



# ZUE

## RAPORT ANALITYCZNY

Spółka ma za sobą rekordowy przychodowo 2023 rok (wynik netto był bliski rekordu, ale wsparty przez one-off). Wg dzisiejszego kursu kapitalizacja spółki od końcówki 3Q'23 uległa prawie a podwojeniu a w marcu'24 kurs zbliżył się po blisko 14 latach do ceny (skorygowanej o dywidendy) z debiutu giełdowego. Jednocześnie relacja portfela do przychodów jest najniższa od przełomu 2015/16 a perspektywę jego wzrostu w najbliższych miesiącach są ograniczone (nowych, istotnych przetargów z PKP PLK oczekujemy najwcześniej jesienią, podobnie może wyglądać rynek tramwajowy). Należy brać pod uwagę, że 2024 rok przychodowo 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, jednak kluczowe dla kreacji wartości będzie zbudowanie trwale rentownego portfela. Po aktualizacji naszych założeń, obecnie cenę docelową ZUE wyznaczamy na poziomie 11,1 PLN, co implikuje obniżenie rekomendacji do Trzymaj (poprzednio: Akumuluj, 8,43 PLN). Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania roszczeń i waloryzacji od PKP PLK (złożone pozwy na 129 mln PLN, ok. 5,6 PLN/akcję).

### Wyniki za ostatnie okresy

W 2023 spółka osiągnęła 1,48 mld PLN przychodów (+61% r/r) oraz 21,0 mln PLN zysku netto. Wyniki 4Q'23 (583 mln PLN przychodów oraz 10,9 mln PLN zysku netto) były sporo wyższe niż zakładaliśmy, m.in. ze względu znacznie wyższych od oczekiwań przerób w końcówce roku. Marży brutto ze sprzedaży w 4Q'23 (4,4%) była porównywalna r/r (zwracamy uwagę, że spółka zwiększyła stan rezerwy na straty, co zdjęło z marży ok 1,5 pp). Na koniec roku spółka posiadała bardzo mocną pozycję gotówkową (134 mln PLN gotówki netto), jednak uważamy, że częściowo to efekt dużych płatności od klientów przy przesunięciu spłaty zobowiązań do podwykonawców na 1Q'24.

### Portfel

Portfel ZUE wyniósł po 4Q'23 1,73 mld PLN (vs 1,83 mld PLN rok wcześniej). Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). W portfelu znajdują się nadal pojedyncze kontrakty dla PKP PLK podpisane w 2017 roku (szacujemy, że wartość prac na tych kontraktach może wynosić jeszcze małe kilkadziesiąt mln PLN). Pół roku po wyborach parlamentarnych podaż kontraktów kolejowych jest niska, w PKP PLK trwa przegląd inwestycji. Luka w podaży kontraktów może w negatywnym scenariuszu zacząć przypominać okres 2016 roku (następnie w 2017 kontrakty były podpisywane na niskich marżach), co może odbić się na możliwości budowy rentownego portfela w oparciu o pierwszą większą falę nowych przetargów, które pojawiają się na rynku.

### 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). W przeszłości planowano także wejście na rynek PSE. Natomiast wejście na rynek rumuński nie jest jedynym podejściem ZUE do rynków zagranicznych. W 2023 roku pozyskano pierwszy, mały kontrakt lotewski. Wcześniej spółka miała także przygiarki do rynku niemieckiego czy od wielu lat obserwuje kierunek bułgarski, realizowano też kontrakt w Słowacji

### Prognozy wyników, wskaźniki

ZUE ma za sobą rekordowy przychodowo 2023 rok (zysk netto był minimalnie niższy niż w 2011 roku, uwzględnia też 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności). Jednocześnie relacja portfela do przychodów za ostatnie 4Q jest najniższa od przełomu 2015/16 a perspektywę jego wzrostu w najbliższych miesiącach są ograniczone (nowych przetargów z PKP PLK oczekujemy najwcześniej jesienią, podobnie może wyglądać rynek tramwajowy). Nasze prognozy na 2024/24/26 zakładają odpowiednio 1,0 / 1,1 / 1,2 mld PLN przychodów oraz 16 / 18 / 21 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych prognozach handlowana jest na EV/EBITDA=5,8x na 2024 rok i 5,0x na 2025 rok. Nasze prognozy nie uwzględniają potencjalnych waloryzacji i dopłat, o które wnioskuje spółka (sprawy sądowe).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	851,5	921,4	1 484,1	1 017,2	1 070,1	1 177,1
EBITDA [mln PLN]	27,1	31,9	45,2	35,1	38,4	41,7
EBIT [mln PLN]	14,2	18,1	30,4	20,4	23,6	26,8
Wynik brutto [mln PLN]	15,4	22,1	28,9	20,0	23,2	25,5
Wynik netto [mln PLN]	11,8	16,4	21,0	15,9	18,4	20,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-80,2	-14,6	-134,2	-52,0	-63,6	-70,7
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
P/E	21,7	15,6	12,2	16,0	13,9	12,4
EV/EBITDA	6,5	7,6	2,7	5,8	5,0	4,4
EV/EBIT	12,4	13,3	4,0	10,0	8,2	6,9
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,15	0,07	0,23	0,17	0,40

# TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

**WYCENA 11,1 PLN**

22 KWIETNIA 2024, 14:28 CEST

Wycena DCF [PLN]	10,7
Wycena porównawcza [PLN]	12,3
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>11,1</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>-0,4%</b>
Koszt kapitału	15,4%
Cena rynkowa [PLN]	11,10
Kapitalizacja [mln PLN]	255,6
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,30
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,24
Stopa zwrotu za 3 mc	31,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	72,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	65,7%
Struktura akcjonariatu:	
Nowak Wiesław	62,5%
Bankowy OFE	8,1%
Generali OFE	6,3%
ZUE	1,1%
Pozostali	21,8%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

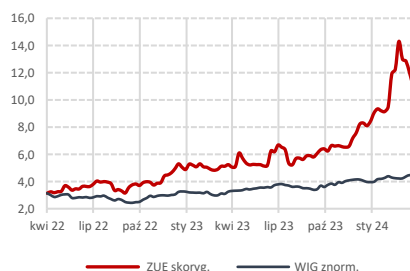
**Krzysztof Pado**

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 .....	5
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH .....	6
STRONA KOSZTOWA .....	9
PORTFEL ZAMÓWIEŃ .....	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	14
DANE FINANSOWE .....	19

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	21,7	15,6	12,2	16,0	13,9	12,4	9,8
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,5	7,6	2,7	5,8	5,0	4,4	3,5
EV/EBIT	12,4	13,3	4,0	10,0	8,2	6,9	5,1
EV/S	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
BVPS	7,2	7,8	8,6	9,1	9,7	10,2	10,9
EPS	0,5	0,7	0,9	0,7	0,8	0,9	1,1
DPS (w danym roku)	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4
Payout ratio	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>851</b>	<b>921</b>	<b>1 484</b>	<b>1 017</b>	<b>1 070</b>	<b>1 177</b>	<b>1 354</b>
Budownictwo	781	831	1 405	950	1 000	1 099	1 264
Handel	63	78	74	68	71	78	90
Projektowanie	7	8	4	0	0	0	0
Wyłączenia	0	4	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>35,0</b>	<b>42,8</b>	<b>55,9</b>	<b>49,7</b>	<b>53,6</b>	<b>57,8</b>	<b>65,3</b>
Budownictwo	29,9	31,1	49,9	46,3	50,0	53,9	60,7
Handel	3,9	10,9	4,5	3,7	3,8	4,1	4,8
Projektowanie	1,5	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,3	-0,5	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	25,1	26,2	30,4	29,3	30,0	31,0	32,6
PPO/PKO	4,3	1,5	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>27,1</b>	<b>31,9</b>	<b>45,2</b>	<b>35,1</b>	<b>38,4</b>	<b>41,7</b>	<b>47,6</b>
EBIT	14,2	18,1	30,4	20,4	23,6	26,8	32,7
Zysk brutto	15,4	22,1	28,9	20,0	23,2	25,5	32,1
<b>Zysk netto</b>	<b>11,8</b>	<b>16,4</b>	<b>21,0</b>	<b>15,9</b>	<b>18,4</b>	<b>20,6</b>	<b>26,0</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-80,2</b>	<b>-14,6</b>	-	<b>-52,0</b>	<b>-63,6</b>	<b>-70,7</b>	<b>-87,9</b>

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-6%	8%	61%	-31%	5%	10%	15%
EBITDA zmiana r/r	13%	18%	42%	-22%	9%	9%	14%
Zysk netto zmiana r/r	176%	39%	28%	-24%	16%	12%	26%
Marża brutto na sprzedaży	4,1%	4,6%	3,8%	4,9%	5,0%	4,9%	4,8%
Marża EBITDA	3,2%	3,5%	3,0%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%
Marża netto	1,4%	1,8%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%
ROE	7,1%	9,1%	10,6%	7,6%	8,2%	8,8%	10,4%
ROA	2,0%	2,4%	2,2%	2,2%	2,4%	2,5%	2,9%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>178,9</b>	<b>199,4</b>	<b>193,4</b>	<b>195,8</b>	<b>195,6</b>	<b>195,7</b>	<b>195,7</b>
WNIp	33,9	33,7	33,6	33,6	33,5	33,4	33,4
Rzeczowe aktywa trwałe	106,2	105,4	110,5	113,0	112,9	113,0	113,0
Pozostałe aktywa trwałe	38,7	60,4	49,3	49,3	49,3	49,3	49,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>398,7</b>	<b>475,3</b>	<b>742,0</b>	<b>539,4</b>	<b>569,3</b>	<b>617,5</b>	<b>695,8</b>
Zapasy	37,8	81,7	70,4	48,2	50,7	55,8	64,2
Należności krótkoterminowe	251,4	327,5	447,0	359,8	386,6	433,6	497,4
Środki pieniężne	108,7	63,3	223,6	130,3	130,9	127,0	133,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,7	2,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>577,5</b>	<b>674,7</b>	<b>935,4</b>	<b>735,2</b>	<b>765,0</b>	<b>813,1</b>	<b>891,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>166,2</b>	<b>179,4</b>	<b>198,7</b>	<b>209,3</b>	<b>223,8</b>	<b>235,2</b>	<b>250,9</b>
Udziały mniejszości	0,2	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>411,1</b>	<b>493,9</b>	<b>735,3</b>	<b>524,3</b>	<b>539,6</b>	<b>576,3</b>	<b>639,0</b>
Rezerwy na zobowiązania	35,8	36,5	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Oprocentowane zobowiązania	28,5	48,7	89,3	78,3	67,3	56,3	45,3
Zobowiązania pozostałe	346,8	408,8	607,0	407,0	433,3	481,1	554,7
<b>Pasywa razem</b>	<b>577,5</b>	<b>674,7</b>	<b>935,4</b>	<b>735,2</b>	<b>765,0</b>	<b>813,1</b>	<b>891,5</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-80,2</b>	<b>-14,6</b>	-	<b>-52,0</b>	<b>-63,6</b>	<b>-70,7</b>	<b>-87,9</b>
Dług netto / Kapitał własny	-0,5	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Dług netto / EBITDA	-3,0	-0,5	-3,0	-1,5	-1,7	-1,7	-1,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	109,8	-42,6	137,5	-59,9	30,3	32,6	43,0
CFI	-4,0	-11,5	5,2	-17,1	-14,7	-11,9	-12,0
CFF	-20,6	8,6	17,4	-16,3	-15,0	-24,5	-24,9
- w tym dywidenda	0,0	3,4	1,7	5,3	4,0	9,2	10,3
Przepływy pieniężne netto	85,2	-45,5	160,0	-93,2	0,6	-3,9	6,2
CAPEX / Amortyzacja	47%	35%	56%	116%	99%	100%	100%

**ZUE**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Trzymaj</b>	www: <a href="http://www.grupazue.pl">www: www.grupazue.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>11,1</b>	
<b>Potencjał zmiany</b>	<b>-0,4%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>
Cena rynkowa [PLN]	11,10	1Q'24: 15 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	2Q'24: 21 sie
Kapitalizacja [mln PLN]	255,6	

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>292,2</b>	<b>249,3</b>	<b>292,4</b>	<b>359,0</b>	<b>583,5</b>	<b>224,9</b>
Budownictwo	262,6	223,8	273,2	340,6	567,6	210,0
Handel	23,0	23,5	17,2	18,0	15,8	15,0
Projektowanie	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0
Wyłączenia	3,9	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>12,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>25,8</b>	<b>10,0</b>
Budownictwo	9,4	6,4	8,6	10,0	24,9	9,2
Handel	2,9	1,8	0,9	1,1	0,8	0,9
Projektowanie	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1
SG&A	7,4	6,8	7,5	8,0	8,1	6,8
PPO/PKO	0,9	0,2	1,3	3,9	-0,5	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>9,8</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>	<b>11,0</b>	<b>20,9</b>	<b>6,9</b>
EBIT	6,2	1,9	4,1	7,2	17,2	3,2
Zysk brutto	7,3	2,0	3,7	7,8	15,4	3,1
<b>Zysk netto</b>	<b>5,5</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>10,9</b>	<b>2,4</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-14,6</b>	<b>17,3</b>	<b>20,1</b>	<b>50,5</b>	<b>-134,2</b>	<b>-110,6</b>

Wskaźniki	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
Przychody zmiana r/r	13,1%	62,3%	33,1%	40,2%	99,7%	-9,8%
EBITDA zmiana r/r	-11,3%	-21,3%	-9,7%	70,3%	113,0%	25,8%
Zysk netto zmiana r/r	-28,6%	-70,4%	-45,2%	280,2%	97,4%	118,0%
Marża brutto na sprzedaży	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,5%
Marża EBITDA	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,1%
Marża netto	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	1,1%

Wskaźniki II	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,51	0,71	0,91	0,69	0,80	0,90
Revenue [mln PLN]	851,5	921,4	1 484,1	1 017,2	1 070,1	1 177,1
Gross Margin %	4,1%	4,6%	3,8%	4,9%	5,0%	4,9%
EBIT [mln PLN]	14,2	18,1	30,4	20,4	23,6	26,8
EBITDA [mln PLN]	27,1	31,9	45,2	35,1	38,4	41,7
Net Income Adj+ [mln PLN]	11,8	16,4	21,0	15,9	18,4	20,6
Net Debt [mln PLN]	-80,2	-14,6	-134,2	-52,0	-63,6	-70,7
BPS	7,22	7,79	8,63	9,09	9,72	10,21
DPS	0,00	0,15	0,07	0,23	0,17	0,40
Return on Equity %	7,1%	9,1%	10,6%	7,6%	8,2%	8,8%
Return on Assets %	2,0%	2,4%	2,2%	2,2%	2,4%	2,5%
Depreciation [mln PLN]	9,0	9,9	10,2	11,2	11,4	11,4
Amortization [mln PLN]	0,3	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1
Free Cash Flow [mln PLN]	105,8	-54,1	142,6	-77,0	15,6	20,7
CAPEX [mln PLN]	6,0	4,8	8,2	17,1	14,7	14,9

**Główne czynniki ryzyka:**

- Uzależnienie od głównych odbiorców (PKP PLK)
- Poziom nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę transportową w regionie CEE.
- Ryzyko związane z dofinansowaniem realizacji projektów z funduszy unijnych.
- Ryzyko związane z wejściem na nowe rynki
- Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.
- Relatywnie niskie bariery wejścia, wzrost konkurencji
- Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy
- Spory sądowe

## WYCENA I PODSUMOWANIE

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	10,7
Wycena metodą porównawczą	20%	12,3
<b>Wycena 1 akcji ZUE [PLN]</b>		<b>11,1</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 (5,85%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 22 kwietnia 2024.

### Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 017,2	1 070,1	1 177,1	1 353,8	1 455,3	1 469,9	1 484,6	1 499,4	1 514,4	1 529,6
EBIT [mln PLN]	20,4	23,6	26,8	32,7	38,2	40,2	42,2	41,4	42,0	42,7
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]	4,1	4,7	5,1	6,2	7,3	7,6	8,0	7,9	8,0	8,1
NOPLAT [mln PLN]	16,4	18,9	21,7	26,5	30,9	32,5	34,2	33,5	34,0	34,6
Amortyzacja [mln PLN]	14,7	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9	14,9
CAPEX [mln PLN]	-17,1	-14,7	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-15,0	-15,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-85,9	-3,6	-5,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-72,0	15,4	16,4	26,2	30,8	32,4	34,1	33,5	34,0	34,5
DFCF [mln PLN]	-65,6	12,3	11,4	15,8	16,2	14,8	13,5	11,5	10,1	8,9
Suma DFCF [mln PLN]	48,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	243,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	62,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	111,5									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-134,2									
Akcje własne [mln PLN]	2,9									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,4									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>247,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>10,7</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-31,5%	5,2%	10,0%	15,0%	7,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-32,8%	15,3%	13,9%	22,0%	16,7%	5,2%	5,0%	-1,9%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	---	---	6,3%	60,2%	17,5%	5,3%	5,1%	-1,8%	1,6%	1,6%
Marża EBITDA	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża EBIT	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Marża NOPLAT	1,6%	1,8%	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,3%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	116,4%	98,9%	100,2%	100,1%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	8,4%	0,3%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-18,4%	6,8%	5,0%	0,1%	0,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%
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	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Udział kapitału własnego	89,3%	91,2%	93,1%	94,9%	96,4%	97,5%	98,9%	99,5%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	10,7%	8,8%	6,9%	5,1%	3,6%	2,5%	1,1%	0,5%	0,0%	0,0%
WACC	14,3%	14,5%	14,7%	14,9%	15,0%	15,1%	15,2%	15,3%	15,4%	15,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wrażliwość modelu DCF

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

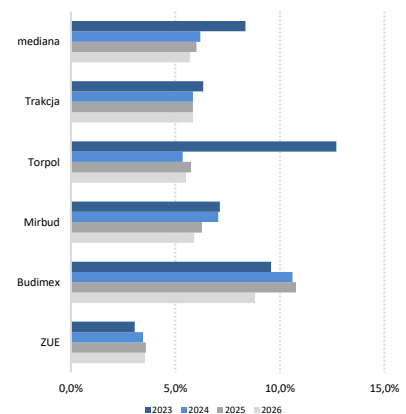
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. 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 12,3 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	20,9	19,1	22,2	12,2	10,9	12,1
Mirbud	6,2	6,9	7,0	3,7	3,8	3,6
Torpol	15,5	12,3	11,0	5,0	3,7	3,1
Trakcja	21,2	18,0	15,5	8,5	7,6	6,9
<b>Mediana</b>	<b>18,2</b>	<b>15,1</b>	<b>13,2</b>	<b>6,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,2</b>
ZUE	16,0	13,9	12,4	5,8	5,0	4,4
Premia/dyskonto do spółki	-11,9%	-8,4%	-6,4%	-13,9%	-11,9%	-15,3%
Wycena wg wskaźnika	12,6	12,1	11,9	12,5	12,2	12,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>	<b>12,2</b>			<b>12,4</b>		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>12,3</b>					

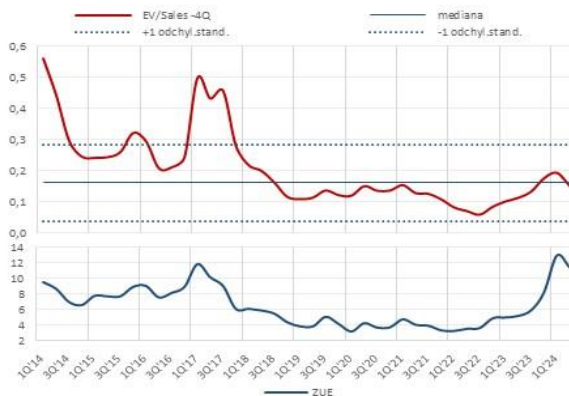
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

### Porównanie rentowność EBITDA



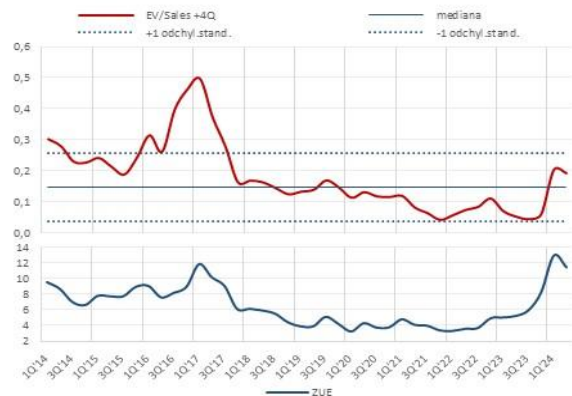
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

### 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

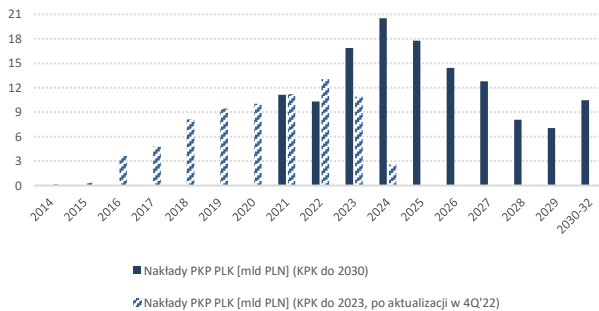


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

## AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

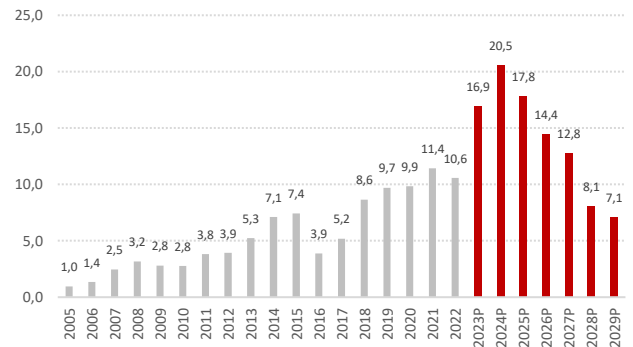
W połowie sierpnia 2023 Rada Ministrów przyjęła uchwałę w sprawie ustanowienia Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku (z perspektywą do roku 2032). Nowy KPK zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN. Przyjęto plan, że rekordowy będzie 2024 rok na poziomie 20,5 mld PLN. Uważamy, że należy bardzo ostrożnie podchodzić do planowanych nakładów – historycznie plany w ramach KPK zawsze były przesuwane w czasie, dodatkowo nowe władze MI i PKP PLK zapowiedziały już rewizje planów inwestycyjnych i biorąc pod uwagę wartość rozstrzygniętych przetargów należy raczej znacznie w dół zrewidować plany na 2024 rok.

**Nakłady PKP PLK zapisane w KPK do 2030 roku [mld PLN netto] – prawdopodobna aktualizacja w 2024?**



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

**Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto] – prawdopodobna aktualizacja w 2024?**



Źródło: DM BDM S.A., PKP PLK

Warto pamiętać, że obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle mogą pojawić się w kolejnych latach pojawić się środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. 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. Projektowany jest także linia Łódź-Wrocław (5 odcinków za 507 mln PLN netto).

W najbliższych miesiącach spodziewamy się przeglądu strategii CPK i ewentualnych decyzji kierunkowych – czy i w jakim zakresie projekt będzie kontynuowany. Dodatkowo pojawiają się pomysły, aby rozważyć zmiany organizacyjne. Wiceminister infrastruktury (odpowiedzialny za kolej) P. Malepszak w jednym z wywiadów ([link](#)) przedstawił scenariusz, aby CPK był podmiotem odpowiedzialnym za wszystkie inwestycje kolejowe, a PKP PLK miała zająć się jedynie utrzymaniem i nadzór nad infrastrukturą kolejową. Wiceminister zapowiedział też przegląd wszystkich głównych, wieloletnich programów inwestycyjnych.

Z konferencji wynikowych spółek infrastrukturalnych po 4Q'23 wynika, że obecnie PKP PLK w zasadzie nie ogłasza większych postępowań na kontrakty budowlane (z strony Platformy Zakupowej PKP PLK wynika, że przed złożeniem ofert są obecnie cztery przetargi). Nie można wykluczyć, że obecna sytuacja będzie coraz bardziej przypominać 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.

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

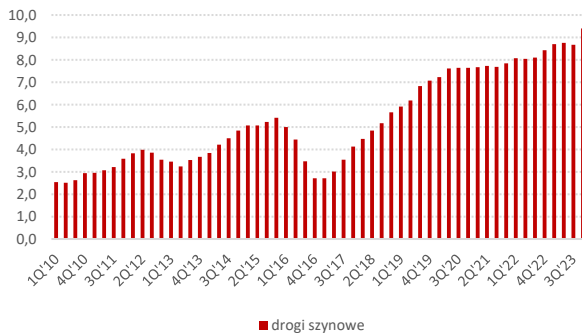
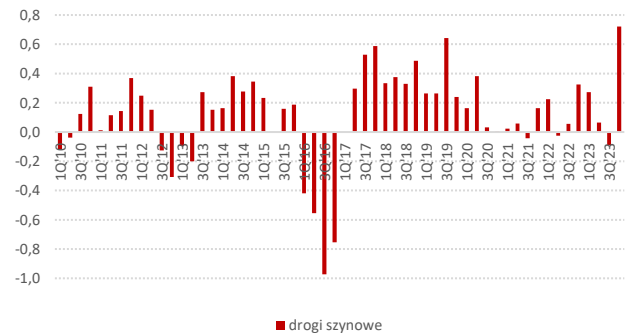
data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	budżet	II oferta	I/II	liczba ofert	nko	podpis		
kwi 24	Pisarzowa i Limanowa LK 104	93,7	PNIUJK/Grinea	98%	95,8	100,4	100,4	93%	5	---	---
kwi 24	Przymylnie LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	39,6	Natipol	79%	50,0	42,4	42,4	93%	8	---	---
mar 24	LK 4 (Dostosowanie CMK do prędkości 250 km/h)	178,0	SBM	113%	157,0	189,7	189,7	94%	8	---	---
lut 24	LK 3 odc. Poznań Górczyn - Zbąszynek	153,7	DOM	72%	214,0	168,3	168,3	91%	14	---	---
sty 24	Jedlicze – Szebnie LK 108	219,8	Nowak-Mosty	72%	306,7	240,7	240,7	91%	12	---	---
sty 24	Odcinek C2 stacja Limanowa LK 104	288,4	Track-Tec/Polbud	172%	168,0	301,8	301,8	96%	9	---	---
sty 24	Przebudowa stacji Częstochowa Towarowa	113,7	Porrr/Trakcja S.	81%	140,0	117,6	117,6	97%	12	Porrr/Trakcja S.	---
<b>suma/średnia</b>		<b>1 086,9</b>		<b>96%</b>	<b>1 131,5</b>	<b>1 160,8</b>		<b>94%</b>	<b>9,7</b>		

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto

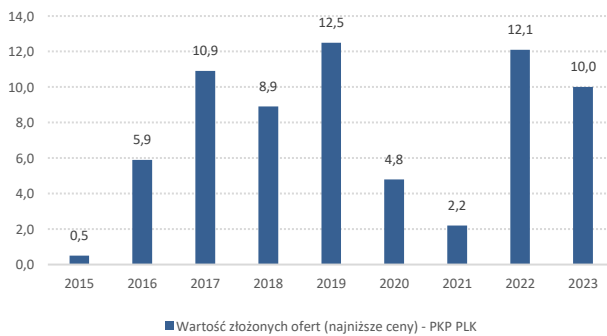
**Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2023 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)**

data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	budżet inwestora	II oferta	I/II	liczba ofert	nko	podpis		
gru 23	Odcinek B LK 201 odc. Somonino – Gdańsk Osowa	1 251,4	PPMT/Trakcja/DOM	72%	1 746,8	1 288,4	1 288,4	97%	9	---	---
gru 23	Gliwice – Ruda Kochłowice – Katowice	366,6	Torkol	138%	265,3	383,8	383,8	96%	10	---	---
lis 23	Budowa zachodniego przejścia Warszawa Gdańska	79,9	Porr	106%	75,6	89,6	89,6	89%	7	---	Porr
wrz 23	Stacja Rypin	40,4	DOM	81%	50,1	42,9	42,9	94%	14	---	b.d.
wrz 23	Stacja Olkusz	109,6	Swietelsky	89%	122,7	114,6	114,6	96%	16	---	---
wrz 23	LK 104 odc. D Limanova - bocznicą Kłęczany	1 929,8	Budimex/Gulermak	114%	1 694,5	1 993,2	1 993,2	97%	3	---	BDX/Gulermak
sie 23	LK 97 Żywiec – Sucha Beskidzka	358,1	Swietelsky	97%	369,9	360,1	360,1	99%	11	---	---
sie 23	LK 104 odc. A2 Rabka Zaryte – Mszana Dolna	424,4	Strabag	82%	520,7	442,8	442,8	96%	6	---	Strabag
lip 23	Podstacje na LK 38 na odcinku Elk – Korsze	257,4	Grinea/PNIUIK	188%	137,0	263,8	263,8	98%	3	---	Budimex/Victor
lip 23	Ostrów Mazowiecka – Małkinia	228,5	Track-Tec	86%	266,9	256,2	256,2	89%	9	Track-Tec	---
lip 23	granica woj. – Kozłów / Sędziszów - granica woj.	307,2	PNIUIK	100%	308,6	314,7	314,7	98%	13	---	---
cze 23	LK 148 na odc. Pszczyna – Żory	257,3	Budimex	69%	371,1	274,5	274,5	94%	11	---	Budimex
cze 23	Rewitalizacja LK 360 Gostyń – Kąkolewo	138,6	Track-Tec	123%	112,7	148,6	148,6	93%	11	---	DOM
cze 23	LK 355 Ostrów Wielkopolski - Grabowo Wielkie	68,1	DOM	85%	80,5	75,9	75,9	90%	8	DOM	---
cze 23	Rewitalizacja LK Sokółki Podlaski - Siedlce	231,5	DOM/Trakcja/Intop	93%	249,0	284,8	284,8	81%	8	---	DOM/Trakcja/Intop
cze 23	Legnica – Złotoryja – Jerzmanice-Zdrój	171,4	Infrakol/LWZ	80%	213,3	179,8	179,8	95%	10	---	b.d.
maj 23	LK 181 Kępno - Oleśnica z elektryfikacją	534,1	PNIUIK	74%	723,0	544,9	544,9	98%	12	---	PNIUIK
kwi 23	Zabrzeg - Zebrzydowice - granica państwa	1 659,7	Trakcja/PPM-T/Alst.	87%	1 904,2	1 666,4	1 666,4	100%	8	---	Trakcja/PPM-T/Alst.
kwi 23	Stacja Gliwice Łabędy	425,5	Trakcja	84%	506,6	429,0	429,0	99%	10	---	Trakcja
mar 23	LK 274 Marciszów - Sędziszów, Wałbrzych	124,9	Porr	75%	166,9	125,9	125,9	99%	8	---	---
mar 23	Prace na obwodnicy towarowej Poznań	1 192,6	Torpol	69%	1 722,3	1 396,0	1 396,0	85%	8	DOM/Alusta/Intop	---
mar 23	Tunel LK 2 m. Sulejówek	80,4	Intop	90%	89,7	88,3	88,3	91%	12	---	DOM/Probudowa
<b>suma/średnia</b>		<b>10 237,3</b>		<b>88%</b>	<b>11 697,5</b>	<b>10 764,2</b>	<b>10 764,2</b>	<b>95%</b>	<b>9,4</b>		

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto

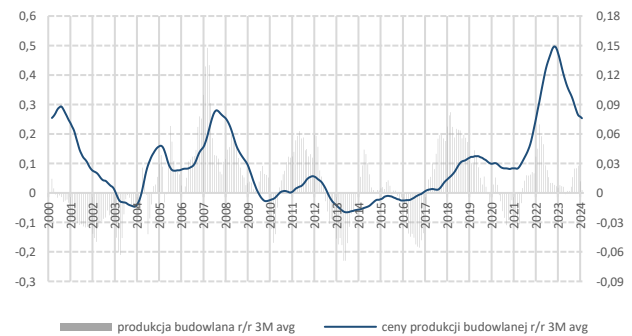
**Nakłady na drogi szynowe (4Qn) [mld PLN]**

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


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK

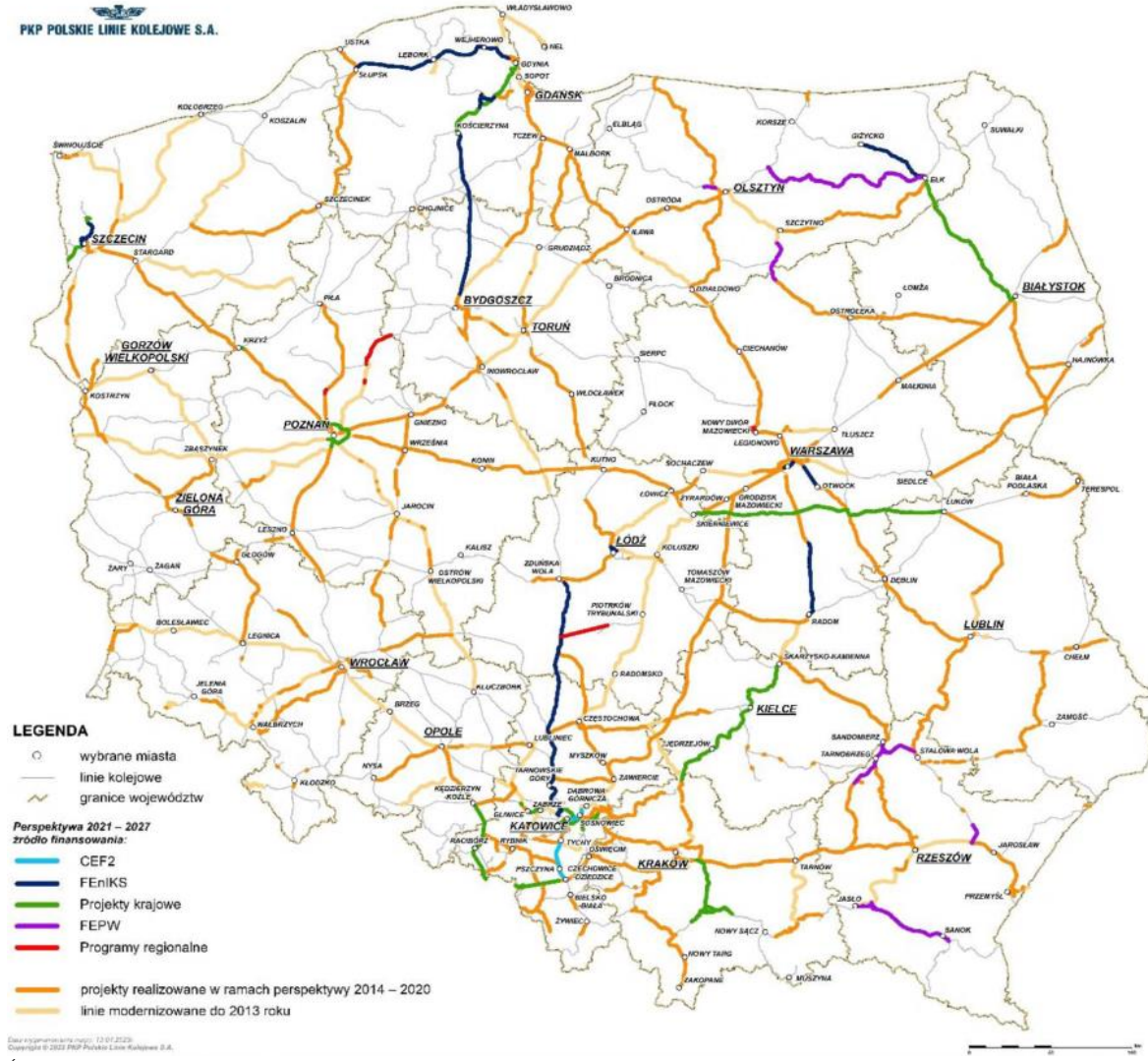
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS



Inwestycje infrastrukturalne zawarte w Programie realizowane w perspektywie 2021-2027 (na tle zrealizowanych inwestycji w ramach WPIK i KPK do 2023 r.)



**Infrastruktura tramwajowa w Polsce**



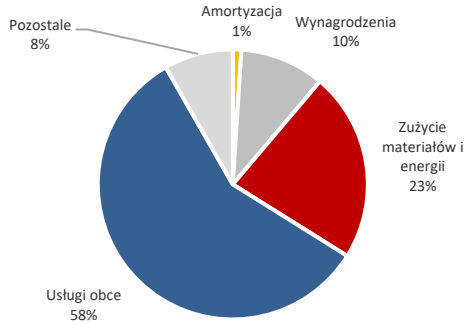
**Inwestycje tramwajowe w Polsce**

Obecnie w Polsce systemy tramwajowe posiada 15 ośrodków miejskich. Łączna długość tras tramwajowych to ok. 900 km. Największe systemy funkcjonują w Aglomeracji Śląskiej, Warszawie, Łodzi i Krakowie. Praktycznie wszystkie ośrodki rozwijają lub planują rozwijać swoje systemy poprzez modernizacją 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). Zakładamy, że ukonstytuowaniu się nowych władz po wyborach samorządowych pojawi się większa ilość przetargów z tego obszaru.



## STRONA KOSZTOWA

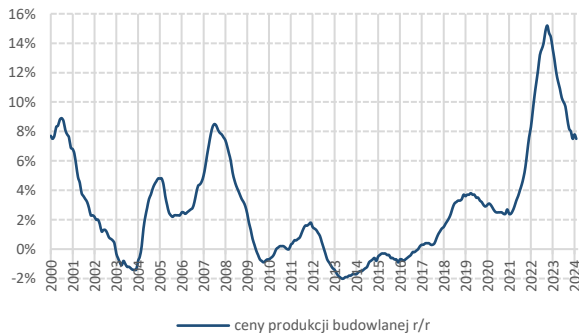
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

## CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

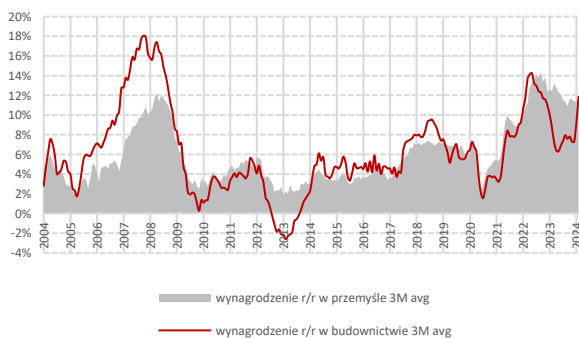


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża, przy czym dynamika w ujęciu m/m cały czas pozostaje dodatnia. W lutym 2024 odnotowano wzrost r/r o 7,5% (+0,3% m/m). Od 2Q'23 ceny napędza głównie segment inżynieryjny (wcześniej wyższe wzrosty cen notowano w obszarze budynków).

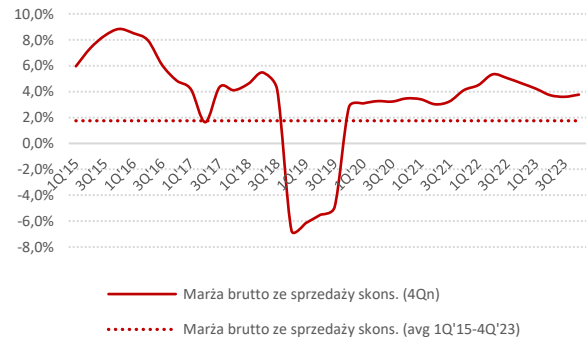
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już o blisko połowę w ciągu roku, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy (np. w 2007 roku były to maksymalne poziomy w całym cyklu). W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niższe odczyty PPI, z drugiej jednak strony może je równoważyć dynamika wynagrodzeń (presja ze strony wzrostu pensji minimalnej w 2024 roku, którą widać już w kubaturze).

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



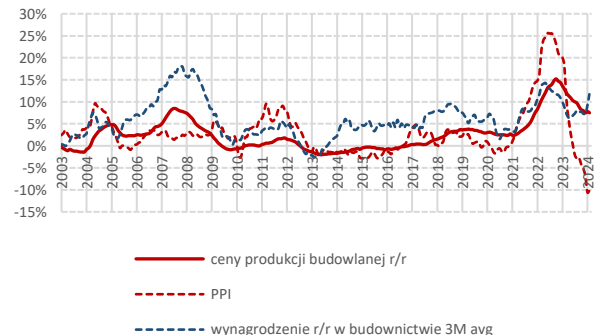
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



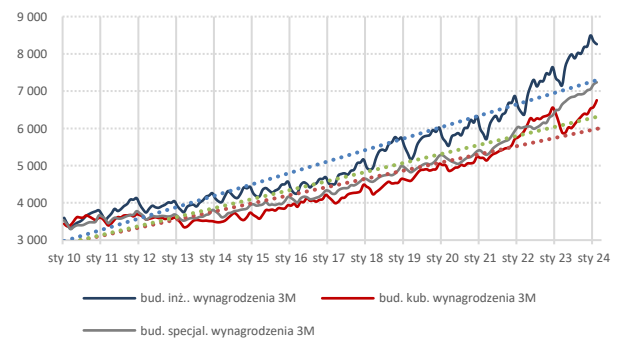
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

## CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

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

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



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

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

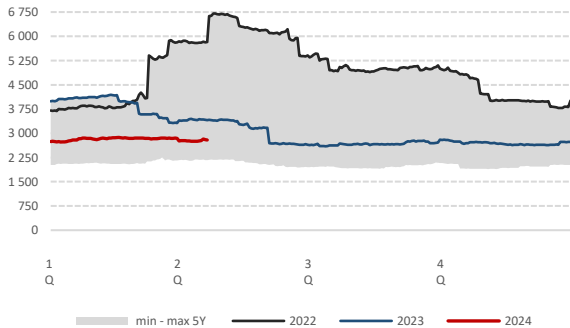


Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za początek 1Q'24 wykazały -7% spadek r/r (-11% w 4Q'23). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK pierwsze dane za 1Q'24 (styczeń) wykazały -1% zmianę r/r (w 4Q'23: -2% r/r).

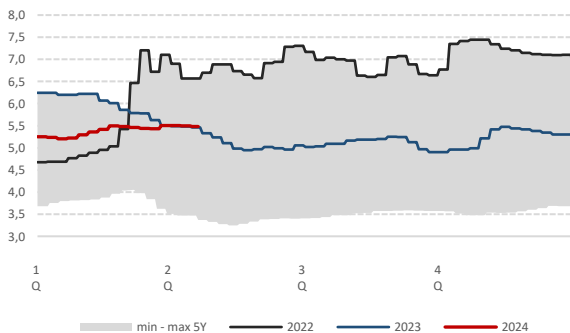
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu (obecnie tylko miedź notuje wyraźniejsze odbicie). Problematyczne pozostają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

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



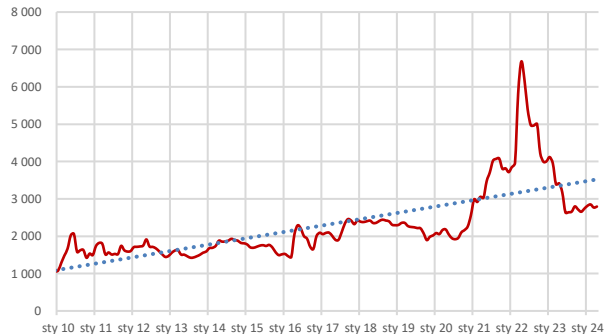
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



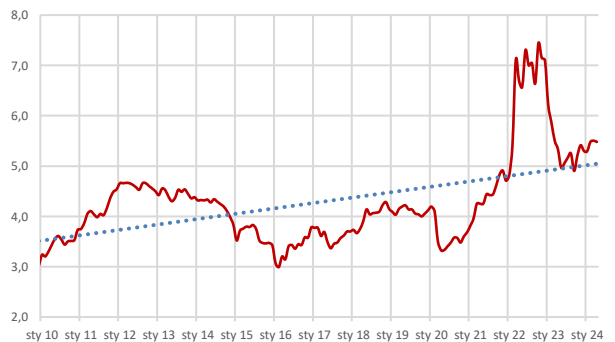
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



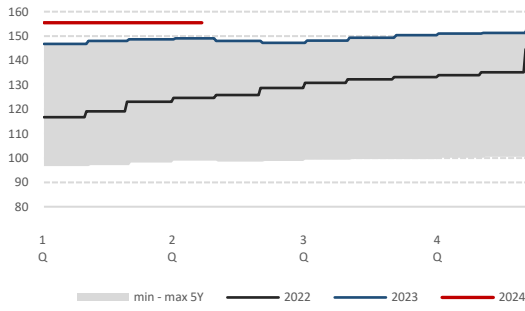
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



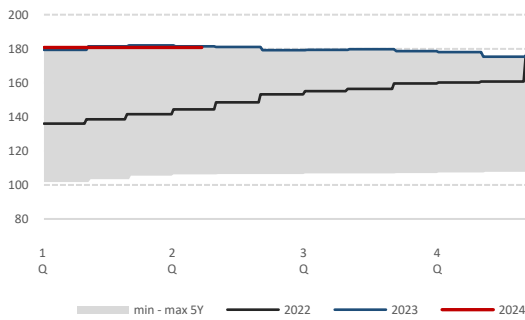
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Kruszywa – indeks GUS\***



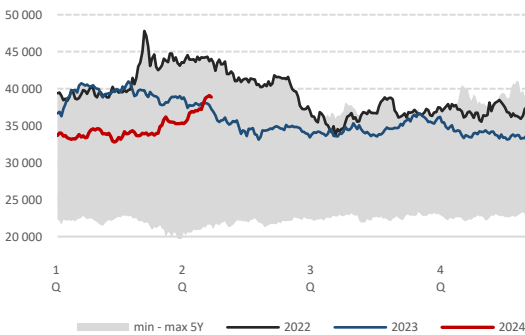
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za I'24

**Cement – indeks GUS\***



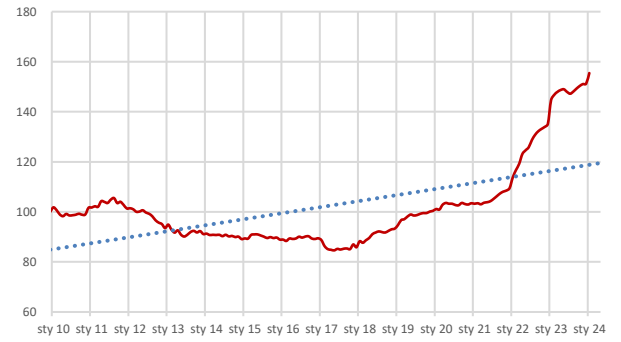
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za I'24

**Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]**



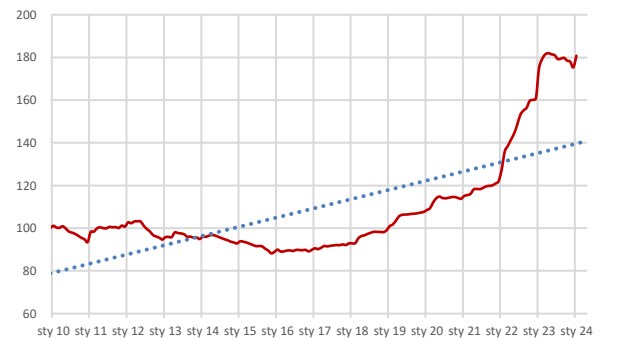
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Kruszywa – indeks GUS\***



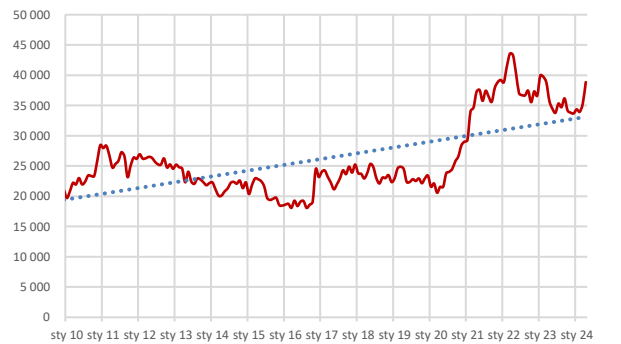
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku

**Cement – indeks GUS\***



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

**Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]**



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

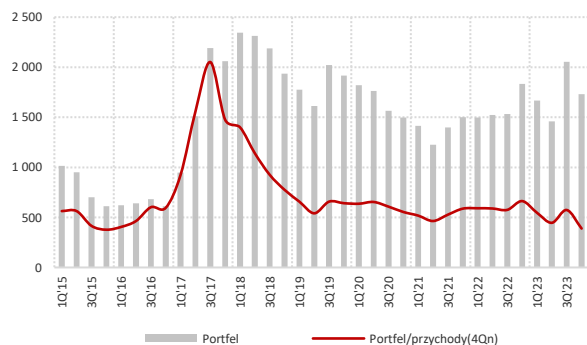
## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
<b>2024</b>					
lut 23	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	kwi 26	131%
<b>2023</b>					
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”	84,6	sie 24	166%
<b>2022</b>					
gru 22	C.F.R.	SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów)	316,3	mar 25	106%
gru 22	C.F.R.	SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)	131,2	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	120,8	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	65,7	gru 23	---
<b>2021</b>					
gru 21	Warszawa	Budowa zajezdni Annapol	436,8	kwi 24	161%
lis 21	Szczecin	Przebudowa torowiska z trakcją z rozbudową pętli Pomorzany w Szczecinie	222,3	lip 25	---
wrz 21	Dąbr. Górn.	Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka)	83,3	mar 24	201%
<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	612,2	sie 24	189%
wrz 19	ZDM Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i taktji 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	521,0	gru 23	155%
<b>2017</b>					
paź 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna – Sandomierz	431,2	maj 24	119%
paź 17	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej Trzebinia – Oświęcim	303,1	wrz 23	94%
sie 17	PKP PLK	Projektuj i Buduj: Warszawa – Granica LCS Łowicz	91,8	lis 23	89%
lip 17	PKP PLK	Projekt i wykonanie robót budowlanych: Częstochowa - Zawiercie	371,6	gru 20	76%
cze 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew	209,3	mar 20	71%
kwi 17	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)	71,9	lis 20	74%
kwi 17	ZIKIT	Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2	49,5	gru 22	55%
kwi 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	330,5	gru 23***	88%
mar 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola	281,0	gru 21	60%
lut 17	PKP PLK	Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)	52,7	lis 19	62%
sty 17	PKP PLK	Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze	124,5	paź 19	76%

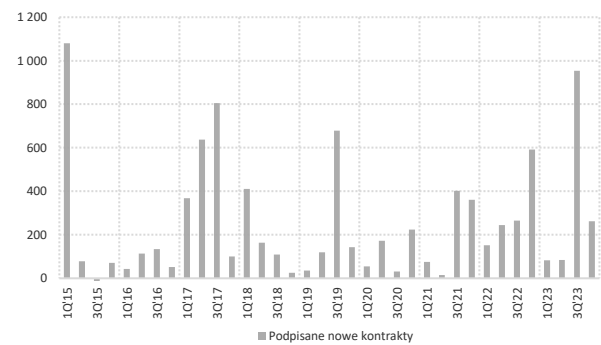
Źródło: BDM S.A., spółka, \*w części dla spółki w przypadku konsorcjum, \*\*wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, \*\*\*kontrakt nadal w realizacji po 4Q'23

#### 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 ZUE wynosił po 4Q'23 1,73 mld PLN (łącznie z podpisanym już w 1Q'24 kontraktem tramwajowym w Warszawie). Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). Pozostałą część stanowią kontrakty utrzymaniowe oraz zamówienia spółki handlowej.
- Obecnie spółka nie ma większych kontraktów w potencjalnym pipeline. W końcówce 2023 złożyła najniższą ofertę (za 70% budżetu) w przetargu na bocznice dla PKP Intercity w Przemyślu, ale w ostatnich dniach jako najkorzystniejszą ofertę wybrano złożoną przez konkurencję (oferta ZUE nie była rozpatrywana, [link](#)).
- Zwracamy uwagę, że w portfelu realizacyjnym spółki znajdują się nadal jeszcze dwa duże kontrakty z 2017 (LCS Kutno i Skarżysko – Sandomierz) 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.

- W końcówki 2021 pochodzą dwa duże kontrakty tramwajowe: zajezdnia Annopol (wygrana wyraźnie powyżej budżetu, spółka przejęła zakres partnera, stąd istotny wzrost wartości kontraktu w końcówce 2023) 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 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 planowo mają potrwać na kontraktach do 3Q'24 (Brasov) a na części do 1Q'25 (Cluj).
- **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzycelności (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. W grudniu 2023 listę pozwów spółki przeciw zamawiającym zwiększyły dwie pozycje: 1) pozew przeciw PKP PLK na 24 mln PLN za kontrakt na LK93 (Trzebinia-Czechowice) oraz 2) pozew przeciw PKP Cargo na 12 mln PLN za kontrakt na terminal w Zduńskiej Woli.

#### Istotne sprawy sądowe

sprawa	data	kwota wnioskowana przez ZUE [mln PLN]*
budowa łącznicy Okęcia	2016	2,9
Biadoliny – Tarnów	2016	15,7**
Biadoliny – 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***
Trzebinia - Cz-DZ	2023	23,6
Terminal Zduńska Wola	2023	12,3
<b>suma</b>		<b>129,3</b>

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

\*\*zasądzone 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 4Q'23 [mln PLN]

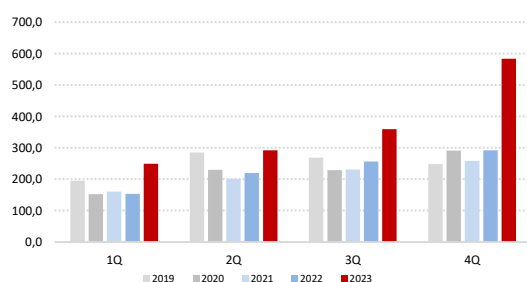
	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	4Q'23W spółka	odchyl	4Q'23P BDM	odchyl	2022	2023	zmiana r/r
Przychody	292,2	583,5	99,7%	583,4	0,0%	358,9	62,6%	921,4	1 484,1	61,1%
Wynik brutto na sprzedaży	12,8	25,8	101,7%	25,7	0,0%	14,7	75,6%	42,8	55,9	30,7%
Wynik na sprzedaży	5,3	17,6	230,3%	---	---	7,1	148,7%	16,6	25,6	53,7%
PPO/PKO	0,9	-0,5	---	---	---	0,0	---	1,5	4,9	221,8%
EBITDA	9,8	20,9	113,0%	---	---	10,1	107,3%	31,9	45,2	41,7%
EBIT	6,2	17,2	175,6%	17,2	0,1%	7,1	142,4%	18,1	30,4	67,7%
Zysk brutto	7,3	15,4	110,8%	---	---	7,2	113,8%	22,1	28,9	30,9%
Zysk netto przed wyl. mniejszości	5,9	11,0	86,3%	10,8	1,2%	5,8	88,1%	17,3	21,1	22,2%
Zysk netto	5,5	10,9	97,4%	---	---	5,5	99,4%	16,4	21,0	28,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	4,4%	4,4%	---	4,4%	---	4,1%	---	4,6%	3,8%	---
Marża EBITDA	3,4%	3,6%	---	---	---	2,8%	---	3,5%	3,0%	---
Marża EBIT	2,1%	2,9%	---	2,9%	---	2,0%	---	2,0%	2,0%	---
Marża zysku netto	2,0%	1,9%	---	1,9%	---	1,6%	---	1,9%	1,4%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka przedstawiła w końcówce marca 2024 pełny raport za 4Q'23. Na początku marca spółka podawała już wstępne wyniki, do których odnosiliśmy się w osobnym komentarzu ([link](#)). Finalne wyniki były bez większych odchyleń.
- W 4Q'23 na poziomie przychodów ZUE miało 583 mln PLN (+100% r/r). EBIT wyniósł 17,2 mln PLN (vs 6,2 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 10,9 mln PLN (vs 5,5 mln PLN w 4Q'22).
- Rentowność brutto ze sprzedaży była porównywalna r/r i lepsza niż w okresie 1-3Q'23 (4,3% w 4Q'23 vs 4,4% rok temu i 3,3% w 1-3Q'23). Jednocześnie sam wynik brutto ze sprzedaży jest wyższy r/r dzięki istotnie wyższym przychodom.
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 4Q'23 49 mln PLN (vs 51 mln PLN w 2-3Q'23).
- EBIT wzrósł o 17% r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej było minimalnie ujemne.
- Saldo finansowe było ujemne (-1,8 mln PLN). Stopa podatkowa wyniosła 29%.
- Zysk netto wyniósł 10,9 mln PLN i był istotnie wyższy r/r
- Gotówka netto po 4Q'23 wyniosła 134 mln PLN. CF operacyjny w 4Q'23 był mocno dodatni (+197 mln PLN – główna kontrybucja po stronie zobowiązań). Backlog wynosi 1 731 mln PLN.
- W liście do akcjonariuszy prezes podkreślił, że ZUE nadal szuka swoich szans biznesowych poza granicami kraju (m.in. na Łotwie) i przygotowuje się do ofertowania na innych rynkach europejskich. Spółka oczekuje ożywienia krajowego rynku inwestycji infrastrukturalnych w 2024 roku.

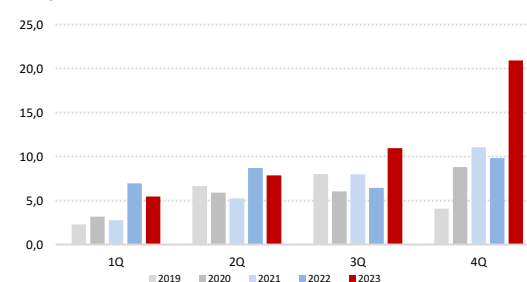
Podsumowując, same wyniki za 4Q'23 odbieramy pozytywnie. Kwartał był rekordowy w historii spółki pod względem przychodów i EBIT. Spółka na koniec roku miała aż 134 mln PLN gotówki netto. Na ten moment zakładamy, że to kwestia sezonowości i duża część gotówki zostanie skonsumowana w 1H'24 na spłatę zobowiązań.

### Przychody wg kwartałów [mln PLN]



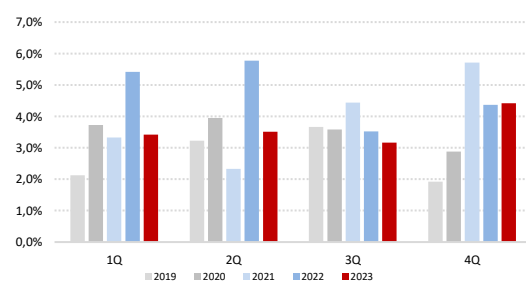
Źródło: BDM S.A., spółka

### EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



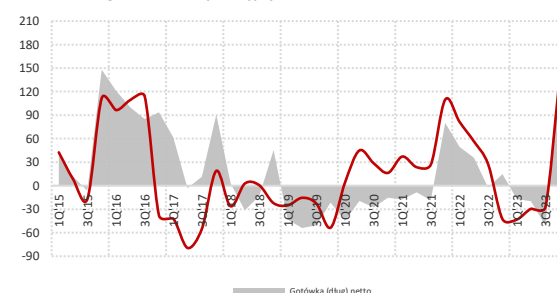
Źródło: BDM S.A., spółka

### 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 4Q'23 (27/03/2024)****4Q'23**

-na przychody w 4Q'23 wpłynęły aneksy, prace dodatkowe (spółka dzieliła się tymi aneksami z podwykonawcami), spółka w całym 2023 roku szacuje, że było to nie więcej niż 50 mln PLN

**2024**

-wartość przychodów '23 niełatwa do powtórzenia, ale nie niemożliwa

-aby powtórzyć przychody z '23 konieczne jest uruchomienie nowych przetargów

-spółka chce dążyć do 6% marży brutto ze sprzedaży, raczej nie wydarzy się to w 2024 (marża na poziomie 4% jest w zasięgu)

-trudno mówić o spektakularnych wzrostach wyników w 2024 roku

-2024 rok powyborczy, z dużymi znakami zapytania, w dłuższym terminie rynek jest duży i obiecujący

**Perspektywy**

-pozytywnie na marże może wpłynąć ilość realizowanych kontraktów, ryzykiem powrót do wzrostu kosztu materiałów

-zarząd chce rozwijać biznes i budować jego wartość

**Portfel**

-spółka chciałaby powiększyć portfel

-spółka weszła na rynek terminali (kontrakt dla PKP Cargo w Zduńskiej Woli, bocznica w Jaworze)

**Stare kontrakty z 2016-17**

- jeden jest na etapie odbioru, dwa kontrakty w realizacji, nie udało się ich rozliczyć jeszcze w 1Q'24, powinny w 2Q'24, mają znikomy udział w przychodach

-spółka zawiązała na nich kolejne rezerwy na straty, ryzyka są już ujęte w budżetach

-aneksy są negocjowane, ale należy jeszcze poczekać, obecnie skłonność do podpisywania aneksów spadła (wymiana kadr w PKP)

**Annopol**

-kontrakt kończy się 2-etapowo – w IV'24 roboty bud, do VI'24 – uruchomienie urządzeń

-zarząd nie widzi większych ryzyk związanych z kontraktem, nie widać też na razie prac dodatkowych

**PKP PLK**

-trudno jednoznacznie powiedzieć, kiedy rynek ruszy

-2024 może być łącznie w miarę „spokojny”, w 1H'24 nie będzie przetargów na dużą skalę, rynek może ruszyć w 2H'24, ale trudno powiedzieć czy będą duże przetargi jeszcze w tym roku

-plan wydatków to 11 mld PLN w 2024 roku (większość to już rozstrzygnięte przetargi)

-zarząd nie spodziewa się radykalnych zmian w planie inwestycyjnym PKP PLK

-PKP PLK deklaruje, że część robót utrzymaniowych ma zostać przekazana na wolny rynek (w formie przetargów)

**Przetarg Katowice**

-odwołanie ZUE do KIO zostało odrzucone, została obecnie złożona skarga do sądu, spółka uważa, że ma do tego przesłanki

-zamawiająca ma prawo podpisać umowę z Torpołem

**Rynek infrastruktury miejskiej**

-nie należy spodziewać się rewolucji w planach, pewnym hamulcem mogą być wybory samorządowe

**Rumunia**

-spółka chce się rozwijać na tym rynku, przygotowuje się do złożenie kolejnych ofert (wartości po kilkaset mln PLN)

-zarząd analizuje rynek miejski (planowane duże inwestycje) -obecne kontrakty w Rumunii do realizacji jeszcze na ok 1,5 roku

-spółka ma już dobrze rozpoznaną współpracę z partnerem i zamawiającym, w 1Q'24 widać przyspieszenie we współpracy

-marże są porównywalne do zdrowych kontraktów polskich, są dodatnie i wyceniane ostrożnie

**Łotwa**

-w 2023 zrealizowano mały kontrakt

-spółka będzie się interesować tym rynkiem i ofertować, możliwe, że także na roboty podwykonawcze

**Zagranica - ofertowanie**

-spółka będzie składać oferty w 2024 na rynku słowackim, rumuńskim, rozpoznawany jest rynek bułgarski

**Koszty**

-spółka ma zabezpieczone ceny materiałów na realizowanych kontraktach

-spowolnienie jest czasowe, presja na koszty materiałów prawdopodobnie wróci przy uruchomieniu prac w ramach środków unijnych

-największym ryzykiem jest sytuacja, gdy na etapie przetargowym ceny byłyby stabilne, a ruszyły w momencie podpisania kontraktów (tj. w 2016-17)

-szeroka jest presja na wynagrodzenia

**Gotówka**

-w końcówce 2023 wielu inwestorów dążyła do wykorzystania budżetów

-spółka obserwuje tradycyjny cykl, w 1-3Q gotówka jest wykorzystywana

-spółka planuje finansować się na bieżąco z wpływów z kontraktów

-kolejne lata nie powinny odbiegać od wzorców historycznych

-zarząd będzie rekomendował wypłatę dywidendy

**CAPEX**

-spółka odmładza park maszynowy

**Spory prawne**

-spory waloryzacyjne bez szans zakończenie w najbliższych miesiącach (nie ma obecnie prowadzonych mediacji)

-spory sądowe są długoletnie

-sprawy dotyczące robót dodatkowych – tu można mieć największe nadzieje, ale ciężko oceniać ze względu na zmiany w PKP PLK

-spór z PKP Cargo - zdaniem spółki racje jest bezspornie po jej stronie (waloryzacja była zapisana wprost w umowie, PKP Cargo nie chce jej wypłacić)

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

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
<b>Przychody ze sprzedaży</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>583,5</b>	<b>224,9</b>	<b>242,1</b>	<b>258,8</b>	<b>291,4</b>	<b>209,9</b>	<b>242,9</b>	<b>283,7</b>	<b>333,5</b>
Budownictwo	140,8	191,5	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	567,6	210,0	225,0	240,0	275,0	194,3	225,0	264,0	316,3
Handel	11,1	26,2	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	15,8	15,0	17,2	18,9	16,5	15,8	18,0	19,8	17,4
Projektowanie	1,8	1,7	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,2	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</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>25,8</b>	<b>10,0</b>	<b>11,2</b>	<b>12,3</b>	<b>16,1</b>	<b>9,6</b>	<b>11,5</b>	<b>13,7</b>	<b>18,8</b>
Budownictwo	7,4	8,6	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	24,9	9,2	10,5	11,3	15,4	8,7	10,7	12,7	18,0
Handel	1,0	4,1	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	0,8	0,9	0,8	1,1	0,8	0,9	0,9	1,1	0,9
Projektowanie	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
SG&A	5,3	7,2	6,3	7,4	6,8	7,5	8,0	8,1	6,8	7,5	7,5	7,5	7,0	7,7	7,7	7,7
<b>Zysk na sprzedaży</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>17,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>	<b>8,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>	<b>11,1</b>
Saldo PPO/PKO	0,6	-0,1	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</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>20,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>8,5</b>	<b>12,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,5</b>	<b>9,8</b>	<b>14,8</b>
EBIT	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	17,2	3,2	3,8	4,8	8,6	2,6	3,8	6,0	11,1
Zysk (strata) brutto	4,9	6,9	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	15,4	3,1	3,7	4,7	8,5	2,5	3,7	5,9	11,0
<b>Zysk (strata) netto</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>10,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>6,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>8,8</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</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>4,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,6%</b>
Budownictwo	5,2%	4,5%	2,4%	3,6%	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	4,4%	4,6%	4,7%	5,6%	4,5%	4,7%	4,8%	5,7%
Handel	9,0%	15,5%	17,1%	12,5%	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	6,0%	4,9%	5,8%	5,0%	5,9%	4,8%	5,7%	4,9%
Projektowanie	10,9%	8,2%	21,2%	16,3%	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	4,5%	4,0%	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%	4,2%	3,0%	3,1%	3,4%	4,5%
Marża EBIT	2,3%	2,4%	1,2%	2,1%	0,8%	1,4%	2,0%	2,9%	1,4%	1,6%	1,9%	3,0%	1,2%	1,6%	2,1%	3,3%
Marża netto	2,4%	2,5%	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	1,1%	1,2%	1,5%	2,3%	0,9%	1,2%	1,7%	2,6%
<b>CFO</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>196,9</b>	<b>-20,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-29,9</b>	<b>-20,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>60,3</b>
<b>Dług netto</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>-134,2</b>	<b>-110,6</b>	<b>-101,9</b>	<b>-93,2</b>	<b>-52,0</b>	<b>-28,3</b>	<b>-19,6</b>	<b>-10,8</b>	<b>-63,6</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	984,6	1 017,2	3,3%	1 070,6	1 070,1	0,0%	1 177,7	1 177,1	0,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	45,3	49,7	9,8%	52,0	53,6	3,1%	58,3	57,8	-0,8%
EBITDA	30,7	35,1	14,2%	37,1	38,4	3,5%	43,7	41,7	-4,6%
EBIT	16,3	20,4	25,2%	22,3	23,6	5,8%	28,9	26,8	-7,1%
Zysk (strata) netto	12,3	15,9	29,4%	17,1	18,4	7,9%	23,0	20,6	-10,4%
Dług (gotówka) netto	-11,5	-52,0	352,2%	-38,7	-63,6	64,4%	-55,4	-70,7	27,6%
Marża brutto ze sprzedaży	4,6%	4,9%		4,9%	5,0%		5,0%	4,9%	
Marża EBITDA	3,1%	3,5%		3,5%	3,6%		3,7%	3,5%	
Marża EBIT	1,7%	2,0%		2,1%	2,2%		2,5%	2,3%	
Marża zysku netto	1,3%	1,6%		1,6%	1,7%		2,0%	1,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*z 04/01/2024

**Prognozy wyników na 1Q'2024**

	1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	249,3	224,9	-9,8%	1 484,1	1 017,2	-31,5%	1 070,1	5,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,5	10,0	17,7%	55,9	49,7	-11,1%	53,6	7,8%
Zysk na sprzedaży	1,7	3,2	87,5%	25,6	20,4	-20,0%	23,6	15,3%
EBITDA	5,5	6,9	25,8%	45,2	35,1	-22,3%	38,4	9,4%
EBIT	1,9	3,2	68,8%	30,4	20,4	-32,8%	23,6	15,3%
Zysk brutto	2,0	3,1	55,6%	28,9	20,0	-30,7%	23,2	15,6%
Zysk netto	1,1	2,4	118,0%	21,0	15,9	-24,2%	18,4	15,7%
Marża brutto ze sprzedaży	3,4%	4,5%		3,8%	4,9%		5,0%	
Marża na sprzedaży	0,7%	1,4%		1,7%	2,0%		2,2%	
marża EBITDA	2,2%	3,1%		3,0%	3,5%		3,6%	
marża EBIT	0,8%	1,4%		2,0%	2,0%		2,2%	
marża netto	0,4%	1,1%		1,4%	1,6%		1,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spółka ma za sobą mocny przychodowo 2023 rok ze szczególnym akcentem na 4Q'23 (skumulowały się wtedy naszym zdaniem prace na kończonych kontraktach, aneksy waloryzacyjne czy wzrost zaawansowania kontraktów w Rumunii).
- Sezonowo 1Q'24 może być naturalnie słabszy na tle mocnego 4Q'23. W 1Q'24 zakładamy ok. 10% spadek przychodów r/r (efekt niższego portfela, dynamika produkcji w segmencie inżynieryjnym wskazuje na spadki w 1Q'24) oraz lepszy r/r EBIT na poziomie 3,2 mln PLN (wyższa marża brutto ze sprzedaży).

- Biorąc pod uwagę obecny backlog i jego duration, spodziewamy się, że w 2024 roku spółce może być ciężko powtórzyć poziom przychodów z 2023 roku. 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 przerobie w 2023 (wyższym od naszych wcześniejszych oczekiwań), kolejny rok na tym polu może być dla spółki słabszy (mniej dostępnego backlogu na 2024 roku). Pomóc mogłoby ewentualnie zdobycie w krótkim czasie istotnego zlecenia w systemie „buduj”. Ostatni istotny kontrakt podpisano w lutym na tramwaj w Warszawie, a z pipeline wypadł ostatnio przetarg na bocznice dla PKP Intercity, gdzie wybrano droższą ofertę.
- Na marży brutto ze sprzedaży w 2023 (3,8%) spółka nadal odczuwała m.in. efekt dużej puli nisko starych marżowych kontraktów. Jednocześnie zwracamy uwagę, że 4Q'23 przyniósł wyraźną poprawę marży vs 1-3Q'23 (4,4% vs 3,3%), co częściowo wynika z wysokiego przerobu (rozłożenie kosztów stałych), ale dodatkowo spółka „zmieściła” w wynikach dość istotny przyrost rezerw na straty (8,6 mln PLN, bez rezerw marża wyniosłaby 5,9%).
- W 2024 roku nadal w grze są końcowe dopłaty na kontraktach kolejowych czy waloryzacje zleceń tramwajowych (należy przy tym pamiętać, że duża część tych kwot jest dzielona później z podwykonawcami). Generalnie jednak dostrzegamy szanse na poprawę po stronie rentowności w bieżącym roku, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów czy stabilizację strony kosztowej.
- Zakładamy, że w 2024 roku spółka wypracuje 1,02 mld PLN przychodów (-31% r/r) oraz 15,9 mln PLN zysku netto (-24% r/r). W 2025 spodziewamy się wzrostu przychodów do 1,07 mld PLN a w 2026 roku do 1,18 mld PLN. Na razie bez zmian vs nasza prognoza z poprzedniej rekomendacji, jednak zwracamy uwagę, że otoczenie na polu nowych przetargów kolejowych robi się coraz bardziej napięte wraz z przedłużeniem się przeglądu inwestycji przez PKP PLK (co grozić może presji na marżowość nowych zleceń, kiedy zaczną się one pojawiać).
- Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscyluje w okolicy 4% (wyłączając dużą stratę w 2018 roku, średnia ważona marża za ostatnie 10 lat to 4,3%). Zakładamy 4,8% marży w 2024 roku. W kolejnych latach zakładamy, że marża będzie oscylować w okolicy 5%. Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży.

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>996</b>	<b>901</b>	<b>851</b>	<b>921</b>	<b>1 484</b>	<b>1 017</b>	<b>1 070</b>	<b>1 177</b>	<b>1 354</b>	<b>1 455</b>	<b>1 470</b>	<b>1 485</b>	<b>1 499</b>	<b>1 514</b>	<b>1 530</b>
Budownictwo	934	845	781	831	1 405	950	1 000	1 099	1 264	1 359	1 373	1 387	1 400	1 414	1 429
Handel	53	47	63	78	74	68	71	78	90	97	98	98	99	100	101
Projektowanie	5	9	7	8	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Wyłączenia	4	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>27,9</b>	<b>31,3</b>	<b>35,0</b>	<b>42,8</b>	<b>55,9</b>	<b>49,7</b>	<b>53,6</b>	<b>57,8</b>	<b>65,3</b>	<b>71,6</b>	<b>73,6</b>	<b>75,8</b>	<b>75,1</b>	<b>75,9</b>	<b>76,6</b>
Budownictwo	23,1	28,0	29,9	31,1	49,9	46,3	50,0	53,9	60,7	66,6	68,7	70,7	70,0	70,7	71,4
Handel	2,7	2,5	3,9	10,9	4,5	3,7	3,8	4,1	4,8	5,1	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4
Projektowanie	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	0,4	-0,3	-0,3	-0,5	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	21,2	23,4	25,1	26,2	30,4	29,3	30,0	31,0	32,6	33,4	33,5	33,6	33,7	33,8	33,9
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>9,9</b>	<b>16,6</b>	<b>25,6</b>	<b>20,4</b>	<b>23,6</b>	<b>26,8</b>	<b>32,7</b>	<b>38,2</b>	<b>40,2</b>	<b>42,2</b>	<b>41,4</b>	<b>42,0</b>	<b>42,7</b>
Saldo PPO/PKO	1,1	2,7	4,3	1,5	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>21,0</b>	<b>23,9</b>	<b>27,1</b>	<b>31,9</b>	<b>45,2</b>	<b>35,1</b>	<b>38,4</b>	<b>41,7</b>	<b>47,6</b>	<b>53,1</b>	<b>55,1</b>	<b>57,1</b>	<b>56,3</b>	<b>57,0</b>	<b>57,6</b>
EBIT	7,9	10,6	14,2	18,1	30,4	20,4	23,6	26,8	32,7	38,2	40,2	42,2	41,4	42,0	42,7
Zysk (strata) brutto	6,8	10,0	15,4	22,1	28,9	20,0	23,2	25,5	32,1	38,5	41,2	43,8	43,5	44,3	45,1
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>11,8</b>	<b>16,4</b>	<b>21,0</b>	<b>15,9</b>	<b>18,4</b>	<b>20,6</b>	<b>26,0</b>	<b>31,2</b>	<b>33,4</b>	<b>35,5</b>	<b>35,2</b>	<b>35,9</b>	<b>36,5</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,8%</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>
Budownictwo	2,5%	3,3%	3,8%	3,7%	3,6%	4,9%	5,0%	4,9%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Handel	5,2%	5,3%	6,2%	14,1%	6,1%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Projektowanie	35,1%	11,9%	21,7%	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	2,1%	2,7%	3,2%	3,5%	3,0%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża EBIT	0,8%	1,2%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Marża netto	0,4%	0,5%	1,4%	1,8%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%	2,3%	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%
<b>CFO</b>	<b>-53,5</b>	<b>16,3</b>	<b>109,8</b>	<b>-42,6</b>	<b>137,5</b>	<b>-59,9</b>	<b>30,3</b>	<b>32,6</b>	<b>43,0</b>	<b>46,7</b>	<b>47,3</b>	<b>48,9</b>	<b>48,2</b>	<b>48,7</b>	<b>49,2</b>
<b>Dług netto</b>	<b>21,5</b>	<b>15,6</b>	<b>-80,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>-134,2</b>	<b>-52,0</b>	<b>-63,6</b>	<b>-70,7</b>	<b>-87,9</b>	<b>-107,0</b>	<b>-109,2</b>	<b>-111,4</b>	<b>-111,2</b>	<b>-112,0</b>	<b>-112,7</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- 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 zwiększyć poziom przetargów ze strony PKP PLK. Znakiem zapytania jest, kiedy realnie to nastąpi. 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%, nie dysponujemy danymi o finalnym poziomie nakładów PKP PLK w 2023). 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 pięć lat nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. Zakładamy, że kolejne lata przyniosą wzrost nakładów przynajmniej do poziomu amortyzacji związany m.in. z ekspansją zagraniczną.
- Zakładamy, że na koniec 2024 roku spółka będzie miała 52 mln PLN gotówki netto (poziom z 2023 roku jest raczej górką związaną z końcówką cyklu finansowania unijnego), a na koniec każdego kolejnego roku w szczegółowej prognozie będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

**DANE FINANSOWE**

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>199</b>	<b>193</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>
Wartości niematerialne i prawne	34	34	34	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	105	110	113	113	113	113	113	113	113	113	113	114
Nieruchomości inwestycyjne	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Pozostałe aktywa trwałe	44	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>475</b>	<b>742</b>	<b>539</b>	<b>569</b>	<b>617</b>	<b>696</b>	<b>745</b>	<b>742</b>	<b>738</b>	<b>738</b>	<b>740</b>	<b>747</b>
Zapasy	82	70	48	51	56	64	69	70	70	71	72	73
Należności krótkoterminowe	328	447	360	387	434	497	534	539	544	550	555	561
Inwestycje krótkoterminowe	64	224	130	131	127	133	141	133	122	116	112	113
- w tym środki pieniężne	63	224	130	131	127	133	141	133	122	116	112	113
Pozostałe aktywa obrotowe	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Aktywa razem</b>	<b>675</b>	<b>935</b>	<b>735</b>	<b>765</b>	<b>813</b>	<b>892</b>	<b>941</b>	<b>938</b>	<b>934</b>	<b>933</b>	<b>936</b>	<b>943</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>179</b>	<b>199</b>	<b>209</b>	<b>224</b>	<b>235</b>	<b>251</b>	<b>269</b>	<b>271</b>	<b>273</b>	<b>273</b>	<b>274</b>	<b>274</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>494</b>	<b>735</b>	<b>524</b>	<b>540</b>	<b>576</b>	<b>639</b>	<b>670</b>	<b>665</b>	<b>659</b>	<b>659</b>	<b>660</b>	<b>667</b>
Rezerwy na zobowiązania	36	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Zobowiązania długoterminowe	40	90	80	70	60	50	40	30	18	18	18	18
- w tym zobowiązania oprocentowane	24	72	62	52	42	32	22	12	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	417	607	406	431	478	550	592	597	602	602	604	610
- w tym zobowiązania oprocentowane	25	17	16	15	14	13	12	11	11	5	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>675</b>	<b>935</b>	<b>735</b>	<b>765</b>	<b>813</b>	<b>892</b>	<b>941</b>	<b>938</b>	<b>934</b>	<b>933</b>	<b>936</b>	<b>943</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	921	1 484	1 017	1 070	1 177	1 354	1 455	1 470	1 485	1 499	1 514	1 530
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	43	56	50	54	58	65	72	74	76	75	76	77
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	26	30	29	30	31	33	33	33	34	34	34	34
Zysk (strata) na sprzedaży	17	26	20	24	27	33	38	40	42	41	42	43
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	32	45	35	38	42	48	53	55	57	56	57	58
EBIT	18	30	20	24	27	33	38	40	42	41	42	43
Saldo działalności finansowej	4	-1	0	0	-1	-1	0	1	2	2	2	2
Zysk (strata) brutto	22	29	20	23	25	32	38	41	44	43	44	45
Zysk (strata) netto mniejszości	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	16	21	16	18	21	26	31	33	35	35	36	37
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływy z działalności operacyjnej	-43	137	-60	30	33	43	47	47	49	48	49	49
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11	5	-17	-15	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-13
Przepływy z działalności finansowej	9	17	-16	-15	-25	-25	-27	-44	-47	-42	-40	-36
Przepływy pieniężne netto	-45	160	-93	1	-4	6	8	-9	-11	-6	-4	1
Środki pieniężne na początek okresu	109	63	224	130	131	127	133	141	133	122	116	112
Środki pieniężne na koniec okresu	63	224	130	131	127	133	141	133	122	116	112	113
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	8%	61%	-31%	5%	10%	15%	8%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	18%	42%	-22%	9%	9%	14%	11%	4%	4%	-1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	39%	28%	-24%	16%	12%	26%	20%	7%	6%	-1%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	4,6%	3,8%	4,9%	5,0%	4,9%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża EBITDA	3,5%	3,0%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża EBIT	2,0%	2,0%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Marża netto	1,8%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%	2,3%	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%
SG&A / przychody	2,8%	2,0%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
ROE	9,1%	10,6%	7,6%	8,2%	8,8%	10,4%	11,6%	12,3%	13,0%	12,9%	13,1%	13,3%
ROA	2,4%	2,2%	2,2%	2,4%	2,5%	2,9%	3,3%	3,6%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%
Dług	49	89	78	67	56	45	34	23	11	5	0	0
D / (D+E)	21,3%	31,0%	27,2%	23,1%	19,3%	15,3%	11,3%	7,9%	3,7%	1,6%	0,0%	0,0%
D / E	27,1%	45,0%	37,4%	30,1%	24,0%	18,1%	12,8%	8,6%	3,9%	1,7%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	27,1%	45,0%	37,4%	30,1%	24,0%	18,1%	12,8%	8,6%	3,9%	1,7%	0,0%	0,0%
Dług netto	-15	-134	-52	-64	-71	-88	-107	-109	-111	-111	-112	-113
Dług netto / kapitał własny	-81,38	-675,59	-248,25	-284,17	-300,62	-350,31	-397,50	-402,61	-407,45	-407,12	-408,99	-410,68
Dług netto / EBITDA	-0,5	-3,0	-1,5	-1,7	-1,7	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
EV	241	121	204	192	185	168	149	146	144	144	144	143
Dług / EV	20,2%	73,6%	38,5%	35,1%	30,5%	27,0%	23,1%	15,9%	7,3%	3,1%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,6%	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	35,0%	55,7%	116,4%	98,9%	100,2%	100,1%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	5,6%	-5,8%	8,4%	0,3%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	73,3%	-15,3%	-18,4%	6,8%	5,0%	0,1%	0,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%
P/E*	15,6	12,2	16,0	13,9	12,4	9,8	8,2	7,7	7,2	7,3	7,1	7,0
P/BV*	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA*	7,6	2,7	5,8	5,0	4,4	3,5	2,8	2,7	2,5	2,6	2,5	2,5
EV/EBIT*	13,3	4,0	10,0	8,2	6,9	5,1	3,9	3,6	3,4	3,5	3,4	3,3
EV/S*	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6
Payout ratio	29,2%	10,2%	25,0%	25,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 11,10 PLN

**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
Trzymaj	11,1	Akumuluj	8,43	22.04.2024*	14:28 CEST	11,10	84 109
Akumuluj	8,43	Kupuj	7,76	04.01.2024*	09:55 CEST	7,86	77 054
Kupuj	7,76	wznowienie	---	12.09.2023*	13:45 CEST	5,62	66 241
Kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39 CEST	9,94	58 348

\*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	2	40%	0	0%
Akumuluj	2	40%	0	0%
Trzymaj	1	20%	0	0%
Redukuj	0	0%	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: 2024-04-22**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-04-22 (14:28 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-04-22 (14:28 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 2024-04-22:**

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

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

\*\*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ZUE

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.