



Dom Maklerski BDM S.A.

ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

Od 3Q'24 ZUE pokazuje ujemną dynamikę przychodów r/r i taka tendencja może utrzymać się jeszcze w najbliższych kwartałach. Wstępne wyniki 1Q'25 wskazywały dodatkowo, że rentowność nadal jest problematyczna (prawdopodobny wpływ kontaktów tramwajowych ofertowanych jeszcze przed wybuchem wojny). Pomimo zawarcia w kwietniu umowy z PKP PLK, relacja portfela do przychodów pozostaje na niskim poziomie (1,2x vs średnia za ostatnie 10 lat: 2,0x). Perspektywy jego dalszego wzmocnienia skomplikowało odrzucenie najniższej oferty spółki w przetargu Jasło-Nowy Zagórz. Spółka na razie także bez sukcesu walczy w procesach odwoławczych w przetargach, na których złożyła drugie najniższe ceny (łącznie 2,2 mld PLN). W pipeline PKP PLK na najbliższe tygodnie obecnie znajdują się jedynie duże jednostkowo przetargi (wszystkie >1 mld PLN) – spodziewamy się, że ZUE będzie startować w konsorcjach. Następna szersza pula przetargów w naszym odczuciu będzie już raczej rozstrzygana w 2026 roku. ZUE dobrze pozycjonuje się pod względem inwestycyjnym na rynku tramwajowym (zarezerwowane istotne środki unijne), jednak liczba dostępnych postępowań przetargowych jest na razie niska. Spółka buduje także ekspozycję na rynki zagraniczne (obecnie głównie w Rumunii, spółka wskazuje Niemcy jako potencjalny kierunek rozwoju). Kluczowe dla kreacji wartości jest jednak przede wszystkim zbudowanie trwałego rentownego portfela kolejowego (po finalnym wyjściu ze słabych kontraktów w poprzedniej perspektywy budżetowej). Przy naszych obecnych założeniach (powrót >1 mld PLN przychodów od 2026 roku oraz poprawa rentowności od 2H'25) cenę docelową ZUE wyznaczamy na poziomie 8,70 PLN, co implikuje pozostawienie rekomendacji Trzymaj (poprzednio: Trzymaj, 11,0 PLN; m.in. obniżyliśmy założenia na 2025 ze względu na słaby 1Q'25). Zakładamy, że w najbliższych tygodniach kurs spółki będzie przede wszystkim wrażliwy na informacje z ofertowania kolejnych przetargów PKP PLK. Wycena nie uwzględnia możliwości do uzyskania roszczeń i waloryzacji od PKP PLK (złożone pozwy o równowartości ok. 5,5 PLN/akcję).

Wyniki za ostatnie okresy

W 2024 spółka miała 1,22 mld PLN przychodów (-18% r/r) oraz 10,7 mln PLN zysku netto (-49% r/r). Na koniec 4Q'24 dług netto wynosił 26 mln PLN. Wg wstępnych danych w 1Q'25 ZUE miało 180 mln PLN przychodów (-43% r/r, ujemna dynamika związana jest ze spadkiem portfela r/r) oraz -4,8 mln PLN straty netto (vs +1,0 mln PLN rok temu; zakładaliśmy stratę na poziomie -0,6 mln PLN).

Portfel

Portfel po 1Q'25 wynosi 1,3 mld PLN (vs 1,65 mld PLN rok wcześniej), uwzględniając kontrakt podpisany w kwietniu za 0,3 mld PLN z PKP PLK. Spółka miała złożoną najniższą ofertę dla PKP PLK na ok. 0,5 mld PLN (wartość dla spółki w konsorcjum), ale zamawiający w kwietniu ją odrzucił - ZUE zapowiada odwołanie do KIO. Z kolei trzy inne oferty (na łącznie 2,2 mld PLN) są na drugich miejscach – spółka zapowiadała składanie odwołania, ale na ten moment PKP w dwóch przypadkach wybrała oferentów z pierwszych miejsc (spółka ma nadal teoretycznie szanse, dopóki nie doszło do podpisania umów). Na najbliższe miesiące harmonogram PKP PLK przewiduje złożenie ofert w sześciu dużych przetargach na ok 15 mld PLN. Kolejne nowe przetargi, które planuje ogłaszać PKP PLK (zapowiadano po 15-16 mld PLN w 2025 i 2026 roku, z czego ok 12 mld PLN zostało już ogłoszone w tym roku), będą w naszej opinii rozstrzygane dopiero w 2026 roku. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce (głównie kontrakt Będzin-Katowice), a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (liczba nowych postępowań pozostaje ograniczona).

Pozycjonowanie segmentowe

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

Prognozy wyników, wskaźniki

Estymujemy, że w 2025 roku spółka będzie miała 0,87 mld PLN przychodów oraz 4,0 mln PLN zysku netto (istotny spadek r/r wyników, podyktowany m.in. sporą stratą w 1Q'25). Obecnie relacja portfela (pomimo poprawy w ostatnich tygodniach) do przychodów za ostatnie 4Q jest nadal na niskim historycznym poziomie. Perspektywa odbudowy backlogu w ostatnich miesiącach się poprawiła, ale potencjalnie nowe kontrakty nawet w optymistycznym scenariuszu mogą mieć już ograniczony wpływ na 2025 rok. W latach 2026/27 zakładamy odpowiednio 1,07 / 1,32 mld PLN przychodów oraz 14,7 / 24,7 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=8,0x na 2025 rok i 4,7x na 2026 rok.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	921,4	1 484,1	1 219,4	873,1	1 066,9	1 320,3
EBITDA [mln PLN]	31,9	45,2	34,7	23,4	37,9	49,7
EBIT [mln PLN]	18,1	30,4	19,1	6,6	20,6	32,5
Wynik brutto [mln PLN]	22,1	28,9	12,1	5,1	18,1	30,5
Wynik netto [mln PLN]	16,4	21,0	10,7	4,0	14,7	24,7
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-14,6	-134,2	26,3	-17,9	-25,1	-26,6
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	12,5	9,7	19,1	50,9	14,0	8,3
EV/EBITDA	6,0	1,6	6,7	8,0	4,7	3,6
EV/EBIT	10,5	2,3	12,1	28,3	8,7	5,5
DPS [PLN/akcję]	0,15	0,07	0,21	0,00	0,09	0,32

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 8,70 PLN

19 MAJ 2025, 07:30 CEST

Wycena DCF [PLN]	8,65
Wycena porównawcza [PLN]	8,91
Wycena końcowa [PLN]	8,70
Potencjał do wzrostu / spadku	-2,2%
Koszt kapitału	14,9%

Cena rynkowa [PLN]	8,90
Kapitalizacja [mln PLN]	205,0
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	11,20
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7,02

Stopa zwrotu za 3 mc	-19,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	16,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-15,9%

Struktura akcjonariatu:

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

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	4
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	12,5	9,7	19,1	50,9	14,0	8,3	6,9
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,0	1,6	6,7	8,0	4,7	3,6	3,0
EV/EBIT	10,5	2,3	12,1	28,3	8,7	5,5	4,4
EV/S	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	7,8	8,6	8,9	9,1	9,6	10,4	11,1
EPS	0,7	0,9	0,5	0,2	0,6	1,1	1,3
DPS (w danym roku)	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,5
Payout ratio	0,3	0,1	0,2	0,0	0,5	0,5	0,5

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	921	1 484	1 219	873	1 067	1 320	1 418
Budownictwo	831	1 405	1 152	809	1 000	1 250	1 344
Handel	78	74	68	64	67	70	74
Projektowanie	8	4	0	0	0	0	0
Wyłączenia	4	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	42,8	55,9	50,5	43,3	57,7	72,5	79,2
Budownictwo	31,1	49,9	46,0	39,0	53,2	67,8	74,2
Handel	10,9	4,5	4,6	4,5	4,7	4,9	5,2
Projektowanie	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,5	0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	26,2	30,4	33,8	34,9	37,1	40,1	41,0
PPO/PKO	1,5	4,9	2,4	-1,8	0,0	0,0	0,0
EBITDA	31,9	45,2	34,7	23,4	37,9	49,7	55,4
EBIT	18,1	30,4	19,1	6,6	20,6	32,5	38,2
Zysk brutto	22,1	28,9	12,1	5,1	18,1	30,5	36,8
Zysk netto	16,4	21,0	10,7	4,0	14,7	24,7	29,8
Dług netto	-14,6	-134	26,3	-17,9	-25,1	-26,6	-38,0

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	8%	61%	-18%	-28%	22%	24%	7%
EBITDA zmiana r/r	18%	42%	-23%	-32%	62%	31%	12%
Zysk netto zmiana r/r	39%	28%	-49%	-62%	264%	69%	21%
Marża brutto na sprzedaży	4,6%	3,8%	4,1%	5,0%	5,4%	5,5%	5,6%
Marża EBITDA	3,5%	3,0%	2,8%	2,7%	3,5%	3,8%	3,9%
Marża netto	1,8%	1,4%	0,9%	0,5%	1,4%	1,9%	2,1%
ROE	9,1%	10,6%	5,2%	1,9%	6,6%	10,3%	11,6%
ROA	2,4%	2,3%	1,5%	0,6%	2,0%	3,1%	3,5%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	199,4	193,4	214,2	211,9	211,5	211,6	211,6
WNIp	33,7	33,6	33,1	33,0	33,0	32,9	32,9
Rzeczowe aktywa trwałe	105,4	110,5	134,1	131,8	131,5	131,6	131,7
Pozostałe aktywa trwałe	60,4	49,3	47,0	47,0	47,0	47,0	47,0
Aktywa obrotowe	475,3	712,4	517,5	435,4	507,1	593,5	630,5
Zapasy	81,7	70,4	27,8	19,9	24,3	30,1	32,3
Należności krótkoterminowe	327,5	417,5	433,1	325,8	396,8	486,9	521,3
Środki pieniężne	63,3	223,6	52,7	85,8	82,0	72,5	72,9
Pozostałe aktywa obrotowe	2,8	1,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Aktywa razem	674,7	905,8	731,7	647,3	718,6	805,0	842,1
Kapitał własny	179,4	198,7	204,9	208,9	221,6	238,9	256,4
Udziały mniejszości	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania i rezerwy	493,9	705,7	525,3	436,9	495,6	564,6	584,1
Rezerwy na zobowiązania	36,5	38,9	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Oprocentowane zobowiązania	48,7	89,3	78,9	67,9	56,9	45,9	34,9
Zobowiązania pozostałe	408,8	577,5	413,8	336,3	406,0	486,0	516,6
Pasywa razem	674,7	905,8	731,7	647,3	718,6	805,0	842,1
Dług netto	-14,6	-134	26,3	-17,9	-25,1	-26,6	-38,0
Dług netto / Kapitał własny	-0,1	-0,7	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	-0,5	-3,0	0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	-42,6	137,5	-116	58,6	28,7	28,1	42,4
CFI	-11,5	5,2	-2,5	-14,5	-15,0	-15,7	-15,8
CFF	8,6	17,4	-53,2	-11,0	-17,4	-21,9	-26,2
- w tym dywidenda	3,4	1,7	4,8	0,0	2,0	7,3	12,4
Przepływy pieniężne netto	-45,5	160	-171	33,1	-3,8	-9,5	0,4
CAPEX / Amortyzacja	35%	56%	35%	86%	98%	100%	100%

ZUE

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.grupazue.pl
Wycena końcowa [PLN]	8,70		
Potencjał zmiany	-2,2%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	8,90	1Q'25:	21 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	2Q'25:	20 sie
Kapitalizacja [mln PLN]	205,0		

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
Przychody	583,5	316,2	301,0	304,3	297,9	180,1
Budownictwo	567,6	305,4	282,0	286,4	277,9	169,4
Handel	15,8	10,8	19,0	17,9	20,0	10,8
Projektowanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	25,8	12,6	14,9	7,0	16,0	5,4
Budownictwo	24,9	11,7	13,7	5,8	14,8	4,7
Handel	0,8	0,8	1,3	1,3	1,2	0,8
Projektowanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1
SG&A	8,1	7,9	8,1	8,0	9,9	9,0
PPO/PKO	-0,5	1,0	-0,2	2,2	-0,5	-1,8
EBITDA	20,9	9,5	10,3	5,2	9,7	-1,2
EBIT	17,2	5,7	6,6	1,2	5,6	-5,4
Zysk brutto	15,4	3,0	6,3	-1,3	4,1	-6,0
Zysk netto	10,9	1,0	6,2	-0,2	3,8	-4,8
Dług netto	-134,2	50,2	75,8	73,0	26,3	30,5

Wskaźniki	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
Przychody zmiana r/r	99,7%	26,8%	2,9%	-15,2%	-48,9%	-43,0%
EBITDA zmiana r/r	113,0%	73,3%	31,5%	-52,5%	-53,6%	-
Zysk netto zmiana r/r	97,4%	-13,7%	103,2%	-	-65,0%	-
Marża brutto na sprzedaży	4,4%	4,0%	5,0%	2,3%	5,4%	3,0%
Marża EBITDA	3,6%	3,0%	3,4%	1,7%	3,3%	-0,7%
Marża netto	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,6%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	0,71	0,91	0,47	0,17	0,64	1,07
Revenue [mln PLN]	921,4	1 484,1	1 219,4	873,1	1 066,9	1 320,3
Gross Margin %	4,6%	3,8%	4,1%	5,0%	5,4%	5,5%
EBIT [mln PLN]	18,1	30,4	19,1	6,6	20,6	32,5
EBITDA [mln PLN]	31,9	45,2	34,7	23,4	37,9	49,7
Net Income Adj+ [mln PLN]	16,4	21,0	10,7	4,0	14,7	24,7
Net Debt [mln PLN]	-14,6	-134,2	26,3	-17,9	-25,1	-26,6
BPS	7,79	8,63	8,90	9,07	9,62	10,37
DPS	0,15	0,07	0,21	0,00	0,09	0,32
Return on Equity %	9,1%	10,6%	5,2%	1,9%	6,6%	10,3%
Return on Assets %	2,4%	2,3%	1,5%	0,6%	2,0%	3,1%
Depreciation [mln PLN]	9,9	10,2	9,3	11,7	12,1	12,1
Amortization [mln PLN]	0,6	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1
Free Cash Flow [mln PLN]	-54,1	142,6	-118,1	44,1	13,6	12,4
CAPEX [mln PLN]	4,8	8,2	5,5	14,5	16,9	17,3

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%	8,65
Wycena metodą porównawczą	20%	8,91
Wycena 1 akcji [PLN]		8,70

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,4%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 19 maja 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	873,1	1 066,9	1 320,3	1 417,5	1 431,7	1 446,0	1 460,5	1 475,1	1 489,9	1 504,8
EBIT [mln PLN]	6,6	20,6	32,5	38,2	40,2	42,2	44,3	45,0	45,8	46,5
Stopa podatkowa	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,3	3,9	6,2	7,3	7,6	8,0	8,4	8,6	8,7	8,8
NOPLAT [mln PLN]	5,3	16,7	26,3	30,9	32,5	34,2	35,9	36,5	37,1	37,7
Amortyzacja [mln PLN]	16,8	17,3	17,2	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,4
CAPEX [mln PLN]	-14,5	-16,9	-17,3	-17,3	-17,3	-17,3	-17,4	-17,4	-17,4	-17,4
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	41,1	-7,7	-18,3	-7,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
FCF [mln PLN]	48,8	9,4	7,9	23,8	31,4	33,0	34,7	35,3	35,9	36,5
DFCF [mln PLN]	45,0	7,6	5,6	14,7	16,9	15,5	14,2	12,6	11,1	9,8
Suma DFCF [mln PLN]	153,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	265,3									
Zdyskontowana wart. rez. [mln PLN]	71,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	224,6									
Dług netto 2024 [mln PLN]	26,3									
Akcje własne [mln PLN]	2,4									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,5									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	199,2									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8,65									

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

Przychody zmiana r/r	-28,4%	22,2%	23,7%	7,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-65,3%	211,9%	57,5%	17,5%	5,3%	5,1%	4,9%	1,6%	1,6%	1,6%
FCF zmiana r/r	---	-80,8%	-15,7%	202,2%	31,6%	5,3%	5,1%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża EBITDA	2,7%	3,5%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	0,8%	1,9%	2,5%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża NOPLAT	0,6%	1,6%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	86,0%	97,8%	100,5%	100,2%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-4,7%	0,7%	1,4%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11,9%	4,0%	7,2%	7,2%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Premia za ryzyko	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Udział kapitału własnego	89,5%	92,1%	94,3%	95,9%	96,5%	97,3%	98,2%	99,0%	99,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkow.	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	10,5%	7,9%	5,7%	4,1%	3,5%	2,7%	1,8%	1,0%	0,2%	0,0%
WACC	13,9%	14,2%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%	14,8%	14,9%	14,9%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta				
beta	0,00%	1,00%	2,00%		Premia za ryzyko	0,00%	1,00%	2,00%		Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1	
	0,8	9,86	10,22	10,65		7,5%	9,95	10,32	10,76		7,5%	11,10	10,32	9,63
	0,9	9,09	9,38	9,72		8,5%	9,12	9,42	9,76		8,5%	10,17	9,42	8,76
	1,0	8,41	8,65	8,92		9,5%	8,41	8,65	8,92		9,5%	9,38	8,65	8,02
	1,1	7,82	8,02	8,24		10,5%	7,80	7,99	8,21		10,5%	8,69	7,99	7,39
	1,2	7,30	7,47	7,65		11,5%	7,25	7,41	7,59		11,5%	8,08	7,41	6,84

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2025-27 (33% wagi dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 8,91 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

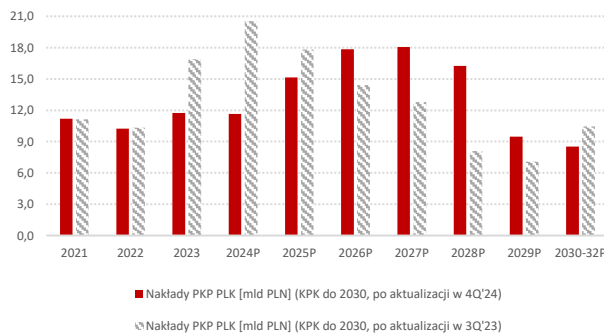
	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	22,6	19,3	16,8	12,7	10,5	8,9
Mirbud	11,7	9,7	9,0	6,7	6,1	5,7
Torpol	12,7	10,6	10,2	5,2	4,1	3,8
Trakcja	15,9	13,4	11,6	6,7	6,0	5,2
Mediana	14,3	12,0	10,9	6,7	6,1	5,5
ZUE	50,9	14,0	8,3	8,0	4,7	3,6
Premia/dyskonto do mediany	256%	17%	-24%	19%	-22%	-34%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	2,5	7,6	11,7	7,6	11,0	13,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		7,3			10,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	8,91					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

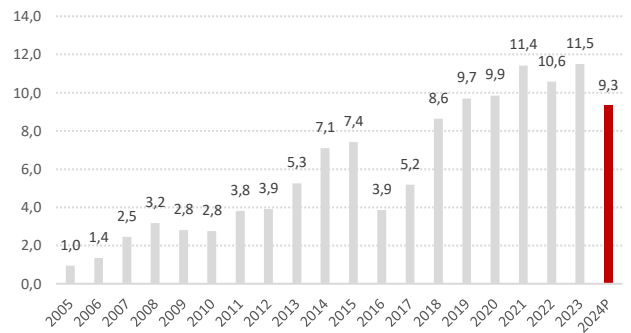
W październiku'24 zaktualizowano Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032 (poprzednia wersja pochodziła z sierpnia 2023). Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2024-30 wyniosą 97 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowy będzie 2027 rok na poziomie 18,0 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano w ...2024 roku). Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku miały wynieść 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku).

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



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

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



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

Po dłuższej przerwie, od przełomu 3/4Q'24 PKP PLK zaczęła ogłaszać duże postępowania na kontrakty budowlane. PKP PLK pierwotnie zapowiadała ogłoszenie w 2024 roku przetargów o łącznej wartości 17 mld PLN, formalnie część postępowań została ogłoszona dopiero w styczniu'25 (wg naszych kalkulacji ogłoszono w 2024 ok 15 mld PLN). MI zapowiedziało w lutym, że w sektorze kolejowym w 2025 roku uruchomione mają zostać przetargi o łącznej wartości ok. 16 mld PLN (1300 km linii) – [link](#) (dane na 2025 potwierdziło PKP PLK w kwietniu – [link](#), wcześniej podawano, że w latach 2025-26 ma to być po 15 mld PLN nowych przetargów rocznie [link](#)).

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

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

data	nazwa	najniższa oferta (cena z opcjami)		budżet z opcjami	I oferta jako % budżetu	budżet bazowy	I oferta bez opcji jako % budżetu	II oferta	I/II	liczba ofert	
kwi 25	LK 622 (odc H) Szczyrzyc - Tymbark	1 559,3	Intercor/Dogus	b.d.	---	2 150,0	72%	1 693,3	Budimex/Gulermak	92%	3
kwi 25	LK 8 Tunel - Kraków	105,2	Porr/Trakcja S.	118,0	---	113,5	90%	115,7	Swietelsky	91%	6
kwi 25	LK 273 od km 116,000 do km 285,000	216,4	Dolkom/SBM	b.d.	---	87,6	116%	235,4	Porr	92%	2
mar 25	LK 7 W-wa Wawer - Otwock	1 285,4	Trakcja/Intop	b.d.	---	1 308,2	97%	1 288,1	Budimex	100%	7
mar 25	LK 104 Rabka Zaryte – Mszana Dolna - Fornale	567,2	Porr/Trakcja S.	b.d.	---	753,6	75%	599,6	ZUE	95%	6
lut 25	LK 229 Kartuzy - Łębork (EJ)	508,2	Torpol	895,4	57%	814,0	---	539,7	PPM-T	94%	6
mar 25	LK 201 stacja Maksymilianowo - odcinek 1	927,3	Strabag	b.d.	---	1 471,1	55%	966,9	Mirbud/Transkol/Torhamer	96%	7
lut 25	Skarżysko Kamienna – (...) - Tumlin	678,1	PNUIK	bez opcji	---	826,3	82%	689,0	ZUE	98%	11
sty 25	LK 25, 74, 78 Stalowa Wola – (...) - Padew	847,4	Swietelsky	bez opcji	---	919,0	92%	879,5	ZUE	96%	11
sty 25	LK 108 Jasło - Nowy Zagórz	991,4	ZUE/Duna*	b.d.	---	198,1	110%	1 043,8	Porr	95%	9
sty 25	LK1 Koluszki - Częstochowa	513,7	PNUIK	b.d.	---	318,4	103%	522,4	Trakcja	98%	3
sty 25	LK 132 Pyskowice - Opole Groszowice	105,4	Dolkom/SBM	bez opcji	---	172,7	61%	105,7	Swietelsky	100%	6
sty 25	LK 354 Oborniki Wlkp. Most - Oborniki Wlkp.	99,9	Porr	bez opcji	---	112,0	89%	103,6	Primost Ptd.	96%	10
sty 25	LK 406, LK 437 oraz „Port Police”	163,9	Torpol	bez opcji	---	252,9	65%	177,2	Mirbud	93%	13
suma/średnia		8 568,7				9 497,5		8 959,8	95%	7,1	

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto, dane za 2024 rok dostępne w poprzednim raporcie analitycznym, *oferta odrzucona przez PKP PLK (decyzja zaskarżona do KIO)

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

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]
E 75 Białystok – Elk, faza II	2025-06-06	2025-01-07	ok. 6000
LK 104 na odcinku C1 Tymbark – Limanowa	2025-05-30	2025-02-17	ok. 1300
LK 622 (odc F+J) Podłęże R401 – Gdów / Podłęże R301 – Podłęże Balachówka	2025-05-29	2025-01-20	ok. 2300
LK 202 Gdynia Chylonia – Łębork Faza II	2025-05-23	2024-09-04	> 3000
C-E 20 Skierniewice – Czachówek Wschodni	2025-05-22	2025-01-13	ok. 1400
C-E 20 Czachówek Wschodni - Pilawa wraz z mostem nad Wisłą	2025-05-21	2024-12-27	ok. 1300

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

Suma = 15,3 mld PLN

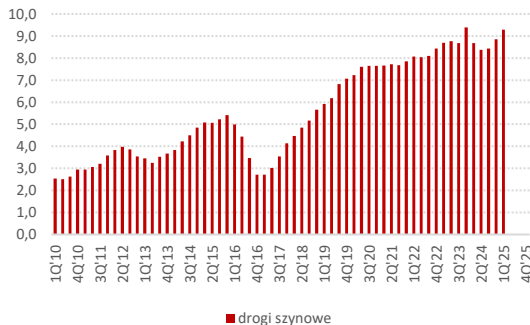
*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert na 6 dużych postępowaniach w maju i czerwcu. Należy jednak liczyć się z przesunięciami tych terminów ze względu na dużą liczbę pytań zadawanych zamawiającemu przez potencjalnych wykonawców.

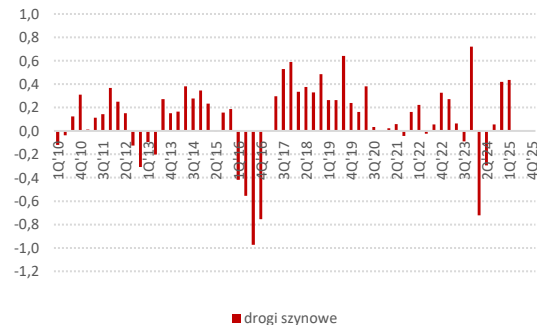
W przypadku przetargów, na których złożono oferty w 1H'25 średni czas pomiędzy datą wszczęcia postępowania a terminem złożenia oferty wynosił 106 dni (pomiedzy 48 a 232 dni)

Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Po zmianie rządu priorytetem inwestycji kolejowych CPK pozostaje 480 km linii KDP "Y", łączącej Warszawę oraz Łódź z Poznaniem i Wrocławiem. Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania ma być odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W grudniu'24 otwarto oferty w przetargu na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (najniższa oferta 1,8 mld PLN – Porr / budżet 2,3 mld PLN netto – w kwietniu'25 oferta uznana za najkorzystniejszą).

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

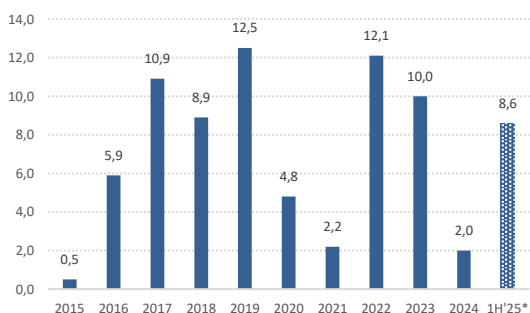


Nakłady na drogi szynowe zmiana r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

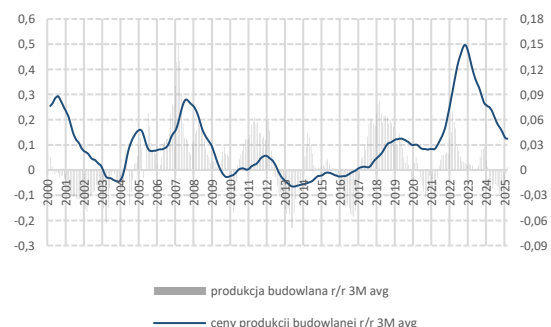
Wartość złożonych ofert (najniższe ceny) – PKP PLK [mld PLN netto]



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

Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



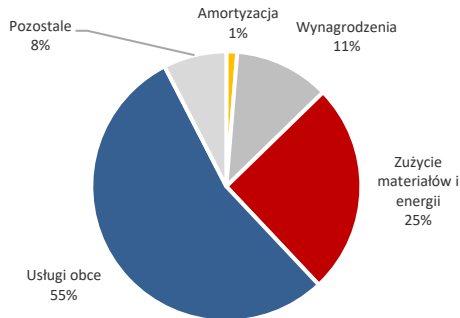
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Inwestycje tramwajowe w Polsce

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

STRONA KOSZTOWA

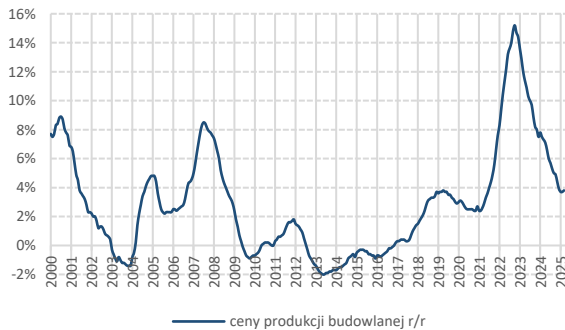
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

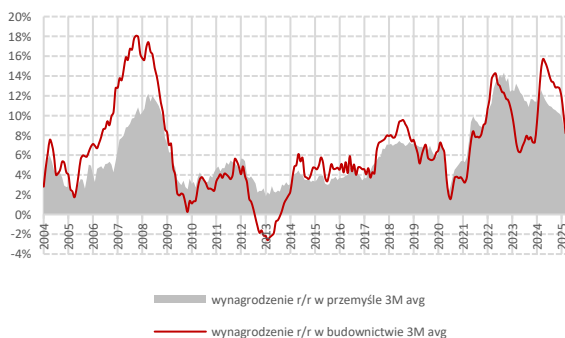


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża. W końcówce 2024 roku miesięczne dynamiki (m/m) zeszły do poziomu 0,0-0,1% (najniżej od 2017-18), jednak już w lutym i marcu nieco przyspieszyły (+0,2% i +0,5%). W I-II'25 odnotowano wzrost r/r o 3,7% (najniżej od VI'21), a w III'25 o +3,8% r/r.

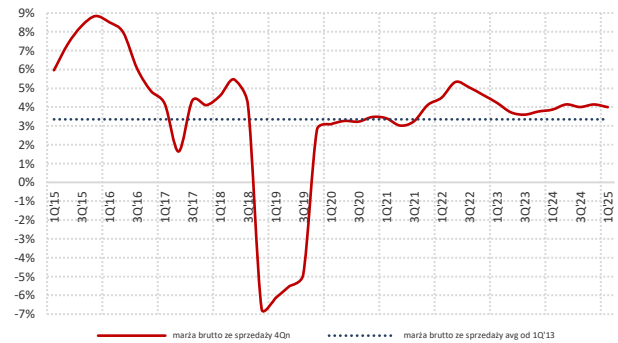
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już wyraźnie od szczytu, to nadal są to relatywnie wysokie poziomy w ujęciu r/r. W kolejnych miesiącach wsparciem dla stabilizacji dynamiki powinny być nadal niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równoważy je dodatnia dynamika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

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



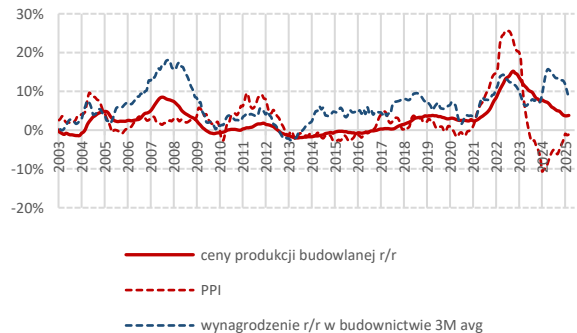
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



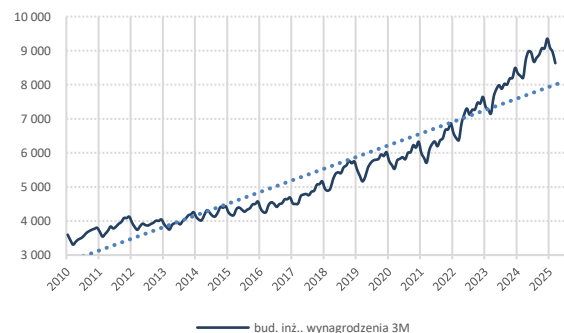
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

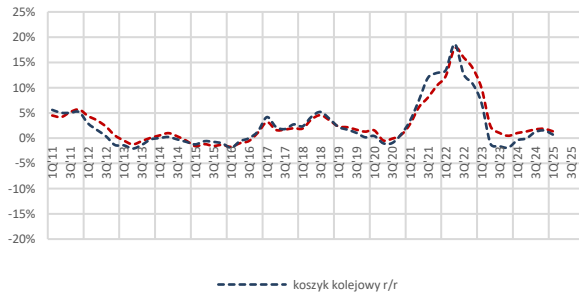


Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

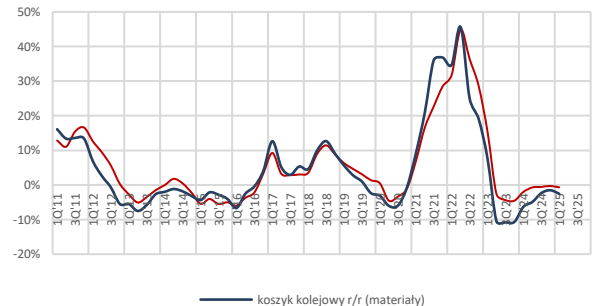
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

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]*

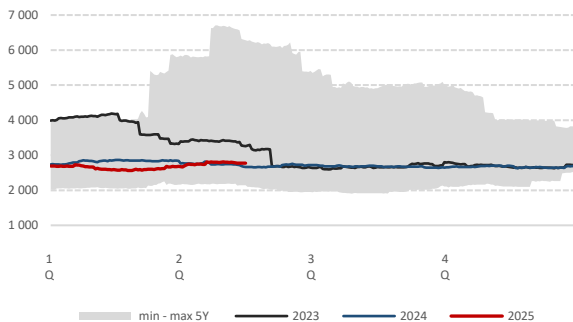


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 1Q'25 (styczeń-luty) wykazały -3% spadek r/r (-2% w 4Q'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 1Q'25 wykazują +1% wzrost r/r (+2% w 4Q'24).

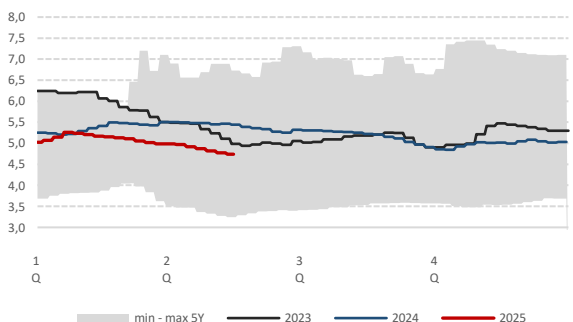
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym 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]



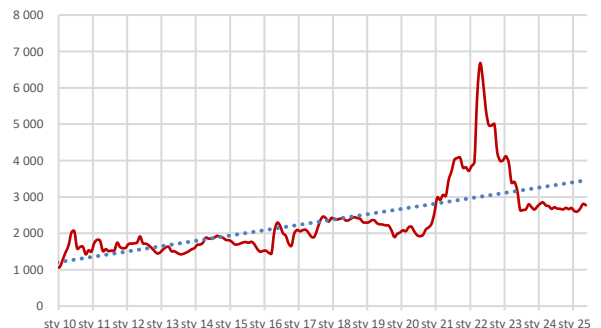
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



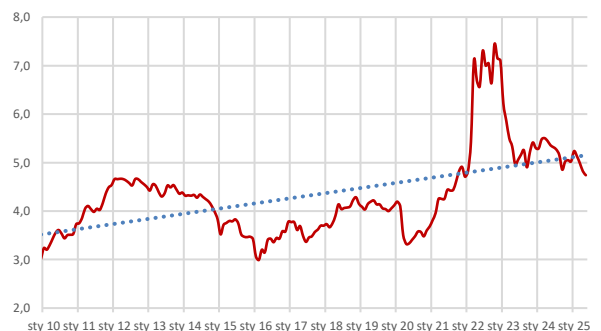
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



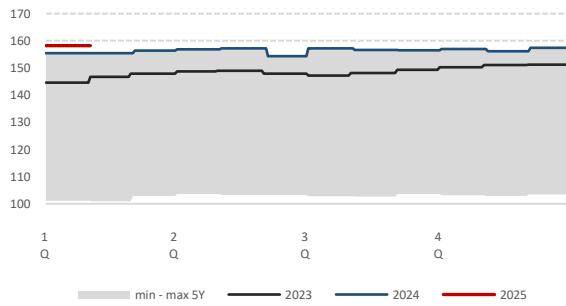
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



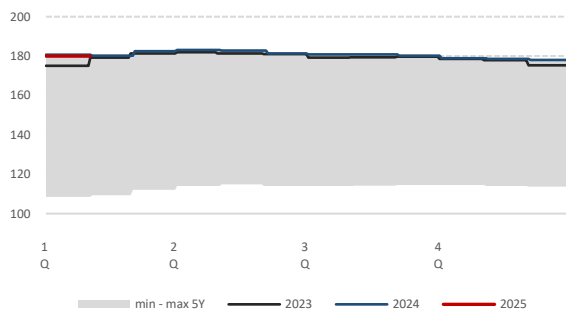
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



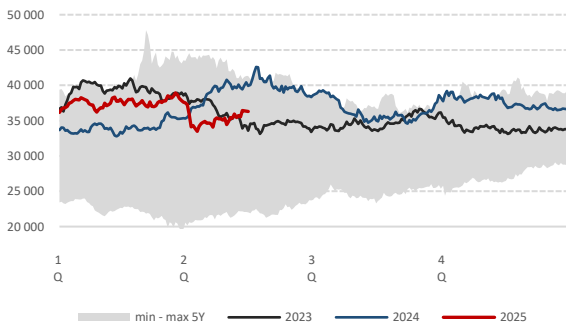
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za II’25

Cement – indeks GUS*



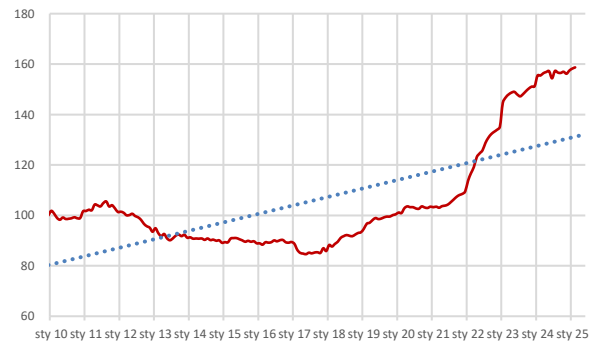
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za II’25

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



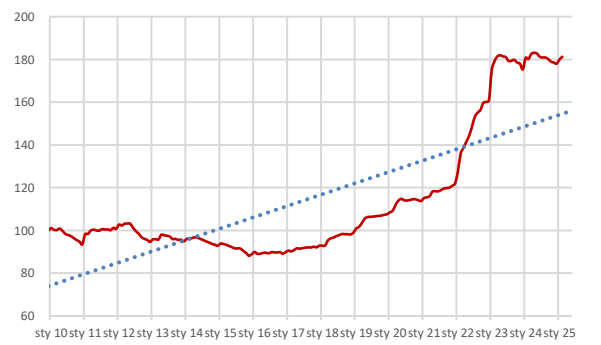
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



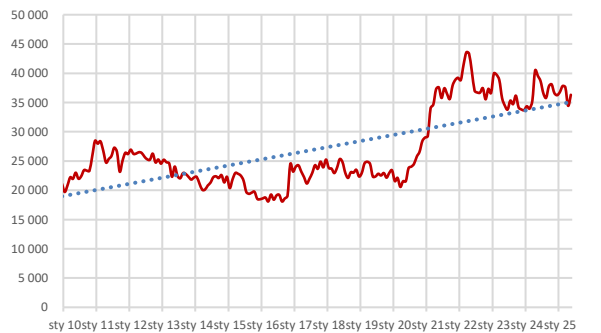
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

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

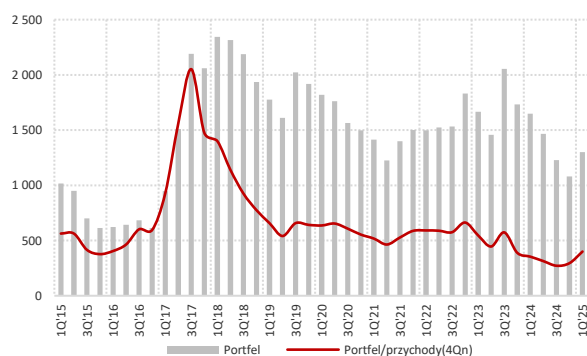
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2025					
kwi 25	PKP PLK	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo – Łapy	329,1	kwi 29	95%
sty 25	PKP PLK	Rewitalizacja LK 108 Jasło – Nowy Zagórz	495,7	nc (50-M)	110%
2024					
lut 24	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	kwi 26	131%
2023					
paź 23	PKP PLK	Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe	785,1	cze 27	99%
sie 23	ZDM Kraków	Przebudowa torowiska ul. Zwirzyńska/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”	104,0	gru 24	204%
2022					
gru 22	C.F.R.	SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów)	311,0	gru 26	106%
gru 22	C.F.R.	SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)	129,0	gru 26	113%
wrz 22	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej: Kórnicka – os. Lecha (Odcinek I)	67,1	lut 24	---
wrz 22	Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025	123,0	wrz 25	---
lip 22	PKP Cargo	Budowa terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach	100,0	paź 23	182%
mar 22	Dąbr. Górn.	Przebudowa torowiska tramwajowego w ciągu ul. Sobieskiego i ul. Królowej Jadwigi	69,0	gru 23	---
2021					
gru 21	Warszawa	Budowa zajezdni Annapol	436,8	paź 24	176%
lis 21	Szczecin	Przebudowa torowiska z trakcją z rozbudową pętli Pomorzany w Szczecinie	280,0	lip 25	---
wrz 21	Dąbr. Górn.	Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka)	92,0	mar 24	221%
2020					
gru 20	Szczecin	Przebudowa torowiska wraz z siecią od pl. Żołnierza do pętli Niebuszewo /ul. Matejki/Piłsudskiego	141,8	lip 25	---
kwi 20	Gorzów Wlkp.	Przebudowa drogi wraz z torowiskiem w ul. Chrobrego i ul. Mieszka I	53,3	maj 22	---
2019					
wrz 19	PKP PLK	Projektuj i buduj na odcinku Rusiec Łódzki – Zduńska Wola Karsznice	608,0	sie 24	188%
wrz 19	ZDM Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i tacji tramwajowych w Krakowie w latach 2019-2022	91,4	wrz 22	---
2018					
wrz 18	ZIKIT	Przebudowa ul. Królewska, Podchorążych, Bronowicka w Krakowie wraz z przebudową tor. tramwaj.	62,6	wrz 19	110%
lip 18	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej na odcinku od os. Lecha do ronda Żegrze odcinek II	82,6	lis 19	102%
cze 18	Bydgoszcz	Przebudowa infrastruktury transportu szynowego w ciągu ul. Wojska Polskiego	52,8	paź 19	201%
mar 18	PKP PLK	Prace na odcinku linii kolejowej nr 99 Chabówka – Zakopane	532,0	gru 24	159%
2017					
paź 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna - Sandomierz	470,0	paź 24	130%
paź 17	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej Trzebinia – Oświęcim	303,1	wrz 23	94%
sie 17	PKP PLK	Projektuj i Buduj: Warszawa – Granica LCS Łowicz	91,8	lis 23	89%
lip 17	PKP PLK	Projekt i wykonanie robót budowlanych: Częstochowa - Zawiercie	371,6	gru 20	76%
cze 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew	209,3	mar 20	71%
kwi 17	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)	71,9	lis 20	74%
kwi 17	ZIKIT	Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2	49,5	gru 22	55%
kwi 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	330,5	gru 23	88%
mar 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola	281,0	gru 21	60%
lut 17	PKP PLK	Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)	52,7	lis 19	62%
sty 17	PKP PLK	Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze	124,5	paź 19	76%

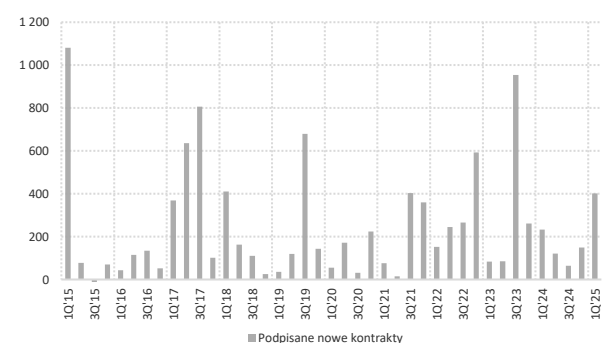
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, wg informacji z raportu bieżącego/okresowego, **wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa cena,

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

- Portfel ZUE wynosił 1,3 mld PLN po 1Q'25 (de facto na początek maja'25, portfel uwzględnia już wartość kontraktu z PKP PLK podpisanego w kwietniu na 329 mln 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.
- W potencjalnym pipeline spółka miała do kwietnia przetarg z PKP PLK w konsorcjum z Duna Polska (d. Mota Engil) ze złożoną najniższą ofertą na rewitalizację LK 108 Jasło - Nowy Zagórz (991 mln PLN, z tego 496 mln PLN dla ZUE). Oferta ta została jednak odrzucona przez zamawiającego (jako najkorzystniejsza oferta

została uznana złożona przez Porr), ZUE uważa decyzję za bezzasadną i złoży odwołanie do Krajowej Izby Odwoławczej.

- W trzech innych przetargach w 2025 spółka złożyła oferty, które pod względem ceny są na drugich miejscach (za 0,7 mld PLN, 0,9 mld PLN i 0,6 mld PLN). Potencjalnie spółka mogłaby mieć jeszcze szanse na ich zdobycie w przypadku udanego postępowania odwoławczego, jednak w dwóch pierwszych przypadkach doszło już do uznania przez PKP PLK niższych ofert za najkorzystniejsze.
- Zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich miesiącach kończyła kolejne stare kontrakty (LCS Kutno, Skarżysko – Sandomierz, Chabówka - Zakopane) z okresu, kiedy konkurencja na przetargach była wymagająca. Umowy te miały znaczne opóźnienie w stosunku do pierwotnych harmonogramów (m.in. kwestia opóźnień administracyjnych czy zmian zakresu prac), co generowało dodatkowe koszty stałe w stosunku do pierwotnych budżetów.
- W końcówki 2021 (na początku 2022 wybuchła wojna w Ukrainie) pochodziły dwa duże kontrakty tramwajowe: zajezdnia Annapol (wygrana wyraźnie powyżej budżetu, „po drodze” spółka przejęła zakres partnera) oraz kontrakt w Szczecinie (podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Kontrakt na Annapol według oficjalnych informacji ze strony zamawiającego zakończył się w 4Q’24, ale w 1H’25 prowadzono jeszcze prace poprawkowe ([link](#)). Natomiast kontrakt w Szczecinie wydłużono o 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). Z konferencji wynikowych spółki wynikało, że miały one opóźnienia czasowe (poprawki w projektach, konieczność uwzględnienia innych prowadzonych równolegle inwestycji). W przychodach do 4Q’24 rozpoznano łącznie 255 mln PLN (w tym 155 mln PLN w 2024 roku). Z danych prezentowanych na stronie lokalnego zarządcy infrastruktury ([link](#)) wynika, że odcinki mają bardzo zróżnicowany stopień zaawansowania prac a terminy ukończenia są obecnie ustalone na 4Q’26.
- **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzytelności (spółka wnioskuję o dopłaty do kontraktów; brak obecnie sporów po stronie zobowiązań), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte przez ZUE wyniki finansowe czy cash flow. W 2Q’24 zawarta została ugoda z PKP PLK w sprawie kontraktu na łącznicę na Okęcie (3,3 mln PLN dla ZUE, spółka wnioskowała wcześniej o 2,9 mln PLN).

Istotne sprawy sądowe

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

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

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

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24	zmiana r/r	4Q'24W spółka	odchyl	4Q'24P BDM	odchyl	2023	2024	zmiana r/r
Przychody	583,5	297,9	-48,9%	297,9	0,0%	365,0	-18,4%	1 484,1	1 219,4	-17,8%
Wynik brutto na sprzedaży	25,8	16,0	-38,0%	16,0	-0,2%	12,4	29,2%	55,9	50,5	-9,7%
Wynik na sprzedaży	17,6	6,1	-65,4%	---	---	4,2	45,1%	25,6	16,6	-35,0%
PPO/PKO	-0,4	-0,5	---	---	---	0,0	---	4,9	2,4	-49,8%
EBITDA	20,9	9,7	-53,6%	---	---	8,3	17,6%	45,2	34,7	-23,2%
EBIT	17,2	5,6	-67,3%	5,7	-0,7%	4,2	33,5%	30,4	19,1	-37,3%
Zysk brutto	15,4	4,1	-73,1%	---	---	3,5	17,9%	28,9	12,1	-58,0%
Zysk netto przed wyl. mniejszości	11,0	3,9	-64,5%	3,9	-0,4%	2,8	38,7%	21,1	10,8	-49,0%
Zysk netto	10,9	3,8	-65,0%	---	---	2,8	37,3%	21,0	10,7	-49,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	4,4%	5,4%		5,4%		3,4%		3,8%	4,1%	
Marża EBITDA	3,6%	3,3%		---		2,3%		3,0%	2,8%	
Marża EBIT	2,9%	1,9%		1,9%		1,2%		2,0%	1,6%	
Marża zysku netto	1,9%	1,3%		1,3%		0,8%		1,4%	0,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wstępne wyniki za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25W	zmiana r/r	1Q'25P BDM	odchyl
Przychody	316,2	180,1	-43,0%	190,8	-5,6%
Wynik brutto na sprzedaży	12,6	5,4	-57,0%	7,2	-25,4%
EBIT	5,7	-4,5	---	-0,7	---
Zysk netto*	0,9	-4,8	---	-0,6	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	4,0%	3,0%		3,8%	
Marża EBIT	1,8%	-2,5%		-0,3%	
Marża zysku netto *	0,3%	-2,7%		-0,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *przed wyłączeniem mniejszości

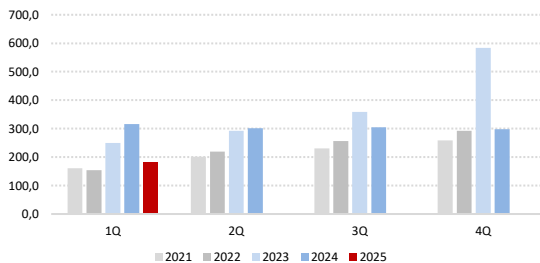
- W 4Q'24 na poziomie przychodów ZUE miało 298 mln PLN (-49% r/r). Spadek przychodów r/r, jest głównie konsekwencją niższego portfela (-40% r/r po 3Q'24). Rentowność brutto ze sprzedaży w 4Q'24 (5,4%) zaskoczyła na plus i była lepsza q/q oraz r/r (2,3% w 3Q'24 i 4,3% rok temu).
- EBIT wyniósł 5,6 mln PLN (vs 17,2 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 3,8 mln PLN (vs 10,9 mln PLN w 4Q'23). Saldo pozostałej działalności operacyjnej było minimalnie ujemne (-0,5 mln PLN). Saldo finansowe także było ujemne (-1,5 mln PLN). Stopa podatkowa wyniosła 6%. Spadek wyników r/r był konsekwencją wspomnianego niższego backlogu. Należy także pamiętać, że 4Q'23 był mocno wsparty na przychodach przez końcówkę okresu rozliczenia środków unijnych z perspektywy 2014-20
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 4Q'24 37 mln PLN (vs 49 mln PLN w 4Q'23, w całym 2024 na poziomie 155 mln PLN).
- W całym 2024 roku PKP PLK odpowiadała za 29% przychodów grupy (37% rok wcześniej).
- Dług netto po 4Q'24 wyniósł 26 mln PLN (rok temu była gotówka netto na poziomie 134 mln PLN - ponadnormatywny poziom gotówki oraz zobowiązań handlowych). CF operacyjny w 4Q'24 był zgodnie z wzorcem sezonowym dodatni (+49 mln PLN).
- W lutym spółka nabyła podmiot NTB Systemy za 1,3 mln PLN (spółka ma wnieść know-how w zakresie torowisk tramwajowych opartych na konstrukcjach wykorzystujących w swoim składzie materiały chemiczne).
- W liście do akcjonariuszy prezes podkreślił kolejny raz, że ZUE szuka swoich szans biznesowych poza granicami kraju (m.in. Rumunia, Niemcy). Spółka oczekuje ożywienia w przetargach kolejowych i tramwajowych w Polsce w 2025 roku.

- W 1Q'25 na poziomie przychodów ZUE miało 180 mln PLN (-43% r/r). Spodziewaliśmy się 191 mln PLN. Spadek przychodów r/r, jest głównie konsekwencją niższego portfela (po 4Q'24 wynosił 1,08 mld PLN, co dawało -38% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 1Q'25 (3,0%) zaskoczyła tym razem in minus i była wyraźnie słabsza q/q oraz r/r. Niski poziom rentowności wiążemy m.in. z pracami poprawkowymi na kontrakcie Annopol.
- EBIT wyniósł -4,5 mln PLN (vs +5,7 mln PLN rok temu), natomiast strata netto (przed wyłączeniem wyniku mniejszości) to -4,8 mln PLN (vs +0,9 mln PLN w 1Q'24). Spodziewaliśmy się straty, ale sporo mniejszej.
- Pełny raport spółka przedstawi 21 maja 2025.

Komentarz BDM: O ile wyniki 4Q'24 były powyżej naszych prognoz na poziomie marży brutto ze sprzedaży, to już 1Q'25 wypadł słabiej. Spółka nie podaje w raportach z czego wynikają tak istotne wahania marż pomiędzy poszczególnymi kwartałami (na konferencji wynikowej spółka podała, że w 4Q'24 pozytywny wpływ miały rewizje marż na kontraktach, natomiast przypuszczamy, że negatywny wpływ na 1Q'25 miały dodatkowe koszty na kontrakcie Annopol – wg doniesień medialnych w 1 i 2Q'25 trwały tam prace poprawkowe). Ujemna dynamikę przychodów r/r utrzyma się w naszej ocenie w najbliższych kwartałach. Po 1Q'25 poziom backlogu nieco się poprawił q/q (w kwietniu spółka podpisała umowę z PKP PLK na 0,3 mln

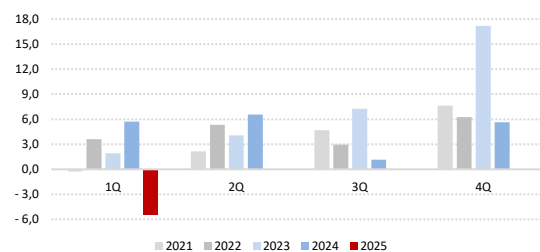
PLN). Relacja portfela do przychodów pozostaje jednak wyraźnie niższa niż średnia z ostatnich lat. Perspektywy jego wzmocnienia zaczęły się poprawiać w ostatnich miesiącach, przy czym tempo procedowania przetargów kolejowych wskazuje, że kolejne nowe umowy mogą mieć już jedynie niewielki wpływ na przychody 2025 roku.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 4Q'24 (10/04/2025)

4Q'24

-na rentowność w 4Q'24 wpływ miała rewizja marż

Perspektywy 2025

-spółka stara się poprawiać marżę, ale trudno przewidzieć co będzie się działo w otoczeniu

Portfel/ofertowanie

-portfel podany jest na koniec lutego

-split backlogu: 15% zagranica, 25% tramwaje, 65% PKP PLK

-ok. 200 mln PLN do realizacji na kontrakcie Będzin – Katowice w 2025 roku

-po Wielkanocy spółka powinna podpisać umowę na kontrakt Łomża-Sniadowo-Łapy, spółka zakłada, że szybko wejdzie do realizacji robót (zarząd nie jest w stanie określić jaki dokładnie przychód możliwy w 2025 roku)

-spółka złożyła odwołania do KIO na dwóch przetargach PKP PLK, gdzie ma drugą cenę

-na rynku tramwajowym (miejskim) pojawiają się na razie tylko mniejsze przetargi

-spółka zakłada, że będzie w stanie uzupełnić w tym roku portfel kontraktami miejskimi

-spółka zakończyła kontrakt Sandomierz-Skarżysko, w 2Q'25 spółka zakończy kontrakt na LCS Kutno

Annopol

-kontrakt nie został jeszcze do końca rozliczony, trwają prace porządkowe, szkolenia i odbiory

Rumunia

-opóźnienia są po stronie zamawiającego (kwestia zamknięć sieciowych)

-umocnienie PLN nie jest korzystne, spółka stosuje częściowo naturalny hedging

-różnice kursowe w PF/KF

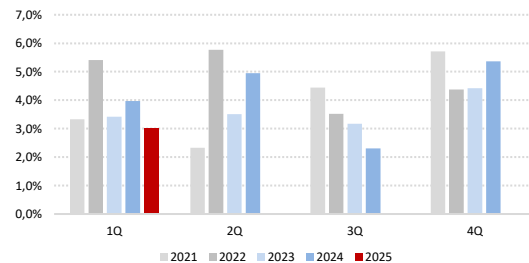
-marża dotychczasowa średnio jest zgodna z oczekiwaniami (część kontraktów ma słabszą, część lepszą marżę)

-80% materiałów zostało zakupione

-spółka przygląda się przetargom tramwajowym

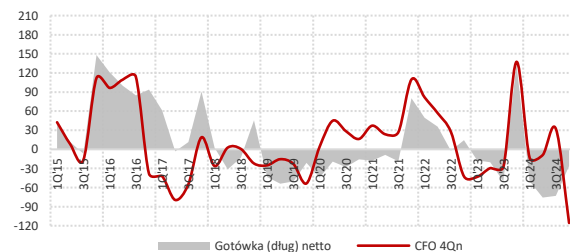
-nie ma wprost określonych kwotami planów na rynku kolejowym, spółka uważa, że będzie dużo przetargów

Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

PKP PLK

-na pierwszych przetargach widać głód kontraktów, spółki muszą zaspokoić potrzeby pokrycia kosztów

-część przetargów utrzymaniowych ma być ogłoszona w formie przetargów, ale szczegółów nadal brakuje

Koszty

-spółka ma zabezpieczone ceny materiałów strategicznych pod przerób w 2025 roku

-materiały nie drożeją

-ceny miedzi determinują rentowność zadań trakcyjnych

PKP Cargo

-spółka wygrała w I instancji sprawę o waloryzację, za ponad rok czasu spółka spodziewa się wyroku II instancji

PSE

-spółka przygląda się rynkowi, nie podjęła decyzji czy wróci na rynek Niemcy

-spółka ma certyfikat na sieci trakcyjne, jest w trakcie uzyskiwania certyfikatu na prace torowe (do 160 km/h)

-część maszyn spółka ma dopuszczone do pracy na rynku niemieckim, dla części muszą być odnowione certyfikaty

-spółka chce startować w małych przetargach na początku (być może w tym roku), może startować w konsorcjach lub jako podwykonawca

-na rynku niemieckim jest brak potencjału wykonawczego

NTB Systemy

-spółka specjalizuje się w robotach związanych z zalewami żywicznymi torowisk (miejskich)

-spółka od wielu lat współpracowała

Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	153,6	219,6	256,0	292,2	249,3	292,4	359,0	583,5	316,2	301,0	304,3	297,9	180,1	217,5	227,5	248,0
Budownictwo	140,8	191,5	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0	286,4	277,9	169,4	200,0	210,0	230,0
Handel	11,1	26,2	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	17,9	20,0	10,8	17,5	17,5	18,0
Projektowanie	1,8	1,7	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,2	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	8,3	12,7	9,0	12,8	8,5	10,3	11,4	25,8	12,6	14,9	7,0	16,0	5,4	10,2	12,7	15,0
Budownictwo	7,4	8,6	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7	5,8	14,8	4,7	9,0	11,6	13,8
Handel	1,0	4,1	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3	1,3	1,2	0,8	1,2	1,2	1,3
Projektowanie	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
SG&A	5,3	7,2	6,3	7,4	6,8	7,5	8,0	8,1	7,9	8,1	8,0	9,9	9,0	8,2	8,2	9,5
Zysk na sprzedaży	3,1	5,5	2,8	5,3	1,7	2,8	3,4	17,6	4,7	6,8	-1,0	6,1	-3,6	2,0	4,5	5,5
Saldo PPO/PKO	0,6	-0,1	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	-0,5	1,0	-0,2	2,2	-0,5	-1,8	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,0	8,7	6,4	9,8	5,5	7,8	11,0	20,9	9,5	10,3	5,2	9,7	-1,2	6,2	8,7	9,7
EBIT	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6	1,2	5,6	-5,4	2,0	4,5	5,5
Zysk (strata) brutto	4,9	6,9	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	15,4	3,0	6,3	-1,3	4,1	-6,0	1,6	4,1	5,4
Zysk (strata) netto	3,8	5,5	1,6	5,5	1,1	3,0	5,9	10,9	1,0	6,2	-0,2	3,8	-4,8	1,2	3,3	4,3
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	5,8%	3,5%	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,0%	5,0%	2,3%	5,4%	3,0%	4,7%	5,6%	6,1%
Budownictwo	5,2%	4,5%	2,4%	3,6%	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	3,8%	4,9%	2,0%	5,3%	2,8%	4,5%	5,5%	6,0%
Handel	9,0%	15,5%	17,1%	12,5%	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	7,5%	6,9%	7,1%	5,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Projektowanie	10,9%	8,2%	21,2%	16,3%	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	4,5%	4,0%	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,0%	3,4%	1,7%	3,3%	-0,7%	2,8%	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%	0,4%	1,9%	-3,0%	0,9%	2,0%	2,2%
Marża netto	2,4%	2,5%	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,6%	0,6%	1,4%	1,7%
CFO	-28,9	-9,5	-35,9	31,8	-29,6	4,2	-34,1	196,9	-180,6	9,0	6,7	49,3	0,0	0,0	-10,0	68,6
Dług netto	-49,5	-35,5	2,3	-14,6	17,3	20,1	50,5	-134,2	50,2	75,8	73,0	26,3	30,5	34,7	48,9	-17,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2024 poprzednio	2024 wykonanie	zmiana	2025 poprzednio	2025 aktualnie	zmiana	2026 poprzednio	2026 aktualnie	zmiana
Przychody	1 286,5	1 219,4	-5,2%	837,6	873,1	4,2%	1 065,7	1 066,9	0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	46,9	50,5	7,6%	41,8	43,3	3,6%	58,3	57,7	-1,0%
EBITDA	33,3	34,7	4,2%	26,2	23,4	-10,5%	40,4	37,9	-6,3%
EBIT	17,6	19,1	8,3%	9,7	6,6	-31,9%	23,6	20,6	-12,6%
Zysk (strata) netto	9,7	10,7	10,5%	6,9	4,0	-41,7%	17,6	14,7	-16,7%
Dług (gotówka) netto	11,5	26,3	128,3%	-33,7	-17,9	-47,0%	-50,6	-25,1	-50,4%
Marża brutto ze sprzedaży	3,6%	4,1%		5,0%	5,0%		5,5%	5,4%	
Marża EBITDA	2,6%	2,8%		3,1%	2,7%		3,8%	3,5%	
Marża EBIT	1,4%	1,6%		1,2%	0,8%		2,2%	1,9%	
Marża zysku netto	0,8%	0,9%		0,8%	0,5%		1,7%	1,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 19/02/2025

- W całym 2024 roku spółka miała 1,22 mld PLN przychodów (-18% r/r) oraz 10,7 mln PLN zysku netto (-49% r/r). Zakładamy, że w 2025 roku spółka wypracuje 0,87 mld PLN przychodów (-28% r/r) oraz 4,0 mln PLN zysku netto (-63% r/r, negatywny efekt dźwigni na kosztach stałych).
- Portfel spółki w ostatnich kwartałach systematycznie spadał (po 4Q'24 był on około połowę niższy niż szczyt z 3Q'23, kiedy przekraczał 2,0 mld PLN). Sytuacja nieco poprawiła się w kwietniu'25, kiedy podpisano umowę na 0,3 mld PLN (do realizacji na 4 lata).
- W toku są kolejne postępowania przetargowe PKP PLK, jednak terminy składania ofert przez wykonawców są nadal systematycznie przesuwane, co w efekcie odbije się na prawdopodobnie braku istotnych przerobów ze strony nowych kontraktów w 2025 roku, jeśli spółce udałoby się coś jeszcze zdobyć.
- Biorąc pod uwagę obecny backlog i jego duration, spodziewamy się, że w 2025 roku spółce odnotuje, podobnie jak w 2024 roku, spadek przychodów r/r. Przychody powinny się w sporej mierze opierać na kontrakcie Katowice – Będzin. Zwracamy uwagę, że terminy realizacji kontraktów spółki w Rumunii zostały wydłużone do 2026 roku.
- Na marży brutto ze sprzedaży spółka w 2024 roku prawdopodobnie zakończyła odczuwanie puli nisko marżowych, starych kontraktów lat 2016-17. W 1H'25 negatywny wpływ na rentowność ma kontrakt na zajezdnię Annapol (formalnie zakończony w 2H'24, spółka ponosi jednak koszty poprawek). Spodziewamy się, że w 2H'25 terminie otoczenie dla odbudowania marży przez spółkę powinno być bardziej sprzyjające.
- 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%, w 2024 roku było to 4,1%). Estymujemy wzrost marży r/r w całym 2025 roku (w 2H'25 głównym driverem wynikowym powinien być kontrakt Będzin-Katowice, który

był wygrany w dobrym „okienku” przetargowym, aczkolwiek dostrzegamy pewne ryzyko dla takiego scenariusza – pytanie o kontrakty rumuńskie i kontrakt tramwajowy w Szczecinie, który był wygrany jeszcze przed wybuchem wojny) i w 2026 roku (do 5,4%). Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 6% rentowności brutto ze sprzedaży.

- Jednocześnie należy pamiętać, że mamy niską widoczność marży na 2026+. Rynek kolejowy jest po długim okresie braku postępowań przetargowych, a samo ZUE jest już na początku cyklu pod presją odbudowania portfela. Pierwsza nowa umowa, którą spółka pozyskała była w pobliżu budżetu zamawiającego (-5%; -4% vs II oferta), co postrzegany lekko pozytywnie.
- Udział ZUE w rynku inwestycji finansowanych przez PKP PLK to nieco ponad 5% ostatnie lata. Według zaktualizowanego KPK nakłady inwestycyjne PKP PLK mają sięgać w najbliższych latach (2025-29) średnio ok 15 mld PLN/rok. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok, Energopol oraz Railway gft – każdy po kilkadziesiąt mln PLN przychodów. Do tego należy dodać rynki zagraniczne. Nowy obszar rynku w Polsce powinna tworzyć CPK. Na tej bazie nasze prognozy dla ZUE od strony przychodowej w sytuacji optymalnego działania rynku zamawiających mogą wydawać się konserwatywne, ale historia (cykle wyborcze, cykle finansowania UE) wskazuje nam zachowanie pewnej dozy konserwatyizmu.
- Przez ostatnie lata nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. Natomiast w 2024 spółka sfinansowała leasingiem zakup podbijkarki za 28 mln PLN ([link](#)), co sprawiło, że przyrost środków trwałych w 2024 roku był istotny. Zakładamy, że kolejne lata przyniosą poziom nakładów na poziomie amortyzacji.
- Na koniec 2024 roku spółka miała 26 mln PLN długu netto (w 4Q'24 istotna sezonową konwersję kapitału obrotowego na gotówkę, po 3Q'24 dług netto wynosił 73 mln PLN; natomiast poziom gotówki netto z 2023 roku należy traktować raczej jako górkę związaną z końcówką cyklu finansowania unijnego). Przyjmujemy, że na koniec każdego kolejnego roku w szczegółowej prognozie spółka będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami od 2026 roku.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	851,5	921,4	1 484,1	1 219,4	873,1	1 066,9	1 320,3	1 417,5	1 431,7	1 446,0	1 460,5	1 475,1	1 489,9	1 504,8
Budownictwo	780,7	831,1	1 405,1	1 151,8	809,4	1 000,0	1 250,0	1 343,8	1 357,2	1 370,8	1 384,5	1 398,3	1 412,3	1 426,4
Handel	63,3	77,8	74,4	67,6	63,8	66,9	70,3	73,8	74,5	75,3	76,0	76,8	77,6	78,3
Projektowanie	6,9	8,5	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,5	4,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	35,0	42,8	55,9	50,5	43,3	57,7	72,5	79,2	81,4	83,5	85,8	86,6	87,5	88,4
Budownictwo	29,9	31,1	49,9	46,0	39,0	53,2	67,8	74,2	76,3	78,5	80,6	81,4	82,3	83,1
Handel	3,9	10,9	4,5	4,6	4,5	4,7	4,9	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	5,5
Projektowanie	1,5	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,3	-0,5	0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	25,1	26,2	30,4	33,8	34,9	37,1	40,1	41,0	41,2	41,3	41,4	41,6	41,7	41,9
Zysk na sprzedaży	9,9	16,6	25,6	16,6	8,4	20,6	32,5	38,2	40,2	42,2	44,3	45,0	45,8	46,5
Saldo PPO/PKO	4,3	1,5	4,9	2,4	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	27,1	31,9	45,2	34,7	23,4	37,9	49,7	55,4	57,5	59,5	61,6	62,4	63,1	63,9
EBIT	14,2	18,1	30,4	19,1	6,6	20,6	32,5	38,2	40,2	42,2	44,3	45,0	45,8	46,5
Zysk (strata) brutto	15,4	22,1	28,9	12,1	5,1	18,1	30,5	36,8	39,3	41,7	44,1	45,1	46,2	47,1
Zysk (strata) netto	11,8	16,4	21,0	10,7	4,0	14,7	24,7	29,8	31,9	33,8	35,7	36,6	37,4	38,1
Marża brutto ze sprzedaży	4,1%	4,6%	3,8%	4,1%	5,0%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Budownictwo	3,8%	3,7%	3,6%	4,0%	4,8%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Handel	6,2%	14,1%	6,1%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Projektowanie	21,7%	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	3,2%	3,5%	3,0%	2,8%	2,7%	3,5%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	1,7%	2,0%	2,0%	1,6%	0,8%	1,9%	2,5%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża netto	1,4%	1,8%	1,4%	0,9%	0,5%	1,4%	1,9%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
CFO	109,8	-42,6	137,5	-115,6	58,6	28,7	28,1	42,4	49,0	50,6	52,2	52,8	53,3	53,9
Dług netto	-80,2	-14,6	-134,2	26,3	-17,9	-25,1	-26,6	-38,0	-39,0	-39,8	-40,7	-40,5	-40,3	-40,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	193	214	212	211	212	212	212	212	212	212	212	212
Wartości niematerialne i prawne	34	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	110	134	132	131	132	132	132	132	132	132	132	132
Nieruchomości inwestycyjne	16	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Pozostałe aktywa trwałe	33	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Aktywa obrotowe	712	517	435	507	593	630	631	631	630	628	626	630
Zapasy	70	28	20	24	30	32	33	33	33	34	34	34
Należności krótkoterminowe	417	433	326	397	487	521	526	531	536	542	547	552
Inwestycje krótkoterminowe	224	53	86	83	73	73	69	63	57	50	42	41
- w tym środki pieniężne	224	53	86	82	73	73	68	62	56	49	42	40
Pozostałe aktywa obrotowe	1	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Aktywa razem	906	732	647	719	805	842	843	842	842	840	838	842
Kapitał (fundusz) własny	199	205	209	222	239	256	258	260	262	263	264	265
Kapitał mniejszości	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	706	525	437	496	565	584	583	580	578	575	573	576
Rezerwy na zobowiązania	39	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Zobowiązania długoterminowe	90	68	58	48	38	28	23	23	23	23	23	23
- w tym zobowiązania oprocentowane	72	44	34	24	14	4	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	577	425	347	415	494	524	527	525	522	519	517	520
- w tym zobowiązania oprocentowane	17	34	33	32	31	30	29	22	15	8	2	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	906	732	647	719	805	842	843	842	842	840	838	842
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	1 484	1 219	873	1 067	1 320	1 418	1 432	1 446	1 461	1 475	1 490	1 505
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	56	50	43	58	73	79	81	84	86	87	87	88
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	30	34	35	37	40	41	41	41	41	42	42	42
Zysk (strata) na sprzedaży	26	17	8	21	32	38	40	42	44	45	46	47
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	5	2	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	45	35	23	38	50	55	57	60	62	62	63	64
EBIT	30	19	7	21	32	38	40	42	44	45	46	47
Saldo działalności finansowej	-1	-7	-2	-3	-2	-1	-1	-1	0	0	0	1
Zysk (strata) brutto	29	12	5	18	31	37	39	42	44	45	46	47
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	21	11	4	15	25	30	32	34	36	37	37	38
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	137	-116	59	29	28	42	49	51	52	53	53	54
Przepływy z działalności inwestycyjnej	5	-3	-14	-15	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-17	-17
Przepływy z działalności finansowej	17	-53	-11	-17	-22	-26	-38	-41	-42	-44	-44	-39
Przepływy pieniężne netto	160	-171	33	-4	-10	0	-4	-6	-6	-7	-7	-2
Środki pieniężne na początek okresu	63	224	53	86	82	73	73	68	62	56	49	42
Środki pieniężne na koniec okresu	224	53	86	82	73	73	68	62	56	49	42	40
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	61%	-18%	-28%	22%	24%	7%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	42%	-23%	-32%	62%	31%	12%	4%	4%	4%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	28%	-49%	-62%	264%	69%	21%	7%	6%	6%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	3,8%	4,1%	5,0%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Marża EBITDA	3,0%	2,8%	2,7%	3,5%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	2,0%	1,6%	0,8%	1,9%	2,5%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża netto	1,4%	0,9%	0,5%	1,4%	1,9%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
SG&A / przychody	2,0%	2,8%	4,0%	3,5%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
ROE	10,6%	5,2%	1,9%	6,6%	10,3%	11,6%	12,3%	13,0%	13,6%	13,9%	14,2%	14,4%
ROA	2,3%	1,5%	0,6%	2,0%	3,1%	3,5%	3,8%	4,0%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%
Dług	89	79	68	57	46	35	29	22	15	8	2	0
D / (D+E)	31,0%	27,8%	24,5%	20,4%	16,1%	12,0%	10,2%	7,9%	5,6%	3,1%	0,6%	0,0%
D / E	45,0%	38,5%	32,5%	25,7%	19,2%	13,6%	11,4%	8,6%	5,9%	3,2%	0,6%	0,0%
Dług / kapitał własny	45,0%	38,5%	32,5%	25,7%	19,2%	13,6%	11,4%	8,6%	5,9%	3,2%	0,6%	0,0%
Dług netto	-134	26	-18	-25	-27	-38	-39	-40	-41	-41	-40	-40
Dług netto / kapitał własny	-0,7	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	-3,0	0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
EV	71	231	187	180	178	167	166	165	164	164	165	165
Dług / EV	126,3%	34,1%	36,3%	31,7%	25,8%	20,9%	17,8%	13,6%	9,4%	5,2%	0,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,5%	1,7%	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	55,7%	35,4%	86,0%	97,8%	100,5%	100,2%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-5,8%	12,1%	-4,7%	0,7%	1,4%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-15,3%	-55,9%	11,9%	4,0%	7,2%	7,2%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%
P/E*	9,7	19,1	50,9	14,0	8,3	6,9	6,4	6,1	5,7	5,6	5,5	5,4
P/BV*	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA*	1,6	6,7	8,0	4,7	3,6	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6
EV/EBIT*	2,3	12,1	28,3	8,7	5,5	4,4	4,1	3,9	3,7	3,7	3,6	3,5
EV/S*	0,05	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,5	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6
Payout ratio	10,2%	22,7%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 8,90 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

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	8,70	Trzymaj	11,0	19.05.2025*	07:30 CEST	8,90	103 150
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,0	19.02.2025*	08:48 CEST	11,20	94 651
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,1	22.08.2024*	11:55 CEST	10,60	84 528
Trzymaj	11,1	Akumuluj	8,43	22.04.2024*	14:28 CEST	11,10	84 109
Akumuluj	8,43	Kupuj	7,76	04.01.2024*	09:55 CEST	7,86	77 054
Kupuj	7,76	wznowienie	---	12.09.2023*	13:45 CEST	5,62	66 241
Kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39 CEST	9,94	58 348

*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 oprocentowane 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 2Q'25*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	50%	0	0%
Akumuluj	1	13%	0	0%
Trzymaj	3	38%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	9%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2025-05-19

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-19 (07:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-19 (07:30 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 instrument 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom 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 poszczególny instrument 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 Inwestycyjnego).

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.

Analitik (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2025-05-19:

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

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

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ZUE 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 świadomym, 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.