

Po rekordowym przychodowo 2023 roku, mocny dla ZUE był także okres 1H'24. Jednocześnie relacja portfela do przychodów jest najniższa od co najmniej 2015 roku a perspektywy jego wzmocnienia przesuwały się. Jeśli zapowiadane przetargi kolejowe wystartują jesienią, to najwcześniej umowy zostaną podpisane w 1H'25. Natomiast obecne otoczenie (spadek budżetu PKP PLK w 2024 roku r/r) i ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów dają szanse na bieżącą poprawę marżowości. Rośnie z drugiej strony ryzyko, że nowe kontrakty będą pozyskiwane w niekorzystnych otoczeniu konkurencyjnym (oferty w małych przetargach PKP PLK w ostatnich miesiącach wskazują na dużą presję cenową). Niepokoić zaczyna sytuacja umów w Rumunii, gdzie według pierwotnych harmonogramów pierwsza „paczka” kontraktów powinna już być na finiszu, a ze względu na opóźnienia dotychczas spółka rozpoznała jedynie 1/3 zaplanowanych przychodów. W średnim terminie ZUE dobrze pozycjonuje się pod napływ środków unijnych, jednak kluczowe dla kreacji wartości jest zbudowanie trwałego rentownego portfela. Po aktualizacji naszych założeń obecnie cenę docelową ZUE wyznaczamy na poziomie 11,0 PLN, co implikuje pozostawienie rekomendacji Trzymaj (poprzednio: Trzymaj, 11,1 PLN). Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania roszczeń i waloryzacji od PKP PLK (złożone pozwy na 126 mln PLN, ok. 5,5 PLN/akcję).

Wyniki za ostatnie okresy

Wyniki 2Q'24 (301 mln PLN przychodów oraz 6,2 mln PLN zysku netto) były dość zbliżone do naszych oczekiwań. Marża brutto ze sprzedaży w 2Q'24 (5,0%) była lepsza w ujęciu q/q i r/r (przy czym pozytywny wpływ na marżę miała ugoda, co dodało 0,5 pp marży). Na koniec 2Q'24 dług netto (76 mln PLN) jest istotnie wyższy r/r (spółka zapowiada poprawę kapitału obrotowego w 2H'24). Portfel spadł w ujęciu q/q. Jest co prawda porównywalny r/r, ale rok temu spółka miała przed sobą perspektywę podpisania jesienią dużej umowy na odcinek Będzin-Katowice. Przychody w 2Q'24 były już niższe w ujęciu q/q. W 2H'24 ciężko może być się mierzyć z ubiegłoroczną wysoką bazą.

Portfel

Portfel ZUE wynosił po 2Q'24 1,47 mld PLN (vs 1,46 mld PLN rok wcześniej i 1,65 mld PLN kwartał temu). Spółka nie ma istotnych kontraktów w pipeline do podpisania. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim (które notują opóźnienia) oraz kontrakty miejskie (tramwaj). W portfelu znajdują się nadal pojedyncze kontrakty dla PKP PLK podpisane w 2017 roku w końcowej fazie realizacji. PKP PLK zapowiedziało, że ogłosi przetargi w 3-4Q'24, jednak prawie rok po wyborach parlamentarnych podaż nowych kontraktów kolejowych pozostaje jak na razie bardzo niska. Luka w podaży kontraktów przypomina 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 pojawią 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 (zarząd nie wyklucza powrotu na ten rynek). Wejście na rynek rumuński nie jest jedynym podejściem ZUE do rynków zagranicznych. Spółka obecna jest na Łotwie, realizowała także kontrakt w Słowacji i obserwowała rynek bułgarski. Obecnie stara się pozyskać certyfikację na rynek niemiecki.

Prognozy wyników, wskaźniki

ZUE ma za sobą rekordowy przychodowo 2023 rok (zysk netto był minimalnie niższy niż w 2011 roku). Bardzo mocny był szczególnie 4Q'23. Jednocześnie relacja portfela do przychodów za ostatnie 4Q jest na niskim historycznie poziomie a perspektywa odbudowy backlogu wydłuża się. Nasze prognozy na 2024 rok zakładają obecnie 1,15 mld PLN przychodów oraz 16,2 mln PLN zysku netto (zarząd na konferencji wynikowej wskazał, że przychody w 2H'24 powinni być nie niższe niż w 1H'24, w naszej prognozie zakładamy na ten moment jednak nieco niższy poziom). W latach 2025/26 zakładamy odpowiednio 1,04 / 1,17 mld PLN przychodów oraz 16,5 / 19,2 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=5,5x na 2024 rok i 5,3x na 2025 rok.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	851,5	921,4	1 484,1	1 150,2	1 040,9	1 171,0
EBITDA [mln PLN]	27,1	31,9	45,2	39,4	37,4	42,0
EBIT [mln PLN]	14,2	18,1	30,4	23,8	20,9	25,2
Wynik brutto [mln PLN]	15,4	22,1	28,9	20,6	20,5	23,7
Wynik netto [mln PLN]	11,8	16,4	21,0	16,2	16,5	19,2
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-80,2	-14,6	-134,2	-36,0	-54,4	-70,5
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
P/E	20,7	14,9	11,6	15,0	14,8	12,7
EV/EBITDA	6,1	7,2	2,4	5,3	5,1	4,1
EV/EBIT	11,6	12,7	3,6	8,7	9,1	6,9
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,15	0,07	0,21	0,18	0,36

Wycena DCF [PLN]	11,0
Wycena porównawcza [PLN]	11,2
Wycena końcowa [PLN]	11,0
Potencjał do wzrostu / spadku	3,9%
Koszt kapitału	14,8%
Cena rynkowa [PLN]	10,60
Kapitalizacja [mln PLN]	244,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,30
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,20
Stopa zwrotu za 3 mc	2,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	59,6%
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

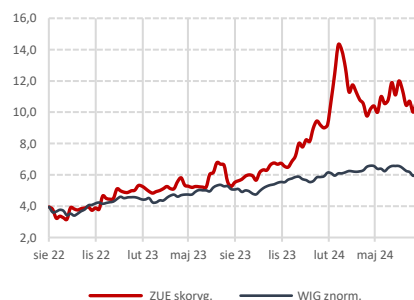
Krzysztof Pado

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	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	20,7	14,9	11,6	15,0	14,8	12,7	9,9
P/BV	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	6,1	7,2	2,4	5,3	5,1	4,1	3,2
EV/EBIT	11,6	12,7	3,6	8,7	9,1	6,9	5,0
EV/S	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	7,2	7,8	8,6	9,1	9,7	10,1	10,8
EPS	0,5	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8	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	0,2	0,3	0,5	0,5

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	851	921	1 484	1 150	1 041	1 171	1 347
Budownictwo	781	831	1 405	1 087	975	1 097	1 261
Handel	63	78	74	63	66	74	85
Projektowanie	7	8	4	0	0	0	0
Wyłączenia	0	4	0	0	0	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	35,0	42,8	55,9	54,0	52,6	58,3	65,8
Budownictwo	29,9	31,1	49,9	50,4	49,6	54,8	61,8
Handel	3,9	10,9	4,5	3,8	3,3	3,7	4,2
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	31,0	31,8	33,1	34,7
PPO/PKO	4,3	1,5	4,9	0,8	0,0	0,0	0,0
EBITDA	27,1	31,9	45,2	39,4	37,4	42,0	47,8
EBIT	14,2	18,1	30,4	23,8	20,9	25,2	31,1
Zysk brutto	15,4	22,1	28,9	20,6	20,5	23,7	30,5
Zysk netto	11,8	16,4	21,0	16,2	16,5	19,2	24,7
Dług netto	-80,2	-14,6	-	-36,0	-54,4	-70,5	-90,1

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-6%	8%	61%	-22%	-10%	13%	15%
EBITDA zmiana r/r	13%	18%	42%	-13%	-5%	12%	14%
Zysk netto zmiana r/r	176%	39%	28%	-23%	1%	17%	28%
Marża brutto na sprzedaży	4,1%	4,6%	3,8%	4,7%	5,1%	5,0%	4,9%
Marża EBITDA	3,2%	3,5%	3,0%	3,4%	3,6%	3,6%	3,5%
Marża netto	1,4%	1,8%	1,4%	1,4%	1,6%	1,6%	1,8%
ROE	7,1%	9,1%	10,6%	7,7%	7,4%	8,2%	9,9%
ROA	2,0%	2,4%	2,2%	2,1%	2,2%	2,4%	2,8%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	178,9	199,4	193,4	215,9	215,0	214,8	214,9
WNIp	33,9	33,7	33,6	33,6	33,5	33,4	33,4
Rzeczowe aktywa trwałe	106,2	105,4	110,5	133,0	132,2	132,1	132,2
Pozostałe aktywa trwałe	38,7	60,4	49,3	49,3	49,3	49,3	49,3
Aktywa obrotowe	398,7	475,3	742,0	558,9	526,2	581,6	657,0
Zapasy	37,8	81,7	70,4	54,5	49,3	55,5	63,8
Należności krótkoterminowe	251,4	327,5	447,0	389,0	354,1	398,2	456,7
Środki pieniężne	108,7	63,3	223,6	114,4	121,7	126,8	135,4
Pozostałe aktywa obrotowe	0,7	2,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Aktywa razem	577,5	674,7	935,4	774,8	741,2	796,4	871,9
Kapitał własny	166,2	179,4	198,7	210,1	222,5	233,5	248,6
Udziały mniejszości	0,2	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Zobowiązania i rezerwy	411,1	493,9	735,3	563,4	517,4	561,6	622,0
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	446,1	411,1	466,3	537,7
Pasywa razem	577,5	674,7	935,4	774,8	741,2	796,4	871,9
Dług netto	-80,2	-14,6	-	-36,0	-54,4	-70,5	-90,1
Dług netto / Kapitał własny	-0,5	-0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Dług netto / EBITDA	-3,0	-0,5	-3,0	-0,9	-1,5	-1,7	-1,9

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	109,8	-42,6	137,5	-55,3	38,1	42,4	46,5
CFI	-4,0	-11,5	5,2	-38,1	-15,6	-13,7	-13,8
CFF	-20,6	8,6	17,4	-15,8	-15,1	-23,6	-24,2
- w tym dywidenda	0,0	3,4	1,7	4,8	4,1	8,2	9,6
Przepływy pieniężne netto	85,2	-45,5	160,0	-	7,4	5,1	8,6
CAPEX / Amortyzacja	47%	35%	56%	244%	95%	99%	100%

ZUE

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.grupazue.pl
Wycena końcowa [PLN]	11,0		
Potencjał zmiany	3,9%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	10,60	3Q'24:	4 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	4Q'24:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	244,1		

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
Przychody	249,3	292,4	359,0	583,5	316,2	301,0
Budownictwo	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0
Handel	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0
Projektowanie	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	8,5	10,3	11,4	25,8	12,6	14,9
Budownictwo	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7
Handel	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3
Projektowanie	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1
SG&A	6,8	7,5	8,0	8,1	7,9	8,1
PPO/PKO	0,2	1,3	3,9	-0,5	1,0	-0,2
EBITDA	5,5	7,8	11,0	20,9	9,5	10,3
EBIT	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6
Zysk brutto	2,0	3,7	7,8	15,4	3,0	6,3
Zysk netto	1,1	3,0	5,9	10,9	1,0	6,2
Dług netto	17,3	20,1	50,5	-134,2	50,2	75,8

Wskaźniki	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
Przychody zmiana r/r	62,3%	33,1%	40,2%	99,7%	26,8%	2,9%
EBITDA zmiana r/r	-21,3%	-9,7%	70,3%	113,0%	73,3%	31,5%
Zysk netto zmiana r/r	-70,4%	-45,2%	280,2%	97,4%	-13,7%	103,2%
Marża brutto na sprzedaży	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,0%	5,0%
Marża EBITDA	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,0%	3,4%
Marża netto	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%

Wskaźniki II	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,51	0,71	0,91	0,71	0,71	0,84
Revenue [mln PLN]	851,5	921,4	1 484,1	1 150,2	1 040,9	1 171,0
Gross Margin %	4,1%	4,6%	3,8%	4,7%	5,1%	5,0%
EBIT [mln PLN]	14,2	18,1	30,4	23,8	20,9	25,2
EBITDA [mln PLN]	27,1	31,9	45,2	39,4	37,4	42,0
Net Income Adj+ [mln PLN]	11,8	16,4	21,0	16,2	16,5	19,2
Net Debt [mln PLN]	-80,2	-14,6	-134,2	-36,0	-54,4	-70,5
BPS	7,22	7,79	8,63	9,12	9,66	10,14
DPS	0,00	0,15	0,07	0,21	0,18	0,36
Return on Equity %	7,1%	9,1%	10,6%	7,7%	7,4%	8,2%
Return on Assets %	2,0%	2,4%	2,2%	2,1%	2,2%	2,4%
Depreciation [mln PLN]	9,0	9,9	10,2	12,1	13,0	13,2
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	-93,4	22,4	28,7
CAPEX [mln PLN]	6,0	4,8	8,2	38,1	15,6	16,5

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%	11,0
Wycena metodą porównawczą	20%	11,2
Wycena 1 akcji ZUE [PLN]		11,0

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 (5,30%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 22 sierpnia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 150,2	1 040,9	1 171,0	1 346,6	1 447,6	1 462,1	1 476,7	1 491,5	1 506,4	1 521,5
EBIT [mln PLN]	23,8	20,9	25,2	31,1	36,5	38,5	40,5	38,4	39,0	39,6
Stopa podatkowa	21,5%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,1	4,2	4,8	5,9	6,9	7,3	7,7	7,3	7,4	7,5
NOPLAT [mln PLN]	18,7	16,7	20,4	25,2	29,6	31,2	32,8	31,1	31,6	32,1
Amortyzacja [mln PLN]	15,6	16,5	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,8
CAPEX [mln PLN]	-38,1	-15,6	-16,5	-16,7	-16,7	-16,7	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-83,8	6,3	3,6	2,8	1,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF [mln PLN]	-87,6	23,9	24,3	27,9	31,2	31,4	33,0	31,3	31,8	32,3
DFCF [mln PLN]	-83,5	20,0	17,8	17,9	17,5	15,3	14,1	11,6	10,3	9,1
Suma DCF [mln PLN]	50,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	236,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	66,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	116,9									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-134,2									
Akcje własne [mln PLN]	2,8									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	252,5									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	11,0									

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

Przychody zmiana r/r	-22,5%	-9,5%	12,5%	15,0%	7,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-21,8%	-12,2%	20,8%	23,2%	17,5%	5,4%	5,2%	-5,3%	1,6%	1,6%
FCF zmiana r/r	---	---	1,7%	15,0%	11,9%	0,4%	5,2%	-5,2%	1,7%	1,6%
Marża EBITDA	3,4%	3,6%	3,6%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża EBIT	2,1%	2,0%	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża NOPLAT	1,6%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
CAPEX / Przychody	3,3%	1,5%	1,4%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	244,1%	94,7%	98,9%	100,3%	100,1%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	7,3%	-0,6%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-25,1%	5,7%	-2,8%	-1,6%	-1,6%	-1,3%	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
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	89,9%	90,9%	92,9%	94,8%	96,3%	97,5%	98,8%	99,5%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	10,1%	9,1%	7,1%	5,2%	3,7%	2,5%	1,2%	0,5%	0,0%	0,0%
WACC	13,8%	13,9%	14,1%	14,3%	14,5%	14,6%	14,7%	14,8%	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	12,1	12,4	12,8	7,5%	12,2	12,5	12,9	7,5%	13,2	12,5	11,9
	0,9	11,4	11,6	12,0	8,5%	11,4	11,7	12,0	8,5%	12,4	11,7	11,1
	1,0	10,7	11,0	11,2	9,5%	10,7	11,0	11,2	9,5%	11,6	11,0	10,4
	1,1	10,2	10,4	10,6	10,5%	10,2	10,4	10,6	10,5%	11,0	10,4	9,8
	1,2	9,7	9,9	10,0	11,5%	9,7	9,8	10,0	11,5%	10,4	9,8	9,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

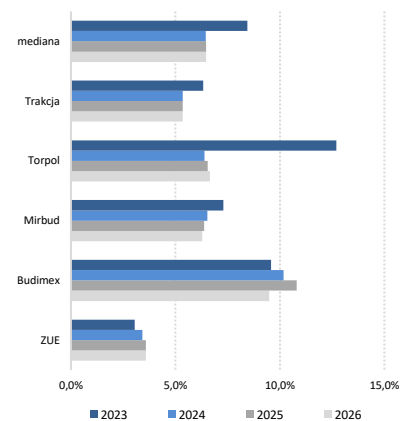
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla 2024 roku i 40% dla poszczególnych lat 2025-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 11,2 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	20,3	16,7	17,1	11,3	9,0	8,8
Mirbud	11,7	11,3	9,0	5,2	5,1	3,7
Torpol	13,2	11,0	9,4	5,9	4,0	2,7
Trakcja	18,6	16,0	13,5	7,8	7,0	6,4
Mediana	15,9	13,7	11,4	6,9	6,0	5,0
ZUE	15,0	14,8	12,7	5,3	5,1	4,1
Premia/dyskonto do spółki	-5,5%	8,3%	10,9%	-23,1%	-16,1%	-18,0%
Wycena wg wskaźnika	11,2	9,8	9,6	13,3	12,2	12,3
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	10,0			12,4		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	11,2					

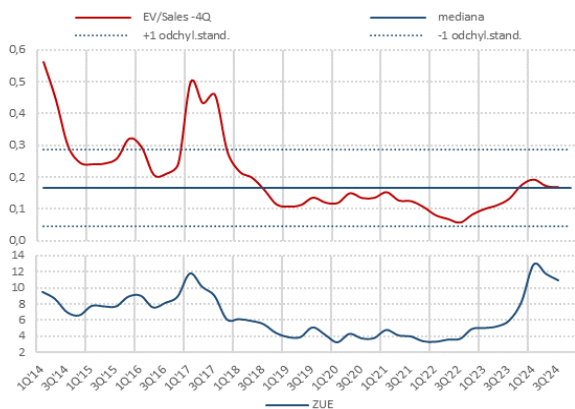
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



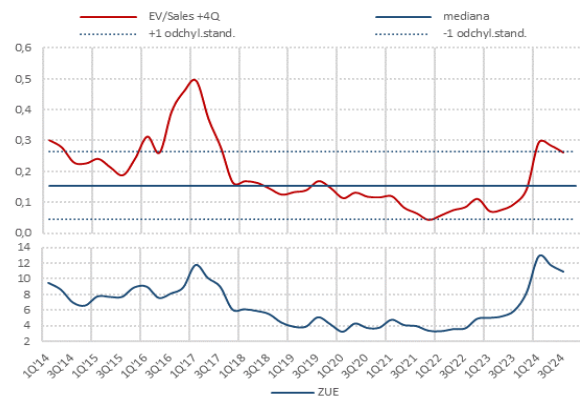
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

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

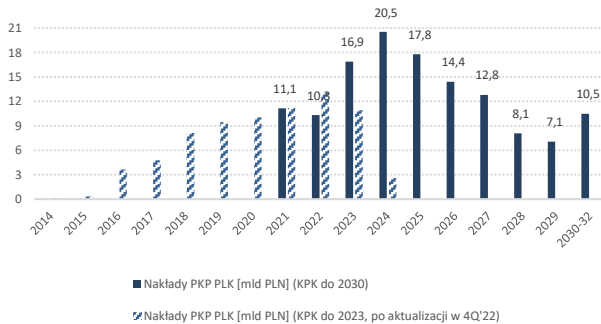


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

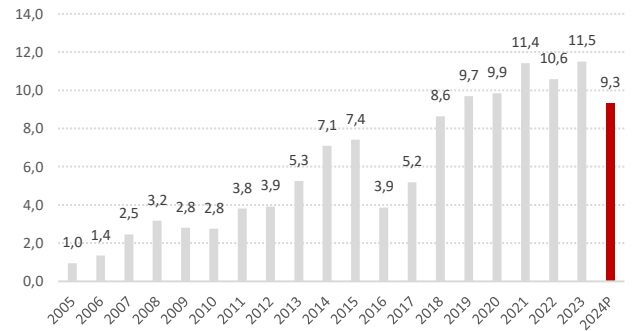
Obowiążująca wersja Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku (z perspektywą do roku 2032) pochodzi z sierpnia 2023. Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN. Przyjęto w nim, że rekordowy będzie 2024 rok na poziomie 20,5 mld PLN. Nowe władze MI i PKP PLK, które zostały ustanowione po wyborach jesienią 2023, zapowiedziały rewizje planów inwestycyjnych i biorąc pod uwagę wartość rozstrzygniętych dotychczas nowych przetargów należy raczej znacznie w dół zrewidować plany na 2024 rok (i prawdopodobnie także okres 2025-26). Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku mają wynieść 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku). W sierpniu '24 MI wskazało, że „zakończenie ewaluacji ws. rozbudowy sieci kolejowej w Polsce jest planowane na koniec 2025” ([link](#)).

Planowane 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]



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

Obecnie PKP PLK w zasadzie nie ogłasza większych postępowań na kontrakty budowlane (ze strony Platformy Zakupowej PKP PLK wynika, że przed złożeniem ofert są obecnie jedynie dwa przetargi). Jednocześnie jeszcze przed wakacjami PKP PLK zapowiedziała ogłoszenie w 2024 roku przetargów o łącznej wartości 17 mld PLN w 3-4Q'24 ([link](#) - do dziś został ogłoszony jeden przetarg z przedstawionej listy o wartości >100 mln PLN).

Obecna sytuacja coraz bardziej przypomina 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	
sie 24	Łowicz Główny - Skierniewice LK 11	82,6	Track Tec	83%	100,0	84,6	Torhamer/Rajbud 98%	19
maj 24	Radzice - Radom Główny LK 22 (tor II)	138,0	Skanska	66%	210,0	141,1	PNIUIK 98%	17
kwi 24	Pisarzowa i Limanowa LK 104 Chabówka – Nowy S.	93,7	PNIUIK/Grinea	98%	95,8	100,4	Trakcja 93%	5
kwi 24	Przymylynie LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	39,6	Natipol	79%	50,0	42,4	PNIUIK/Grinea 93%	8
mar 24	LK 4 (Dostosowanie CMK do prędkości 250 km/h)	178,0	SBM	113%	157,0	189,7	Trakcja 94%	8
lut 24	LK 3 odc. Poznań Górczyn - Zbąszynek	153,7	DOM	72%	214,0	168,3	Track-Tec 91%	14
sty 24	Jedlicze – Szebnie LK 108 odc. Jasło - Nowy Zagórz	219,8	Nowak-Mosty	72%	306,7	240,7	Aldesa 91%	12
sty 24	Odcinek C2 stacja Limanowa LK 104	288,4	Track-Tec/Polbud	172%	168,0	301,8	ZUE 96%	9
sty 24	Przebudowa stacji Częstochowa Towarowa	113,7	Porr/Trakcja S.	81%	140,0	117,6	SBM 97%	12
suma/średnia		1 307,5		91%	1 441,5	1 386,5	94%	9,7

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto, postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2023 roku prezentowaliśmy w poprzedniej rekomendacji z 22/04/2024 (ich wartość w najniższych cenach wynosiła 10,2 mld PLN przy 11,7 mld PLN budżetu kosztorysowego PKP PLK)

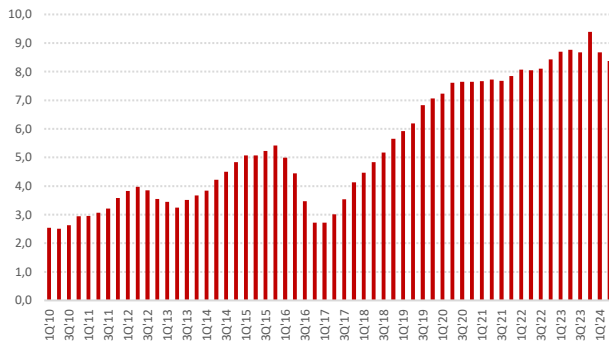
Postępowania przetargowe na prace budowlane, które PKP PLK i CPK planują ogłosić w 2H'24

wartość	termin	projekt	wartość	termin	projekt
>1 mld PLN	3Q'24	Szczyrzyc – Tymbark	>1 mld PLN	4Q'24	Białystok – Osowiec i Osowiec - Elk
>1 mld PLN	3Q'24	Warszawa Wawer – Otwock	>1 mld PLN	4Q'24	Gdynia Chylonia – Lębork
> 100 mln PLN	3Q'24	Sandomierz - Sobów / Sobów - Zbydnów / Sandomierz – Grębów	>1 mld PLN	4Q'24	Podłęże - Gdów / Podłęże Balachówka – Podłęże
> 100 mln PLN	3Q'24	Sobów - Padew Narodowa	>1 mld PLN	4Q'24	Tymbark - Limanowa
> 100 mln PLN	3Q'24	Łomża – Śniadowo	>1 mld PLN	4Q'24	stacja Maksymilianowo
> 100 mln PLN	3Q'24	Poznań Górczyn – Zbąszynek	>1 mld PLN	4Q'24	Skierniewice - Czachówek Wschodni (w ramach kilku postępowań)
> 100 mln PLN	3Q'24	Ostrów Wielkopolski - Grabowno Wielkie	> 100 mln PLN	4Q'24	Góra Kalwaria - Kępa Gliniecka
2,8 mld PLN	09/24	4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (CPK)	> 100 mln PLN	4Q'24	Skarżysko-Kamienna – Łączna / Łączna - Tumlin

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, CPK

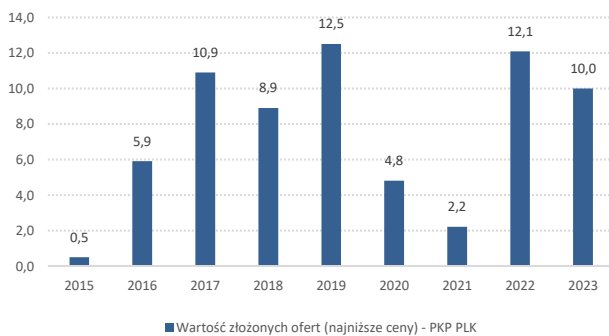
Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Po zmianie rządu priorytetem inwestycji kolejowych CPK pozostaje 480 km linii KDP "Y", łączącej Warszawę oraz Łódź z Poznaniem i Wrocławiem. Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania ma być odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W lipcu CPK ogłosiło przetarg na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (budżet 2,8 mld PLN, planowane złożenie ofert w końcu września 2024).

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



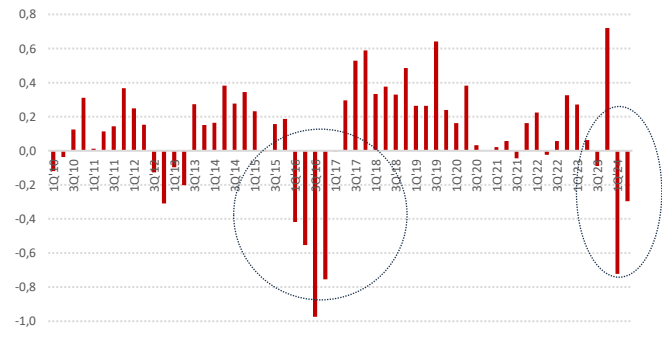
Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK

Infrastruktura tramwajowa w Polsce



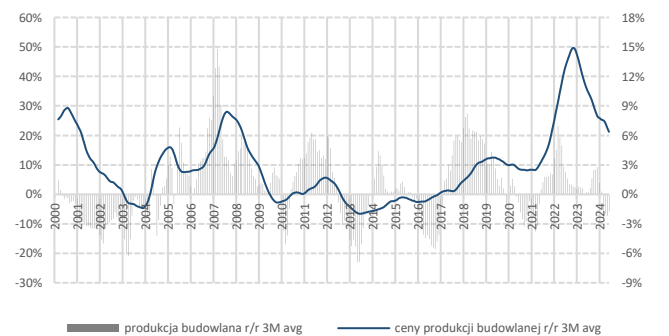
Źródło: DM BDM S.A., tw.waw.pl

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



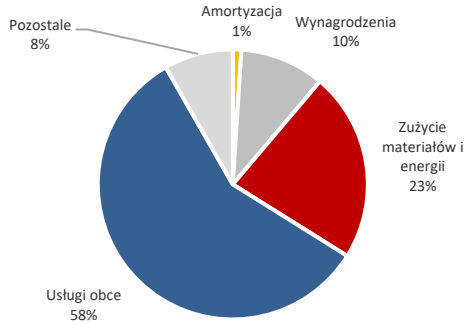
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Inwestycje tramwajowe w Polsce

Obecnie w Polsce systemy tramwajowe posiada 15 ośrodków miejskich. łączna długość tras tramwajowych to ok. 900 km. Największe systemy funkcjonują w Aglomeracji Śląskiej, Warszawie, Łodzi i Krakowie. Praktycznie wszystkie ośrodki rozwijają lub planują rozwijać swoje systemy poprzez modernizację linii i budowę nowych. Program FENiKS na lata 2021-2027 przewiduje przeznaczenie 2 mld EUR na rozwój transportu miejskiego w polskich aglomeracjach, z czego 1,44 mld EUR na rozbudowę i modernizację infrastruktury, w tym głównie tramwajowej (program zakłada budowę nowych linii tramwajowych o długości ok 95 km i 3 km linii metra, długość przebudowanych linii tramwajowych i metra ma wynieść 126 km do 2029 roku). Ukonstytuowaniu się nowych władz po wyborach samorządowych powinno wpłynąć na większą ilość przetargów z tego obszaru, aczkolwiek dotychczas nie widać zbytniego ożywienia.

STRONA KOSZTOWA

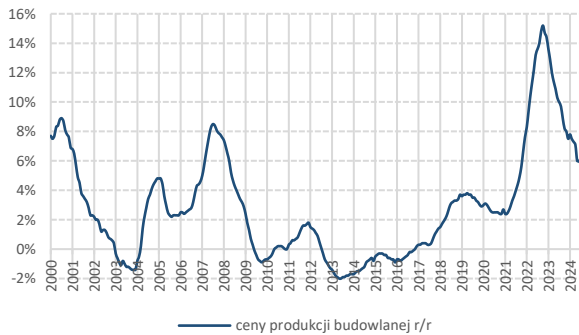
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

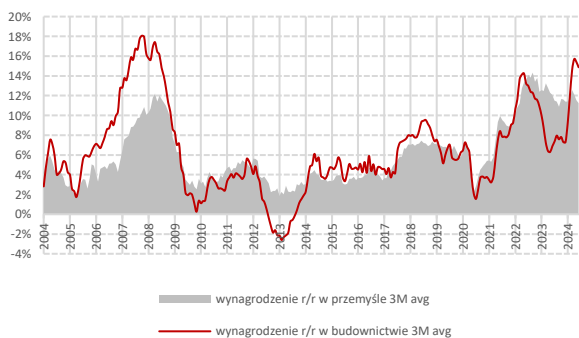


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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 lipcu 2024 odnotowano wzrost r/r o 5,8% (+0,4% m/m). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynieryjnym (średnio 0,9 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej).

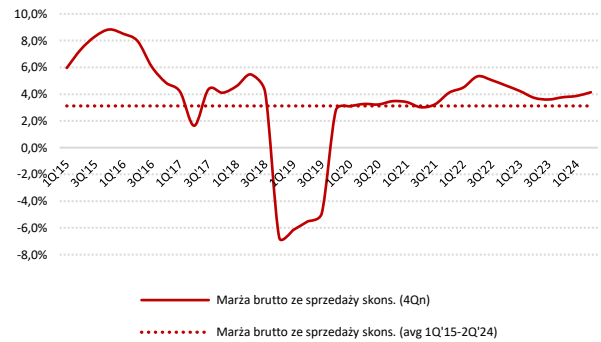
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już dobrze ponad połowę od szczytu, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony może je równoważyć dynamika wynagrodzeń (presja ze strony wzrostu pensji minimalnej w 2024 roku).

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



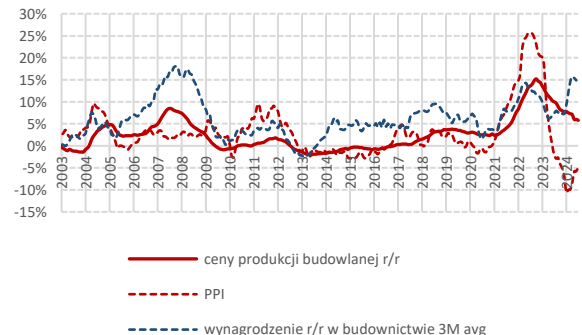
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



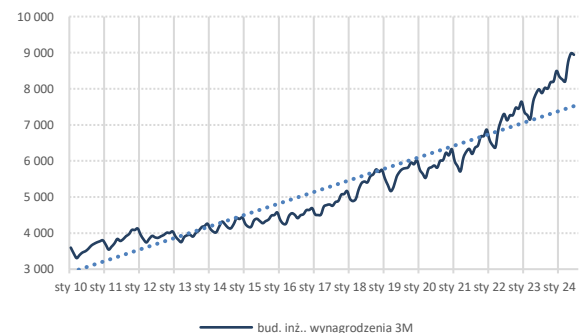
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

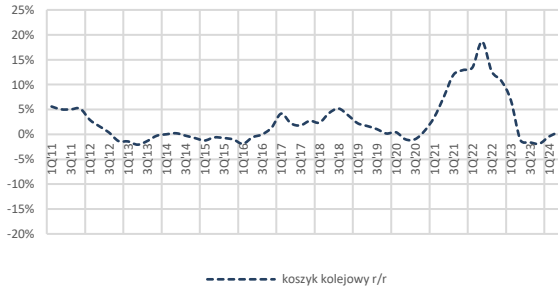


Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

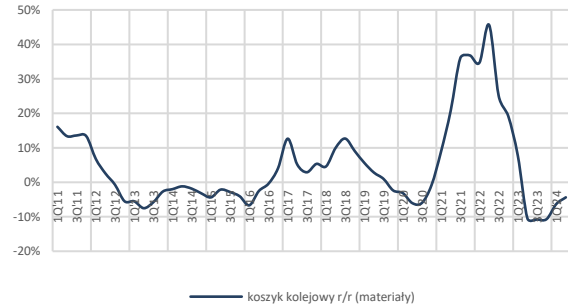
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



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]*

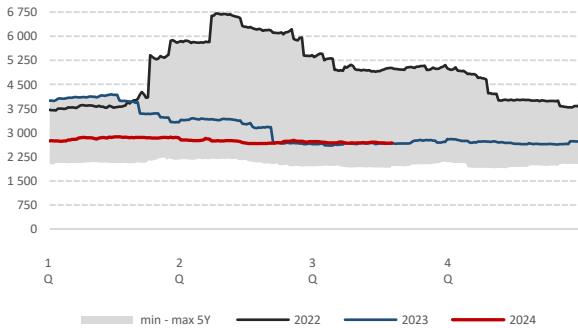


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 2Q'24 (kwiecień-maj) wykazały -4% spadek r/r (-6% w 1Q'24). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK dane za 2Q'24 wykazują brak zmiany r/r (podobnie jak w 1Q'24).

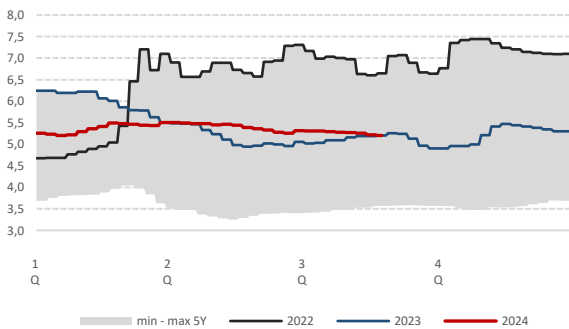
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym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

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



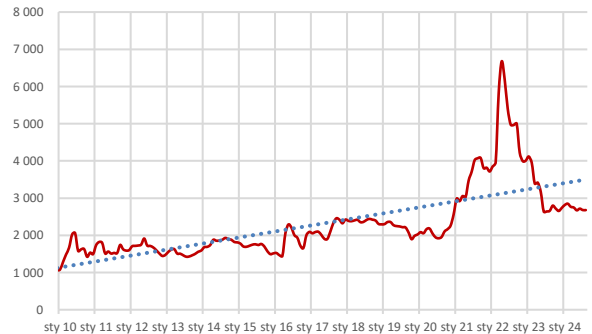
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



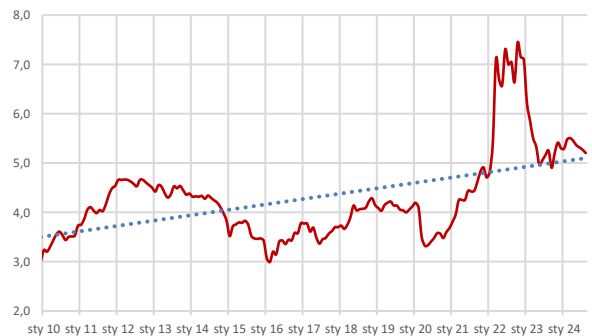
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



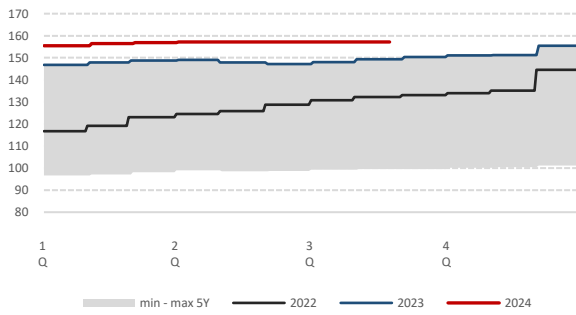
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



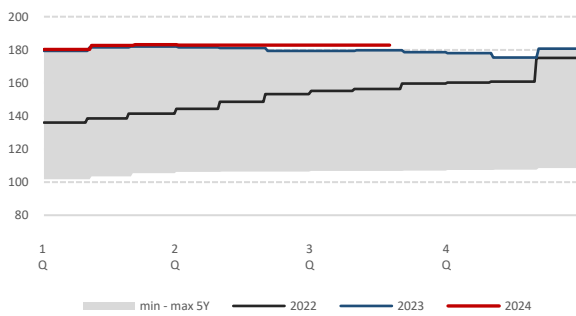
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



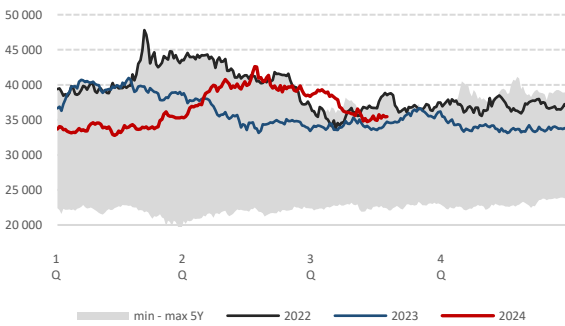
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za V'24

Cement – indeks GUS*



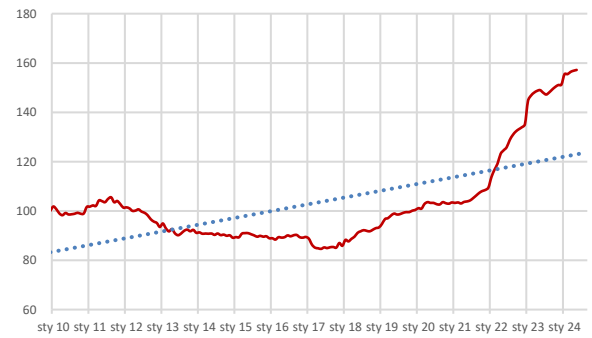
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za V'24

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



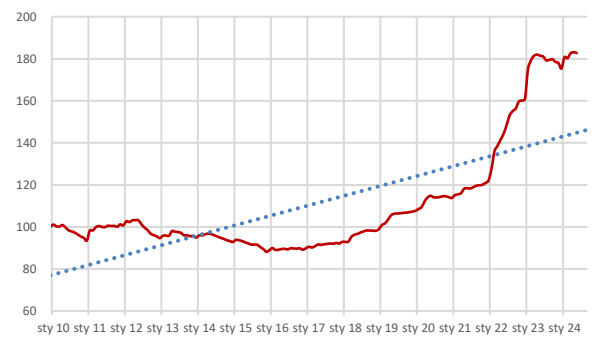
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



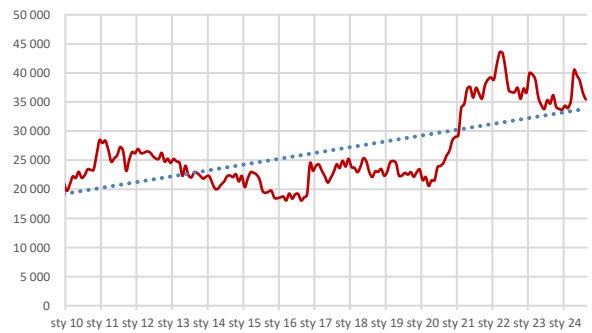
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

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

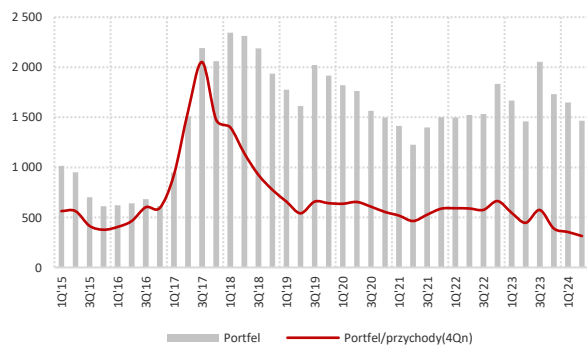
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2024					
lut 23	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	kwi 26	131%
2023					
paź 23	PKP PLK	Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe	785,1	cze 27	99%
sie 23	ZDM Kraków	Przebudowa torowiska ul. Zwirzyńska/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”	84,6	sie 24	166%
2022					
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	---
2021					
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%
2020					
gru 20	Szczecin	Przebudowa torowiska wraz z siecią od pl. Żołnierza do pętli Niebuszewo /ul. Matejki/Piłsudskiego	141,8	lip 25	---
kwi 20	Gorzów Wlkp.	Przebudowa drogi wraz z torowiskiem w ul. Chrobrego i ul. Mieszka I	53,3	maj 22	---
2019					
wrz 19	PKP PLK	Projektuj i buduj na odcinku Rusiec Łódźki – 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	---
2018					
wrz 18	ZIKiT	Przebudowa ul. Królewska, Podchorążych, Bronowicka w Krakowie wraz z przebudową tor. tramwaj.	62,6	wrz 19	110%
lip 18	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej na odcinku od os. Lecha do ronda Żegrze odcinek II	82,6	lis 19	102%
cze 18	Bydgoszcz	Przebudowa infrastruktury transportu szynowego w ciągu ul. Wojska Polskiego	52,8	paź 19	201%
mar 18	PKP PLK	Prace na odcinku linii kolejowej nr 99 Chabówka – Zakopane	521,0	gru 23***	155%
2017					
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%

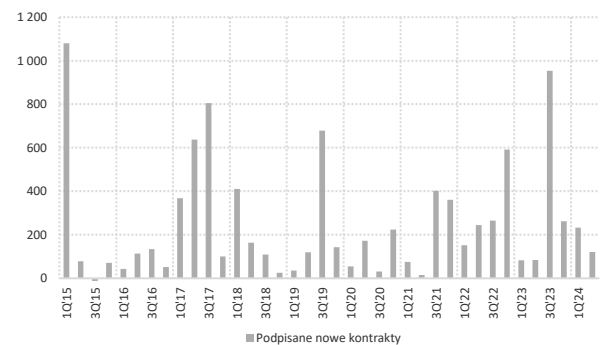
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, **wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, ***kontrakt nadal w realizacji po 2Q'24

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 wyniósł po 2Q'24 1,47 mld PLN. 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 końcu 2023 złożyła najniższą ofertę (za 70% budżetu) w przetargu na bocznice dla PKP Intercity w Przemyśle, ale 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. Z ostatniej konferencji wynikowej spółki wynika, że kontrakty te powinny zakończyć się w 2H'24.
- W końcówki 2021 (na początku 2022 wybuchła wojna w Ukrainie) pochodzą dwa duże kontrakty tramwajowe: zajezdnia Annopol (wygrana wyraźnie powyżej budżetu, spółka przejęła zakres partnera, sąd istotny wzrost wartości kontraktu w końcówce 2023) oraz kontrakt w Szczecinie (podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Kontrakt na Annopol według ostatnich informacji powinien zakończyć się w 4Q'24, natomiast kontrakt w Szczecinie wydłużono od dwa lata, do 2025 roku.
 - **Kontrakty na rynku rumuńskim** spółka podpisała na przełomie 2022/23. W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE w konsorcjum (obecnie ok 10% mniej ze względu na umocnienie PLN vs RON). W sumie są to 64 kontrakty na prace Quick Wins (47 kontraktów poprzez oddział CF Cluj, odcinki: Apahida-Baia Mare, Razboieni-Episcopia Bihor i Arad-Oradea oraz 17 poprzez CF Brasov, odcinki: Bucuresti-Brasov-Cluj; [link1](#), [link2](#), [link3](#)) mające na celu zniesienie ograniczeń prędkości i przywrócenie parametrów technicznych kolei (głównie w efekcie wymiany elementów nawierzchni torowej, jak szyny, podkłady, urządzenie torowe i kruszywo). Prace finansowane są ze środków rumuńskiego KPO.
 - Prace w Rumunii planowo miały potrwać na kontraktach do 3Q'24 (Brasov) a na części do 1Q'25 (Cluj). Jednak z informacji z konferencji wynikowej wynika, że mają one opóźnienia czasowe (poprawki w projektach, konieczność uwzględnienia innych prowadzonych równolegle inwestycji). W przychodach do 2Q'24 rozpoznano łącznie 152 mln PLN (czyli ok 1/3 zaplanowanej wartości). Z danych prezentowanych na stronie lokalnego zarządcy infrastruktury ([link](#)) wynika, że część odcinków jest bliska ukończenia, na części natomiast prace w ogóle się jeszcze nie zaczęły.
 - **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzycelności (spółka wnioskuję o dopłaty do kontraktów; brak obecnie sporów po stronie zobowiązań), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte przez ZUE wyniki finansowe czy cash flow. W 2Q'24 zawarta została ugoda z PKP PLK w sprawie kontraktu na łącznicę na Okęcie (3,3 mln PLN dla ZUE, spółka wniosowała wcześniej o 2,9 mln PLN).

Istotne sprawy sądowe

sprawa	Data	kwota wnioskowana przez ZUE [mln PLN]*
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 (za 2 odcinki, przy czym 1 został wycofany)
ul. Igołomska	2022	6,0***
Trzebinia - Cz-DZ	2023	23,6
Terminal Zduńska Wola	2023	12,3
suma		126,4

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

zasądzone 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, spółka i PKP PLK złożyły odwołanie, * o osobną kwotę wnioskuję Energopol

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'24 [mln PLN]

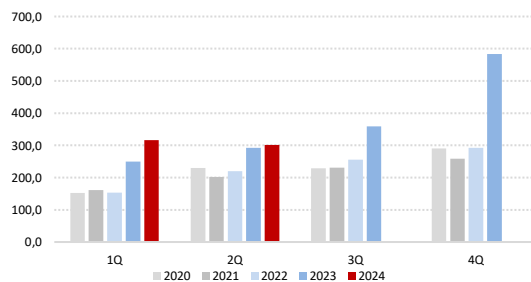
	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24W spółka	odchyl	2Q'24P BDM	odchyl	1H'23	1H'24	zmiana r/r
Przychody	292,4	301,0	2,9%	301,0	0,0%	322,5	-6,7%	541,7	617,2	13,9%
Wynik brutto na sprzedaży	10,3	14,9	45,3%	14,9	-0,2%	14,2	5,3%	18,8	27,5	46,3%
Wynik na sprzedaży	2,8	6,8	144,8%	---	---	6,3	9,1%	4,5	11,5	155,1%
PPO/PKO	1,3	-0,2	---	---	---	0,0	---	1,5	0,8	---
EBITDA	7,8	10,3	31,5%	---	---	9,9	4,2%	13,3	19,8	48,7%
EBIT	4,1	6,6	61,8%	6,6	-0,4%	6,3	5,1%	6,0	12,3	105,5%
Zysk brutto	3,7	6,3	67,8%	---	---	7,7	-18,2%	5,7	9,3	61,4%
Zysk netto przed wyl. mniejszości	3,1	6,2	98,6%	6,2	0,1%	6,1	0,9%	4,3	7,1	65,3%
Zysk netto	3,0	6,2	103,2%	---	---	6,0	1,9%	4,1	7,1	71,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,5%	5,0%	---	5,0%	---	4,4%	---	3,5%	4,5%	---
Marża EBITDA	2,7%	3,4%	---	---	---	3,1%	---	2,5%	3,2%	---
Marża EBIT	1,4%	2,2%	---	2,2%	---	1,9%	---	1,1%	2,0%	---
Marża zysku netto	1,1%	2,1%	---	2,0%	---	1,9%	---	0,8%	1,2%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka podawała już w połowie sierpnia wstępne wyniki, do których odnosiliśmy się w osobnym komentarzu ([link](#)). Finalne wyniki były bez większych odchyleń.
- W 2Q'24 na poziomie przychodów ZUE miało 301 mln PLN (+3% r/r). EBIT wyniósł 6,6 mln PLN (vs 4,1 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 6,2 mln PLN (vs 3,0 mln PLN w 4Q'22).
- Rentowność brutto ze sprzedaży była lepsza r/r i q/q (5,0% w 2Q'24 vs 3,5% rok temu i 4,0% w 1Q'24). Przy tym w 2Q'24 ujęta jest ugoda (zakładaliśmy ją w naszych prognozach) w sprawie kontraktu Okęcie (+1,5 mln PLN na marży brutto ze sprzedaży, co daje +0,5 pp na marży oraz dodatkowe +1,5 mln PLN na przychodach finansowych).
- Saldo pozostałej działalności operacyjnej było minimalnie ujemne. Saldo finansowe było lekko ujemne (-0,3 mln PLN). Stopa podatkowa wyniosła tylko 1% (23% w całym 1H'24).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 2Q'24 12 mln PLN (vs 40 mln PLN w 1Q'24 i 3 mln PLN w 2Q'23).
- Zadłużenie netto po 2Q'24 wyniosło 76 mln PLN (vs 50 mln PLN po 1Q'24). CF operacyjny w 2Q'24 był lekko dodatni (+9 mln PLN), ale istotnie przyrosły zobowiązania leasingowe (leasing podbijarki).
- Backlog wynosi aktualnie 1 467 mln PLN (vs 1 647 mln PLN kwartał temu i 1 458 mln PLN rok temu).

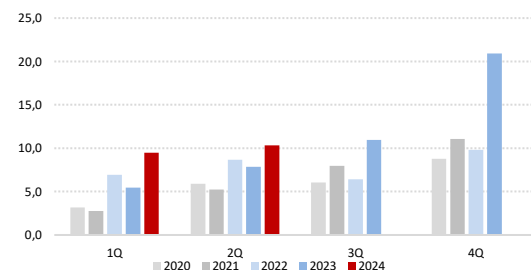
Podsumowując, wyniki 2Q'24 odbieramy neutralnie, jedynie w nieznacznym stopniu różnią się od naszych prognoz – niższy poziom przychodów, przy nieco wyższej marży (delikatnie podwyższona przez ugodę z PKP PLK). Zadłużenie netto nieznacznie wzrosło vs 1Q'24 ze względu na inwestycje w sprzęt. Portfel spadł w ujęciu q/q. Jest co prawda porównywalny r/r, ale rok temu spółka miała przed sobą perspektywę podpisania jesienią dużej umowy na odcinek Będzin-Katowice.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



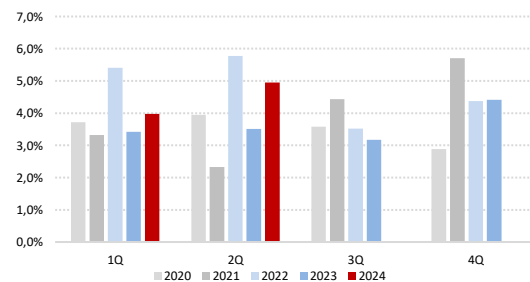
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



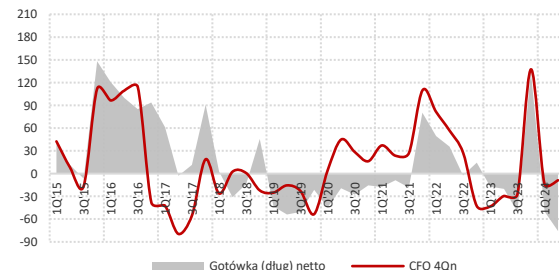
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 2Q'24 (21/08/2024)**2Q'24/1H'24**

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

Perspektywy

- przychody w 2H'24 zależą m.in. od poziomu zafakturowania w Rumunii
- w 2H'24 spółka chciałaby osiągnąć poziom przychodów nie gorszy niż w 1H'24 (konferencja dla mediów)
- spółka chce, by marża w 2H'24 była wyższa
- spółka skończy dwa ostatnie kontrakty z lata 2016-17 w 2H'24 (znikomy udział w portfelu), ryzyka są już ujęte w wycenie kontraktów
- w 2H'24 spółka będzie się koncentrować na uwolnieniu kapitału obrotowego
- spółka dąży do osiągnięcia w dłuższym terminie marży brutto na sprzedaży na poziomie 6%

Portfel/ofertowanie

- nie jest satysfakcjonujący, ale nie wymusza zdobywania kontraktów za wszelką cenę
- niewielkie ofertowanie spółki w 1H'24 vs 2023 (różnica kilku mld PLN)
- spółka startuje w przetargach na rynkach zagranicznych

PKP PLK

- spółka liczy na jak najszybsze ogłoszenie przetargów na 17 mld PLN przez PKP PLK, ale nie jest w stanie przewidzieć, kiedy się pojawią, większość to przetargi buduj, najkrótszy okres trwania przetargu to min. 6 miesięcy (nowy zarząd PKP PLK deklaruje rozstrzygnięcie w znacznie szybszym okresie)
- bardzo duża konkurencja na obecnych małych przetargach (oferty na poziomie 40-60% budżetów)
- klauzule w części zabezpieczają przed wzrostem cen czego brakowało w kontraktach z lata 2026-17 (rynek stara się, aby poziom waloryzacji był wyższy niż obecnie 10%)

Infrastruktura miejska

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

Zagranica

- spółka przygotowuje się do nowych przetargów kolejowych i tramwajowych w Rumunii
- spółka jest na etapie certyfikacji na rynku niemieckim (spółka widzi swoje szanse na tym rynku)
- zastój w przetargach na rynku bułgarskim

Koszty

- koszty w 2024 są porównywalne z 2023 (przy czym wzrosły koszty osobowe)
- nie ma obecnie presji na rynku materiałów, rozruszanie się inwestycji może przełożyć się na ich wzrost (negatywny scenariusz to sytuacja, kiedy ceny wzrosną dopiero po złożeniu ofert w przetargach)

PKP Cargo

- ostatnia FV z kontraktu na terminal została uiszczona, sprawa w apelacji (ze strony PKP Cargo) o odsetki i koszty sądowe
- wniosek waloryzacyjny przez PKP Cargo Terminale został odrzucony, ZUE złożyło pozew, na X'24 planowane przesłuchania stron, wyrok I instancji możliwy w 2024 roku

PSE

- spółka nie wyklucza startowania w przetargach

Rumunia

- spadek przychodów w 2Q'24 vs 1Q'24 - zakończyła się sprzedaż materiałów (duże strumienie przychodów), obecnie przychody tylko z robót budowlanych
- kontrakty mają obsunięcia czasowe - spółka realizuje małe kontrakty, które podporządkowane są większym inwestycjom (w przypadku przestoju spółka stara się optymalizować koszty)
- wprowadzane są także zmiany projektowe, oczekiwanie obecnie na decyzje zamawiającego (konieczne aneksowanie)

- kontrakty wydłużą się do końca 2025

- rentowność w granicy średniej całego portfela

KDP tunel Łódź

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

Annopol

- kontrakt na końcowym etapie, obiekt jest zrealizowany, obecnie poprawki i uruchamianie urządzeń
- finisz zakładany do połowy października
- spółka nie przewiduje istotnych różnic na marży w górę/w dół

Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	153,6	219,6	256,0	292,2	249,3	292,4	359,0	583,5	316,2	301,0	268,0	265,0	211,3	244,9	293,9	290,8
Budownictwo	140,8	191,5	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0	250,0	250,0	200,0	225,0	275,0	275,0
Handel	11,1	26,2	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	18,0	15,0	11,3	19,9	18,9	15,8
Projektowanie	1,8	1,7	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,2	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	8,3	12,7	9,0	12,8	8,5	10,3	11,4	25,8	12,6	14,9	13,6	12,9	10,5	12,6	14,6	14,9
Budownictwo	7,4	8,6	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7	12,8	12,2	10,0	11,7	13,8	14,1
Handel	1,0	4,1	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3	0,9	0,8	0,6	1,0	0,9	0,8
Projektowanie	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-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	7,9	8,1	7,5	7,5	8,1	8,3	7,7	7,7
Zysk na sprzedaży	3,1	5,5	2,8	5,3	1,7	2,8	3,4	17,6	4,7	6,8	6,1	5,4	2,4	4,4	6,9	7,2
Saldo PPO/PKO	0,6	-0,1	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	-0,5	1,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,0	8,7	6,4	9,8	5,5	7,8	11,0	20,9	9,5	10,3	10,1	9,5	6,6	8,5	11,1	11,3
EBIT	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6	6,1	5,4	2,4	4,4	6,9	7,2
Zysk (strata) brutto	4,9	6,9	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	15,4	3,0	6,3	6,0	5,3	2,3	4,3	6,8	7,1
Zysk (strata) netto	3,8	5,5	1,6	5,5	1,1	3,0	5,9	10,9	1,0	6,2	4,9	4,2	1,9	3,4	5,6	5,6
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	5,8%	3,5%	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,0%	5,0%	5,1%	4,9%	5,0%	5,2%	5,0%	5,1%
Budownictwo	5,2%	4,5%	2,4%	3,6%	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	3,8%	4,9%	5,1%	4,9%	5,0%	5,2%	5,0%	5,1%
Handel	9,0%	15,5%	17,1%	12,5%	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	7,5%	6,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%
Projektowanie	10,9%	8,2%	21,2%	16,3%	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	4,5%	4,0%	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,0%	3,4%	3,8%	3,6%	3,1%	3,5%	3,8%	3,9%
Marża EBIT	2,3%	2,4%	1,2%	2,1%	0,8%	1,4%	2,0%	2,9%	1,8%	2,2%	2,3%	2,0%	1,1%	1,8%	2,4%	2,5%
Marża netto	2,4%	2,5%	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	1,8%	1,6%	0,9%	1,4%	1,9%	1,9%
CFO	-28,9	-9,5	-35,9	31,8	-29,6	4,2	-34,1	196,9	-180,6	9,0	0,0	116,3	-20,0	-5,0	-5,0	68,1
Dług netto	-49,5	-35,5	2,3	-14,6	17,3	20,1	50,5	-134,2	50,2	75,8	81,8	-36,0	-11,9	-2,8	6,4	-54,4

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	1 017,2	1 150,2	13,1%	1 070,1	1 040,9	-2,7%	1 177,1	1 171,0	-0,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,7	54,0	8,6%	53,6	52,6	-1,8%	57,8	58,3	0,9%
EBITDA	35,1	39,4	12,3%	38,4	37,4	-2,6%	41,7	42,0	0,6%
EBIT	20,4	23,8	16,7%	23,6	20,9	-11,5%	26,8	25,2	-5,8%
Zysk (strata) netto	15,9	16,2	2,1%	18,4	16,5	-10,5%	20,6	19,2	-6,6%
Dług (gotówka) netto	-52,0	-36,0	-30,7%	-63,6	-54,4	-14,5%	-70,7	-70,5	-0,3%
Marża brutto ze sprzedaży	4,9%	4,7%		5,0%	5,1%		4,9%	5,0%	
Marża EBITDA	3,5%	3,4%		3,6%	3,6%		3,5%	3,6%	
Marża EBIT	2,0%	2,1%		2,2%	2,0%		2,3%	2,2%	
Marża zysku netto	1,6%	1,4%		1,7%	1,6%		1,8%	1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 22/04/2024

- Spółka ma za sobą rekordowy przychodowo 2023 rok (1,48 mld PLN) ze szczególnym akcentem na 4Q'23 (skumulowały się wtedy naszym zdaniem prace na kończących kontraktach, aneksy waloryzacyjne czy wzrost zaawansowania kontraktów w Rumunii). Okres 1H'24 także był po kątem przychodów (617 mln PLN) bardzo dobry (m.in. ze względu na wykazanie wysokich przerobów na kontrakcie Annapol – 1Q'24: 124,4 mln PLN w 2Q'24: 78,7 mln PLN).
- Obecny portfel zleceń spółki to 1,47 mld PLN (vs 1,46 mld PLN rok temu). Przy czym w 2H'23 spółka miała przed sobą podpisanie dużego kontraktu dla PKP PLK na odcinek Będzin – Katowice, gdzie w zasadzie od razu w 4Q'23 weszła na plac budowy. Obecnie w pipeline spółki nie ma istotnych kontraktów do podpisania, co będzie sprawiać, że baza przychodowo z 2H'24 będzie wymagająca (359 mln PLN w 3Q'23 i 583 mln PLN w 4Q'23). Ostatni istotny podpisano w lutym na tramwaj w Warszawie, a z pipeline wypadł w ostatnich miesiącach przetarg na bocznice dla PKP Intercity, gdzie wybrano droższą ofertę.
- Współczynnik obecnego portfela do poziomu przychodów za ostatnie 4Q to 0,9x (najniższy poziom od co najmniej 1Q'15 – nie dysponujemy wcześniejszymi danymi o wartości portfela). Biorąc pod uwagę obecny backlog i jego duration, spodziewamy się, że w 2024 roku spółce może być ciężko powtórzyć poziom przychodów z 2023 roku.
- Celem spółki jest wygenerowanie przychodów w 2H'24 na poziomie nie niższym niż w 1H'24. Oceniamy, że będzie to zadanie ambitne, jeśli do realizacji nie wejdzie już żaden istotny kontrakt. Kontrakt Annapol w 2H'24 będzie miał już istotnie niższą kontrybucję niż w 1H'24. Przychody powinny się w sporej mierze opierać na kontrakcie Katowice – Będzin, pytaniem jest natomiast czy nastąpi przyspieszenie prac na kontraktach rumuńskich (dotychczas spółka rozpoznała w przychodach 1/3 ich zakładanej początkowo wartości).
- Na marży brutto ze sprzedaży spółka coraz mniej odczuwa efekt puli nisko starych marżowych kontraktów lat 2016-17 (obecnie kończone są dwa ostatnie z nich). Marża w 2Q'24 sięgnęła 5,0% (przy czym była ona

wsparta przez ok 0,5 pp z ugody z PKP PLK na kontrakcie Okęcie). Ostatni raz poziom 5% spółka przekraczała na przełomie 2021/22. Spodziewamy się, że w krótkim terminie otoczenie dla dalszego budowania marży przez spółkę jest sprzyjające (wygaśnięcie starych kontraktów, brak presji po stronie kosztów ze względu na spadający rynek).

- Ryzyka będą się pojawiać na horyzoncie, gdy ruszy kontraktacja w nowych (nie ogłoszonych jeszcze) przetargach. Portfel ZUE co prawda nie jest obecnie na bardzo niskich poziomach (w ostatnich 5 latach jego średnia wartość wynosiła 1,63 mld PLN z minimum na poziomie 1,23 mld PLN w 2Q'21). Ale przy braku istotnej kontraktacji w 2H'24 jego drenaż może być dość szybki i spółka stanie przed koniecznością agresywniejszego ofertowania w przetargach (czego na razie stara się unikać).
- Zakładamy, że w 2024 roku spółka wypracuje 1,15 mld PLN przychodów (-22% r/r) oraz 16,2 mln PLN zysku netto (-23% r/r). Nieco podnieśliśmy prognozę przychodów na 2024 rok względem naszych poprzednich szacunków (sugerując się wypowiedziami z ostatniej konferencji wynikowej), aczkolwiek konserwatywnie na razie podchodzimy do możliwości powtórzenia sprzedaży z 1H'24 w 2H'24.
- W 2025 spodziewamy się spadku przychodów do 1,04 mld PLN a w 2026 roku wzrostu do 1,17 mld PLN.
- Udział ZUE w rynku inwestycji finansowanych przez PKP PLK to nieco ponad 5% (za ostatnie 5 lat). Według nadal obowiązującego KPK nakłady inwestycyjne PKP PLK miały sięgać w najbliższych latach średnio ok 15 mld PLN/rok. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok, Energopol oraz Railway gft – każdy po kilkadziesiąt mln PLN przychodów. Do tego należy dodać rynki zagraniczne. Nowy obszar rynku w Polsce może otworzyć CPK. Na tej bazie nasze prognozy dla ZUE od strony przychodowej w sytuacji optymalnego działania rynku zamawiających mogą wydawać się konserwatywne, ale historia (cykle wyborcze, cykle finansowania UE) wskazuje nam zachowanie pewnej dozy konserwatyzmu.
- 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. Estymujemy nieznaczny wzrost marży w przyszłym roku i spadek w 2026 roku. 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. W kolejnych latach zakładamy, że marża będzie oscylować w okolicy 5%. Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 6% rentowności brutto ze sprzedaży.
- Przez ostatnie pięć lat nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. W 1H'24 sfinansowała leasingiem zakup podbijarki za 28 mln PLN ([link](#)), co sprawi, że nakłady w 2024 roku będą istotne. Zakładamy, że kolejne lata przyniosą poziom nakładów przynajmniej na poziomie amortyzacji.
- Zakładamy, że na koniec 2024 roku spółka będzie miała 36 mln PLN gotówki netto (zakładamy w 2H'24 istotną sezonową konwersję kapitału obrotowego na gotówkę, ale poziom z 2023 roku jest raczej górką związaną z końcówką cyklu finansowania unijnego). Przyjmujemy, że na koniec każdego kolejnego roku w szczegółowej prognozie spółka będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	996	901	851	921	1 484	1 150	1 041	1 171	1 347	1 448	1 462	1 477	1 492	1 506	1 521
Budownictwo	934	845	781	831	1 405	1 087	975	1 097	1 261	1 356	1 370	1 383	1 397	1 411	1 425
Handel	53	47	63	78	74	63	66	74	85	92	93	93	94	95	96
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
Zysk brutto ze sprzedaży	27,9	31,3	35,0	42,8	55,9	54,0	52,6	58,3	65,8	72,1	74,2	76,4	74,3	75,1	75,8
Budownictwo	23,1	28,0	29,9	31,1	49,9	50,4	49,6	54,8	61,8	67,8	69,8	71,9	69,9	70,6	71,3
Handel	2,7	2,5	3,9	10,9	4,5	3,8	3,3	3,7	4,2	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8
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	31,0	31,8	33,1	34,7	35,6	35,7	35,8	36,0	36,1	36,2
Zysk na sprzedaży	6,8	7,9	9,9	16,6	25,6	23,0	20,9	25,2	31,1	36,5	38,5	40,5	38,4	39,0	39,6
Saldo PPO/PKO	1,1	2,7	4,3	1,5	4,9	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	21,0	23,9	27,1	31,9	45,2	39,4	37,4	42,0	47,8	53,3	55,2	57,3	55,1	55,8	56,4
EBIT	7,9	10,6	14,2	18,1	30,4	23,8	20,9	25,2	31,1	36,5	38,5	40,5	38,4	39,0	39,6
Zysk (strata) brutto	6,8	10,0	15,4	22,1	28,9	20,6	20,5	23,7	30,5	36,9	39,6	42,2	40,5	41,4	42,2
Zysk (strata) netto	3,8	4,3	11,8	16,4	21,0	16,2	16,5	19,2	24,7	29,9	32,1	34,2	32,8	33,5	34,1
Marża brutto ze sprzedaży	2,8%	3,5%	4,1%	4,6%	3,8%	4,7%	5,1%	5,0%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%
Budownictwo	2,5%	3,3%	3,8%	3,7%	3,6%	4,6%	5,1%	5,0%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%
Handel	5,2%	5,3%	6,2%	14,1%	6,1%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Projektowanie	35,1%	11,9%	21,7%	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	2,1%	2,7%	3,2%	3,5%	3,0%	3,4%	3,6%	3,6%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża EBIT	0,8%	1,2%	1,7%	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża netto	0,4%	0,5%	1,4%	1,8%	1,4%	1,4%	1,6%	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
CFO	-53,5	16,3	109,8	-42,6	137,5	-55,3	38,1	42,4	46,5	48,9	48,0	49,6	47,8	48,3	48,8
Dług netto	21,5	15,6	-80,2	-14,6	-134,2	-36,0	-54,4	-70,5	-90,1	-110,2	-112,8	-115,2	-114,1	-115,2	-116,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	199	193	216	215	215	215	215	215	215	215	215	215
Wartości niematerialne i prawne	34	34	34	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	105	110	133	132	132	132	132	132	132	133	133	133
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
Aktywa obrotowe	475	742	559	526	582	657	704	701	697	695	697	704
Zapasy	82	70	55	49	56	64	69	69	70	71	71	72
Należności krótkoterminowe	328	447	389	354	398	457	490	495	500	505	510	515
Inwestycje krótkoterminowe	64	224	114	122	127	135	145	136	126	119	115	116
- w tym środki pieniężne	63	224	114	122	127	135	145	136	126	119	115	116
Pozostałe aktywa obrotowe	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Aktywa razem	675	935	775	741	796	872	919	916	912	910	912	919
Kapitał (fundusz) własny	179	199	210	223	234	249	266	268	270	269	270	270
Kapitał mniejszości	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	494	735	563	517	562	622	652	647	640	640	641	647
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	445	409	463	533	573	578	583	583	585	591
- 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
Pasywa razem	675	935	775	741	796	872	919	916	912	910	912	919
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	921	1 484	1 150	1 041	1 171	1 347	1 448	1 462	1 477	1 492	1 506	1 521
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	43	56	54	53	58	66	72	74	76	74	75	76
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	26	30	31	32	33	35	36	36	36	36	36	36
Zysk (strata) na sprzedaży	17	26	23	21	25	31	37	39	41	38	39	40
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	32	45	39	37	42	48	53	55	57	55	56	56
EBIT	18	30	24	21	25	31	37	39	41	38	39	40
Saldo działalności finansowej	4	-1	-3	0	-1	-1	0	1	2	2	2	3
Zysk (strata) brutto	22	29	21	20	24	31	37	40	42	41	41	42
Zysk (strata) netto mniejszości	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	16	21	16	16	19	25	30	32	34	33	34	34
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	-43	137	-55	38	42	47	49	48	50	48	48	49
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11	5	-38	-16	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14
Przepływy z działalności finansowej	9	17	-16	-15	-24	-24	-26	-43	-46	-41	-38	-34
Przepływy pieniężne netto	-45	160	-109	7	5	9	9	-8	-10	-7	-4	1
Środki pieniężne na początek okresu	109	63	224	114	122	127	135	145	136	126	119	115
Środki pieniężne na koniec okresu	63	224	114	122	127	135	145	136	126	119	115	116
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	8%	61%	-22%	-10%	13%	15%	8%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	18%	42%	-13%	-5%	12%	14%	11%	4%	4%	-4%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	39%	28%	-23%	1%	17%	28%	21%	7%	7%	-4%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	4,6%	3,8%	4,7%	5,1%	5,0%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża EBITDA	3,5%	3,0%	3,4%	3,6%	3,6%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	3,7%	3,7%	3,7%
Marża EBIT	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża netto	1,8%	1,4%	1,4%	1,6%	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
SG&A / przychody	2,8%	2,0%	2,7%	3,1%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
ROE	9,1%	10,6%	7,7%	7,4%	8,2%	9,9%	11,2%	12,0%	12,7%	12,2%	12,4%	12,6%
ROA	2,4%	2,2%	2,1%	2,2%	2,4%	2,8%	3,3%	3,5%	3,8%	3,6%	3,7%	3,7%
Dług	49	89	78	67	56	45	34	23	11	5	0	0
D / (D+E)	21,3%	31,0%	27,2%	23,2%	19,4%	15,4%	11,4%	8,0%	3,8%	1,7%	0,0%	0,0%
D / E	27,1%	45,0%	37,3%	30,3%	24,1%	18,2%	12,9%	8,7%	3,9%	1,7%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	27,1%	45,0%	37,3%	30,3%	24,1%	18,2%	12,9%	8,7%	3,9%	1,7%	0,0%	0,0%
Dług netto	-15	-134	-36	-54	-71	-90	-110	-113	-115	-114	-115	-116
Dług netto / kapitał własny	-0,1	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	-0,5	-3,0	-0,9	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1
EV	230	110	208	190	174	154	134	131	129	130	129	128
Dług / EV	21,2%	81,3%	37,6%	35,5%	32,5%	29,4%	25,7%	17,8%	8,2%	3,5%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,6%	3,3%	1,5%	1,4%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	35,0%	55,7%	244,1%	94,7%	98,9%	100,3%	100,1%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	5,6%	-5,8%	7,3%	0,0%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	73,3%	-15,3%	-25,1%	5,7%	-2,8%	-1,6%	-1,6%	-1,3%	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,6%
P/E*	14,9	11,6	15,0	14,8	12,7	9,9	8,2	7,6	7,1	7,4	7,3	7,1
P/BV*	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA*	7,2	2,4	5,3	5,1	4,1	3,2	2,5	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3
EV/EBIT*	12,7	3,6	8,7	9,1	6,9	5,0	3,7	3,4	3,2	3,4	3,3	3,2
EV/S*	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	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	0,5	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5
Payout ratio	29,2%	10,2%	22,7%	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 10,60 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedecjus

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

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

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprecontowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'24*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	64%	0	0%
Akumuluj	2	18%	0	0%
Trzymaj	1	9%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	9%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

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

Data sporządzenia materiału: 2024-08-22

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-08-22 (11:55 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-08-22 (11:55 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 2024-08-22:

- 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.