 3,5% w 1H'23). Jednocześnie sam wynik brutto ze sprzedaży jest wyższy r/r dzięki istotnie wyższym przychodom (spółka zaksięgowała dużo więcej niż zakładaliśmy).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły 48 mln PLN (vs 3 mln PLN w 2Q'23).
- EBIT wzrósł o 146% r/r. Istotny wpływ miał dodatni wynik na saldzie pozostałej działalności operacyjnej (ok. +3,9 mln PLN, przede wszystkim wynik na sprzedaży środków trwałych).
- Saldo finansowe było lekko dodatnie (+0,6 mln PLN). Stopa podatkowa wyniosła 25%.
- Dług netto po 3Q'23 wyniósł 50,5 mln PLN. CF operacyjny w 3Q'23 był ujemny (głównie ze względu na wzrost wyceny kontraktów).

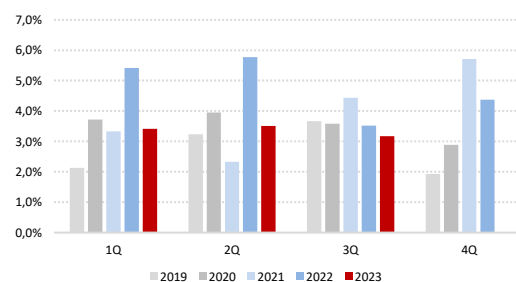
Podsumowując, wyniki za 3Q'23 odbieramy neutralnie. Były sporo wyższe niż zakładaliśmy, m.in. ze względu na istotny wzrost przychodów r/r oraz jednorazowy wynik na sprzedaży środków trwałych. Na marży brutto ze sprzedaży spółka nadal odczuwa efekt końcowej fazy starych kontraktów z 2017 roku. Wyraźniej do przychodów kontrybuują już kontrakty z rynku rumuńskiego, co wiąże się ze wzrostem zaangażowania kapitału obrotowego.

### Przychody wg kwartałów [mln PLN]



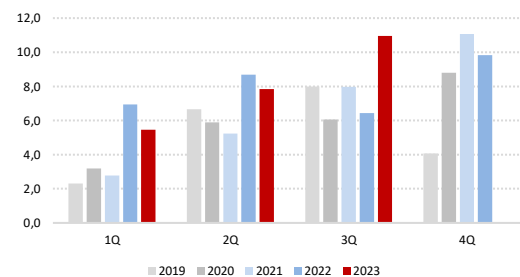
Źródło: BDM S.A., spółka

### EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



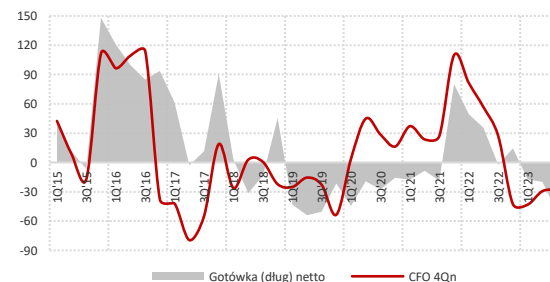
Źródło: BDM S.A., spółka

### 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'23 (23/08/2023, brak konferencji po 3Q23)****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 Annopol 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 podzielona 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

**Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>160,9</b>	<b>201,5</b>	<b>230,6</b>	<b>258,4</b>	<b>153,6</b>	<b>219,6</b>	<b>256,0</b>	<b>292,2</b>	<b>249,3</b>	<b>292,4</b>	<b>359,0</b>	<b>358,9</b>	<b>194,9</b>	<b>232,1</b>	<b>263,8</b>	<b>293,8</b>
Budownictwo	141,1	190,9	211,8	237,0	140,8	191,5	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	341,0	180,0	215,0	245,0	275,0
Handel	8,1	18,7	16,5	20,0	11,1	26,2	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	18,0	15,0	17,2	18,9	18,9
Projektowanie	1,5	1,9	2,3	1,2	1,8	1,7	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>10,2</b>	<b>14,8</b>	<b>8,3</b>	<b>12,7</b>	<b>9,0</b>	<b>12,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>14,7</b>	<b>7,8</b>	<b>10,1</b>	<b>12,5</b>	<b>14,8</b>
Budownictwo	4,8	2,8	8,8	13,4	7,4	8,6	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	13,6	7,0	9,3	11,5	13,8
Handel	0,5	1,0	1,0	1,5	1,0	4,1	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	1,1	1,1
Projektowanie	0,3	0,7	0,5	0,0	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
SG&A	6,2	5,5	6,4	7,0	5,3	7,2	6,3	7,4	6,8	7,5	8,0	7,6	6,5	7,5	7,5	7,5
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,8</b>	<b>7,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>7,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>5,0</b>	<b>7,3</b>
Saldo PPO/PKO	0,6	2,9	0,8	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>	<b>8,0</b>	<b>11,1</b>	<b>7,0</b>	<b>8,7</b>	<b>6,4</b>	<b>9,8</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,1</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>8,5</b>	<b>11,2</b>
EBIT	-0,3	2,2	4,7	7,6	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	7,1	1,3	2,7	5,0	7,3
Zysk (strata) brutto	-0,6	2,1	4,4	9,4	4,9	6,9	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	7,2	1,2	2,6	4,9	7,2
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>	<b>7,8</b>	<b>3,8</b>	<b>5,5</b>	<b>1,6</b>	<b>5,5</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>
Budownictwo	3,4%	1,5%	4,2%	5,7%	5,2%	4,5%	2,4%	3,6%	2,9%	3,1%	2,9%	4,0%	3,9%	4,3%	4,7%	5,0%
Handel	5,7%	5,6%	5,8%	7,4%	9,0%	15,5%	17,1%	12,5%	7,7%	5,0%	5,9%	6,0%	6,0%	4,9%	5,8%	5,9%
Projektowanie	17,9%	38,1%	21,7%	0,7%	10,9%	8,2%	21,2%	16,3%	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	1,7%	2,6%	3,5%	4,3%	4,5%	4,0%	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	2,8%	2,5%	2,7%	3,2%	3,8%
Marża EBIT	-0,2%	1,1%	2,0%	2,9%	2,3%	2,4%	1,2%	2,1%	0,8%	1,4%	2,0%	2,0%	0,7%	1,1%	1,9%	2,5%
Marża netto	-0,4%	0,7%	1,4%	3,0%	2,4%	2,5%	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,5%	0,5%	0,8%	1,5%	1,8%
<b>CFO</b>	<b>-0,6</b>	<b>15,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>101,8</b>	<b>-28,9</b>	<b>-9,5</b>	<b>-35,9</b>	<b>31,8</b>	<b>-29,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-34,1</b>	<b>49,6</b>	<b>-20,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>75,5</b>
<b>Dług netto</b>	<b>17,6</b>	<b>8,7</b>	<b>18,6</b>	<b>-80,2</b>	<b>-49,5</b>	<b>-35,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-14,6</b>	<b>17,3</b>	<b>20,1</b>	<b>50,5</b>	<b>9,7</b>	<b>33,2</b>	<b>41,7</b>	<b>50,2</b>	<b>-11,5</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2023		zmiana	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 088,6	1 259,6	15,7%	1 088,1	984,6	-9,5%	1 167,7	1 070,6	-8,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	42,6	44,8	5,2%	47,3	45,3	-4,2%	51,7	52,0	0,5%
EBITDA	30,0	34,4	14,6%	32,3	30,7	-4,8%	35,7	37,1	4,0%
EBIT	16,0	20,3	27,0%	17,9	16,3	-8,8%	20,8	22,3	7,1%
Zysk (strata) netto	11,8	15,6	32,0%	13,3	12,3	-7,4%	15,6	17,1	9,5%
Dług (gotówka) netto	-25,8	9,7	---	-32,4	-11,5	---	-48,3	-38,7	---
Marża brutto ze sprzedaży	3,9%	3,6%		4,3%	4,6%		4,4%	4,9%	
Marża EBITDA	2,8%	2,7%		3,0%	3,1%		3,1%	3,5%	
Marża EBIT	1,5%	1,6%		1,6%	1,7%		1,8%	2,1%	
Marża zysku netto	1,1%	1,2%		1,2%	1,3%		1,3%	1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*z 12/09/2023

- Spółka ma za sobą mocny przychodowo okres 1-3Q'23 (przychody na poziomie prawie całego 2022 roku), spodziewamy się także sezonowo mocnego 4Q'23. Na marży brutto ze sprzedaży w 3Q'23 (3,2%) spółka nadal odczuwała m.in. efekt dużej puli nisko marżowych kontraktów. Zakładamy, że część negatywnych czynników może odwrócić się w 4Q'23 (np. koszty stałe ponoszone przed podpisaniem kontraktu Katowice-Będzin; nadal w grze są końcowe dopłaty na kontraktach kolejowych czy waloryzacje zleceń tramwajowych).
- W ostatnich miesiącach backlog spółki został w końcu wzmocniony przez duży kontrakt dla PKP PLK (Katowice-Będzin). Należy brać jednak pod uwagę, że po rekordowym dla spółki przerobieniu w 2023 (wyższym od naszych wcześniejszych oczekiwań), kolejny rok na tym polu może być dla spółki słabszy (mniej dostępnego backlogu na 2024 roku). Część tej luki mogą uzupełnić potencjalnie umowy z przetargów, na których spółka ma najkorzystniejsze oferty.
- Natomiast dostrzegamy szanse na poprawę po stronie rentowności, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów czy potencjalne waloryzacje i dopłaty.
- Zakładamy, że w 2023 roku spółka wypracuje 1,26 mld PLN przychodów oraz 15,6 mln PLN zysku netto. W 2024 spodziewamy się spadku przychodów do 0,98 mld PLN. Szacujemy, że spółka ma pokryty portfel na przyszły rok <80%. Zakładamy 12,3 mln PLN zysku netto w 2024 roku (zwracamy uwagę, że 5,3 mln PLN w 2023 stanowi w prognozie dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej, w kolejnych latach założymy 0 mln PLN na tym poziomie, więc efektywnie zakładana jest poprawa w 2024 roku na skoryg. EBIT).
- 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 3,6% 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 powinno rozwiązać 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 na koniec 2023 roku spółka będzie miała 10 mln PLN długu netto, a na koniec każdego kolejnego roku w szczegółowej prognozie będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>833</b>	<b>996</b>	<b>901</b>	<b>851</b>	<b>921</b>	<b>1 260</b>	<b>985</b>	<b>1 071</b>	<b>1 178</b>	<b>1 237</b>	<b>1 261</b>	<b>1 274</b>	<b>1 287</b>	<b>1 300</b>	<b>1 313</b>	<b>1 326</b>
Budownictwo	763	934	845	781	831	1 178	915	998	1 097	1 152	1 175	1 187	1 199	1 211	1 223	1 235
Handel	60	53	47	63	78	77	70	73	81	85	87	87	88	89	90	91
Projektowanie	6	5	9	7	8	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Wyłączenia	3	4	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>-56,0</b>	<b>27,9</b>	<b>31,3</b>	<b>35,0</b>	<b>42,8</b>	<b>44,8</b>	<b>45,3</b>	<b>52,0</b>	<b>58,3</b>	<b>62,4</b>	<b>64,8</b>	<b>64,0</b>	<b>64,6</b>	<b>65,3</b>	<b>65,9</b>	<b>66,6</b>
Budownictwo	-62,0	23,1	28,0	29,9	31,1	38,7	41,6	48,1	54,0	57,9	60,2	59,3	59,9	60,5	61,1	61,8
Handel	3,8	2,7	2,5	3,9	10,9	4,8	3,9	4,1	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Projektowanie	2,0	1,8	1,1	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
Wyłączenia	0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,5	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	21,9	21,2	23,4	25,1	26,2	29,8	29,0	29,7	29,4	29,9	30,1	30,2	30,3	30,4	30,5	30,6
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-77,9</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>9,9</b>	<b>16,6</b>	<b>15,0</b>	<b>16,3</b>	<b>22,3</b>	<b>28,9</b>	<b>32,5</b>	<b>34,7</b>	<b>33,8</b>	<b>34,3</b>	<b>34,9</b>	<b>35,4</b>	<b>36,0</b>
Saldo PPO/PKO	0,0	1,1	2,7	4,3	1,5	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-67,0</b>	<b>21,0</b>	<b>23,9</b>	<b>27,1</b>	<b>31,9</b>	<b>34,4</b>	<b>30,7</b>	<b>37,1</b>	<b>43,7</b>	<b>47,3</b>	<b>49,6</b>	<b>48,7</b>	<b>49,2</b>	<b>49,8</b>	<b>50,3</b>	<b>50,9</b>
EBIT	-77,9	7,9	10,6	14,2	18,1	20,3	16,3	22,3	28,9	32,5	34,7	33,8	34,3	34,9	35,4	36,0
Zysk (strata) brutto	-77,3	6,8	10,0	15,4	22,1	20,7	15,9	21,9	28,4	32,6	35,4	34,9	35,6	36,4	37,2	37,9
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-62,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>11,8</b>	<b>16,4</b>	<b>15,6</b>	<b>12,3</b>	<b>17,1</b>	<b>23,0</b>	<b>26,4</b>	<b>28,7</b>	<b>28,2</b>	<b>28,8</b>	<b>29,5</b>	<b>30,1</b>	<b>30,7</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>-6,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>
Budownictwo	-8,1%	2,5%	3,3%	3,8%	3,7%	3,3%	4,5%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Handel	6,3%	5,2%	5,3%	6,2%	14,1%	6,3%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Projektowanie	32,9%	35,1%	11,9%	21,7%	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	-8,0%	2,1%	2,7%	3,2%	3,5%	2,7%	3,1%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża EBIT	-9,4%	0,8%	1,2%	1,7%	2,0%	1,6%	1,7%	2,1%	2,5%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Marża netto	-7,5%	0,4%	0,5%	1,4%	1,8%	1,2%	1,3%	1,6%	2,0%	2,1%	2,3%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
<b>CFO</b>	<b>-22,2</b>	<b>-53,5</b>	<b>16,3</b>	<b>109,8</b>	<b>-42,6</b>	<b>-9,9</b>	<b>45,5</b>	<b>44,7</b>	<b>40,7</b>	<b>42,6</b>	<b>43,6</b>	<b>42,3</b>	<b>42,7</b>	<b>43,1</b>	<b>43,6</b>	<b>44,0</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-45,6</b>	<b>21,5</b>	<b>15,6</b>	<b>-80,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>9,7</b>	<b>-11,5</b>	<b>-38,7</b>	<b>-55,4</b>	<b>-71,7</b>	<b>-88,0</b>	<b>-87,8</b>	<b>-88,6</b>	<b>-89,5</b>	<b>-90,5</b>	<b>-91,3</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Tobiasz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Piotr Dedecjus**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Akumuluj</b>	<b>8,43</b>	<b>Kupuj</b>	<b>7,76</b>	<b>04.01.2024*</b>	<b>09:55 CEST</b>	<b>7,86</b>	<b>77 054</b>
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 1Q'24*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	40%	0	0%
Akumuluj	3	30%	0	0%
Trzymaj	1	10%	0	0%
Redukuj	2	20%	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: 2024-01-04**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-01-04 (09:55 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-01-04 (09:55 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 2024-01-04:**

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

\*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.