



Dom Maklerski BDM S.A.

BUDOWNICTWO

OPRACOWANIE ZBIORCZE

	Cena rynkowa	Aktualna rekomendacja	Cena docelowa	Potencjał	Poprzednia rekomendacja
BUDIMEX	618,0	Redukuj	530,8	-14,1%	redukuj
ELEKTROTIM	17,48	Akumuluj	19,1	9,3%	kupuj
ERBUD	41,9	Trzymaj	41,1	-1,9%	wznowienie
INSTAL KRAKÓW	42,7	Kupuj	50,0	17,0%	wznowienie
MIRBUD	8,30	Akumuluj	9,09	9,6%	kupuj
MS ZABRZE	4,14	Kupuj	4,85	17,2%	kupuj
PEKABEX	23,3	Kupuj	27,3	17,0%	raport inicjujący
TORPOL	23,8	Kupuj	27,9	17,3%	trzymaj
ZUE	7,86	Akumuluj	8,43	7,2%	kupuj

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

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

	Cena rynkowa	MC [mln PLN]	Aktualna rekomendacja i wycena	Potencjał	Poprzednio	P/E			EV/EBITDA			Div yield				
						'23	'24	'25	'23	'24	'25	'24	'25	'26		
Budimex	618,0	15 777,6	Redukuj	530,8	-14,1%	redukuje	376,5	23,1	18,1	16,0	13,4	10,0	8,4	4,1%	5,3%	6,0%
Elektrotim	17,5	174,5	Akumuluj	19,1	9,3%	kupuj	17,1	4,7	5,2	6,5	3,1	3,3	3,9	14,0%	14,5%	11,6%
Erbud	41,9	499,9	Trzymaj	41,1	-1,9%	---	---	13,2	18,4	11,6	9,0	5,5	4,7	0,0%	1,6%	4,3%
Instal Kraków	42,7	311,1	Kupuj	50,0	17,0%	---	---	8,1	8,3	6,5	5,4	5,2	3,7	5,9%	5,7%	7,4%
Mirbud	8,30	761,48	Akumuluj	9,09	9,6%	kupuj	8,90	7,0	5,8	6,9	4,1	3,5	3,9	3,1%	4,6%	5,1%
MS Zabrze	4,14	308,33	Kupuj	4,85	17,2%	kupuj	3,69	5,4	10,1	10,4	1,7	3,3	3,0	13,8%	7,3%	7,1%
Pekabex	23,3	578,5	Kupuj	27,3	17,0%	---	---	8,0	8,2	6,0	5,4	5,0	3,7	2,2%	2,4%	4,2%
Torpol	23,8	545,5	Kupuj	27,9	17,3%	trzymaj	19,3	6,7	13,4	10,0	2,0	3,4	2,4	0,0%	0,0%	7,5%
ZUE	7,9	181,0	Akumuluj	8,43	7,2%	kupuj	7,76	11,6	14,7	10,6	5,5	5,5	3,8	2,2%	1,7%	4,7%

[mln PLN]	Przychody			EBITDA			EBIT			zysk netto			dług netto		
	'23	'24	'25	'23	'24	'25	'23	'24	'25	'23	'24	'25	'23	'24	'25
Budimex	9 560	10 334	11 526	908	1 117	1 233	750	955	1 070	684	873	985	-3 644	-4 602	-5 432
Elektrotim	580	501	516	55	44	37	50	40	33	37	34	27	-6	-29	-28
Erbud	3 315	3 271	3 658	74	113	134	37	74	93	38	27	43	164	122	132
Instal Kraków	475	437	475	54	53	64	48	47	59	38	38	48	-21	-36	-70
Mirbud	3 082	3 072	3 007	198	220	190	180	202	171	108	132	111	43	3	-26
Mostostal Zabrze	1 378	976	987	87	55	56	71	39	40	57	30	29	-151	-123	-132
Pekabex	1 585	1 757	2 025	138	137	158	108	107	126	72	70	97	171	105	1
Torpol	958	1 195	1 480	113	66	83	88	40	57	82	41	54	-324	-320	-345
ZUE	1 260	985	1 071	34	31	37	20	16	22	16	12	17	10	-11	-39

BUDOWNICTWO INFRASTRUKTURALNE

Budimex (zalecenie: Redukuj, wycena: 530,8 PLN) stanowi obecnie 63% portfela indeksu WIG-Budownictwo (jest także pierwszy na liście rezerwowej do wejścia do WIG20). Spodziewamy się mocnych wyników w okresie 2024-25 a w kolejnych latach istotnego wzrostu kontrybucji rynków zagranicznych. Jednocześnie spółka jest obecnie handlowana nie tylko z wyraźną premią (tradycyjnie) do sektora budowlanego, ale także do historycznych i progностycznych wskaźników EV/EBITDA i naszym zdaniem obecna wycena rynkowa zakłada nie tylko istotną ekspansję przychodową, ale także marżową, mimo cykliczności rynku budowlanego.

W przypadku **Mirbudu (Akumuluj, 9,09 PLN)** perspektywa wynikowa na 2024 wydaje się atrakcyjna (spółka dość późno w obecnym cyklu zaczęła pokazywać wzrost marż, dobrze może wypaść segment deweloperski), natomiast wycena mnożnikowa nadal niska (zgadzamy się, że częściowo ma to swoje uzasadnienie). Po słabym w kontraktacji 2023 roku, obecny może być dużo lepszy w segmencie drogowym (duża liczba ofert z najniższą ceną w końcówce 2023, aczkolwiek z dość niskimi cenami vs budżety).

Torpol (Kupuj, 27,9 PLN) w ostatnich kilku miesiącach wyraźnie odbudował nie tylko portfel, ale poprawił prawdopodobnie także perspektywę marżową, co może w przyszłości budować miejsce do pozytywnych zaskoczeń. Wynik wyborów parlamentarnych otworzył też opcję na szerszy wachlarz możliwości w kontekście akcjonariatu spółki.

W ostatnich miesiącach backlog **ZUE (Akumuluj, 8,43 PLN)** został wzmocniony przez duży kontrakt dla PKP PLK (Katowice-Będzin). Należy brać jednak pod uwagę, że po rekordowym dla spółki przerobie w 2023 (wyższym od naszych wcześniejszych oczekiwań), kolejny rok na tym polu może być słabszy. Natomiast dostrzegamy szanse na poprawę po stronie rentowności, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów czy potencjalne waloryzacje i dopłaty.

BUDOWNICTWO KUBATUROWE

Erbud (Trzymaj, 41,1 PLN) z jednej strony przez Ondę oferuje ekspozycję na segment OZE, z drugiej na szali należy położyć relatywnie wysoki poziom zadłużenia, presję konkurencyjną w kubaturze i nadal niepewną w 2024 roku ścieżkę wyników w segmencie modułów. Nawet przy zakładanej poprawie wyników, mnożniki nie są naszym zdaniem wybitnie atrakcyjne.

Pekabex (Kupuj, 27,3 PLN) odnotował wyraźny spadek produkcji w 2023 roku, ale po stronie przychodów spółka notuje wzrost znaczenia GW. Spadek rentowności w podstawowym biznesie w 2024 roku powinien być rekompensowany przez wyższą kontrybucję segmentu deweloperskiego. W średnim terminie podoba nam się ekspozycja spółki na budowę mieszkań na wynajem (pula pożyczek na ten cel w ramach KPO oraz zainteresowanie tym obszarem ze strony partii wchodzące w skład nowego rządu).

BUDOWNICTWO POZOSTAŁE

Elektrotim (Akumuluj, 19,1 PLN) ma jeszcze dość dobrze wypełniony portfel na 1H'24, ale zarząd sygnalizował już po 3Q'23 spowolnienie w przetargach w okresie okołowyborczym. Sytuację istotnie może poprawić podpisanie kontraktu na perymetrię na rzece Bug za 227 mln PLN. W średnim terminie spółka powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych (ekspozycja na transformację energetyczną poprzez inwestycje w sieci dystrybucyjne).

Instal Kraków (Kupuj, 50,0 PLN) należy naszym zdaniem głównie postrzegać przez wartość segmentu deweloperskiego. Ze względu na projekty w realizacji oraz posiadany bank ziemi spółka oferuje naszym zdaniem nadal ciekawą ekspozycję na krakowski rynek mieszkaniowy, który zmagają się ze strukturalnym niedoborem mieszkań i brakiem gruntów przeznaczonych pod zabudowę w atrakcyjnych lokalizacjach.

MS Zabrze (Kupuj, 4,85 PLN) zamknął w ostatnich miesiącach kilka kluczowych spornych spraw, posiada bardzo silną pozycję gotówkową i naszym zdaniem nadal wykazuje niedowartościowanie względem sektora (nawet biorąc pod uwagę, że wyniki w najbliższych okresach będą podlegać erozji). Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów (dekarbonizacja hutnictwa, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers) wyróżniających ją na tle innych podmiotów.

SPIS TREŚCI

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	4
OTOCZENIE MAKRO W BUDOWNICTWIE – KLUCZOWE WYKRESY.....	13
RYNEK BUDOWLANY W POLSCE.....	14
ŚRODKI UNIJNE	26
STRONA KOSZTOWA	28
INDEKS WIG-BUDOWNICTWO	32
PORTFELE SPÓŁEK BUDOWLANYCH	34
WYKRESY – PODSTAWOWE DANE I PROGNOZY POKRYWANYCH SPÓŁEK	36
BUDIMEX.....	39
ELEKTROTIM.....	49
ERBUD	61
INSTAL KRAKÓW	73
MIRBUD.....	83
MOSTOSTAL ZABRZE	95
PEKABEX.....	107
TORPOL	125
ZUE.....	135

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE

Indeks WIG-Budownictwo ma za sobą bardzo mocny 2023 rok. Budimex, który ma największy udział w indeksie ponad dwukrotnie zwiększył swoją wycenę, wysokie stopy zwrotu odnotowały także średnie i małe podmioty jak Mirbud, Elektrotim czy MS Zabrze. Dodatnie stopy odnotowały nawet mające problemy z rentownością operacyjną podmioty jak Erbud czy Unibep.

Uważamy, że w 1H'23 inwestorzy głównie skupiali się na poprawie rentowności przy spadku presji kosztowej. Natomiast w 2H'23 na pierwszy plan wysunęły się wybory parlamentarne i poprawa relacji z UE (kwestia nie tylko odblokowania KPO, ale także wykorzystania bazowych środków unijnych z perspektywy 2021-27). W ubiegłym roku ważnym motywem inwestycyjnym stało się także wyjście spółek na rynki zagraniczne. Sam temat odbudowy Ukrainy wygląda nadal dość mgliście (i realnie dla polskich podmiotów może przynieść też wiele turbulencji), natomiast wejście na inne rynki CEE/Skandynawii dla części spółek może być ciekawą opcją na „ucieczkę” od mocno konkurencyjnego rynku krajowego. Należy pamiętać przy tym, że to nie jest pierwsza fala zainteresowania rynkami zagranicznymi ze strony krajowych spółek i doświadczenie są tu dość mieszane.

Spoglądając w 2024 rok kluczowa dla sentymentu inwestorów do branży będą naszym zdaniem następujące czynniki:

- **sprawność w realnym uruchomieniu środków z KPO/FENiKS** –niezbędne są tu nie tylko dobre relacje z UE na poziomie ogólnym, ale także zrealizowanie wielu kamieni milowych w KPO (część z nich może być niepopularna politycznie) oraz ogłoszenie i rozstrzygnięcie przetargów (zakładamy, że w wielu kluczowych instytucjach dojdzie do zmiany kadr, a następnie audytów dotychczasowych programów, co nie będzie wpływać pozytywnie na szybkość podejmowania decyzji); historycznie okres powyborczy przynosi spowolnienie w branży budowlanej
- **mnożniki rynkowe vs ścieżka wynikowa podmiotów vs miejsce do zaskoczeń rynku**– nawet w przypadku spółek, gdzie zakładamy słabsze wyniki w 2024 vs 2023, mnożniki w większości wypadków nie są wymagające; spodziewamy się, że informacje o istotnych zleceniach raczej powinny mieć pozytywne przełożenie na kursy, natomiast obawy o koszty/rentowność pojawiają się dopiero w okresie późniejszym (bardziej w przypadku spółek o długim duration portfeli)
 - dla wielu spółek 2023 rok był rekordowy pod względem wyników, natomiast w 2024 rok duża grupa średnich/mniejszych podmiotów wchodzi z niższymi r/r **portfelami zleceń** – to jak szybko uda się je odbudować zależy z jednej strony od punktu związanego z uruchomieniem środków unijnych a z drugiej od ogólnego ożywienia gospodarczego w kraju i strefie euro;
 - pod względem **kosztów materiałów** w bazowym scenariuszu nie spodziewamy się w 2024 roku negatywnych zaskoczeń (większy znak zapytania można stawiać na lata 2025-26) - spółki z dużymi portfelami powinny nadal być beneficjentami otoczenia stabilnych kosztów materiałów; spółkom z szybciej rotującymi portfelami ciężiej będzie o utrzymanie marż z 2023 roku ze względu na wygaśnięcie efektu wysokich marż na kontraktach z 2022 roku, które były pozyskiwane przy założeniu utrzymania wysokiej inflacji
 - **koszty podwykonawców** nie powinny być jeszcze pod presją (wolumen prac nadal będzie dość ograniczony), natomiast istotny wzrost płacy minimalnej może odkładać się na presję na wyższych szczeblach drabinki **wynagrodzeń**

Kurs Budimexu w ostatnich miesiącach systematycznie poprawiał swoje rekordowe poziomy (stopa zwrotu w 2023 roku: +132%) wspierany przez kontynuację napływu pozytywnych informacji dotyczących m.in. przyrostu portfela (ekspansja na rynki zagraniczne) oraz bieżących wyników (jako GW spółka jest beneficjentem cyklicznego schłodzenia koniunktury). Wejście do MSCI Poland, przyciągnęło dodatkową uwagę inwestorów zagranicznych a ważnym motywem inwestycyjnym stał się także nowe otwarcie na fundusze unijne po wyborach. Wszystkie te czynniki sprawiają, że spółka jest obecnie handlowana nie tylko z wyraźną premią (tradycyjnie) do sektora budowlanego, ale także do historycznych i prognostycznych wskaźników EV/EBITDA. Rynek w obecnej wycenie uwzględnia już znaczną poprawę wyników w kolejnych 2-3 latach oraz utrzymanie wysokich marż w długim terminie. Sektor, w którym działa spółka jest cykliczny. Dla marżowości Budimexu jako generalnego wykonawcy lepsze są okresy stabilizacji/lekkiej dekonunktury w branży, niż jej ekspansji, która nadejdzie przy szerszym uruchomieniu środków unijnych. Przy naszych obecnych założeniach cenę docelową wyznaczamy na poziomie 530,8 PLN. Utrzymujemy zalecenie Redukuj.

BUDIMEX
REDUKUJ
 (POPZEDNIA
 REKOMENDACJA: REDUKUJ)
WYCENA 530,8 PLN

ELEKTROTIM
AKUMULUJ
(POPRZEDNIA
REKOMENDACJA: KUPUJ)
WYCENA 19,1 PLN

Od połowy 2022 roku Elektrotim był w okresie wysokiego momentum wynikowego. Szacujemy, że za cały rok 2023 wynik netto powinien przekroczyć sumę zysków, która spółka planowała w scenariuszu „minimum” na lata 2023-25. Sprzyjał wysoki portfel zleceń oraz spadek presji kosztowej i nawet kwestia upadłości Zeusa nie miała aż tak istotnego znaczenia. Obecnie baza wynikowa będzie się robić bardziej wymagająca. Okres okołowyborczy przekłada się na niską decyzyjność w rozstrzyganiu nowych przetargów publicznych, ale portfel spółki jest dość mocno wypełniony na 1H'24. W perspektywie 2H'24/2025 kluczowe jest podpisanie kontraktu na perymetrię na rzece Bug (227 mln PLN). Przetarg został rozstrzygnięty jeszcze przez poprzedni rząd, ale ma on finansowanie unijne, więc zakładamy, że zostanie finalnie podpisana umowa wykonawcza. W średnim terminie spółka powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych (ekspozycja na transformację energetyczną). Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 19,1 PLN, co implikuje zalecenie Akumuluj (poprzednio Kupuj).

ERBUD
TRZYMAJ
(WZNOWIENIE
REKOMENDACJI)
WYCENA 41,1 PLN

Wyniki Erbudu w okresie 2022-23 znajdowały się pod presją. Elementem spajającym oba lata są duże koszty związane z rozpoczęciem działalności w budownictwie modułowym. Spółkę podratowało wygranie sprawy sądowej z B. Millennium. Zakładamy, że wyniki 4Q'23 będą słabe, obciążone dodatkowo przez ugodę z MPL Modlin. Atrakcyjnie wygląda spodziewana poprawa klimatu inwestycyjnego w branży OZE, co wspiera już sentyment do Onda. Jednocześnie 2024 rok nadal będzie trudny dla kubatury w Polsce. W kolejnych latach pozytywnie na podaż projektów powinny wpłynąć środki unijne oraz obniżki stóp procentowych w Europie, jednak strukturalnie ten obszar ma problem, aby generować wysoką wartość dodaną. Z jednej strony spółka przez Onda oferuje ekspozycję na segment OZE, z drugiej na szali należy położyć relatywnie wysoki poziom zadłużenia, presję konkurencyjną w kubaturze. Znakiem zapytania jest ścieżka dojścia do satysfakcjonujących wyników przez segment modułów (w 2024 trudno może być o break-even). Nawet przy zakładanej poprawie wyników mnożniki (P/E'25=11,6x) nie są naszym zdaniem wybitnie atrakcyjne. Wznawiamy wydawanie rekomendacji dotyczących Erbudu od zalecenia Trzymaj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 41,1 PLN.

INSTAL KRAKÓW
KUPUJ
(WZNOWIENIE
REKOMENDACJI)
WYCENA 50,0 PLN

Głównym generatorem wartości spółki jest segment deweloperski. Obszar budowlany nie jest w stanie od lat przynosić powtarzalnych zysków, natomiast Frapol osiąga pewien stały poziom wyniku, przeplatany wpadkami. Obecnie spółka realizuje kolejne etapy projektu deweloperskiego Mierzeja Wiślana (etap II został ukończony w 4Q'23, III i IV są w budowie) oraz rozpoczęła pierwszy projekt poza Krakowem (Zabrze). Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych spółki po 3Q'23 określona była na 165 mln PLN. Wśród nich na uwagę zasługują grunty w rejonie ul. Golikówka, gdzie na 2024 planowane jest wprowadzenie do sprzedaży pierwszych lokali. Spółka oferuje naszym zdaniem nadal ciekawą ekspozycję na krakowski rynek mieszkaniowy, który zmagają się ze strukturalnym niedoborem mieszkań i brakiem atrakcyjnych gruntów przeznaczonych pod zabudowę. Uważamy, że Instal Kraków pozostaje niedowartościowany względem rynkowej wartości posiadanych aktywów. Wznawiamy wydawanie rekomendacji od zalecenia Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 50,0 PLN

MIRBUD
AKUMULUJ
(POPZEDNIA
REKOMENDACJA: KUPUJ)
WYCENA 9,09 PLN

Rok 2023 przyniósł zatrzymanie ekspansji przychodowej Mirbudu, a wynik netto prawdopodobnie mógł spaść drugi rok z rzędu. W końcówce 4Q'23 spółka intensywnie podeszła do składania ofert w przetargach dla GDDKiA, uzyskując ponad 2,0 mld PLN w najniższych cenach. W przypadku pozyskania tych umów perspektywa portfela na 2025+ stanie się klarowniejsza, przy czym wycena zleceń nie jest wybitnie atrakcyjna (średnio 77% vs budżety GDDKiA, 94% vs II oferta). Spółka nie ma aż tak dużej ekspozycji na środki unijne po stronie przychodów, jak część innych podmiotów, natomiast po stronie kosztowej ewentualne ożywienie w branży odczuje jak cały rynek. Ze strony ryzyk należy brać także pod uwagę różne scenariusze dla rozliczenia należności z projektów magazynowych dla Panattoni. Spółka pozostaje jednak wyceniana relatywnie nisko. Perspektywa wynikowa na 2024 wydaje się atrakcyjna (Mirbud dość późno w obecnym cyklu zaczął pokazywać wzrost marż, dobrze może wypaść segment deweloperski). Mirbud na naszych prognozach wyceniany jest na $EV/EBITDA'24=3,5x$. Cenę docelową ustalamy na poziomie 9,09 PLN. Obniżamy zalecenie do Akumuluj (poprzednio Kupuj).

MS ZABRZE
KUPUJ
(POPZEDNIA
REKOMENDACJA: KUPUJ)
WYCENA 4,85 PLN

MS Zabrze naszym zdaniem nadal wykazuje niedowartościowanie względem sektora (wycena nawet przy zakładanym pogorszeniu wyników w 2024 roku nie jest wymagająca) oraz posiada silną pozycję gotówkową. Należy brać jednak pod uwagę, że ścieżka wynikowa w najbliższych okresach będzie podlegać erozji. Portfel spółki (-48% r/r po 3Q'23) wrócił do poziomów z 2020 roku. Wskazujemy jednocześnie na długoterminowe relacje spółki z klientami, dla których w ostatnich miesiącach zakończyły się duże kontrakty (BASF, Mittal), ale którzy powinni być źródłem nowych zleceń. Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów (dekarbonizacja hutnictwa, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers) wyróżniających ją na tle innych podmiotów. Zakładamy, że spółka wypłaci akcjonariuszom w przyszłym roku ok. 40 mln PLN w formie skupu/dywidendy (yield=14%). Zwracamy uwagę, że w ostatnim roku spółce udało się korzystnie pozamykać istotne sprawy (Wood oraz KT), więc nasza wycena nie uwzględnia już dyskonta z tego tytułu. Cenę docelową obecnie ustalamy na 4,85 PLN (poprzednio 3,69 PLN). Implikuje to podtrzymanie rekomendacji Kupuj.

PEKABEX
KUPUJ
(RAPORT INICJUJĄCY)
WYCENA 27,3 PLN

Przychody Pekabexu w 2015 roku wyniosły 0,35 mld PLN (debiut na GPW), a w 2022-23 osiągnęły 1,6-1,7 mld PLN. Uważamy, że udział prefabrykacji w rynku budowlanym w kolejnych latach będzie nadal systematycznie rósł. Spółka powinna być beneficjentem trudniejszego dostępu do siły roboczej na budowach czy standaryzacji „produkcji” mieszkań (zwracamy uwagę na zapowiedzi nowego rządu w kwestii budownictwa społecznego czy powrót rynku PRS przy obniżkach stóp proc.). Za 2023 spółka powinna uzyskać rekordowe EBITDA i zysk netto w skali roku (głównie na bazie udanego 1H'23). Portfel spółki po 3Q'23 był o 4% niższy r/r, ale w odniesieniu do kolejnego roku o 19% wyższy. W 2024 roku w segmentach prefabrykacji i GW postępować może „normalizacja” marż po ponadprzeciętnym 1H'23. Wyniki powinny być wsparte natomiast przez segment deweloperski. Zakładamy, że na poziomie EBITDA czy zysku netto w 2024 roku wyniki będą zbliżone r/r. Istotnej poprawy przychodów z prefabrykacji i usług budowlanych oczekujemy w 2025 roku, co w połączeniu z nadal istotnym wkładem deweloperki, powinno pozwolić na wyraźną poprawę wyników. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 27,3 PLN, co implikuje rozpoczęcie wydawania rekomendacji od zalecenia Kupuj.

TORPOL
KUPUJ
(POPZEDNIA
REKOMENDACJA: TRZYMAJ)
WYCENA 27,9 PLN

Torpol od 1Q'23 znajduje się w słabszym momentum wynikowym. Zakładamy, że efekt nowych kontraktów po stronie przychodowej pojawi się w 2024 roku, jednocześnie dłużej w trendzie spadkowym pozostanie rentowność (powrót do średnich po wyczerpaniu się efektu przeszacowań w górę marż budżetowych). Jednocześnie w ostatnich kilku miesiącach spółka wyraźnie odbudowała nie tylko portfel (cztery umowy z PKP PLK za 2,2 mld PLN), ale poprawiła prawdopodobnie także perspektywę marżową, co może w przyszłości budować miejsce do pozytywnych zaskoczeń. Z pipeline spółki wypadła natomiast najbardziej agresywna oferta na obwodnicę Poznania, a dość nieoczekiwanie pojawiła się szansa na zdobycie kontraktu w Katowicach na ok. 3 mld PLN (na razie jednak brak decyzji po stronie PKP o ponownym wyborze najkorzystniejszej oferty). Równocześnie 70% obecnej kapitalizacji Torpolu stanowi gotówka netto. Wynik wyborów parlamentarnych otworzył też opcję na szerszy wachlarz możliwości w kontekście akcjonariatu spółki (zwracamy uwagę np. na chęci Mirbudu do zbudowania pozycji na rynku kolejowym). Cenę docelową akcji Torpolu ustalamy na poziomie 27,9 PLN (wzrost w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest pochodną m.in. lepszego profilu backlogu i potencjalnego pipeline oraz niższego kosztu kapitału). Podnosimy nasze zalecenie do Kupuj (poprzednio Trzymaj).

ZUE
AKUMULUJ
(POPZEDNIA
REKOMENDACJA: KUPUJ)
WYCENA 8,43 PLN

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

Wybrane dane finansowe i prognozy roczne [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Budimex													
Przychody	7 387	7 570	8 382	7 911	8 619	9 560	10 334	11 526	12 649	13 469	13 895	14 226	14 263
Zysk brutto ze sprzedaży	629,1	551,6	937,0	833,8	872,4	1 072,4	1 352,6	1 503,6	1 482,3	1 593,1	1 651,9	1 687,3	1 675,2
marża	8,5%	7,3%	11,2%	10,5%	10,1%	11,2%	13,1%	13,0%	11,7%	11,8%	11,9%	11,9%	11,7%
EBITDA	469,1	424,1	776,1	733,7	714,8	908,4	1 116,5	1 233,3	1 168,7	1 250,8	1 294,9	1 318,9	1 306,0
EBIT	417,0	318,4	638,6	587,1	562,4	750,4	954,6	1 070,0	1 004,0	1 084,5	1 127,0	1 149,6	1 135,2
Zysk netto	305,4	226,0	459,5	451,1	534,4	683,6	872,9	985,1	925,2	985,0	1 012,5	1 033,1	1 024,4
Dług netto	-1 170,2	-1 168,6	-1 912,4	-2 457,0	-3 010,4	-3 644,3	-4 602,4	-5 431,5	-5 750,4	-6 084,5	-6 241,4	-6 369,6	-6 461,0
Elektrotim													
Przychody	310,5	258,6	276,8	277,2	505,6	580,0	501,3	516,2	537,9	566,5	588,4	599,0	608,0
Zysk brutto ze sprzedaży	24,0	9,1	38,7	32,5	67,5	85,6	66,9	61,7	60,0	60,5	59,9	61,0	61,9
marża	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	14,8%	13,3%	12,0%	11,2%	10,7%	10,2%	10,2%	10,2%
EBITDA	1,8	-11,3	28,6	14,8	38,1	54,7	44,4	37,4	34,1	33,0	31,3	31,8	32,2
EBIT	-1,3	-16,1	23,2	9,3	33,2	50,3	39,8	33,0	29,6	28,4	26,6	27,1	27,5
Zysk netto	-3,9	-14,5	16,6	6,6	22,0	37,0	33,6	27,0	24,3	23,3	21,9	22,3	22,7
Dług netto	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0	-28,0	-27,9	-28,4	-32,4	-36,8
Erbud													
Przychody	2 331,9	2 313,4	2 228,3	3 102,1	3 855,6	3 315,1	3 270,6	3 658,1	4 054,1	4 339,8	4 432,8	4 513,2	4 585,1
Zysk brutto ze sprzedaży	89,1	146,7	193,5	293,3	222,1	233,0	267,4	302,3	351,2	384,1	397,6	405,9	412,9
marża	3,8%	6,3%	8,7%	9,5%	5,8%	7,0%	8,2%	8,3%	8,7%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%
EBITDA	-2,3	79,7	93,6	118,5	54,0	74,0	113,3	134,2	160,8	178,2	185,0	187,0	188,6
EBIT	-17,3	58,4	70,6	90,8	20,9	36,6	74,2	93,2	120,0	137,4	144,0	145,7	147,2
Zysk netto	-20,4	33,6	46,7	8,8	8,3	38,0	27,2	43,0	58,6	69,2	75,0	77,9	80,5
Dług netto	-78,5	84,2	-165,1	-149,3	148,6	163,7	122,1	132,1	137,5	128,5	88,9	47,1	10,0
Instal Kraków													
Przychody	486,6	441,5	411,4	380,5	397,6	475,5	437,3	474,9	481,5	486,5	491,5	496,6	501,8
Zysk brutto ze sprzedaży	70,8	77,2	65,7	72,5	76,0	98,1	99,1	112,7	114,9	115,2	115,6	115,9	116,2
marża	14,5%	17,5%	16,0%	19,0%	19,1%	20,6%	22,7%	23,7%	23,9%	23,7%	23,5%	23,3%	23,1%
EBITDA	42,4	38,2	37,3	43,1	42,2	53,6	52,6	64,5	66,4	66,6	66,9	67,1	67,3
EBIT	38,6	33,3	31,0	36,8	36,2	47,9	47,1	59,0	60,8	61,1	61,3	61,5	61,7
Zysk netto	31,2	23,9	23,2	26,9	29,0	38,3	37,5	48,2	52,2	53,8	54,8	55,3	55,4
Dług netto	-23,8	-15,4	-68,2	-60,5	-7,1	-21,1	-35,8	-69,8	-98,5	-120,1	-131,0	-131,7	-132,2
Mirbud													
Przychody	1 143,1	949,1	1 242,9	2 505,6	3 319,3	3 081,6	3 071,7	3 006,8	3 157,8	3 314,3	3 414,7	3 485,2	3 553,9
Zysk brutto ze sprzedaży	93,2	100,6	137,3	231,6	270,5	279,5	302,8	275,1	276,7	278,8	278,8	286,2	291,2
marża	8,2%	10,6%	11,0%	9,2%	8,1%	9,1%	9,9%	9,1%	8,8%	8,4%	8,2%	8,2%	8,2%
EBITDA	62,4	63,9	98,4	187,9	194,4	197,8	220,2	189,8	186,4	183,0	179,7	184,7	187,4
EBIT	51,0	52,2	84,4	174,5	178,4	179,6	201,7	171,1	167,4	164,1	160,6	165,6	168,2
Zysk netto	24,6	28,1	58,2	128,0	119,2	108,3	132,0	110,5	111,3	110,3	109,4	115,2	118,8
Dług netto	172,9	154,4	83,8	-10,7	-59,2	42,9	3,2	-26,0	-87,9	-140,1	-178,1	-234,8	-284,1
Mostostal Zabrze													
Przychody	613,2	601,4	616,9	770,1	1 172,3	1 377,9	975,5	987,2	1 030,2	1 059,1	1 084,5	1 100,8	1 111,8
Zysk brutto ze sprzedaży	69,6	64,8	72,1	77,3	112,5	131,4	96,9	99,1	100,9	103,3	105,4	106,4	106,8
marża	11,4%	10,8%	11,7%	10,0%	9,6%	9,5%	9,9%	10,0%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,6%
EBITDA	35,1	33,3	39,1	44,5	71,0	87,1	54,6	55,9	54,7	55,0	55,4	55,3	55,1
EBIT	22,9	20,4	26,4	32,1	58,3	71,1	38,8	39,6	38,8	39,5	40,0	40,1	39,9
Zysk netto	11,1	10,1	10,2	14,7	32,0	56,5	29,9	29,2	25,9	26,4	26,7	26,7	26,6
Dług netto	15,5	8,1	22,8	-16,9	-57,1	-150,8	-123,2	-132,3	-137,6	-138,7	-139,1	-139,3	-139,5
Pekabex													
Przychody	886,3	772,0	952,3	1 504,9	1 677,9	1 585,1	1 756,7	2 024,6	2 195,2	2 350,8	2 491,9	2 614,0	2 712,9
Zysk brutto ze sprzedaży	164,2	119,3	167,0	194,1	281,2	270,3	274,3	307,7	330,4	350,4	368,2	383,3	395,3
marża	18,5%	15,5%	17,5%	12,9%	16,8%	17,1%	15,6%	15,2%	15,1%	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%
EBITDA	81,9	55,4	89,5	84,5	127,7	138,1	137,1	158,2	165,8	174,9	182,8	189,2	193,8
EBIT	67,5	39,4	69,5	57,8	100,0	108,1	106,6	126,3	131,4	138,5	144,8	150,2	154,4
Zysk netto	51,2	30,5	57,9	40,3	67,3	71,9	70,5	96,8	101,4	109,1	115,9	121,8	126,6
Dług netto	-4,9	28,7	94,0	134,3	101,7	171,1	104,7	0,9	-41,0	-87,8	-120,6	-165,6	-185,2
Torpol													
Przychody	1 525,7	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 084,8	958,1	1 195,0	1 480,0	1 610,0	1 665,0	1 720,0	1 765,0	1 800,0
Zysk brutto ze sprzedaży	83,1	75,4	99,9	145,5	259,3	131,5	85,1	103,6	114,2	119,6	125,1	128,3	126,0
marża	5,4%	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	13,7%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,0%
EBITDA	67,9	64,7	86,4	127,3	244,8	113,2	66,0	83,4	89,9	93,6	97,7	99,6	96,3
EBIT	51,7	42,9	63,6	105,1	220,6	88,2	40,2	57,3	64,6	68,3	72,2	74,0	70,6
Zysk netto	19,2	29,1	48,6	77,1	183,8	82,0	40,8	54,5	59,7	63,0	66,4	68,2	65,4
Dług netto	87,7	-2,9	-260,2	-312,8	-396,2	-323,9	-319,8	-345,3	-348,2	-359,8	-373,9	-378,1	-371,9
ZUE													
Przychody	832,7	996,2	901,4	851,5	921,4	1 259,6	984,6	1 070,6	1 177,7	1 236,6	1 261,3	1 273,9	1 286,7
Zysk brutto ze sprzedaży	-56,0	27,9	31,3	35,0	42,8	44,8	45,3	52,0	58,3	62,4	64,8	64,0	64,6
marża	-6,7%	2,8%	3,5%	4,1%	4,6%	3,6%	4,6%	4,9%	4,9%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%
EBITDA	-67,0	21,0	23,9	27,1	31,9	34,4	30,7	37,1	43,7	47,3	49,6	48,7	49,2
EBIT	-77,9	7,9	10,6	14,2	18,1	20,3	16,3	22,3	28,9	32,5	34,7	33,8	34,3
Zysk netto	-62,8	3,8	4,3	11,8	16,4	15,6	12,3	17,1	23,0	26,4	28,7	28,2	28,8
Dług netto	-45,6	21,5	15,6	-80,2	-14,6	9,7	-11,5	-38,7	-55,4	-71,7	-88,0	-87,8	-88,6

Źródło: DM BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i prognozy kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Budimex												
Przychody	1 599	2 399	2 370	2 251	1 939	2 379	2 676	2 566	2 042	2 568	2 913	2 812
Zysk brutto ze sprzedaży	132,1	263,9	255,8	220,6	174,2	227,2	319,9	351,0	237,9	349,2	392,8	372,8
marża	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%	9,6%	12,0%	13,7%	11,6%	13,6%	13,5%	13,3%
EBITDA	94,0	214,4	219,2	187,2	141,3	208,8	247,8	310,5	193,7	291,2	342,4	289,2
EBIT	57,4	177,3	182,0	145,7	102,3	170,3	209,1	268,7	153,2	250,7	301,9	248,7
Zysk netto	56,4	144,9	157,3	175,9	106,3	168,4	175,7	233,2	148,7	228,8	269,8	225,7
Dług netto	-2 867,0	-1 890,4	-2 129,8	-3 010,4	-3 174,1	-2 609,9	-2 736,6	-3 644,3	-3 844,3	-3 143,3	-3 243,3	-4 602,4
Elektrotim												
Przychody	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	171,0	75,0	130,0	137,5	158,8
Zysk brutto ze sprzedaży	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	23,2	10,1	18,2	18,7	19,9
marża	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	13,5%	13,5%	14,0%	13,6%	12,5%
EBITDA	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	14,4	6,0	13,6	13,9	10,9
EBIT	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	13,2	4,8	12,5	12,7	9,8
Zysk netto	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	10,3	4,2	10,5	10,5	8,4
Dług netto	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-6,5	-35,3	-9,2	1,4	-29,1
Erbud												
Przychody	763,9	1 026,2	1 005,4	1 060,1	720,6	861,6	865,0	867,8	643,5	803,6	881,1	942,3
Zysk brutto ze sprzedaży	49,7	61,0	57,2	54,2	43,6	76,8	56,6	55,9	40,7	62,1	71,2	93,4
marża	6,5%	5,9%	5,7%	5,1%	6,1%	8,9%	6,5%	6,4%	6,3%	7,7%	8,1%	9,9%
EBITDA	12,2	16,6	15,6	9,6	1,0	27,2	51,2	-5,3	2,7	27,7	33,4	49,5
EBIT	4,7	7,7	8,1	0,4	-7,8	18,0	41,8	-15,4	-6,9	18,1	23,7	39,3
Zysk netto	0,2	-1,2	2,1	7,3	-13,4	3,5	67,6	-20,7	-8,6	6,3	10,2	19,4
Dług netto	-62,0	177,4	159,6	113,3	185,5	154,9	154,9	128,4	176,2	126,0	146,5	86,8
Instal Kraków												
Przychody	74,0	91,3	88,5	143,6	99,2	84,7	104,3	187,3	115,5	75,5	78,2	168,1
Zysk brutto ze sprzedaży	10,8	14,6	18,0	32,6	18,4	13,3	23,0	43,4	24,7	16,6	17,6	40,2
marża	14,5%	16,0%	20,3%	22,7%	18,5%	15,7%	22,0%	23,2%	21,4%	21,9%	22,5%	23,9%
EBITDA	2,8	4,9	9,0	25,5	8,4	3,0	9,6	32,6	14,1	6,0	4,5	28,1
EBIT	1,2	3,4	7,5	24,1	6,9	1,5	8,2	31,2	12,7	4,5	3,1	26,8
Zysk netto	1,0	2,6	6,1	19,3	5,4	1,4	5,9	25,5	9,9	3,5	2,4	21,7
Dług netto	-62,4	-19,5	-27,8	-7,1	-4,4	1,9	-5,1	-21,1	-31,1	-31,1	-25,3	-35,8
Mirbud												
Przychody	501,8	849,3	951,8	1 016,5	515,3	679,9	872,4	1 014,0	554,7	741,3	892,7	883,1
Zysk brutto ze sprzedaży	41,5	61,3	82,5	85,1	43,4	56,7	74,1	105,3	57,6	77,9	92,6	74,7
marża	8,3%	7,2%	8,7%	8,4%	8,4%	8,3%	8,5%	10,4%	10,4%	10,5%	10,4%	8,5%
EBITDA	28,6	44,5	66,1	55,3	30,1	37,0	48,0	82,7	39,7	58,1	70,5	51,8
EBIT	24,9	40,5	62,0	50,9	25,6	32,4	43,3	78,3	35,1	53,5	65,9	47,2
Zysk netto	15,2	24,3	48,2	31,5	13,1	15,7	27,5	52,0	20,7	35,5	45,4	30,4
Dług netto	125,3	236,1	256,8	-59,2	151,3	245,5	331,3	42,9	222,5	277,1	255,3	3,2
Mostostal Zabrze												
Przychody	230,9	275,9	349,0	316,5	347,6	407,3	365,9	257,0	239,0	241,3	247,1	248,1
Zysk brutto ze sprzedaży	22,3	27,4	26,9	35,8	29,7	35,4	37,8	28,6	24,7	23,7	24,3	24,2
marża	9,7%	9,9%	7,7%	11,3%	8,5%	8,7%	10,3%	11,1%	10,4%	9,8%	9,8%	9,8%
EBITDA	13,3	15,8	18,4	23,5	19,8	25,7	24,2	17,4	14,8	13,9	12,7	13,1
EBIT	10,4	12,7	15,0	20,2	16,4	21,0	20,3	13,5	10,9	10,0	8,8	9,1
Zysk netto	5,9	6,5	10,6	9,0	11,2	21,3	14,4	9,6	8,6	8,0	6,9	6,5
Dług netto	-20,3	-30,8	-35,9	-62,2	-80,2	-93,7	-143,4	-156,0	-160,1	-164,2	-125,9	-128,3
Pekabex												
Przychody	412,5	425,5	417,6	422,4	387,1	385,2	410,9	407,7	372,5	398,8	502,7	482,7
Zysk brutto ze sprzedaży	59,3	68,8	71,1	81,9	72,8	66,7	65,6	65,2	54,0	57,1	82,3	80,8
marża	14,4%	16,2%	17,0%	19,4%	18,8%	17,3%	16,0%	16,0%	14,5%	14,3%	16,4%	16,7%
EBITDA	26,8	29,1	32,8	39,0	42,8	41,6	27,0	26,6	25,9	26,1	45,7	39,3
EBIT	20,1	22,2	27,5	30,3	35,8	34,4	19,6	18,2	18,5	18,7	38,0	31,4
Zysk netto	12,7	15,0	20,2	19,4	24,7	20,9	15,1	11,2	11,9	12,0	24,8	21,8
Dług netto	237,9	146,9	134,8	101,7	115,5	130,0	202,5	171,1	158,5	165,9	176,2	104,7
Torpol												
Przychody	207,8	254,4	269,6	353,0	212,4	214,4	246,3	285,0	240,0	280,0	310,0	365,0
Zysk brutto ze sprzedaży	31,0	62,3	56,0	110,0	21,5	40,0	35,4	34,7	17,6	20,2	21,7	25,6
marża	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%	14,4%	12,2%	7,3%	7,2%	7,0%	7,0%
EBITDA	29,1	56,9	54,5	104,4	18,8	33,4	31,6	29,4	13,5	15,0	17,4	20,1
EBIT	23,0	51,0	48,5	98,1	12,3	27,1	25,6	23,2	7,2	8,5	10,9	13,7
Zysk netto	20,3	45,0	40,6	78,0	14,4	23,7	23,0	20,9	8,2	9,2	10,5	13,0
Dług netto	-371,4	-351,7	-285,9	-396,2	-361,6	-351,1	-340,9	-323,9	-347,6	-311,1	-229,9	-359,8
ZUE												
Przychody	153,6	219,6	256,0	292,2	249,3	292,4	359,0	358,9	194,9	232,1	263,8	293,8
Zysk brutto ze sprzedaży	8,3	12,7	9,0	12,8	8,5	10,3	11,4	14,7	7,8	10,1	12,5	14,8
marża	5,4%	5,8%	3,5%	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,1%	4,0%	4,4%	4,8%	5,0%
EBITDA	7,0	8,7	6,4	9,8	5,5	7,8	11,0	10,1	4,8	6,2	8,5	11,2
EBIT	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	7,1	1,3	2,7	5,0	7,3
Zysk netto	3,8	5,5	1,6	5,5	1,1	3,0	5,9	5,5	0,9	2,0	4,0	5,4
Dług netto	-49,5	-35,5	2,3	-14,6	17,3	20,1	50,5	9,7	33,2	41,7	50,2	-11,5

Źródło: DM BDM S.A.

Analiza SWOT

	To nam się podoba lub widzimy szansę:	Tu widzimy słabe strony i zagrożenia:
Budimex	<ul style="list-style-type: none"> • mocny track-record przekraczania oczekiwań wynikowych rynku w ostatnich latach • mocna pozycja gotówkowa, silny bilans • ekspansja na rynki zagraniczne • know-how głównego akcjonariusza • budowa pozycji w segmentach przetwarzania odpadów i OZE • potencjalna certyfikacja podmiotów budowlanych poza UE/NATO na rynku polskim • potencjalne duże możliwości uczestniczenia w projekcie „odbudowa Ukrainy” 	<ul style="list-style-type: none"> • bardzo wymagająca wycena mnożnikowa na tle spółek polskich i zagranicznych • duże uzależnienie od zamawiających publicznych i inwestycji finansowanych ze środków unijnych • duża konkurencja na rynku polskim w segmentach, w których działa spółka (relatywnie wysoka „otwartość” rynku) • duża ekspozycja na zmiany kosztów materiałów, podwykonawców (relatywnie długie kontrakty) oraz dostępność pracowników (dodatkowe ryzyko przy odbudowie Ukrainy) • relatywnie duże, pojedyncze kontrakty ważące na portfelu
Elektrotim	<ul style="list-style-type: none"> • ekspozycja na segment dystrybucji energii (przewidywane duże nakłady inwestycyjne pod OZE) • pozytywne referencje w segmencie obronnym • potencjalna możliwość pojawienia się inwestora dominującego/branżowego • poprawa bilansu w ostatnich kwartałach 	<ul style="list-style-type: none"> • relatywnie niski backlog w krótkim terminie i wysoka baza wynikowa zbudowana w 2023 roku • duże zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w czasie sezonu budowlanego • konieczność wzmocnienia kadry i budowy struktur w przypadku dalszego rozwoju • relatywnie rozdrobniony akcjonariat
Erbud	<ul style="list-style-type: none"> • ekspozycja na segment OZE (budowa oraz development) • relatywny wzrost dywersyfikacji działalności w ostatnich latach • potencjalna ekspozycja na ekologiczne budownictwo (MOD21) • ekspozycja na rynki zagraniczne • relatywnie niższe niż w innych podmiotach zależność od zamawiających publicznych 	<ul style="list-style-type: none"> • nakłady na rozwój MOD21 przekraczająca pierwotny budżet • słaba dywersyfikacja geograficzna i segmentowa • słaby track-record segmentu budowlanego w ostatnich latach • ograniczone możliwości rozwoju Frapolu (znacząca konkurencja zagraniczna) • koniunktura segmentu deweloperski uzależniona od warunków kredytowych
Instal Kraków	<ul style="list-style-type: none"> • relatywnie wysoki bank ziemi w Krakowie • relatywnie mocny pipeline projektów deweloperskich kończonych w najbliższych okresach • zainteresowanie podmiotów branżowych (akcjonariusz powiązany z Atalem w akcjonariacie) • dobra pozycja gotówkowa 	<ul style="list-style-type: none"> • stosunkowo niska dywersyfikacja działalności budowlanej (drogi i kubatura) • duże uzależnienie od zamawiających publicznych i relatywnie niskie marże w segmencie drogowym • wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w sezonie • nierozliczone kontrakty w segmencie logistycznym • duża ekspozycja na zmiany kosztów materiałów i podwykonawców (relatywnie długie kontrakty)
Mirbud	<ul style="list-style-type: none"> • zbudowana silna pozycja w segmencie drogowym w ostatnich latach • potencjalny rozwój w segmencie kolejowym • relatywnie duży bank ziemi (działalność deweloperska) • potencjalna certyfikacja podmiotów budowlanych poza UE/NATO na rynku polskim • mało wymagająca wycena mnożnikowa na tle głównego konkurenta w segmencie drogowym 	<ul style="list-style-type: none"> • relatywnie niski backlog w krótkim terminie i wysoka baza wynikowa zbudowana w 2023 roku • duża konkurencja w budownictwie ogólnym • otwarta sprawa Stadionu Śląskiego
MS Zabrze	<ul style="list-style-type: none"> • bardzo mocna pozycja gotówkowa i zamknięcie licznych spraw spornych w ostatnich kwartałach • relatywnie wysoka ekspozycja na klientów prywatnych • ekspozycja na segmenty, w których mało obecne są inne podmiot z GPW (np. hutnictwo, spalarnie śmieci, Data Center, przemysł EV, eksport) 	<ul style="list-style-type: none"> • ryzyko nieudanego wejścia na rynki zagraniczne jako GW • relatywnie wysoka baza wynikowa z 2023 roku • konieczność poniesienia nakładów na zbudowanie banku ziemi w segmencie deweloperskim • ryzyko zmian technologii na rynku prefabrykacji podyktowanych regulacjami (np. preferowanie modułów drewnianych) • ryzyko wzrostu płac/kosztów w segmencie produkcji
Pekabex	<ul style="list-style-type: none"> • pozycja lidera na wzrostowym rynku prefabrykacji • potencjał dalszego rozwoju na rynkach zagranicznych • potencjalny wzrost znaczenie budownictwa społecznego/komunalnego/PRS w Polsce • relatywnie wysokie bariery wejścia na tle branży • rozwój własnego segmentu deweloperskiego 	<ul style="list-style-type: none"> • relatywnie wysoka ekspozycja na napływ nowych środków unijnych (kolej i tramwaje) • bardzo mocna pozycja gotówkowa • potencjał rozwoju na rynkach zagranicznych • potencjał do zmian w akcjonariacie • wygranie spraw sądowych/uzyskanie waloryzacji mogłoby istotnie poprawić wyniki spółki (relatywnie do bieżącej kapitalizacji)
Torpol	<ul style="list-style-type: none"> • relatywnie wysoka ekspozycja na napływ nowych środków unijnych (kolej i tramwaje) • potencjalny dalszy rozwój na rynkach zagranicznych • potencjał do poprawy wyników w kolejnych latach (zrolowanie backlogu na nowe kontrakty) • wygranie spraw sądowych/uzyskanie waloryzacji mogłoby istotnie poprawić wyniki spółki (relatywnie do bieżącej kapitalizacji) 	<ul style="list-style-type: none"> • relatywnie wysoka baza wynikowa z okresu 2022-23 roku • niejasna strategia i przyszłość głównego akcjonariusza • niepewność dotycząca zmian po odejściu wieloletniego CEO • niejasna przyszłość polityki dywidendowej
ZUE	<ul style="list-style-type: none"> • relatywnie wysoka ekspozycja na napływ nowych środków unijnych (kolej i tramwaje) • potencjalny dalszy rozwój na rynkach zagranicznych • potencjał do poprawy wyników w kolejnych latach (zrolowanie backlogu na nowe kontrakty) • wygranie spraw sądowych/uzyskanie waloryzacji mogłoby istotnie poprawić wyniki spółki (relatywnie do bieżącej kapitalizacji) 	<ul style="list-style-type: none"> • w portfelu nadal słabe kontrakty kolejowe (z 2017 roku) i tramwajowe (podpisane przed wybuchem wojny w Ukrainie) • niska dywersyfikacja segmentów, duża ekspozycja na publicznych zamawiających i dostępność środków UE • relatywnie słabsza pozycja gotówkowa na tle głównych konkurentów • duża ekspozycja na zmiany kosztów materiałów i podwykonawców (relatywnie długie kontrakty) • relatywnie wysoka ekspozycja na rynek rumuński przy braku doświadczenia z tego kierunku

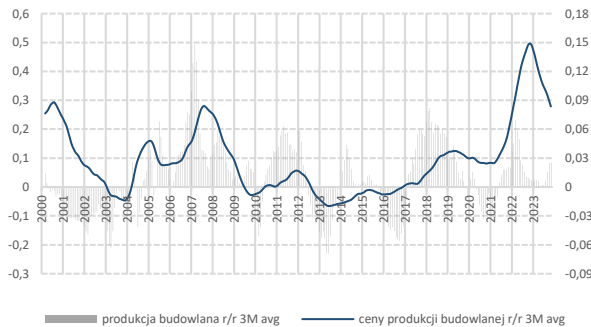
Kluczowe obecnie trendy, czynniki na rynku budowlanym, które warto obserwować

	Gdzie jesteście?	Implikacje dla spółek budowlanych
Cykl wyborczy	<ul style="list-style-type: none"> Okres po wyborach parlamentarnych przynosił w ostatnich cyklach spowolnienie nowych inwestycji budowlanych (efekt wstrzymanej decyzyjności ze strony instytucji i spółek publicznych, wymiana kadr itp) 	<ul style="list-style-type: none"> Wzrost konkurencji na bieżących przetargach w horyzoncie kilku/kilkunastu miesięcy.
Środki EU	<ul style="list-style-type: none"> Nowy rząd przynosi nowe otwarcia w relacjach z UE. Bazowe (poza zaliczkami) środki z KPO pozostają jednak zablokowane do czasu przedstawienia rozwiązań w kwestii praworządności (a w kolejnych etapach będą zależeć od spełnienia wielu kamieni milowych) Równoległe środki z nowej perspektywy funduszy spójności (2021-27 – program FEniKS) także nie miały na razie wpływu na rynek ze względu na blokadę na poziomie unijnym do momentu uregulowania pomiędzy rządem a KE kwestii spełnienia przez Polskę tzw warunków horyzontalnych. Kończone są jeszcze nadal projekty z poprzedniej perspektywy unijnej (2014-20), np. w obszarze kolejowym. 	<ul style="list-style-type: none"> Środki unijne mają w obecnej formule ograniczony wpływ na finansowanie projektów drogowych przez GDDKiA, która pozyskuje przede wszystkim środki krajowe. Środki unijne są kluczowe dla finansowania wydatków inwestycyjnych PKP PLK (zarówno KPO, jak i FENiKS czy CEF) oraz w sektorze energetycznym (OZE oraz infrastruktura sieciowa). Inwestycje PKP PLK, które miały być finansowane z KPO zostały w części prefinansowane przez PFR, co pozwoliło uniknąć luki inwestycyjnej w branży. Odblokowanie KPO i FENiKS powinno więc implikować wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze kolejowym, energetycznym a także w kilku bardziej niszowych obszarach, ale także ważnych w odniesieniu do części podmiotów (infrastruktura tramwajowa, budownictwo społeczne). Potencjalne ożywienie w branży budowlanej w latach 2025-26 na bazie inwestycji finansowych ze środków UE tworzy ryzyko wzrostu kosztów materiałów i usług (niekorzystne dla GW, korzystne dla podwykonawców)
Koszty materiałów	<ul style="list-style-type: none"> Dynamika cen produkcji budowlanej w ujęciu r/r jest coraz niższa od ponad roku (szczyt w X'22, obecnie +8% r/r). Jednocześnie nadal są notowane wzrosty w ujęciu m/m. Ostatnie lata przyniosły wdrożenie wystandaryzowanych wskaźników waloryzacyjnych w GDDKiA, PKP PLK czy także w kontraktach dla innych zamawiających publicznych. Kontrakty z inwestorami prywatnymi raczej mają sztywne stawki, ewentualnie negocjowane są na bieżąco (lub przy ich zakończeniu). 	<ul style="list-style-type: none"> Dostępne kontrakty terminowe na światowych rynkach na podstawowe surowce/materiały budowlane wskazują w perspektywie roku/półtora w tym momencie na stabilizację cen stali, wzrost cen aluminium, lekkie wzrosty cen miedzi i spadki cen ropy. Wzrost ilości umów w portfelach spółek ze wskaźnikami waloryzacyjnymi powinien w dłuższym terminie prowadzić do względnego wypłaszczenia marż. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko większej skłonności do „moral hazard” ze strony części podmiotów (szczególnie wchodzących na rynek, ale także w okresach mniejszej podaży kontraktów), liczących na zwiększanie górnych limitów waloryzacji u zamawiających publicznych w przyszłości.
Pracownicy	<ul style="list-style-type: none"> Ostatni rok był dość „łagodny” dla branży, jeśli chodzi o dostępność pracowników ze względu spowolnienie w sektorze kubaturowym. Dynamika kosztów pracy w sektorze budowlanym w 2023 roku była dość różnicowana. Średnia płaca w kubaturze nie zmieniła się vs koniec 2022, natomiast w infrastrukturze i bud specjalistycznym płace wzrosły o 11-12% r/r (dość podobnie jak rok wcześniej) 	<ul style="list-style-type: none"> Problem dostępności odpowiedniej liczby wykwalifikowanych pracowników przy potencjalnym wzroście rynku wskazuje nam większość spółek budowlanych. Duże obawy budzi też sytuacja pod tym kątem na rynku polskim w przypadku rozpoczęcia procesu odbudowy Ukrainy. Odpowiedzią części spółek są inwestycje we własne moce w prefabrykacji (np. „tradycyjne” jak w MS Zabrze i Dekpol czy w budownictwie modułowym w Erbudzie). W

	korzystnej sytuacji mogą być podmioty, które obecnie zwiększają ekspozycję na GW w oparciu o już posiadane własne moce (Pekabex).
Wycena wskaźnikowa	<ul style="list-style-type: none"> Mnożniki spółek (EV/EBITDA czy dla spółek, które nie notują zawsze zysków EV/S) nie są już tak atrakcyjne jak rok temu, gdy na danych historycznych i progностycznych na kolejny rok zdecydowana większość z pokrywanych przez nas podmiotów była handlowana w pobliżu/lub wyraźnie poniżej wieloletnich przeciętnych odczytów. Obecne wyceny nie wskazują jeszcze na przewartościowanie (za takie umownie uznajemy odchylenie o ponad jedno odchylenie stand. od historycznej mediany i dotyczy to jedynie Budimexu), ale wskazują na konieczność bardziej selektywnego podchodzenia do wyboru podmiotów.
Rynki zagraniczne	<ul style="list-style-type: none"> Historycznie zainteresowanie rynkami zagranicznymi przejawiało się punktowo (m.in. Skandynawia, rynki wschodnie, remonty na rynku energetycznym/petchem w Niemczech/ARA). Najmocniej usadowiony w eksporcie dotychczas w tym zakresie ze średnich podmiotów był MS Zabrze (głównie rynek niemiecki). Obecnie krajowe podmioty przeżywają naszym zdaniem nową falę zainteresowania rynkami zagranicznymi (głównie ościennymi). Najmocniej swoją ekspansją zaznacza Budimex (Czechy, Słowacja, rynki bałtyckie, Niemcy). Na rynek niemiecki stawia Erbud (przejęcia spółek w ostatnich latach, inwestycja w produkcję modułów pod ten kierunek). Na rynku rumuńskim istotnie zaistniało ZUE. Usługę GW na rynkach zagranicznych (Szwecja) zaczyna rozwijać Pekabex. W przetargu na Rail Baltica startuje Torpol. Generalnie rynki zagraniczne postrzegane były przez lata przez zarządy polskich podmiotów jako hermetyczne, zamknięte (w przeciwieństwie do rynku polskiego z perspektywy podmiotów zagranicznych). Wejście na rynki zagraniczne to z jednej strony szansa na skalowanie biznesu, z drugiej ryzyko zmierzenia się z lokalnymi uwarunkowaniami (np. prawnymi i finansowymi czy pod względem współpracy z podwykonawcami i dostawcami). Uważamy, że do oceny i pierwszych podsumowań potrzebne jest kilka lat działalności.
Odbudowa Ukrainy	<ul style="list-style-type: none"> Temat oceniamy jako bardzo nośny medialnie i jednocześnie w zasadzie nie możliwy do skantyfikowania (termin zakończenia działań wojennych / kwoty i warunki przyznania zewnętrznych środków na odbudowę / wsparcie polityczne) Na obecnym etapie bardziej skłaniamy się ku tezie, że największe kontrakty budowlane na rynku ukraińskim (infrastrukturalne) będą w kręgu zainteresowania podmiotów amerykańskich/europejskich/tureckich czy chińskich (jeśli zostaną dopuszczone do rynku). Polskie podmioty widzielibyśmy jako ewentualnych partnerów w takich konsorcjach. Relatywnie większe szanse widzielibyśmy w przypadku pozyskiwania mniejszych kontraktów prywatnych (przy wsparciu gwarancji rządowych), dla np. podmiotów przemysłowych/logistycznych/handlowych, które są obecne w Polsce a będą chciały inwestować w Ukrainie. Obawiamy się, że odbudowa Ukrainy wpłynie negatywnie na dostęp do pracowników na rynku polskim. Może także negatywnie wpłynąć w obszarze CEE na ceny materiałów, aczkolwiek uważamy, że w średnim terminie zasoby produkcyjnej w tym zakresie będą budowane/rozbudowywane lokalnie w Ukrainie.

OTOCZENIE MAKRO W BUDOWNICTWIE – KLUCZOWE WYKRESY

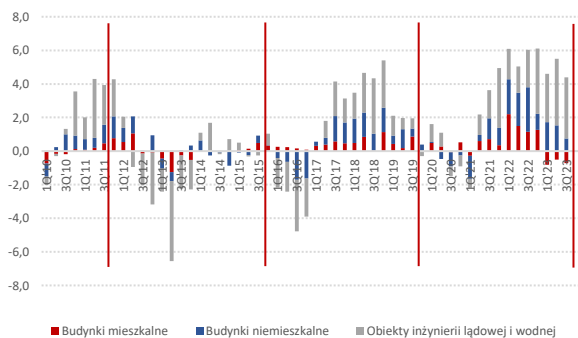
Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Produkcja budowlana w Polsce od połowy 2022 roku rośnie w średnim tempie niskich kilku procent r/r. Ostatnie trzy miesiące przyniosły +12% (IX), +10% (X) oraz +4% (XI'23) dynamikę (niska baza w infrastrukturze w IX-X, okres przedwyborczy). Dynamika ceny produkcji budowlanej w ujęciu r/r swój szczyt miała w drugiej połowie 2022 roku i tego czasu systematycznie opada.

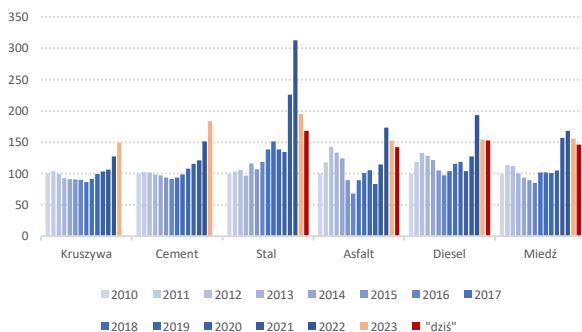
Produkcja budowlana w Polsce r/r [mld PLN, nominalnie] vs cykl wyborczy



Źródło: DM BDM S.A., GUS, czerwone linie = daty wyborów parlamentarnych

Wydatki na infrastrukturę to główny kontrybutor do wzrostu wartości nominalnej produkcji budowlanej w ostatnich kwartałach. Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat widać wyraźny cykl wzrostu koniunktury w budownictwie w drugiej połowie kadencji parlamentu. Wyjątek stanowi cykl 2011-15 (początek tego okresu wiązał się kulminacyjną fazą projektów pod Euro2012, a druga połowa z koniecznością restrukturyzacji wielu podmiotów i okresem deflacyjnym).

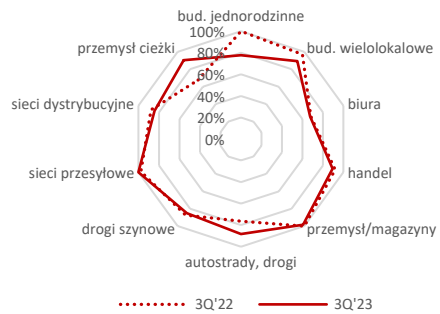
Średni indeks cen podstawowych materiałów w danym roku (2010=100)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS, "dzisiaj" – najbardziej aktualna cena

Ceny podstawowych materiałów używanych w budownictwie w 2022 roku osiągnęły swoje historyczne szczyty. W 2023 roku sytuacja (vs średnia z 2022 roku) jest zróżnicowana. Mocno spadły ceny stali oraz diesla. Lekko skorygowały się ceny asfaltu oraz miedzi. Wzrosły natomiast ceny kruszywu oraz cementu.

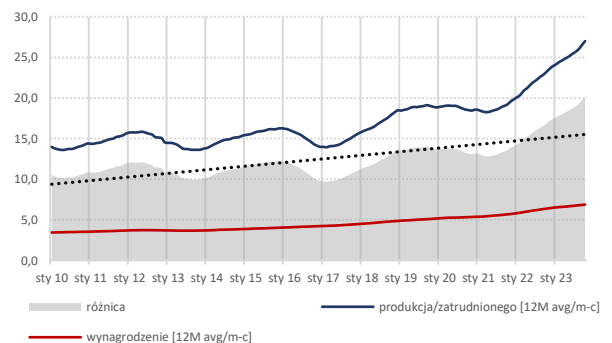
Koniunktura w budownictwie wg głównych sektorów*



Źródło: DM BDM S.A., GUS, *procent oznacza stosunek wartości produkcji bud. w danych sektorze po danym kwartale (w ujęciu 4Q narastaj.) do poziomu maksymalnego od 2010 roku (ceny stałe)

Wartość nominalna produkcji budowlanej w sektorach infrastrukturalnych jest obecnie na swoich maksymalnych historycznych poziomach. Z sektorów kubaturowych dobra koniunktura (w wartościach nominalnych) widoczna jest w przemyśle/logistyce. Słabsza jest w handlu oraz budownictwie wielorodzinnym. Najbardziej słabsza sytuacja po 2Q'23 wyglądała w obszarze domów (wyraźnie pogorszenie r/r) oraz biur (kolejny rok).

Relacja produkcji budow. do przeciętnego wynagrodzenia w budownictwie [tys PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Różnica pomiędzy produkcją budowlaną w przeliczeniu na zatrudnionego w branży a przeciętnym wynagrodzeniem w branży w ostatnich dwóch latach wyraźnie wzrosła – z jednej strony została wymuszona przez wzrost cen materiałów, ale z drugiej pomogła też marżom. Taka sytuacja jak widać powyżej ma charakter cykliczny (ok 3 lat ekspansji i 1-2 lata schłodzenia).

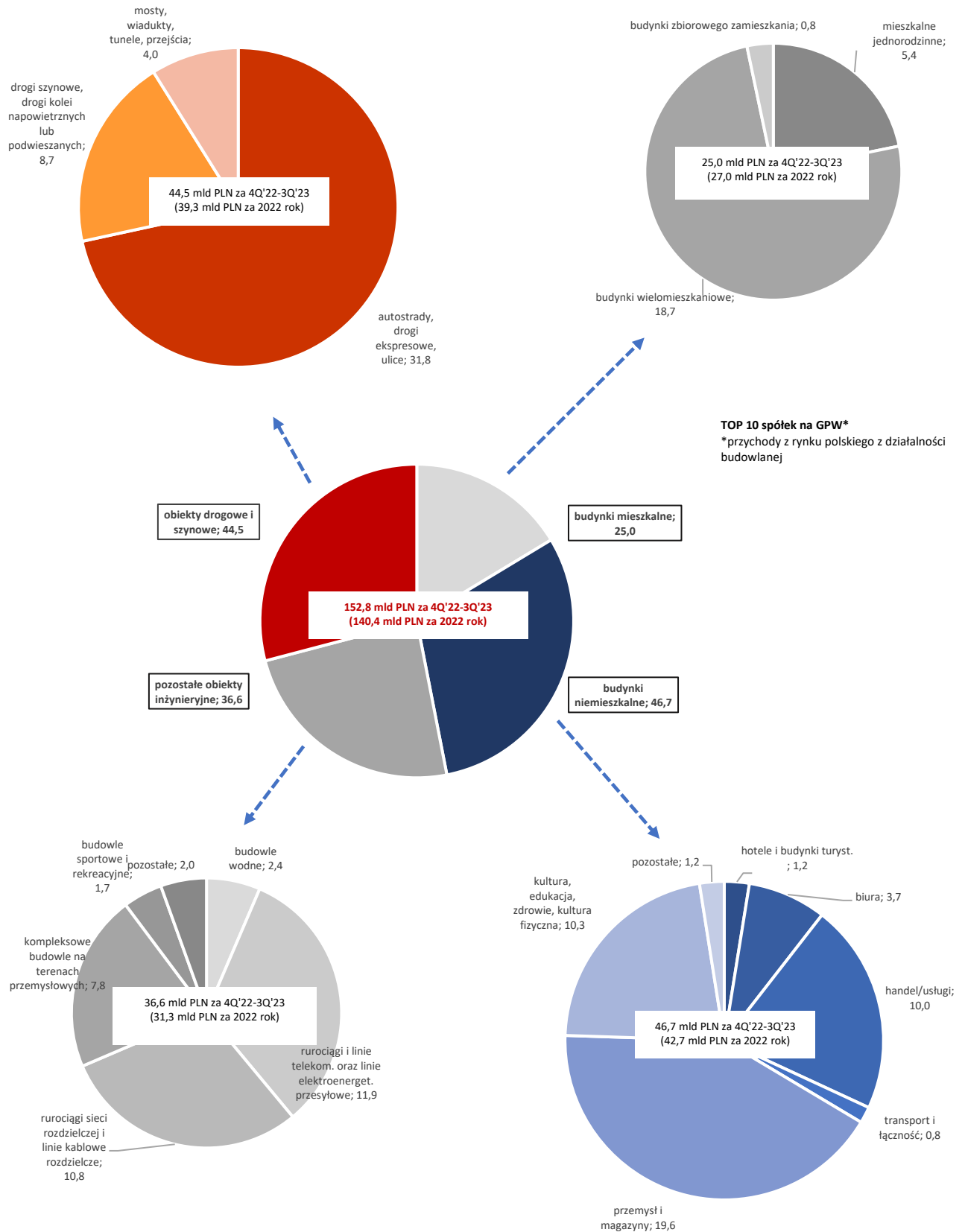
WIG-Budownictwo na tle WIG



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Dla WIG-Budownictwo 2023 rok był piątym z rzędu rokiem wzrostów. Z taką samą serią mieliśmy do czynienia w okresie 2003-07. Jednocześnie, był to drugi rok z rzędu z relatywną siłą względem WIG. W ostatnich pięciu latach jedynie 2021 rok był pod tym względem negatywny, wcześniej jednak mieliśmy serię trzech słabych lat z rzędu.

RYNEK BUDOWLANY W POLSCE



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS; Dane w mld PLN za osatnie cztery kwartały (4Q'22-3Q'23)

klasyfikacja obiektów: <https://stat.gov.pl/Klasyfikacje/doc/pkob/pdf/pkob.pdf>

drogi szynowe = kolej + tramwaj + metro + kolej podwieszana;

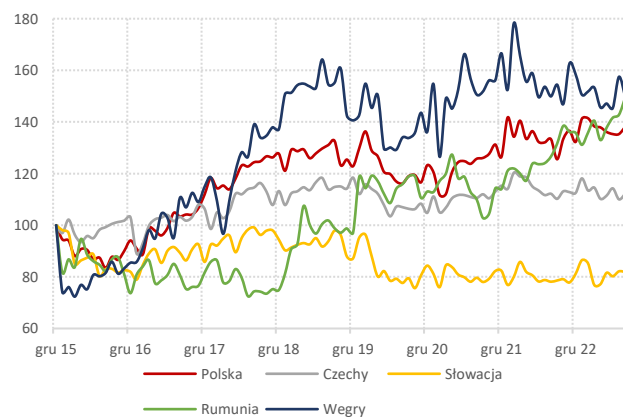
kompleksowe budowle na terenach przemysłowych = kopalnie, cementownie, elektrownie, rafinerie, chemia, przemysł ciężki; przemysł i magazyny = fabryki, magazyny, zbiorniki;

sieć rozdzielcza = sieć dystrybucyjna gazu i energii, wodociąg, kanalizacja; sieć przesyłowa = ropociąg, gazociąg, sieć PSE, linie telco

Dynamika produkcji budowlanej w Polsce na tle UE (oraz Norw. + Szwajc.) w latach 2005-22

	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	2004-22	2007-15	2015-22	
EU	1%	5%	3%	-3%	-8%	-6%	-1%	-5%	-3%	1%	0%	2%	4%	3%	3%	-5%	6%	3%	EU	-2%	-22%	15%
Euro area	1%	4%	3%	-4%	-9%	-6%	-2%	-6%	-2%	1%	-1%	3%	3%	2%	2%	-5%	6%	2%	Euro area	-9%	-25%	13%
CEE+SEE																						
Bulgaria	32%	25%	28%	13%	-15%	-15%	-13%	-1%	-4%	7%	11%	-17%	5%	2%	4%	-6%	3%	1%	Bulgaria	54%	-19%	-9%
Chorwacja	0%	11%	5%	14%	-6%	-17%	-12%	-13%	-6%	-7%	-1%	3%	2%	5%	8%	4%	9%	5%	Chorwacja	-2%	-40%	42%
Czechy	5%	6%	7%	0%	-1%	-8%	-3%	-7%	-7%	4%	7%	-6%	4%	9%	3%	-6%	2%	3%	Czechy	10%	-15%	8%
Polska	9%	17%	16%	10%	4%	4%	16%	-5%	-10%	4%	0%	-14%	14%	20%	4%	-4%	2%	8%	Polska	130%	21%	28%
Rumunia	7%	16%	33%	27%	-15%	-14%	3%	2%	-1%	-7%	10%	-4%	-5%	-4%	27%	16%	-1%	13%	Rumunia	137%	0%	44%
Słowacja	14%	16%	5%	12%	-11%	-12%	6%	-12%	-5%	-4%	18%	-11%	4%	8%	-4%	-12%	-2%	-1%	Słowacja	1%	-13%	-17%
Słowenia	3%	15%	18%	15%	-22%	-16%	-27%	-17%	-7%	16%	-8%	-12%	20%	20%	3%	-1%	-1%	22%	Słowenia	0%	-55%	58%
Węgry	16%	-1%	-14%	-5%	-4%	-10%	-8%	-7%	9%	14%	3%	-19%	30%	21%	21%	-10%	12%	2%	Węgry	38%	-11%	58%
kraje bałtyckie																						
Estonia	22%	27%	14%	-13%	-30%	-9%	27%	17%	0%	-2%	-4%	5%	22%	12%	6%	-6%	9%	-1%	Estonia	111%	-22%	53%
Litwa	10%	22%	22%	4%	-48%	-8%	23%	-7%	11%	17%	-4%	-9%	10%	14%	8%	-2%	5%	5%	Litwa	53%	-29%	31%
Łotwa	14%	14%	12%	-3%	-44%	-16%	12%	15%	7%	11%	-1%	-17%	19%	22%	3%	3%	-6%	-11%	Łotwa	7%	-31%	6%
Europa Zachodnia																						
Austria	5%	6%	4%	-1%	-2%	-4%	2%	4%	0%	-2%	-2%	2%	7%	7%	6%	-5%	8%	3%	Austria	44%	-4%	31%
Belgia	0%	4%	2%	1%	-4%	-2%	6%	-1%	-3%	-1%	-2%	1%	1%	2%	0%	-8%	4%	2%	Belgia	0%	-5%	0%
Francja	3%	3%	4%	-2%	-6%	-3%	-2%	-5%	1%	-3%	-2%	-1%	3%	-1%	0%	-13%	14%	3%	Francja	-8%	-19%	4%
Holandia	5%	3%	7%	4%	-5%	-11%	0%	-7%	-6%	3%	8%	7%	8%	5%	5%	-1%	3%	5%	Holandia	34%	-15%	37%
Irlandia	10%	4%	-14%	-29%	-37%	-30%	-17%	-2%	11%	8%	8%	10%	13%	10%	6%	-9%	-3%	2%	Irlandia	-57%	-67%	30%
Luksemburg	-1%	3%	3%	-2%	1%	0%	1%	-4%	-4%	4%	-1%	3%	2%	4%	1%	-9%	6%	1%	Luksemburg	7%	-5%	8%
Niemcy	-5%	6%	3%	0%	0%	-1%	7%	0%	0%	3%	-2%	6%	3%	0%	4%	3%	-2%	-2%	Niemcy	24%	6%	13%
Szwajcaria	3%	3%	1%	1%	0%	2%	3%	-1%	1%	3%	-4%	-1%	3%	0%	-1%	-1%	1%	-4%	Szwajcaria	10%	6%	-3%
Europa Południowa																						
Cypr	3%	4%	7%	2%	-11%	-8%	-7%	-21%	-19%	-22%	0%	21%	28%	17%	12%	-7%	5%	-6%	Cypr	-16%	-61%	86%
Grecja	-39%	3%	14%	8%	-17%	-30%	-41%	-34%	-8%	16%	3%	6%	-18%	-14%	-6%	-10%	7%	24%	Grecja	-84%	-73%	-16%
Hiszpania	9%	5%	-5%	-17%	-16%	-20%	-16%	-7%	2%	18%	2%	5%	-1%	2%	-2%	-13%	-6%	-8%	Hiszpania	-54%	-46%	-22%
Malta	19%	5%	9%	7%	4%	1%	5%	2%	2%	16%	8%	8%	-1%	5%	25%	4%	4%	5%	Malta	230%	52%	61%
Portugalia	-1%	-6%	-4%	-5%	-11%	-11%	-13%	-17%	-16%	-10%	-3%	-5%	1%	3%	2%	-5%	3%	2%	Portugalia	-64%	-60%	1%
Włochy	1%	4%	6%	-1%	-12%	-4%	-4%	-13%	-10%	-7%	-2%	0%	1%	1%	3%	-8%	25%	13%	Włochy	-12%	-42%	37%
Skandynawia																						
Dania	6%	6%	3%	0%	-11%	-6%	3%	1%	0%	4%	5%	4%	5%	3%	2%	3%	7%	6%	Dania	43%	-7%	33%
Finlandia	5%	8%	11%	3%	-13%	11%	8%	-1%	-3%	0%	6%	6%	5%	2%	0%	0%	4%	1%	Finlandia	65%	11%	19%
Norwegia	8%	7%	6%	1%	-8%	-1%	3%	8%	7%	4%	1%	3%	5%	5%	5%	-2%	2%	4%	Norwegia	74%	16%	24%
Szwecja	0%	11%	11%	-2%	-2%	4%	8%	-1%	-3%	2%	9%	3%	11%	7%	1%	-1%	1%	0%	Szwecja	75%	15%	24%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Eurostat, [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Construction_production_\(volume\)_index_overview#Construction_output_in_Europe](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Construction_production_(volume)_index_overview#Construction_output_in_Europe)

Indeks produkcji budowlanej dla wybranych krajów CEE (ceny stałe)


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, Eurostat, 12'2015=100, indeks odsezonowany

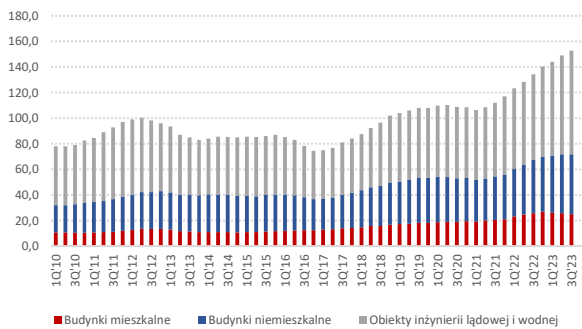
Polska jest trzecim w UE krajem z najwyższą wzrostem produkcji budowlanej w latach 2004-22 (po Malcie i Rumunii). Byliśmy także w pierwszej trójce (i najmocniejszy w UE) pod względem wzrostu w latach 2007-15. Natomiast w latach 2015-22 utrzymana została wyraźnie dodatnie dynamika, ale to wielu innych krajach sektor budowlany rozwijał się szybciej. Jest to w części pochodną braku spadku w poprzednim okresie – wiele innych krajów wychodziło z głębokich kryzysów w sektorze budowlanym. Wśród krajów CEE (ale także innych w UE) Polskę wyróżnia „regularność” wzrostu (podobna do krajów skandynawskich). W ostatnich kilku latach w CEE relatywnie najmocniejsze wzrosty notuje rynek rumuński (wcześniej kilka mocnych lat miały Węgry). Słabo wygląda natomiast rynek słowacki, a rynek czeski charakteryzuje się od lat dynamikami bliskimi dojrzałych zachodnich gospodarek.

BUDOWNICTWO OGÓŁEM

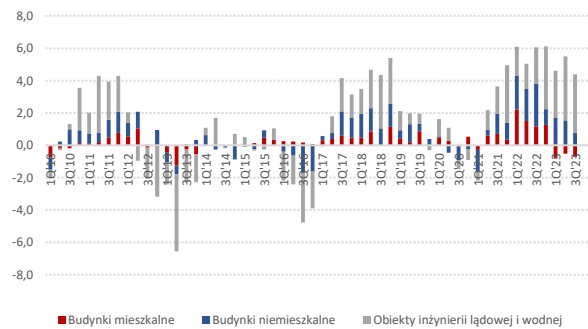
Produkcja budowlana narastająco w okresie I-XI'23 urosła w Polsce nominalnie o +14% r/r (w tym +24% budowa obiektów inżynierskich, +12% budownictwo specjalistyczne, a tylko +5% budowa budynków), w samym listopadzie dynamika wyniosła blisko +12% r/r (w tym odpowiednio +15%/+1%/+17%). Za istotny wzrost wskaźników odpowiada zmiana cen.

W cenach stałych w I-XI'23 wzrost wyniósł 4%, w tym: +10% dla obiektów inżynierskich, +3% dla budownictwa specjalistycznego oraz spadek o -2% w obszarze budowy budynków. W cenach stałych w okresie I-VIII'23 dynamika falowała w okolicy zerowej dynamiki. Jesienią pojawiło się wyraźniejsze ożywienie, z lekko dwucyfrowymi wzrostami w IX-X'23 (wzrost głównie w obiektach inżynierskich, które miały niską bazę z ubiegłego roku w tym okresie).

Produkcja budowlana w Polsce [4Qn, mld PLN]

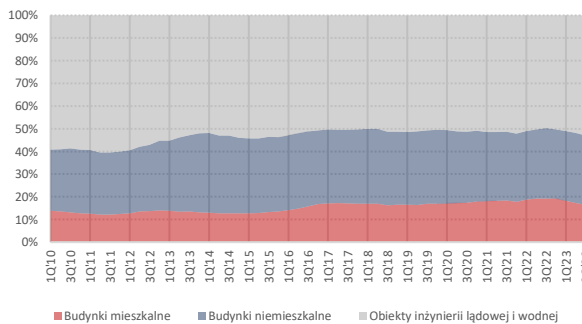


Produkcja budowlana w Polsce r/r [mld PLN]



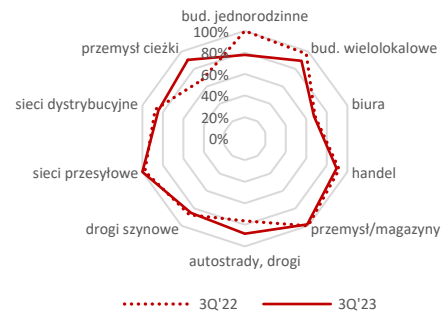
Źródło: DM BDM S.A. GUS, 4Q narastająco

Produkcja budowlana w Polsce – udział sektorów



Źródło: DM BDM S.A. GUS

Koniunktura w budownictwie wg głównych sektorów*

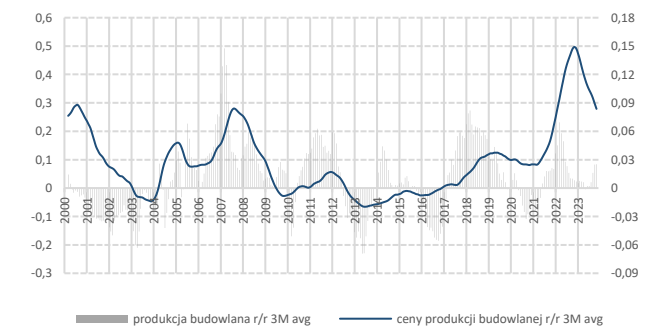
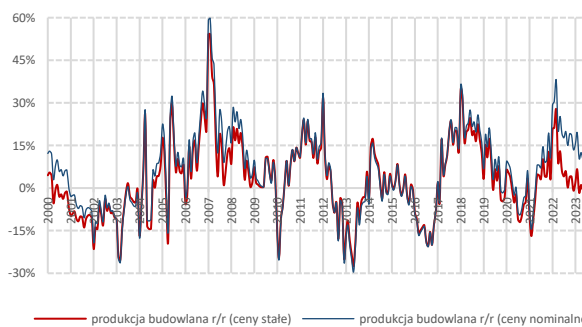


Źródło: DM BDM S.A. GUS, *procent oznacza stosunek wartości produkcji bud. w danych sektorze po danym kwartale (w ujęciu 4Q narastaj.) do poziomu maksymalnego od 2010 roku (ceny stałe)

Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r od 2000 roku (średnia 3M)

Źródło: DM BDM S.A. GUS

Produkcja budowlana w Polsce r/r od 2000 roku (ceny stałe vs nominalne)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15,2% 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 listopadzie 2023 odnotowano wzrost r/r o 8,0% (+0,5% m/m). Od 2Q'23 ceny napędza głównie segment inżynierski (wcześniej wyższe wzrosty cen notowano w obszarze budynków). Mimo, że dynamika roczna cen spadła już o blisko połowę w ciągu roku, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy (np. w 2007 roku były to maksymalne poziomy w całym cyklu). W kolejnych miesiącach wsparciem dla obniżania dynamiki powinny być niższe odczyty PPI, z drugiej jednak strony może je równoważyć dynamika wynagrodzeń (presja ze strony wzrostu pensji minimalnej w 2024 roku). **Więcej o stronie kosztowej piszemy w osobnym rozdziale.**

Struktura rynku budowlanego w Polsce [mld PLN]

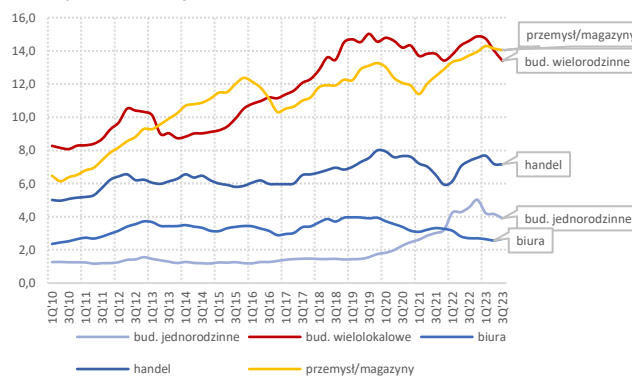
	Budynki mieszkalne			Budynki niemieszkalne					Infrastruktura						
	1-rodzinne	wielolokalne	zbiorowego zamieszkania	biura	handel	przemysł/magazyny	usługi publiczne	inne	autostrady, drogi i	drogi szynowe	mosty, wiadukty	przesył	dystrybucja	obiekty przemysłowe	inne
2009	1,3	8,9	1,3	2,5	5,1	7,2	4,7	2,3	19,8	2,7	2,8	4,1	9,3	3,7	4,2
2010	1,3	8,3	1,0	2,6	5,1	6,5	6,4	2,4	21,0	2,9	3,4	4,2	8,9	3,9	4,7
2011	1,2	9,4	1,4	3,0	6,3	8,0	6,4	3,0	25,8	3,6	4,1	5,6	8,9	4,3	6,1
2012	1,6	10,3	1,6	3,7	6,2	9,2	7,0	3,4	21,8	3,5	4,1	5,6	8,0	4,5	5,6
2013	1,2	8,5	1,3	3,3	6,1	9,9	6,6	2,9	15,0	3,7	2,4	5,8	7,4	4,7	4,2
2014	1,1	8,8	0,9	3,0	6,0	10,7	6,1	2,5	14,6	4,8	2,2	5,7	8,1	5,7	4,8
2015	1,1	10,0	0,7	3,3	5,6	11,8	5,4	2,5	14,8	5,4	2,2	6,8	7,8	5,8	3,8
2016	1,3	10,6	0,6	2,8	5,7	9,8	3,9	2,1	15,2	2,7	2,5	4,8	5,3	5,1	2,3
2017	1,4	11,9	1,0	3,3	6,3	10,8	5,1	2,1	17,8	4,1	2,4	4,4	5,9	5,0	2,6
2018	1,4	14,5	0,8	3,9	6,9	12,3	7,3	2,5	22,0	5,7	2,4	5,5	8,0	5,2	3,5
2019	1,8	15,1	1,4	4,1	8,3	13,7	6,7	2,5	20,2	7,1	2,6	6,7	8,7	5,3	4,0
2020	2,6	15,3	1,6	3,4	8,1	12,7	6,9	2,8	20,7	7,6	3,5	7,5	7,4	4,9	3,5
2021	3,7	15,4	1,8	3,8	6,8	14,8	6,4	3,3	21,9	7,8	3,9	7,6	10,0	5,3	4,5
2022	6,7	19,7	0,7	3,6	10,0	18,5	7,7	3,0	26,9	8,4	4,0	9,9	9,6	5,8	6,0
1-3Q'22	4,7	14,4	0,5	2,4	7,5	12,9	5,3	2,1	16,4	5,4	2,6	6,1	6,5	3,8	3,9
1-3Q'23	3,5	13,4	0,6	2,6	7,5	14,1	8,0	2,2	21,4	5,6	2,6	8,1	7,7	5,8	3,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

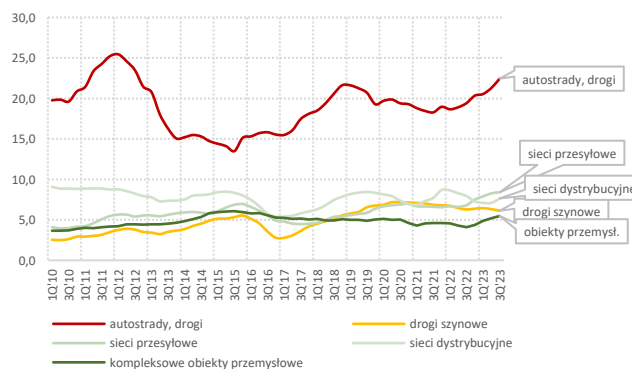
Ponad połowę (52% za ostatnie 4Q) produkcji budowlanej w Polsce generowane jest obecnie przez budownictwo inżynieryjne (obiekty inżynierii lądowej i wodnej). Obszar ten opiera się w większości na budowie dróg, mostów oraz linii kolejowych. Łącznie te trzy sub-segmenty odpowiadały za 28% produkcji budowlanej w Polsce (20% to sam sektor drogowy). Warto przy tym zwrócić uwagę, że nakłady na sektor drogowy dopiero 2022 roku przekroczyły wcześniejszy rekord ustanowiony w 2011 roku (inwestycje przed Euro2012).

Kolejne trzy miejsca wśród głównych segmentów, z dość podobną wartością przerobu (ale różną dynamiką na przestrzeni ostatnich lat), zajmują obszary: przesyłu/dystrybucji (linie energetyczne, telco, gazociągi – wyraźne załamanie w latach 2016-17, ale przyspieszenie w ostatnich latach), przemysłu/magazynów (mocny wzrost od 2020 roku) oraz budownictwa wielorodzinnego (mocny wzrost od 2018 roku, ale zastopowany w ostatnich kwartałach).

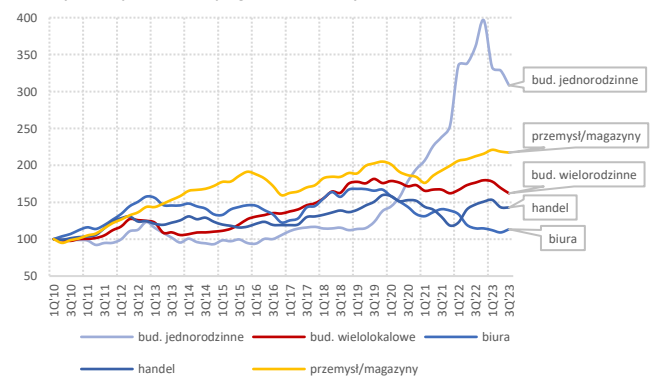
W 2022 roku wyraźnie odżył obszar handlu, nadrabiając odnotowany w 2021 spadek. Mocny wzrost odnotowały w ubiegłym roku także inwestycje w budownictwie jednorodzinny (w samym 2023 segment jest już jednak pod wyraźną presją braku wsparcia nowego kredytowania, które relatywnie w większym wymiarze przekładało się na budownictwo wielorodzinnego). W stagnacji na tym tle od wielu lat pozostaje sektor biurowy (w 2022 roku przerób niższy niż 10 lat wcześniej).

Produkcja budowlana wg sektorów [4Qn, mld PLN] - kubatura


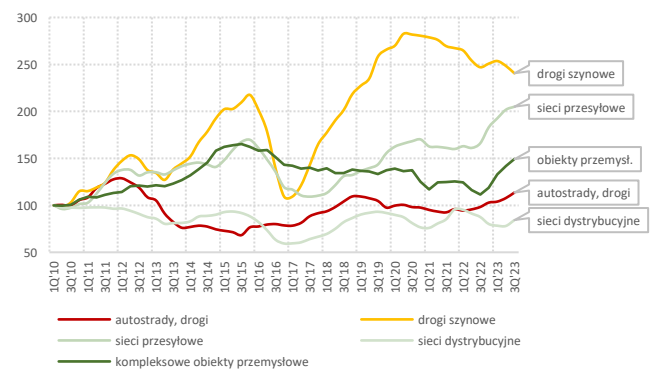
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Produkcja budowlana wg sektorów [4Qn, mld PLN] – inżynieria


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Indeks produkcji budowlanej wg sektorów [ceny stałe 1Q'10=100] - kubatura


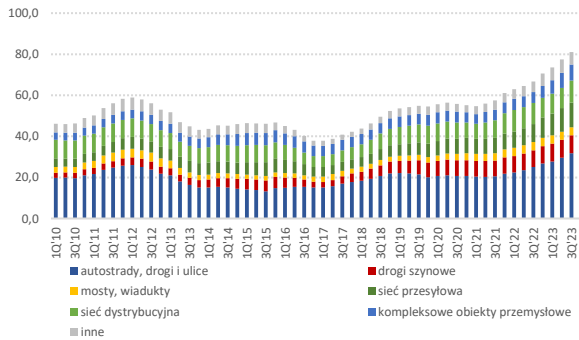
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Indeks produkcji budowlanej wg sektorów [ceny stałe 1Q'10=100] – inżynieria


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

BUDOWNICTWO INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ

Nakłady na obiekty inżynieryjne (4Qn) [mld PLN]

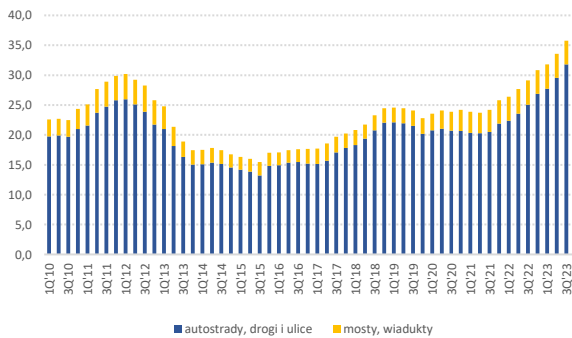


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Rynek budownictwa obiektów inżynierii lądowej i wodnej to obecnie ok. 81 mld PLN w skali roku. Z tego ponad połowę stanowi budownictwo drogowo-szynowe (łącznie z mostami), z dominującą pozycją infrastruktury samochodowej (3,7x więcej nakładów niż na drogi szynowe). Istotną pozycję w tym obszarze stanowią także sieci przesyłowe i dystrybucyjne (po 11-12 mld PLN w skali roku) oraz kompleksowe obiekty przemysłowe (jak np. kompleksy rafineryjne, petrochemiczne, górnicze, czyli obiekty nie będące „tradycyjnymi” fabrykami – rynek obecnie na ok 8 mld PLN w skali roku).

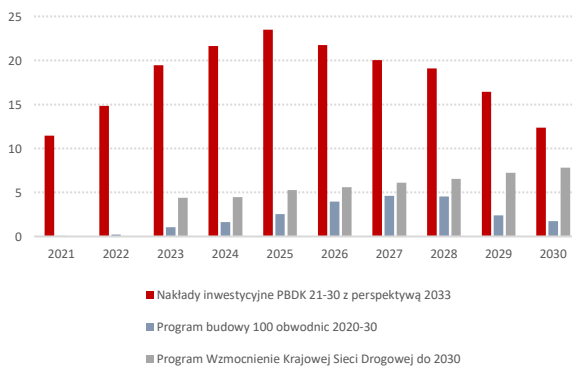
Budownictwo drogowo-mostowe

Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty (4Qn) [mld PLN]



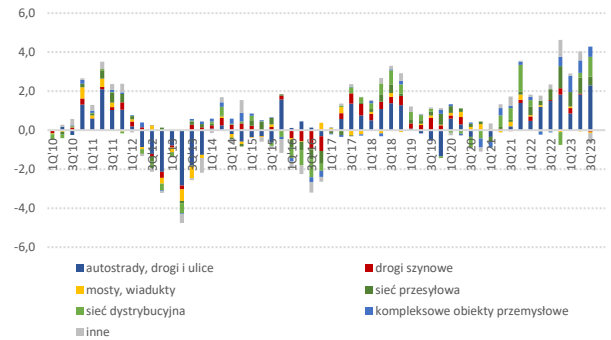
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Programy inwestycyjne w obszarze drogowym do 2030 roku [mld PLN netto]



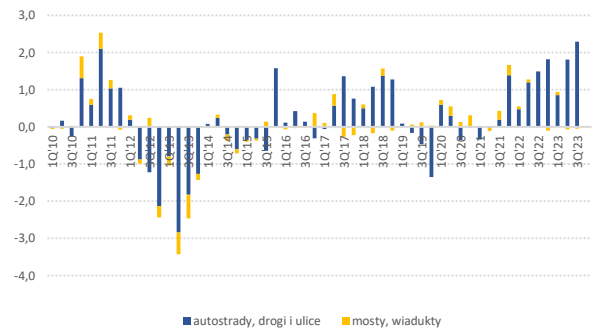
Źródło: DM BDM S.A., Min. Infrastruktury, gov.pl

Nakłady na obiekty inżynieryjne zmiana r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty zmiana r/r [mld PLN]

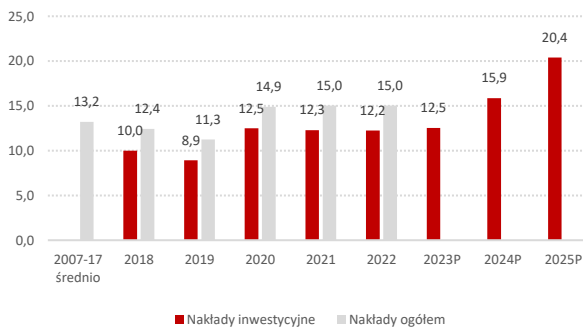


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Inwestycje drogowe w Polsce (drogi krajowe, drogi ekspresowe oraz autostrady) realizowane są zgodnie z założeniami Programu Budowy Dróg Krajowych do 2030 (z perspektywą do 2033 roku) przyjętego w grudniu 2022. PBKD określa cele polityki transportowej w zakresie budowy drogowej sieci TEN-T na terenie Polski oraz drogowych połączeń komplementarnych. Łącznie na realizację inwestycji przeznaczona została kwota 299,5 mld PLN brutto (po aktualizacji z IX'23; 243,5 mld PLN netto na okres 2021-33). Podstawowym źródłem finansowania inwestycji jest Krajowy Fundusz Drogowy.

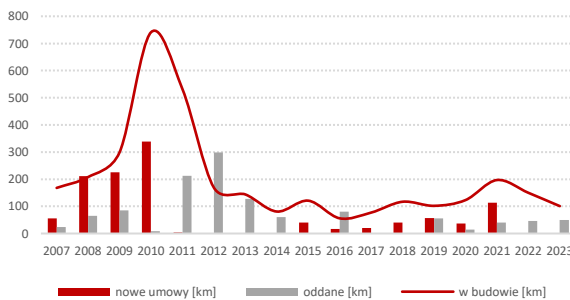
Drugim istotnym programem wieloletnim, jest program budowy 100 obwodnic w latach 2020-2030 (800 km, 28 mld PLN brutto, 23 mld PLN netto, finansowanie z KFD). W 2022 roku rząd przyjął także Program Wzmocnienia Krajowej Sieci Drogowej do 2030 roku - średniookresowy dokument dotyczący kompleksowego utrzymania sieci dróg krajowych (budżet 58 mld PLN brutto, 47 mld PLN netto).

Nakłady inwestycyjne i ogółem GDDKiA [mld PLN netto]



Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA (założenia z IX'23)

Autostrady – statystyka umów i budów



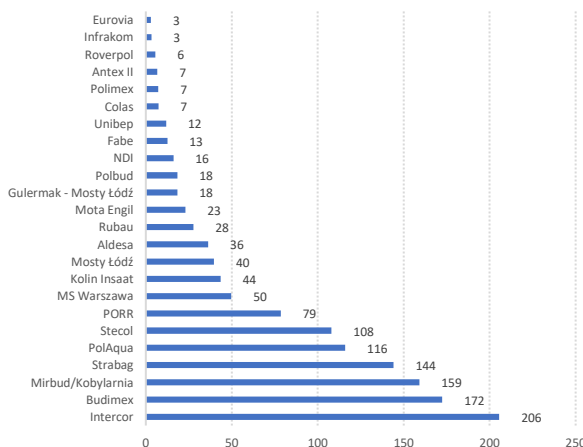
Źródło: DM BDM S.A., oprac. własne na bazie danych GDDKiA

(<https://www.gov.pl/web/gddkia/generalna-dyrekcja-drog-krajowych-i-autostrad>) oraz (<https://www.skyscrapercity.com/threads/statystyka-autostrady-i-drogi-ekspresowe.345003/>)

Obecnie w Polsce w eksploatacji (wg danych ze strony GDDKiA) jest 3266 km dróg ekspresowych oraz 1849 km autostrad (w tym 465 km odcinków koncesyjnych). W budowie na koniec września znajdowało się 970 km dróg ekspresowych oraz 138 km autostrad (na koniec roku w sumie 1171 km). Po oddaniu do użytkowania na początku poprzedniego dziesięciolecia nowych odcinków autostrad (inwestycje głównie pod Euro2012), w ostatnich latach w budowie znajdują się głównie drogi ekspresowe.

GDDKiA w 2023 ogłosiła przetargi na łącznie 531 km dróg (w trakcie procedowania na koniec roku było 507 km). Na 2024 wstępny plan przewiduje ogłoszenie przetargów na ponad 200 km. Na koniec roku łącznie w przygotowaniu były zadania o długości ok 3306 km (w tym 2653 km z PBDK oraz 653 km obwodnic w ramach PB100). Zgodnie z danymi przedstawionymi przez GDDKiA średni czas postępowania przetargowego dla umów zawartych w 2023 roku to ok. 10 miesięcy (przy wzorcowym harmonogramie ustalonym na 7 miesięcy, które wlicza jedno odwołanie).

Zestawienie wykonawców wg umów dla zadań będących w realizacji w km

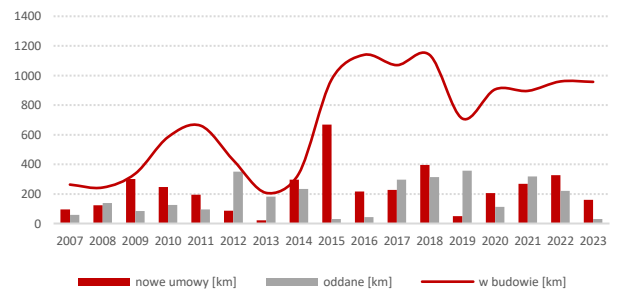


Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, stan na koniec 3Q'23

Zgodnie z danymi z końca września, GDDKiA w 2023 roku planowała wydać 15,4 mld PLN brutto na zadania inwestycyjne (17,9 mld PLN brutto wg danych z czerwca). Plan na 2024 i 2025 rok zakłada odpowiednio 19,5 mld PLN i 25,1 mld PLN (23,7 mld PLN i 31,3 mld PLN w poprzedniej wersji).

W kończącej się perspektywie UE 2014-2020 GDDKiA była największym beneficjentem środków UE w ramach POIiŚ. Kwota przyznanego dofinansowania dla wszystkich projektów drogowych GDDKiA wyniosła 43 mld PLN, przy 89 mld PLN wartości inwestycji, dla których zawarto umowy o dofinansowanie (48% udziału środków UE). W nowej perspektywie 2021-27 alokacja środków UE dla GDDKiA w ramach FEniKS wynosi łącznie ok. 18 mld PLN. Planowane całkowite koszty projektów drogowych GDDKiA w ramach perspektywy UE na lata 2021 – 2027 wynoszą około 52 mld PLN (36% dofinansowania). Spadek dofinansowania jest związany z większą alokacją do budżetu GDDKiA środków krajowych (wzrost znaczenie projektów finansowanych tylko środkami krajowymi).

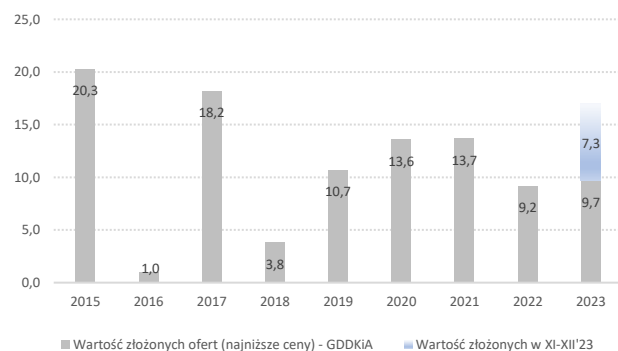
Drogi ekspresowe – statystyka umów i budów



Źródło: DM BDM S.A., oprac. własne na bazie danych GDDKiA

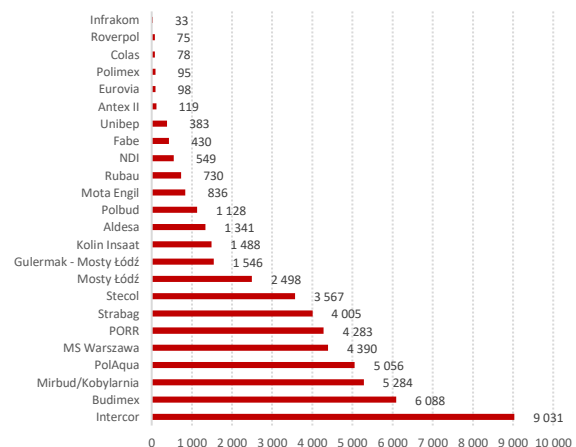
(<https://www.gov.pl/web/gddkia/generalna-dyrekcja-drog-krajowych-i-autostrad>) oraz (<https://www.skyscrapercity.com/threads/statystyka-autostrady-i-drogi-ekspresowe.345003/>)

Wartość złożonych ofert (najniższe ceny) - GDDKiA [mld PLN netto]



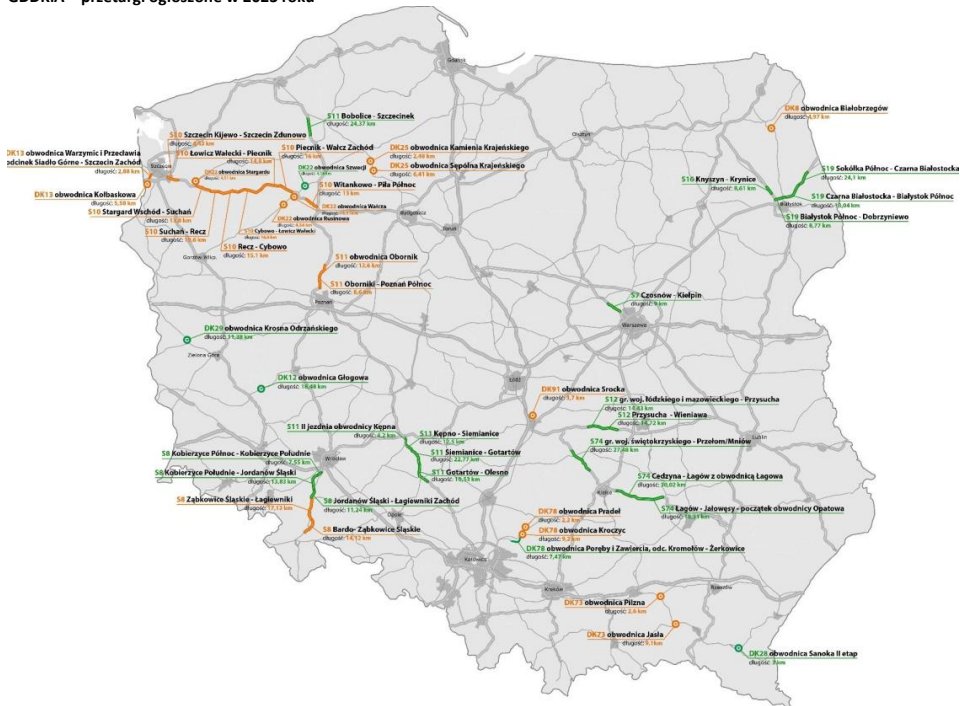
Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie GDDKiA

Wartości umów dla zadań będących w realizacji wg wykonawców [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, stan na koniec 3Q'23

GDDKiA – przetargi ogłoszone w 2023 roku



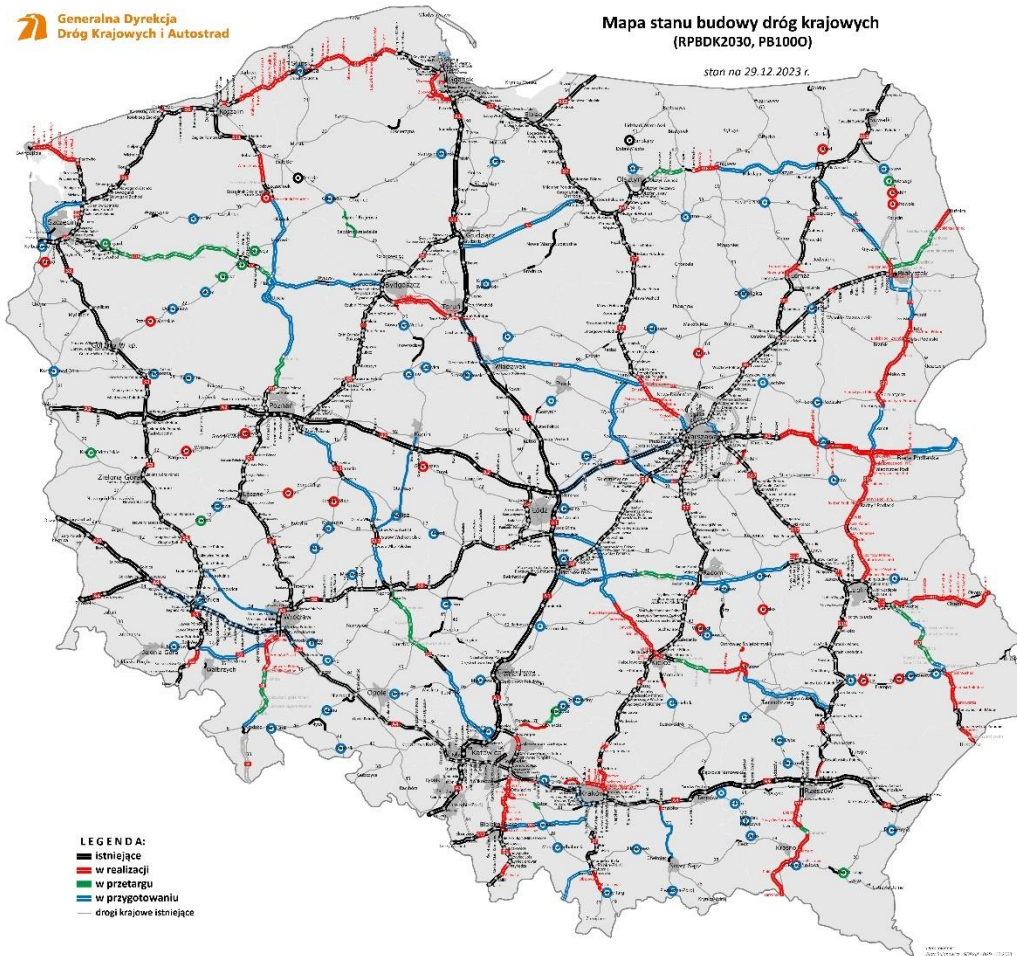
Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, stan na koniec 3Q'23, zielone = ogłoszone do 3Q'23, pomarańczowe = planowane w 4Q'23 (w zdecydowanej większości ogłoszone)

Stan budowy sieci dróg w Polsce



Mapa stanu budowy dróg krajowych (RPBDK2030, PB1000)

stan na 29.12.2023 r.

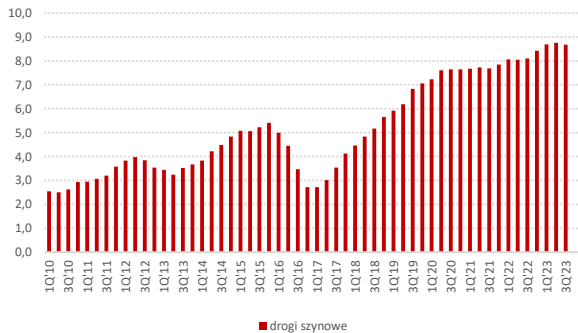


- LEGENDA:
- istniejące
 - w realizacji
 - w przetargu
 - w przygotowaniu
 - drogi krajowe istniejące

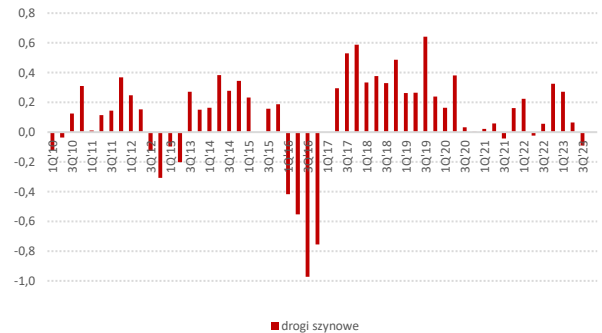
Źródło: DM BDM S.A., GDDKiA, stan na koniec 2023

Budownictwo szynowe

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

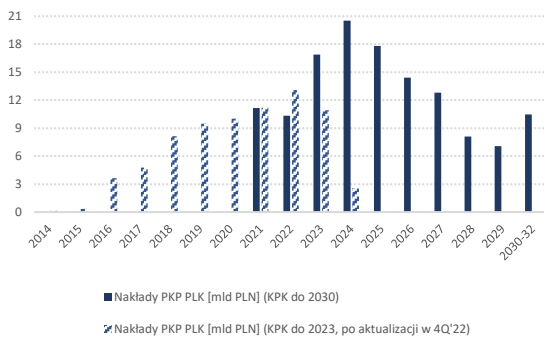


Nakłady na drogi szynowe zmiana r/r [mld PLN]



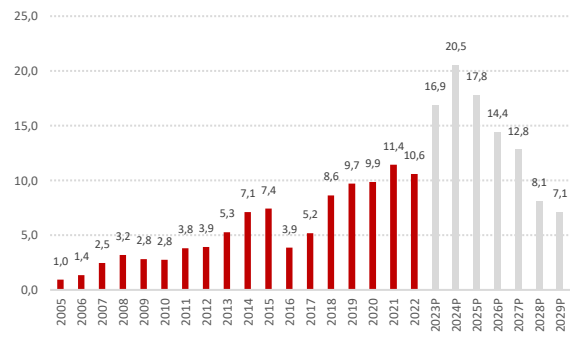
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



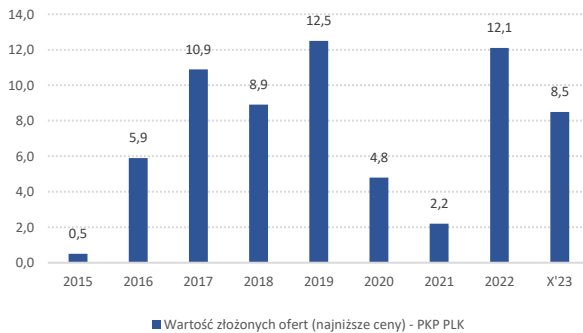
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



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

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



Źródło: DM BDM S.A., KPK PLK

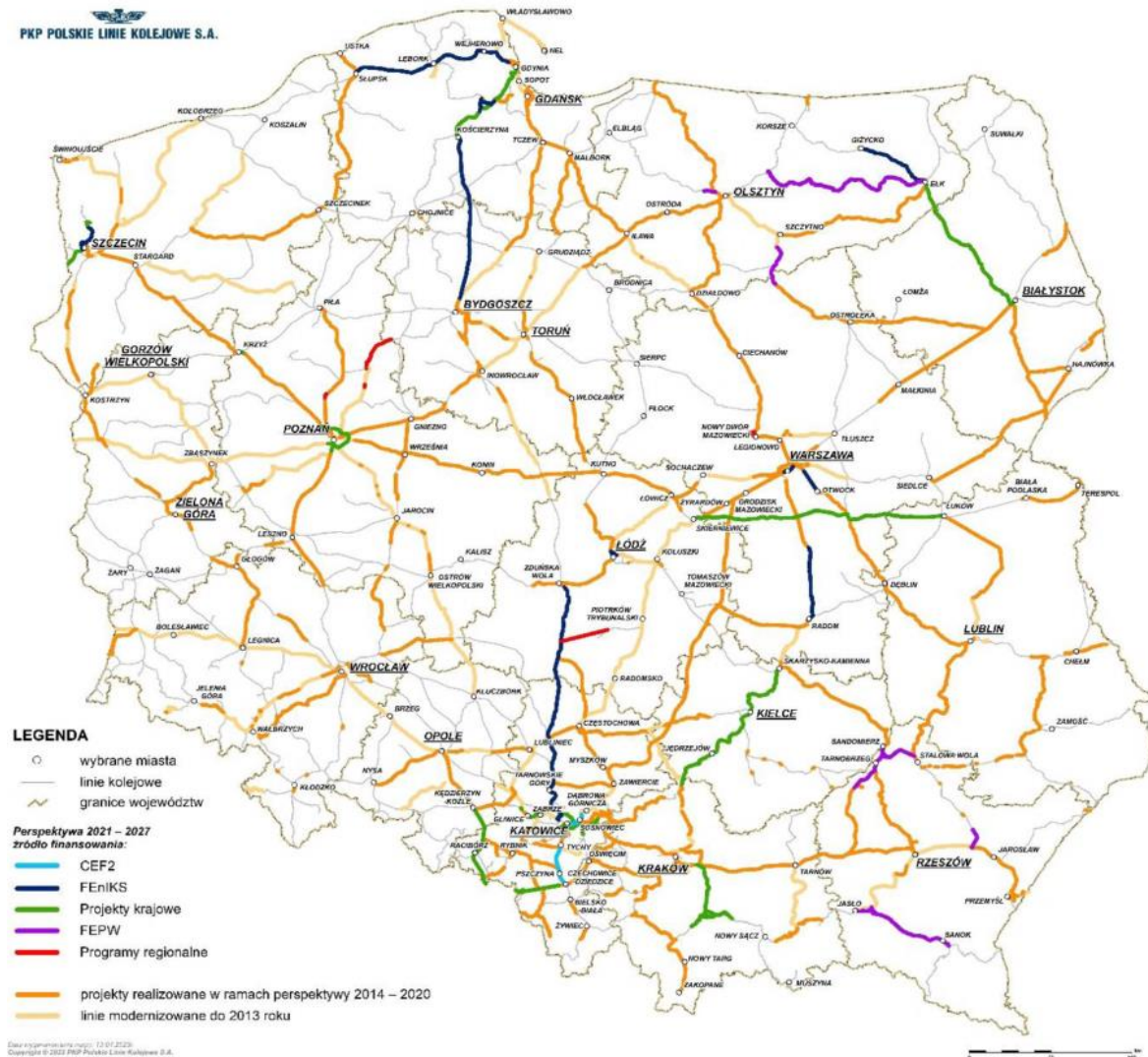
Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK

W połowie sierpnia 2023 Rada Ministrów przyjęła uchwałę w sprawie ustanowienia Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku (z perspektywą do roku 2032). Formalnie dokument jest aktualizacją obecnego KPK, który obowiązywał do 2023. Nowy KPK zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN. Przyjęto plan, że rekordowy będzie 2024 rok na poziomie 20,5 mld PLN. Jako źródła finansowania dla tej kwoty ujęto 4,4 mld PLN środków z KPO i 6,0 mld PLN środków z FeNIKS i CEF. Uważamy, że należy ostrożnie podchodzić do planowanych nakładów – historycznie plany w ramach KPK zawsze były przesuwane w czasie, dodatkowo obecnie żaden z programów unijnych nadal nie funkcjonuje w zakresie w jakim to zakładano.

Warto pamiętać, że obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle mogą pojawić się w kolejnych latach pojawić się środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych (strona internetowa CPK podaje, że chodzi o 1981 km nowych linii do 2034 roku). Natomiast dostosowanie istniejącej infrastruktury kolejowej do potrzeb zharmonizowania z koncepcją CPK będzie realizowane przez PKP PLK. W listopadzie 2022 CPK podpisała umowy na projektowanie odcinka szybkiej kolei na linii Warszawa – Łódź za 300 mln PLN, które mają być zrealizowane do połowy 2024 roku. W najbliższych miesiącach spodziewamy się przeglądu strategii CPK i ewentualnych decyzji kierunkowych – czy i w jakim zakresie projekt będzie kontynuowany.

Obecnie po stronie projektowej PKP PLK jest lepiej przygotowana niż przed startem poprzedniej perspektywy unijnej, umowy mają też bardziej przejrzyste zasady waloryzacji. Natomiast problemem przez ostatnie kwartały było zapewnienie finansowania (częściowo problem rozwiązany przez PFR) i realne odblokowanie środków UE.

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



Infrastruktura tramwajowa w Polsce



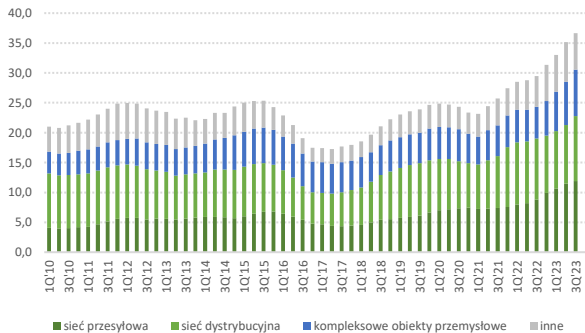
Źródło: DM BDM S.A., tw.waw.pl

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

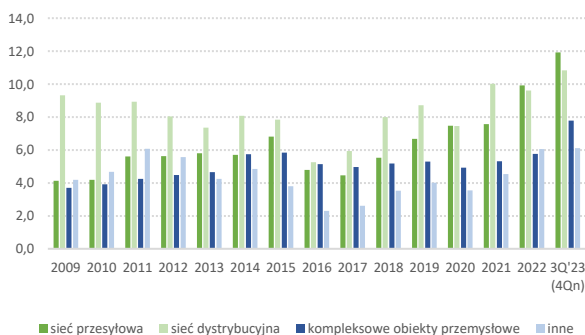
Pozostałe budownictwo infrastrukturalne

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury (4Qn) [mld PLN]



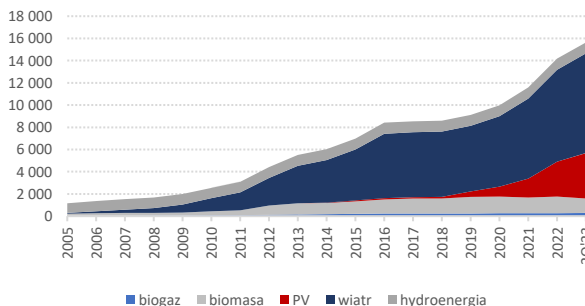
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury – rocznie [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Moc zainstalowana OZE wg URE [MW]*



Źródło: DM BDM S.A., URE.gov.pl, *dane dotyczą instalacji, które otrzymały koncesję lub wpis do działalności regulowanej URE lub KOWR lub objęte są systemem świadectw poch / tariff gwarant / aukcji

OZE

Na koniec 2Q'23 w źródłach OZE (poza mikro-instalacjami prosumentów) moc zainstalowana wynosiła 15,6 GW (w tym 4,1 GW – instalacje PV oraz 9,0 GW instalacje wiatrowe). W ostatnich 3 latach średnio przybywało rocznie 0,9 GW nowych instalacji PV i 0,8 GW nowych instalacji wiatrowych. Koszt budowy 1 MW mocy to odpowiednio ok. 2,5 mln PLN (w tym nieco mniej niż połowa to moduły) i 7 mln PLN (z czego ponad połowa to koszt turbiny).

Pod koniec września Instytut Obywatelski (i Koalicja Obywatelska) przedstawił prezentację ([link](#)), które może wskazywać kierunek polityki OZE nowego rządu. Do 2030 moc lądowych instalacji wiatrowych ma wzrosnąć z 9GW do 22 GW, a instalacji PV do 37 GW (liczone od bazy 12,1 GW, czyli razem z prosumentami). Instalacje wiatrowe na morzu mają mieć moc 6 GW.

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Do grupy pozostałych obiektów inżynierskich zalicza się sieć przesyłowa (transport ropy, gazu, energii, wody, ścieków, sieć telco) sieć dystrybucyjna (sieć rozdzielcza gazu, energii, wodociągi, oczyszczalnie ścieków, kanalizacja), kompleksowe obiekty przemysłowe (obiekty budowlane, które nie mają formy budynku np. elektrownie, w tym wiatrowe, rafinerie, kopalnie, spalarnie śmieci itp.) oraz inne (np. tereny sportowe, parki, inżynieria wojskowa, wysypiska śmieci).

PSE – program inwestycyjny

PSE w 2022 roku wydało na inwestycje 1,3 mld PLN. Zgodnie z planem zamierzeń inwestycyjnych na lata 2023-2027 zatwierdzonym na początku 2023 ([link](#)) planowane nakłady inwestycyjne w latach 2023-2027 mają wynieść średnio 4,8 mld PLN/rok, a w okresie 2028-2036 ok. 4,2 mld PLN rocznie (w sumie planowane jest ok. 5,8 tys nowych linii 400 kV czy kilkadziesiąt tys nowych transformatorów; inwestycje związane są m.in. z wyprowadzeniem mocy z istniejących elektrowni węglowych oraz wyprowadzeniem mocy z projektów OZE).

Dystrybucja energii – inwestycje OSD

URE podaje, że w 2022 roku nakłady inwestycyjne pięciu największych operatorów sieci dystrybucyjnych oraz operatora sieci przesyłowej (PSE) wyniosły 9,4 mld PLN (vs 7,2 mld PLN rok wcześniej) ([link](#)). Po odjęciu PSE zostaje więc ok 8,1 mld PLN rocznych nakładów na sieć dystrybucyjną.

Przebieg gazu – inwestycje Gaz-Systemu

Po wybudowaniu Baltic Pipe, dużych inwestycjach w sieć oraz ukończeniu I etapu rozbudowy terminala w Świnoujściu (pozostałe w 2023), plan inwestycyjny Gaz-Systemu koncentruje się obecnie na budowie FSRU w Gdańsku oraz dalszej rozbudowie krajowego systemu przesyłowego. W latach 2021-22 podmiot na inwestycje wydał 10 mld PLN. Plan na 2023 rok zakładał 3 mld PLN. Z wypowiedzi przedstawicieli spółek budowlanych działających tym obszarze wynika, że będzie to raczej rynek schyłkowy i głównym pomysłem jest dywersyfikacja w kierunku sieci dystrybucyjnej ([link](#)), co potwierdzają założenia dotyczące zakładanego przyrostu sieci przesyłowej (wyraźnie niższe poziomy w okresie 2025-31 vs 2021-24 – [link](#))

Dystrybucja gazu – inwestycje PSG

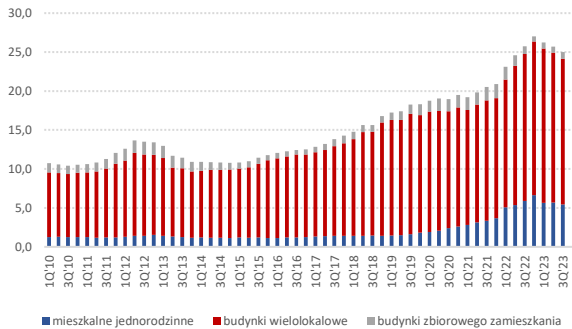
Roczna wartość planu inwestycyjnego Polskiej Spółki Gazownictwa (dystrybucja gazu) na 2023 rok wynosiła ok. 3,1 mld PLN (ok 63% na rozbudowę sieci gazowej). Rok wcześniej było to 3,5 mld PLN.

Elektrownia atomowa

W tym zakresie plan rządu PiS zakładał budowę dwóch elektrowni w ramach PEJ (Lubiatowo-Kopalino przez konsorcjum Westinghouse-Bechtel na 3,75 GW, z którym umowę na projektowanie podpisano w IX'23 oraz w drugiej nieustalonej lokalizacji), osobny projekt publiczno-prywatny (PGE-ZEPAK-KHNP w Koninie na 5,6 GW) oraz wdrożenie małych elektrowni SMR (Orlen-Synthos oraz KGHM). Założenia KO zakładają „przyspieszenie” budowy dwóch państwowych elektrowni (po audycie PEJ) oraz SMR. Koszt budowy 1 GW mocy „tradycyjnej” elektrowni atomowej szacuje się na ok 22-24 mld PLN ([link](#)).

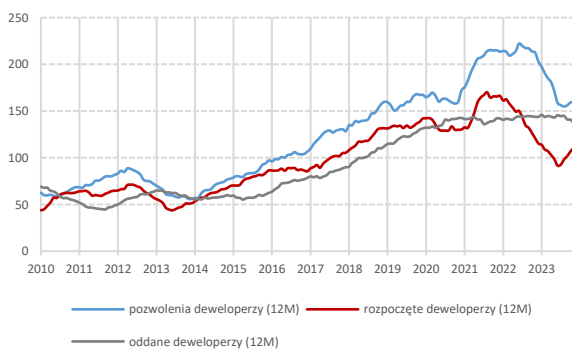
BUDOWNICTWO KUBATUROWE MIESZKANIOWE

Nakłady objekty mieszkalne (4Qn) [mld PLN]



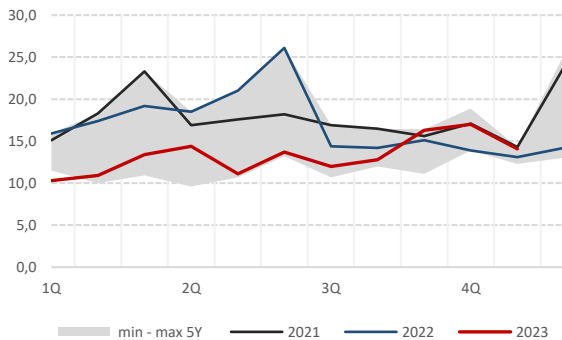
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Koniunktura na rynku deweloperów mieszkaniowych [tys lokali, 12M narastająco]



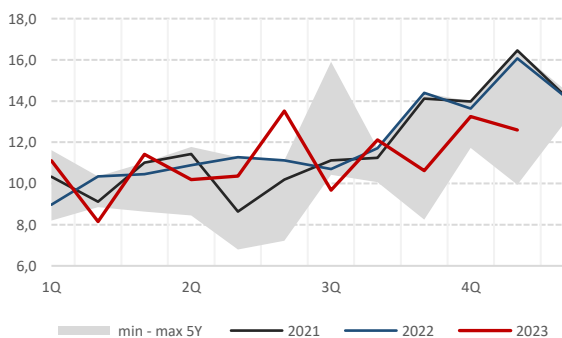
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Wydane pozwolenia na budowę rynku deweloperskim [tys lokali, miesięcznie]



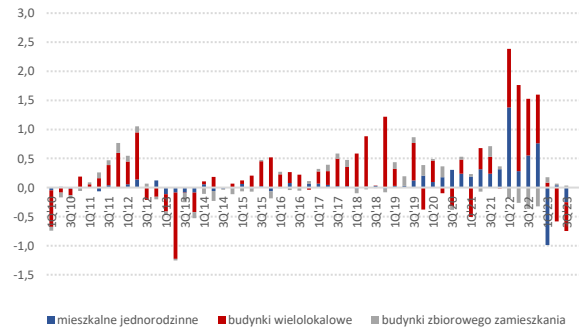
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Oddane lokale na rynku deweloperskim [tys lokali, miesięcznie]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady objekty mieszkalne zmiana r/r [mld PLN]

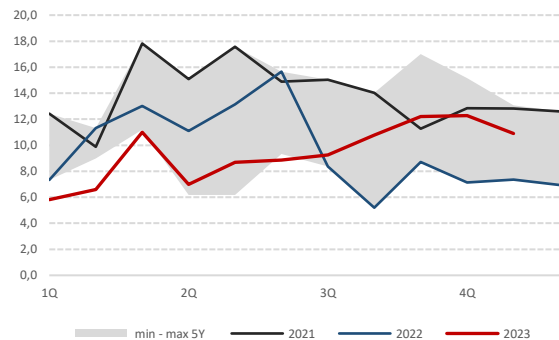


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na budynki mieszkalne wielorodzinne to obecnie ok 19 mld PLN w skali roku, budynki jednorodzinne ponad 5 mld PLN (za ostatnie 4Q). Aktywność deweloperów mieszkaniowych swój szczyt osiągnęła w 2021 roku, liczba rozpoczynanych budów w skali 12M sięgnęła wtedy >170 tys lokali. W połowie 2023 osiągnięto dołek na poziomie 92 tys lokali. 2H'23 przynosi lekką odbudowę startu nowych inwestycji na bazie popytu, który wygenerował BK2%. Bieżąca oferta deweloperów pozostaje jednocześnie nadal rekordowo niska w stosunku do popytu – oczekujemy jednak, że relacja ta w kolejnych miesiącach/kwartałach lekko się poprawi (widać wzrost wydawanych PnB, jednocześnie popyt może nie mieć już tak mocnego wsparcia).

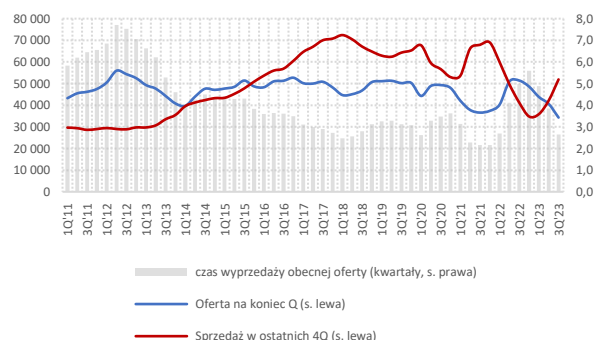
Segment budownictwa jednorodzinnego w ostatnich miesiącach stabilizuje się na niskich poziomach (<70 tys rozpoczętych budów narastająco za 12M, wobec szczytu na poziomie 106 tys w końcówce 2021). Brak wyraźniejszego odbicia to efekt ograniczonej możliwości skorzystania z BK2% w tym segmencie rynku.

Rozpoczęte budowy na rynku deweloperskim [tys lokali, miesięcznie]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

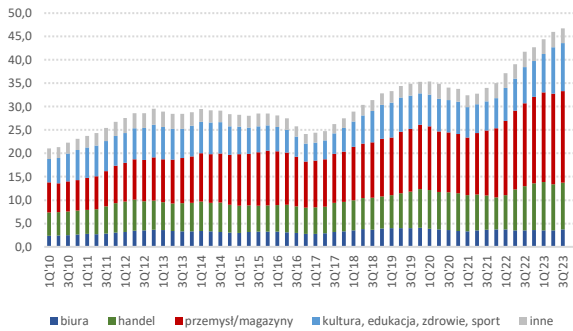
Oferta deweloperska i sprzedaż za ostatnie 4Q [lokale]



Źródło: DM BDM S.A., JLL

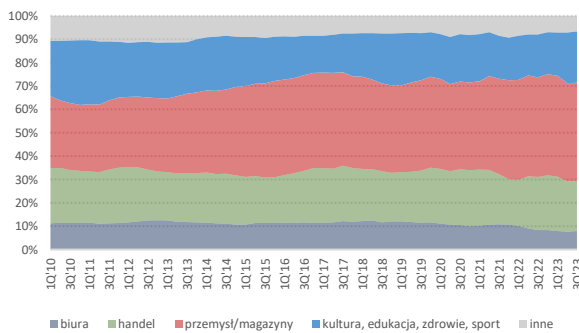
BUDOWNICTWO KUBATUROWE NIEMIESZKALNE

Nakłady obiekty kubaturowe niemieszkalne (4Qn) [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Produkcja budowlana w obszarze kubatury niemieszkalnej – udział sektorów



Źródło: DM BDM S.A. GUS

Nakłady na budynki kubaturowe niemieszkalne na przestrzeni ostatnich 4Q to poziom ok 47 mld PLN.

Magazyny, przemysł

Z tego największy udział posiadają nakłady na budynki przemysłowe i magazyny (blisko 20 mld PLN). W ramach tego obszaru obserwujemy dwa zjawiska – spore schłodzenie na rynku magazynowym (spadek popytu na nowe powierzchnie ze strony w e-commerce), przy jednoczesnej dobrej koniunkturze w obszarze budynków przemysłowych (prawdopodobnie efekt skracania łańcuchów dostaw).

Obiekty usługi publicznych, kultury

Obszar ten w ostatnich kwartałach radzi sobie bardzo dobrze (10 mld PLN nakładów za ostatnie 4Q), co wiążemy z jednej strony z cyklem wyborczym, jak i końcówką wydatkowania środków z poprzedniej perspektywy UE.

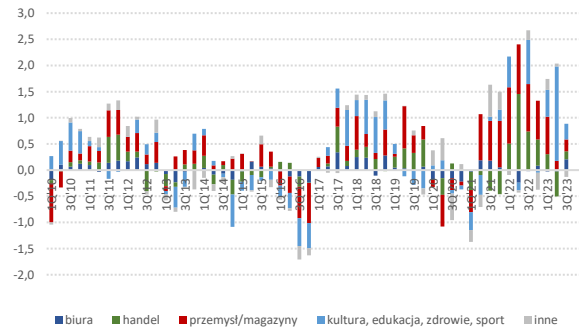
Handel

W 2022 roku wyraźnie odżył obszar handlu, nadrabiając odnotowany w 2021 spadek nakładów. W 2023 wydatki budowlane w tym segmencie są na zbliżonym poziomie r/r. Od lat w ramach segmentu obserwowana jest tendencja wzrostu znaczenia parków handlowych vs dużych centrów (galerii).

Biura

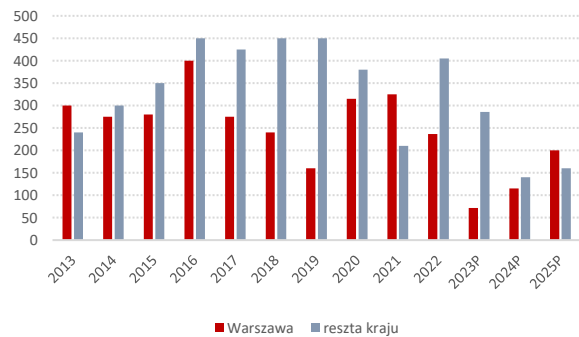
W stagnacji od wielu lat pozostaje sektor biurowy (w 2022 roku nakłady niższe niż 10 lat wcześniej, w 2023 możliwy lekki wzrost r/r). Roczna podaż nowej powierzchni swój szczyt miała w Warszawie w 2016 roku, natomiast w miastach regionalnych w latach 2018-19. Obecny okres dekonjunktury z jednej strony związany jest wysokim kosztem finansowania, z drugiej z relatywnie wysokim wskaźnikiem pustostanów na rynkach regionalnych w nowych budynkach, oddanych w ostatnich latach (co zbiegło się z tylko częściowym powrotem do biur po covid-19)

Nakłady obiekty kubaturowe niemieszkalne zmiana r/r [mld PLN]



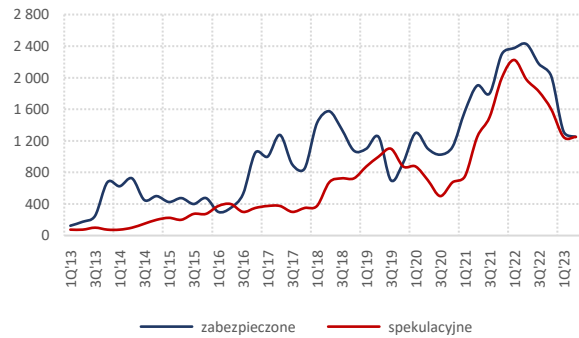
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Biura – podaż nowej powierzchni [tys mkw]



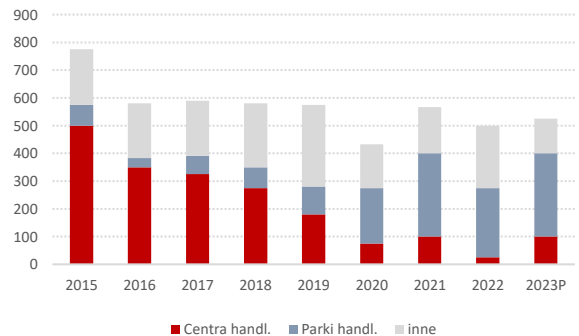
Źródło: DM BDM S.A., JLL

Powierzchnie magazynowe w budowie [tys mkw]



Źródło: DM BDM S.A., JLL

Handel - podaż nowej powierzchni [tys mkw]



Źródło: DM BDM S.A., JLL

ŚRODKI UNIJNE

Środki UE dla Polski

FENIKS (Fundusz Spójności, mld EUR)	2014-20		2021-27		CEF (mld EUR, dla wszystkich krajów, ok. 10% dla PL)		KPO (mld EUR) – po aktualizacji		do 2026
	2014-20	2021-27	2014-20	2021-27	2014-20	2021-27	2014-20	2021-27	
Infrastruktura	14	9,2	Infrastruktura+Kolej	23,0	25,8	zielona energia i zmniejszenie energochłonności		15,2	
Kolej	4,8	4,8	Inne	5,8	7,9	zielona, inteligentna mobilność		6,0	
Inne (m.in. energia/środowisko)	7,5	10,1	razem	28,8	33,7	transformacja cyfrowa		4,1	
razem	26,3	24,1	szacunkowo dla PL infrastruktura	2,3	2,6	odporność i konkurencyjność gospodarki		4,4	
						system ochrony zdrowia		4,4	
						RePowerEU		25,3	
						razem		59,8	
						w tym granty		25,3	
						w tym pożyczki		34,5	

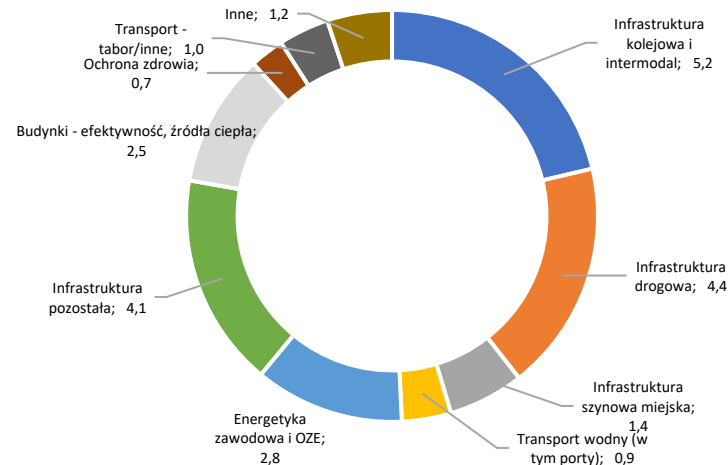
Źródło: DM BDM S.A. Budimex, MF, KE

FUNDUSZ SPÓJNOŚCI oraz EUROPEJSKI FUNDUSZ ROZWOJU REGIONALNEGO – FENIKS 2021-27

Jednym z głównych celów UE jest umacnianie spójności gospodarczej, społecznej i terytorialnej. UE wspiera osiągnięcie tych celów poprzez wykorzystanie europejskich funduszy strukturalnych i inwestycyjnych (z tego dwa główne to Fundusz Spójności oraz Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego). Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego (EFRR) został ustanowiony w 1975 roku. Służy on złagodzeniu dysproporcji w rozwoju europejskich regionów. Szczegóły dotyczące przydziału i wykorzystania funduszy z EFRR w przyszłości określa się w umowach partnerstwa. Natomiast Fundusz Spójności (FS) został ustanowiony w 1994 i udostępnia środki na projekty z zakresu ochrony środowiska oraz na projekty w ramach sieci transeuropejskich w tych państwach członkowskich, których dochód narodowy brutto na mieszkańca nie sięga 90% średniej unijnej.

W polskiej odsłonie oba te fundusze składają się obecnie na program Fundusze Europejskie na Infrastrukturę, Klimat, Środowisko 2021-2027 (FENIKS), który jest następcą dwóch wcześniejszych Programów Operacyjnych Infrastruktura i Środowisko (POLIŚ) realizowanych w perspektywach 2007-2013 oraz 2014-2020. Program FENIKS został przyjęty przez KE 6 października 2022. Łączna kwota budżetu wynosi prawie 29,3 mld EUR (z tego 5,1 mld PLN to krajowy wkład własny, a 24,2 mld EUR wkład unijny, z tego 11,3 mld EUR pochodzi z FS a 12,9 mld EUR z EFRR). Obecnie mija ponad rok od przyjęcia FENIKS przez Komisję Europejską. Dotychczas ogłoszone zostały 33 nabory na kwotę 41 mld PLN. Wnioskodawcy złożyli 124 wnioski o dofinansowanie na kwotę 16,7 mld PLN (ok. 15% budżetu). W ramach programu podpisane zostały pierwsze umowy o dofinansowanie (dla dwóch projektów drogowych).

Alokacja programu FENIKS 2021-27 w podziale na działania – wsparcie UE (w mld EUR)



Źródło: DM BDM S.A., <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/dokumenty/szczegolowy-opis-priorytetow-dla-programu-fundusze-europejskie-na-infrastruktura-klimat-srodowisko-2021-2027/>

Alokacja programu FENIKS 2021-27 w podziale na działania - wsparcie UE i wkład krajowy (w mld EUR)

	Wsparcie UE	Wkład krajowy		Wsparcie UE	Wkład krajowy
Infrastruktura kolejowa i intermodal	5,2	1,1	Budynki - efektywność, źródła ciepła, w tym:	2,5	0,4
Infrastruktura drogowa	4,4	0,8	Efektywność energetyczna budynków	2,3	0,4
Infrastruktura szynowa miejska	1,4	0,3	Wymiana źródeł ciepła	0,2	0,0
Transport wodny (w tym porty)	0,9	0,2	Ochrona zdrowia, w tym:	0,7	0,2
Energetyka zawodowa i OZE, w tym:	2,8	0,7	Zdrowie - infrastruktura	0,4	0,1
Modernizacja energetyki zawodowej	1,2	0,3	Zdrowie - sprzęt	0,3	0,1
OZE	0,5	0,1	Transport - tabor/inne, w tym:	1,0	0,3
Inteligentne systemy energ. oraz magazynowanie	1,1	0,3	Tabor kolejowy	0,4	0,2
Infrastruktura pozostała, w tym:	4,1	0,9	Tabor szynowy miejski	0,5	0,1
Przesył i dystrybucja gazu ziemnego	0,7	0,2	Cyfryzacja transportu miejskiego	0,1	0,0
GOZ	0,2	0,0	Kultura	0,6	0,2
Gospodarka wodna (wod-kan, retencja itp.)	1,8	0,3	Inne	0,6	0,1
Zapobieganie klęskom żywiołowym	1,4	0,4	suma	24,2	5,1

Źródło: DM BDM S.A., <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/dokumenty/szczegolowy-opis-priorytetow-dla-programu-fundusze-europejskie-na-infrastruktura-klimat-srodowisko-2021-2027/>

Formalna wypłata tych środków (poza zaliczkami w kwocie ok 8 mld PLN) była dotychczas wstrzymana. Od perspektywy 2021-27 każde państwo członkowskie musi spełnić szereg wymagań (kryteria horyzontalne), aby otrzymać finansowanie z funduszy unijnych. Według KE Polska nie spełnia kryterium dotyczącego Karty Praw Podstawowych UE (karta zawiera prawa i zasady w odniesieniu do sześciu zagadnień: godności, wolności, równości, solidarności, praw obywatelskich i wymiaru sprawiedliwości – spór dotyczył dotychczas niedyskryminacji osób LGBT i niezależności sądownictwa).

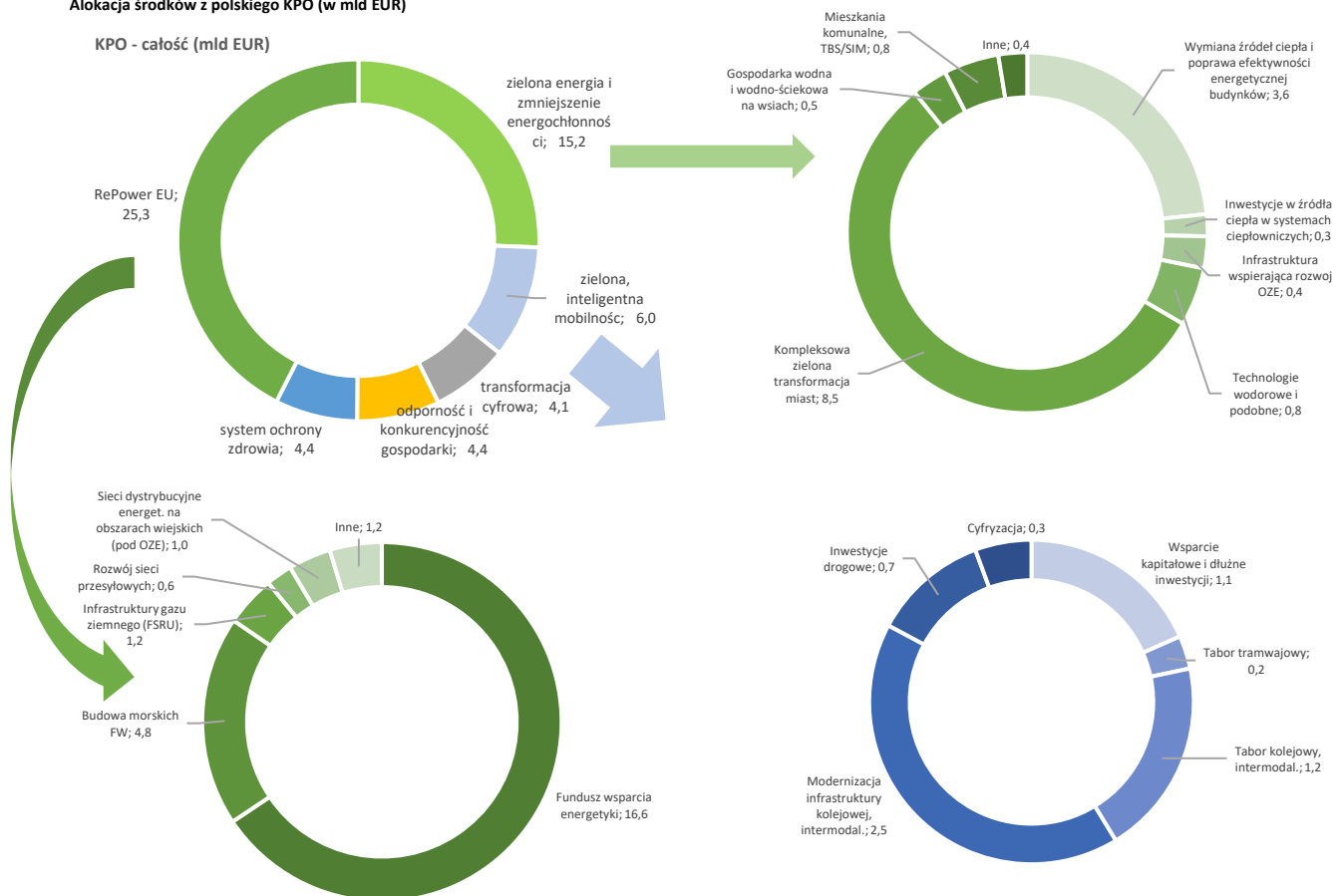
KRAJOWY PLAN ODBUDOWY I ZWIĘKSZANIA ODPORNOŚCI (KPO)

Krajowy Plan Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO) to program, który składa się z 54 inwestycji i 48 reform. Pieniądze KPO pochodzą z europejskiego Funduszu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (Recovery and Resilience Facility – RRF), który jest częścią Planu Odbudowy dla Europy (ang. NextGenerationUE).

W czerwcu 2022 roku „polskie” KPO zostało zaakceptowane przez KE i Radę UE. Natomiast w listopadzie 2023 KE zaakceptowała zaktualizowany plan (ujęcie komponentu RePower EU i drobne modyfikacje pozostałych elementów, co w sumie zwiększyło wartość programu do blisko 60 mld EUR, czyli ponad 2x więcej niż FEnIKS). W obecnej wersji główny nacisk inwestycji finansowanych z KPO ma być położony na energetykę zawodową (zakłada się m.in. powstanie „Funduszu wsparcia energetyki” o wartości blisko 17 mld EUR, który ma wspierać długim różnie inwestycje energetyczne oraz dofinansowanie budowy morskich farm wiatrowych na kwotę 5 mld EUR – oba te zadania mają być finansowane z części pożyczkowej KPO), infrastrukturę wspierającą rozwój OZE, wsparcie poprawy efektywności energetycznej czy transport szynowy.

Dotychczas wypłata środków z KPO pozostawała zablokowana ze względu na spór dotyczący sądownictwa pomiędzy rządem a KE. Jego ostatnim aktem było skierowanie przez prezydenta nowelizacji ustawy o Sądzie Najwyższym do Trybunału Konstytucyjnego. W grudniu '23 TK ostatecznie uznał ustawę za niekonstytucyjną. Nowy rząd zapowiada szybkie uruchomienie środków z KPO, przy czym na razie nie wiadomo jakie ostatecznie wymagania postawi KE. Wg zapowiedzi MFiPR w 2024 roku Polska powinna otrzymać z KPO w sumie prawie 18,5 mld EUR (w tym 8 mld PLN z części grantowej) z pierwszych trzech wniosków o płatność. W końcówce 2023 roku wypłacona została 4,5 mld EUR zaliczki w ramach REPowerEU, które będzie proporcjonalnie odliczana od kolejnych wniosków o płatność. Natomiast w 2025 wg MFiPR Polska powinna otrzymać 12,7 mld EUR (w tym 4,7 mld EUR grantów) na bazie wniosków złożonych w końcówce 2024 roku. Jednocześnie w 2023 uruchomiono prefinansowanie środków KPO przez PFR. Na koniec XII'23 największymi odbiorcami udzielonego w ten sposób wsparcia ([link](#)) było PKP PLK (0,9 mld EUR) oraz PKP Intercity (0,3 mld EUR). W sumie PFR w 2023 miał udzielić prefinansowania na 7-8 mld PLN.

Alokacja środków z polskiego KPO (w mld EUR)



Źródło: DM BDM S.A., <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/fundusze-na-lata-2021-2027/krajowy-plan-odbudowy/>

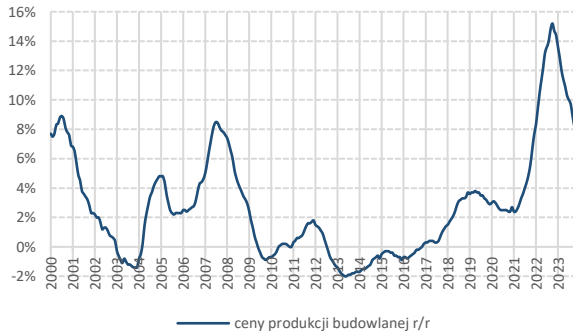
CEF 2 – CONNECTING EUROPE FACILITY (“ŁĄCZĄC EUROPE”)

Instrument „Łącząc Europę” (Connecting Europe Facility – CEF) w latach 2021-2027 stanowi kontynuację działania CEF z perspektywy 2014-2020. CEF 2 ma na celu dalsze wspieranie modernizacji i budowy infrastruktury położonej na transeuropejskiej sieci transportowej TEN-T, tj. o wspólnym znaczeniu dla UE. Budżet programu to 33,7 mld EUR i nie ma on przyporządkowania do konkretnych krajów (przy czym 11,3 mld EUR przynależą tylko do krajów korzystających ze środków FS). CEF jest instrumentem zarządzanym przez KE, która ogłasza konkursy, a potem dokonuje wyboru projektów do dofinansowania. W poprzedniej edycji polskim projektom przyznano ok 10% puli przeznaczanej na infrastrukturę. W obecnej edycji swoje konkursy wygrały już projekty PKP PLK ([link](#)).

STRONA KOSZTOWA

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

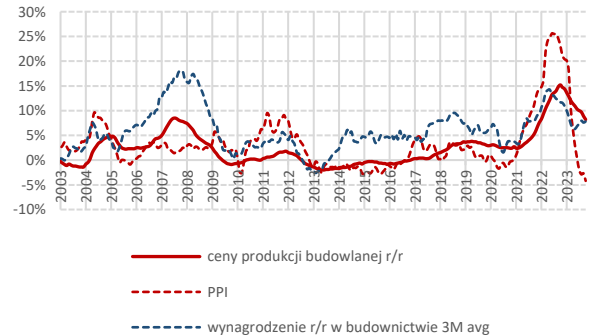


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15,2% 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 listopadzie 2023 odnotowano wzrost r/r o 8,0% (+0,5% m/m). Od 2Q'23 ceny napędza głównie segment inżynieryjny (wcześniej wyższe wzrosty cen notowano w obszarze budynków).

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

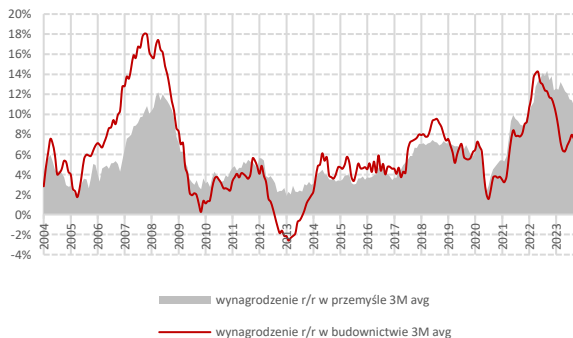
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

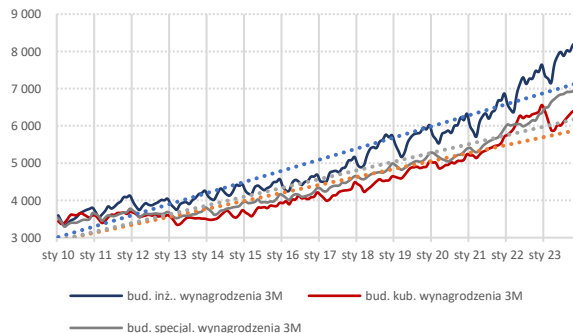
WYNAGRODZENIA I ZATRUDNIENIE

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



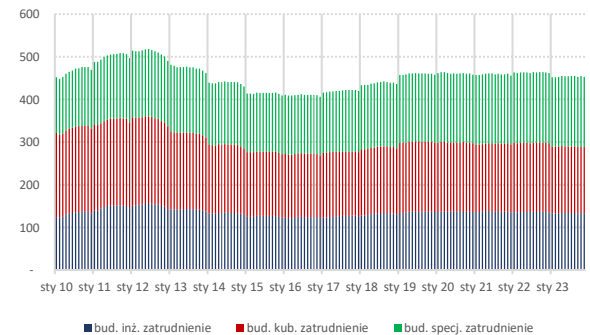
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Zatrudnienie w budownictwie (tys osób)

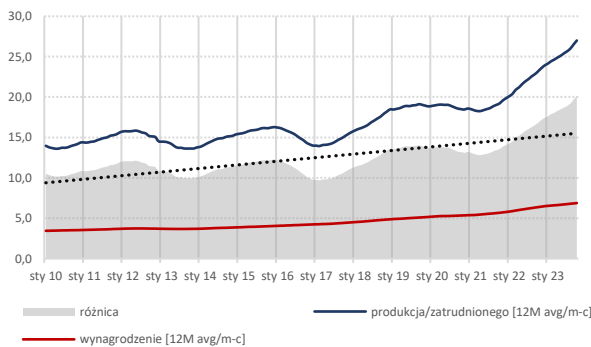


Źródło: DM BDM S.A., GUS

GUS podaje, że w budownictwie obecnie zatrudnionych jest 454 tys osób (podobny poziom notowany jest od 2019 roku). Rekordowy poziom notowany był w latach 2011-12, kiedy liczba pracujących przekraczała 500 tys osób. Rekordowo niskie poziomy na przestrzeni ostatnich lat notowano w 2016 roku, kiedy liczba spadła do nieco ponad 400 tys osób.

Od początku 2023 roku dynamika wynagrodzeń w sektorze budowlanym jest jednocyfrowa i pozostaje wolniejsza niż w całym przemyśle. Przyczyniło się do tego przede wszystkim zatrzymanie wzrostu płac w obszarze kubaturowym (w okresie luty-lipiec notowano nawet spadki r/r). W 2023 roku „dyskonto” płac w tym obszarze sięga aż -22% względem budownictwa

Relacja produkcji budow. do przeciętnego wynagrodzenie w budownictwie [tys PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

Obecnie w nowych umowach GDDKiA stosowany jest 10% limit waloryzacyjny. Mechanizm waloryzacyjny zakłada, że ryzyko wzrostu (ale również spadku cen) dzielone jest pół na pół między inwestora i wykonawcę, a waloryzacja może przybierać wartości zarówno dodatnie, jak i ujemne. W końcu października rząd zdecydował o podniesieniu limitów finansowych program drogowych, co umożliwiło kolejne zwiększenie limitów waloryzacyjnych (do 15%), ale tylko dla kontraktów, gdzie oferty były składane przed wybuchem wojny w Ukrainie. Przed wyborami parlamentarnymi prowadzone od dłuższego czasu były także rozmowy o certyfikacji wykonawców, co miałyby doprowadzić do wykluczenia z ofertowania firm bez zaplecza na rynku polskim (głównie chodzi o podmioty spoza UE). W przypadku nowych umów PKP PLK także stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo z informacji prasowych wynika, że w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w drogach [r/r]

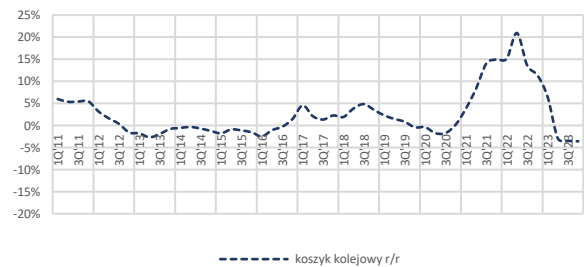


Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny GDDKiA dla nawierzchni bitumicznych zbudowany jest następująco: 50% wartość stała, 20% CPI, 8% asfalt, 6% robocizna, 5% paliwo, 4% cement, 4% kruszywo, 3% stal (dla nawierzchni betonowych relatywnie większy jest udział cementu).

inżynierskiego (w latach 2013-22 wynosiło ono -14%, a we wcześniejszych latach płace były nawet bardziej wyrównane)

Różnica pomiędzy produkcją budowlaną w przeliczeniu na zatrudnionego w branży a przeciętnym wynagrodzeniem w branży w ostatnich dwóch latach wyraźnie wzrosła – z jednej strony została wymuszona przez wzrost cen materiałów, ale z drugiej pomogła też marżom. Taka sytuacja jak widać powyżej ma charakter cykliczny (ok 3 lat ekspansji i 1-2 lata schłodzenia).

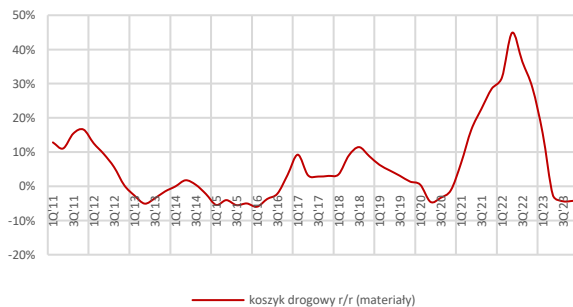
Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



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.

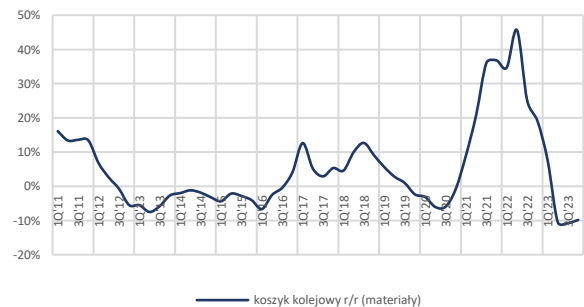
Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego GDDKiA to dane za 3Q'23 wykazały -4% spadek r/r, w przypadku PKP PLK -11% spadek r/r (początek 4Q'23 był podobny). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI oraz podział ryzyka 50/50 to dla GDDKiA dane za 3Q'23 wykazały 0% zmianę r/r, a w przypadku PKP PLK -3% spadek r/r (w X'23 było to -1%/-4% r/r).

Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w drogach [r/r]*



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

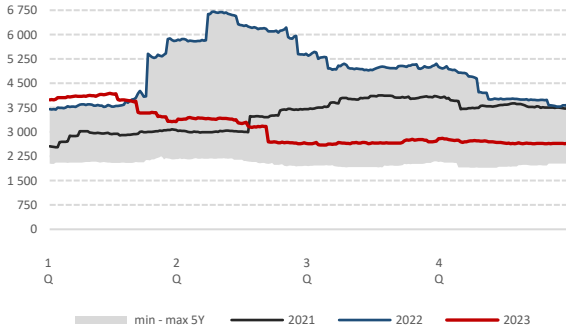
Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w kolei [r/r]*



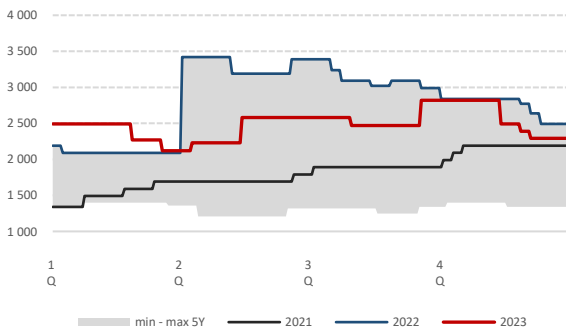
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

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

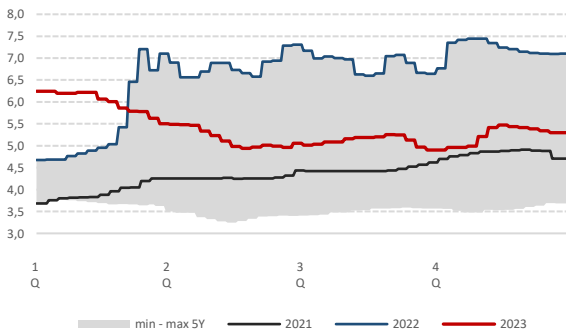
Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]



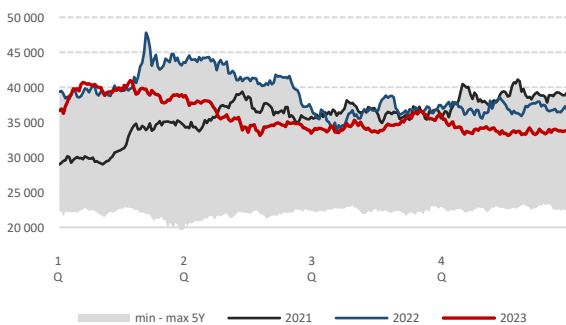
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Asfalt – ceny w Polsce [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Lotos Asfalt, Uni-Bitumen, Orlen
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]

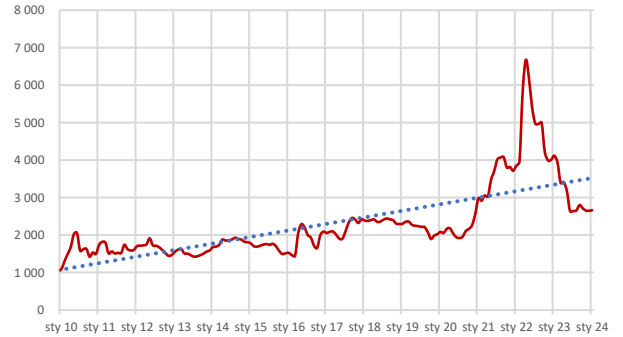


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]

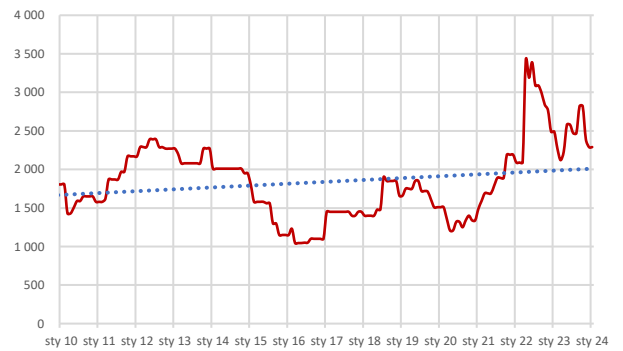


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

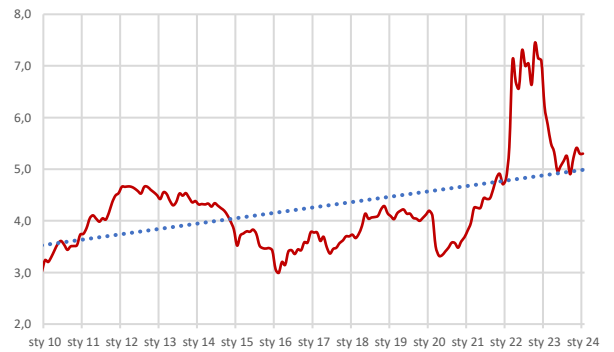
Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]



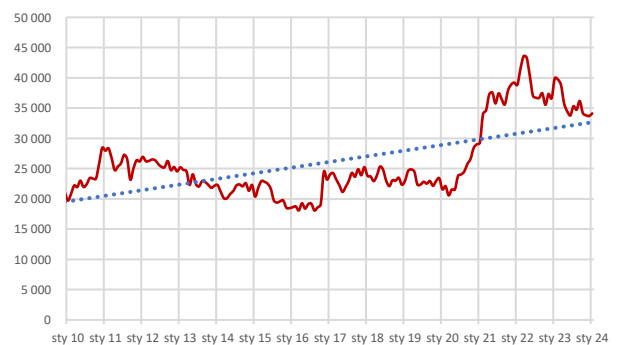
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Asfalt – ceny w Polsce [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Lotos Asfalt, Uni-Bitumen, Orlen
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]

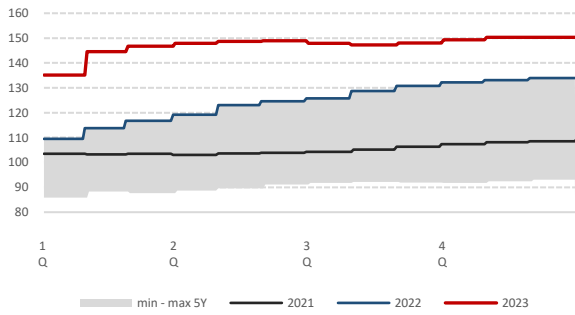


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



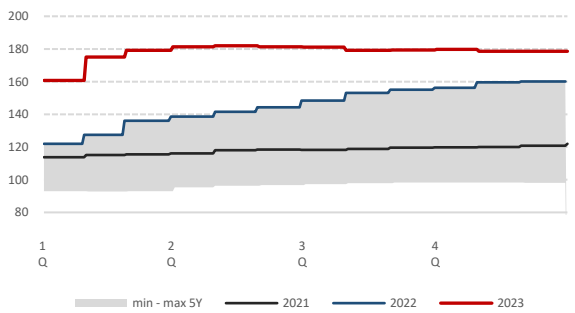
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



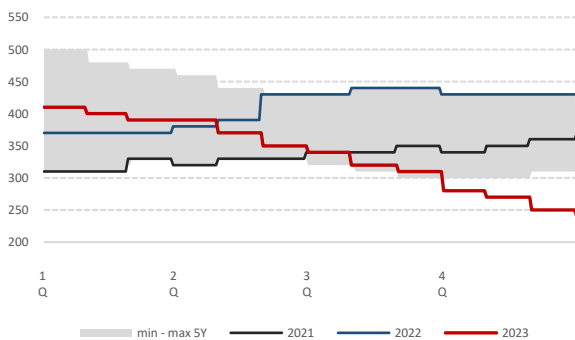
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za X'23

Cement – indeks GUS*

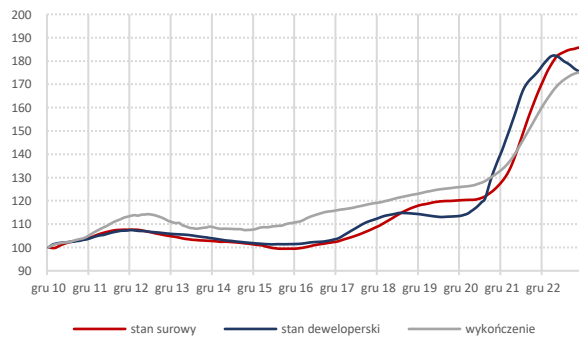


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za X'23

Moduły PV – ceny [EUR/kW]

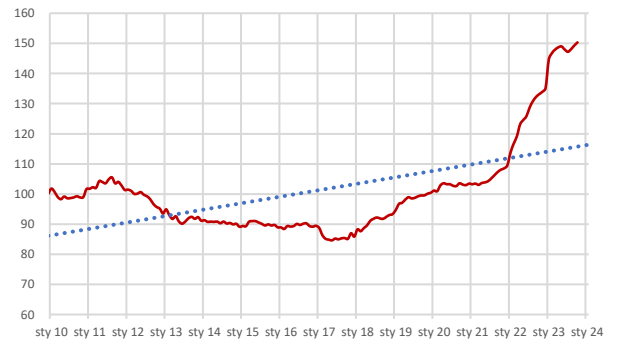


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, High Efficiency PV Module European Spot
Koszt budowy bud. mieszkalnego – indeks PSB* (średnia 12M)



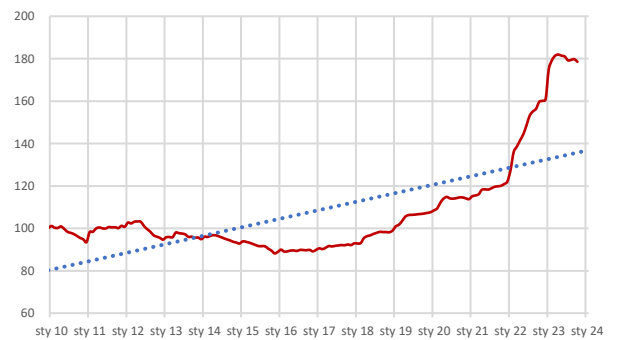
Źródło: DM BDM S.A., PSB, *100= koniec 2010 roku

Kruszywa – indeks GUS*



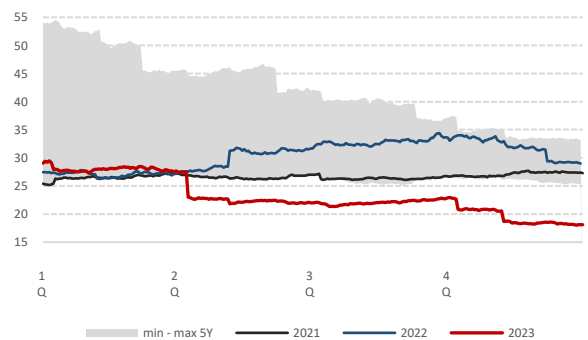
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



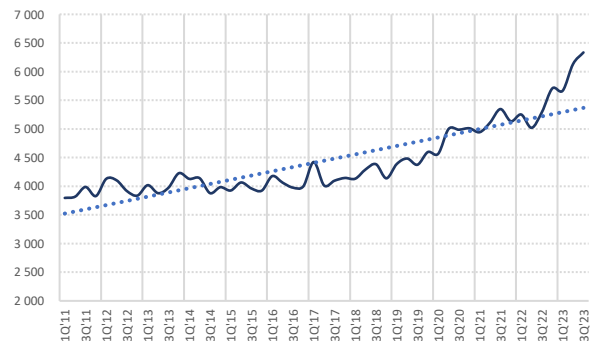
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Inwertery PV – ceny [EUR/kW]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, Industrial Inverters 30KW+ [EUR/kW]

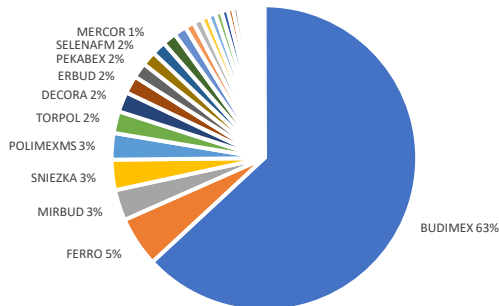
Cena powierzchni użytkowej bud. mieszkalnego oddanego do użytkowania [PLN/m2]*



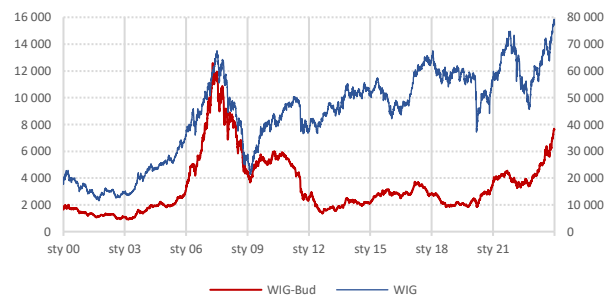
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *nakłady poniesione na budowę nowych wielomieszkańowych

INDEKS WIG-BUDOWNICTWO

WIG-Budownictwo – skład indeksu



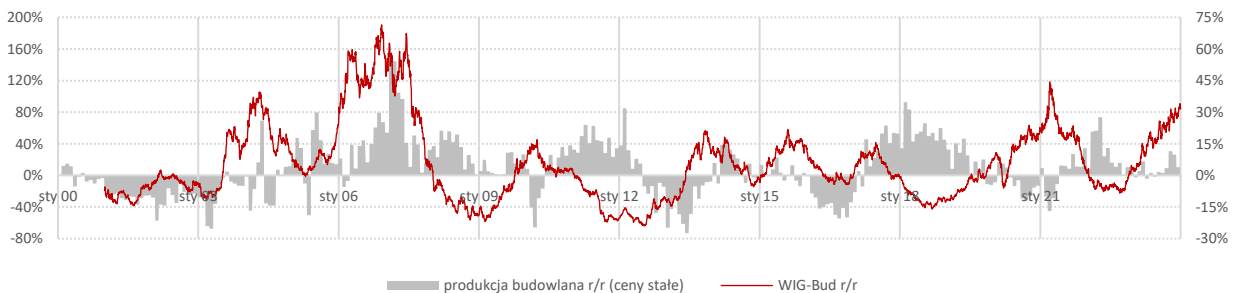
WIG-Budownictwo na tle WIG



Źródło: DM BDM S.A., GPW, *dane na dzień 2/01/2024

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

WIG-Budownictwo vs dynamika produkcji budowlanej r/r (średnie 3M, ceny stałe)



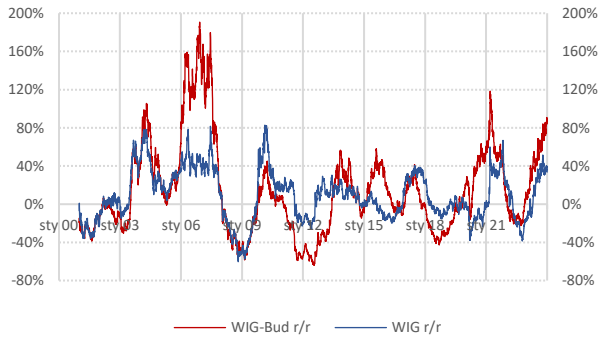
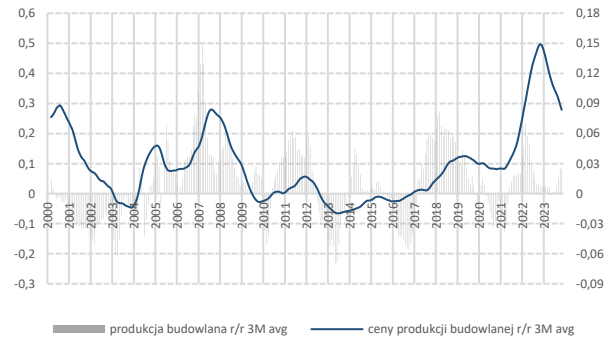
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

- Swoj historyczny szczyt indeks spółek budowlanych osiągnął w kwietniu 2007 (do dziś nie pobity) na fali wejścia Polski do UE (pojawienie się na rynku środków unijnych, otwarcie gospodarki na inwestycje zagraniczne), ogólnie świetnej wtedy koniunktury na GPW oraz euforii wywołanej przyznaniem Polsce organizacji Euro 2012. O ile pierwsza fala europejskiego finansowania rzeczywiście pozwoliła wielu spółkom osiągnąć znaczny wzrost przychodów i zysków, o tyle kumulacja inwestycji bezpośrednio przed Euro 2012 (głównie stadion i drogi), przysporzyła wielu podmiotom ogromnych problemów, które później ciągnęły się latami.
- Okres 2013- początek'17 przyniósł stopniową odbudowę sentymentu do branży ma GPW, na bazie głównie deflacyjnego otoczenia w budownictwie (spadek kosztów sprzyjał budowie rentowności a konkurencja była początkowo niższa po fali upadłości z 2012 roku)
- Okres 2017-19 to czas wyraźnego ożywienia w budownictwie (opóźnione wejście do realizacji umów finansowanych w budżetu unijnego na lata 2014-20), powiązany ze wzrostem kosztów, który dotknął szczególnie umów w formule P&B pozyskiwanych w latach 2016-17.
- Okres 2020-23 można podzielić naszym zdaniem na kilka podokresów. 2020-1H'21 to czas słabej koniunktury w budownictwie, relatywnie korzystnych cen materiałów (dobry czas dla spółek GW). 2H'21-1H'22 to okres mocnego po-pandemicznego ożywienia (negatywne otoczenie dla GW), kumulującego napaścią Rosji na Ukrainę, które w efekcie dały niespotykany od kilkudziesięciu lat szok inflacyjny, który szybko przeszedł także w spowolnienie gospodarcze. Okres 2H'22-2H'23 okazuje się bardzo zróżnicowany dla podmiotów budowlanych, ich kondycja w dużej mierze zależała od zarządzania backlogiem. Spółki, które miały szybko rotujący portfel lub pozyskały relatywnie dużo zleceń już po wybuchu wojny skorzystały na późniejszym ustabilizowaniu się sytuacji. Natomiast spółki z relatywnie dużą ekspozycją na np. budownictwo kubaturowe musiały z jednej strony zmierzyć się ze wzrostem kosztów z drugiej podaź nowych kontraktów istotnie spadała.
- Dla WIG-Budownictwo 2023 rok był piątym z rzędu rokiem wzrostów. Z taką samą serią mieliśmy do czynienia w okresie 2003-07.
- Jednocześnie, był to drugi rok z rzędu z relatywną siłą względem WIG. W ostatnich pięciu latach jedynie 2021 rok był pod tym względem negatywny, wcześniej jednak mieliśmy serię trzech słabych lat z rzędu.

WIG-Budownictwo – skład

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
WIG-Bud	-13%	-16%	-11%	37%	28%	63%	148%	13%	-50%	16%	7%	-55%	-31%	34%	-5%	37%	-2%	-1%	-32%	19%	61%	3%	8%	87%
WIG	-1%	-22%	3%	45%	28%	34%	42%	10%	-51%	47%	19%	-21%	26%	8%	0%	-10%	11%	23%	-9%	0%	-1%	22%	-17%	37%
WIG-Bud - WIG	-12%	6%	-14%	-8%	0%	29%	107%	2%	1%	-31%	-11%	-34%	-57%	25%	-5%	46%	-14%	-25%	-23%	19%	62%	-19%	26%	50%
Produkcja budowl.*	-1%	-10%	-10%	-8%	-1%	9%	13%	23%	11%	5%	1%	16%	-1%	-11%	5%	1%	-14%	12%	21%	5%	-3%	0%	10%	4%
Ceny produkcji budowl.*	8%	4%	1%	-1%	3%	3%	3%	7%	5%	0%	0%	1%	0%	-2%	-1%	-1%	0%	1%	3%	3%	3%	4%	13%	11%

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS, *średnia z odczytów miesięcznych r/r

WIG-Budownictwo i WIG - zmiana r/r

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


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

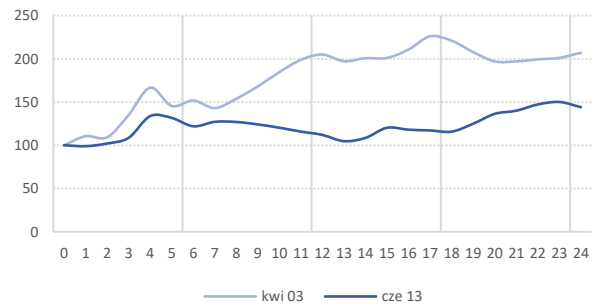
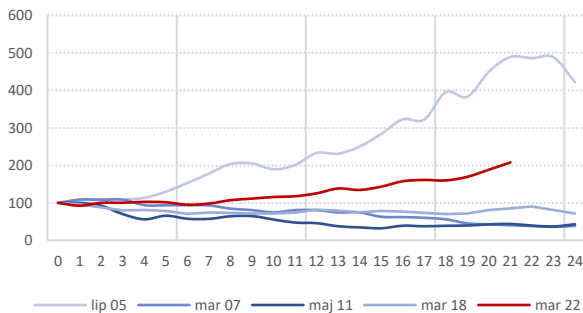
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Scenariuszowa analiza stóp zwrotu indeksu WIG-Budownictwo w okresie 6 i 12 miesięcy w zależności od danych makro w miesiącu bazowym (od 2001 roku, średnia 3M)

średnia	dynamika produkcji r/r		ceny produkcji r/r		dynamika produkcji r/r		ceny produkcji r/r	
	>0%	<0%	>0%	<0%	Wzrostowa*	Spadkowa*	wzrostowa	spadkowa
6M	4%	11%	4%	12%	4%	9%	5%	10%
12M	13%	20%	15%	20%	10%	21%	12%	22%
mediana	dynamika produkcji r/r		ceny produkcji r/r		dynamika produkcji r/r		ceny produkcji r/r	
	>0%	<0%	>0%	<0%	wzrostowa	spadkowa	wzrostowa	spadkowa
6M	2%	9%	0%	11%	-2%	8%	2%	8%
12M	6%	14%	-1%	14%	1%	15%	4%	15%

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS, *trend wzrostowy = średnia za ostatnie 3M jest wyższa niż średnia z 3 analogicznych poprzednich odczytów (spadkowy = przeciwnie)

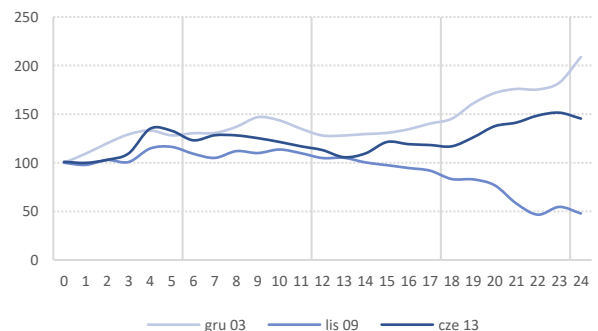
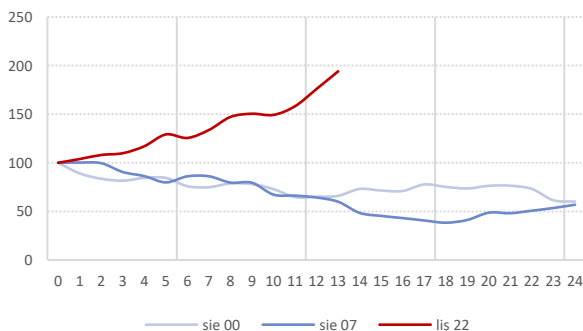
Powyższa tabela prezentuje stopy zwrotu w kolejnych (6 lub 12) miesiącach od miesiąca, którego dotyczyły dane dynamiki krajowej produkcji budowlanej i cen produkcji budowlanej. Zarówno średnia jak i mediana wskazują, że WIG-Budownictwo osiąga wyższe średnioterminowe stopy zwrotu po publikacjach ujemnych r/r dynamik produkcji vs dodatnich, jednocześnie wyraźnie bardziej sprzyjający jest trend spadkowy produkcji niż wzrostowy (analogicznie wygląda sytuacja w przypadku cen produkcji budowl.).

Zmiana WIG-Budownictwo od lokalnego szczytu dynamiki produkcji budowlanej (>20% r/r dla średniej 3M)
Zmiana WIG-Budownictwo od lokalnego dołka dynamiki produkcji budowlanej (<-20% r/r dla średniej 3M)


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Od ostatniego szczytu dynamiki produkcji budowlanej WIG-Budownictwo zachowuje się relatywnie dobrze na tle historycznych ścieżek (mocniejszy był jedynie po szczycie z połowy 2005, ale podobnie jak teraz schłodzenie koniunktury w kolejnych kwartałach było gwałtowne (jak w 2007, 2011 czy 2018 roku). Także mocno na tle poprzednich wzorców wygląda obecna ścieżka po szczycie dynamiki cen, ale mamy tu niską próbkę oraz należałoby także wziąć tempo schodzenia ze szczytu (obecnie dość szybkie) jak i poziom oczekiwań, który kształtował się przy szczycie.

Zmiana WIG-Budownictwo od lokalnego szczytu dynamiki cen produkcji budowlanej*
Zmiana WIG-Budownictwo od lokalnego dołka dynamiki cen produkcji budowlanej*


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *dla średniej 3M

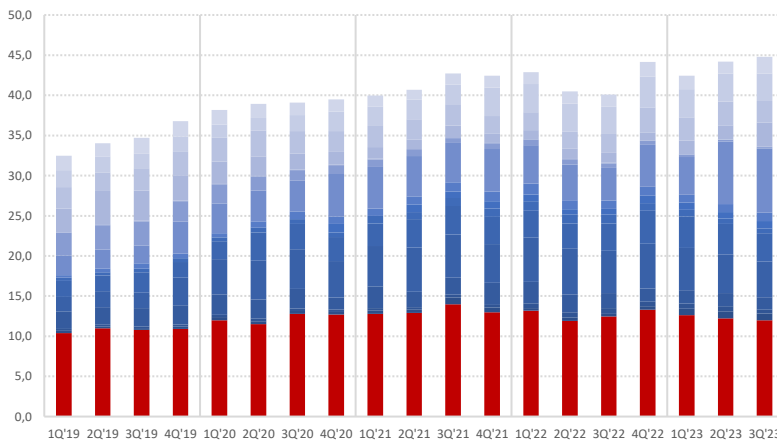
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *dla średniej 3M

PORTFELE SPÓŁEK BUDOWLANYCH

Portfel razem dla szesnastu podmiotów budowlanych notowanych na GPW po 3Q'23 był na rekordowym poziomie blisko 45 mld PLN. Największym portfelem dysponuje Budimex, przy czym na przestrzeni trzech ostatnich lat był on dość płaski. Jednocześnie spółka dysponuje obecnie istotną wartością kontraktów w pipeline, co wzmocnił portfel w kolejnych okresach (w grudniu podpisano kontrakt na Rail Baltica za 5 mld PLN).

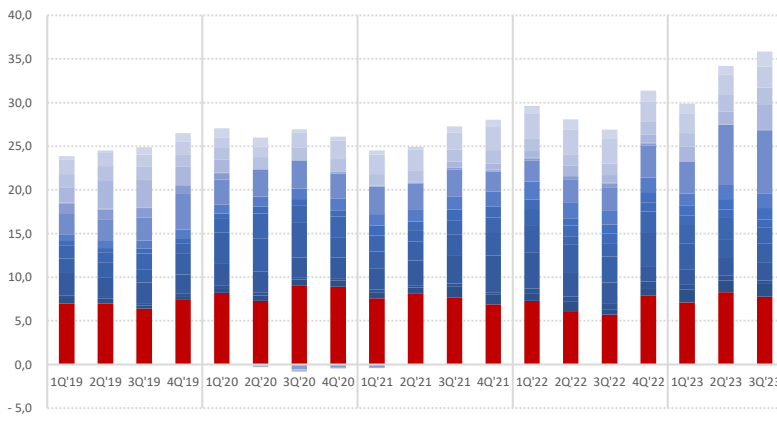
Po relatywnie słabym 1Q'23, kolejne dwa kwartały przyniosły mocną sumę kontraktacji. W 2Q'23 przyczynił się do tego głównie Polimex, a w 3Q'23 spółki kolejowe.

Portfele wybranych spółek budowlanych notowanych na GPW (pozostałe spółki na tle Budimexu) [mld PLN]



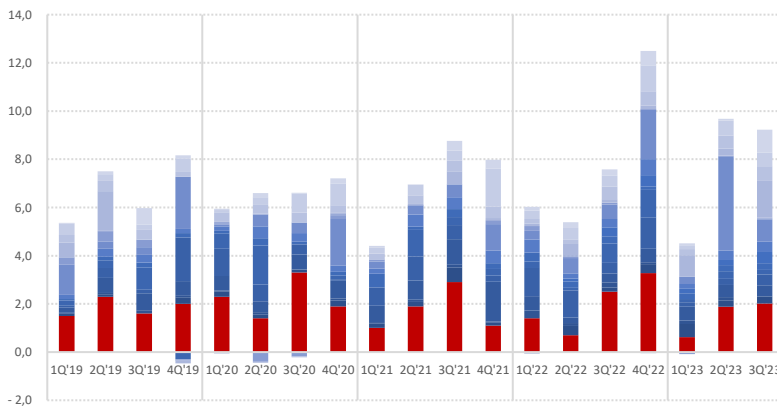
Źródło: DM BDM S.A., spółki

Kontrakcja* narastająco 4Q wybranych spółek budowlanych notowanych na GPW [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki, *w przypadku spółek, które nie podają kontraktacji dane szacunkowe (zmiana portfela skorygowana o przychody)

Kontrakcja* kwartalna wybranych spółek budowlanych notowanych na GPW [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki, *w przypadku spółek, które nie podają kontraktacji dane szacunkowe (zmiana portfela skorygowana o przychody)

Portfele – tabela [mld PLN]

	2Q'23	3Q'23	r/r	YTD
Budimex	12,22	12,00	-4%	-10%
Dekpol	0,89	0,82	155%	81%
Elektrotim	0,63	0,47	-33%	-15%
Erbud ex Onde	1,64	1,56	-17%	-5%
Mirbud	4,82	4,45	-15%	-20%
MS Warszawa	3,79	3,53	4%	-14%
MS Zabrze	0,69	0,59	-48%	-38%
Onde	0,79	0,92	32%	3%
Pekabex	0,99	1,02	-4%	-9%
Polimex	7,78	7,96	97%	53%
Rafako	0,24	0,20	-64%	-58%
Tesgas	0,06	0,06	-51%	-40%
Torpol	1,73	3,01	152%	206%
Trakcja	2,97	2,67	13%	-14%
Unibep	3,51	3,46	2%	-10%
ZUE	1,46	2,05	34%	12%
RAZEM	44,2	44,8	12%	2%

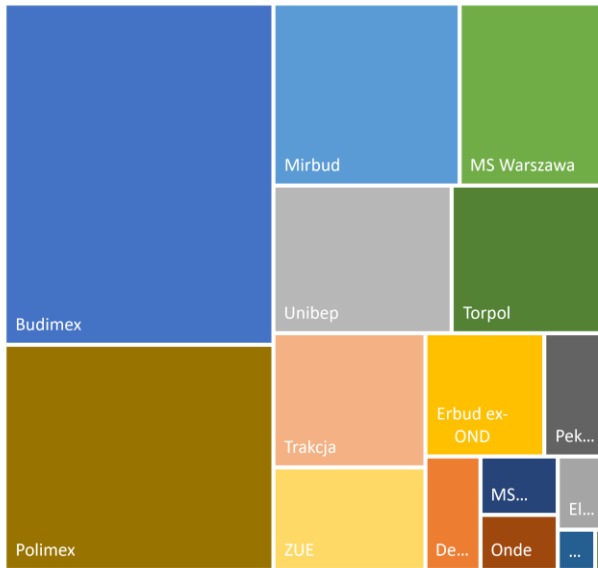
Kontrakcja 4Qn – tabela [mld PLN]

	2Q'23	3Q'23	r/r	YTD
Budimex	8,28	7,78	36%	-1%
Dekpol	1,35	1,46	130%	65%
Elektrotim	0,58	0,41	-42%	-45%
Erbud ex Onde	2,01	2,08	-11%	25%
Mirbud	2,17	2,19	-27%	-46%
MS Warszawa	2,40	1,80	24%	-23%
MS Zabrze	0,94	0,90	-24%	-17%
Onde	1,24	1,34	32%	25%
Pekabex	1,60	1,68	5%	-3%
Polimex	6,90	7,22	166%	95%
Rafako	---	---	---	---
Tesgas	0,03	0,04	-67%	-56%
Torpol	1,47	2,84	245%	223%
Trakcja	1,91	2,00	50%	36%
Unibep	2,30	2,42	-16%	2%
ZUE	1,02	1,71	68%	37%
RAZEM	34,1	35,8	33%	14%

Kontrakcja Q – tabela [mld PLN]

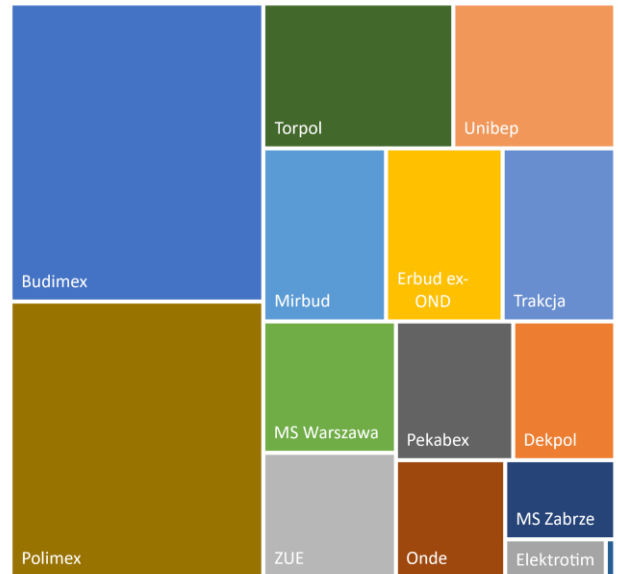
	2Q'23	3Q'23	r/r
Budimex	1,89	2,01	-20%
Dekpol	0,26	0,28	62%
Elektrotim	0,14	0,03	-85%
Erbud ex Onde	0,51	0,45	20%
Mirbud	0,26	0,45	3%
MS Warszawa	0,31	0,19	-76%
MS Zabrze	0,25	0,27	-14%
Onde	0,21	0,47	27%
Pekabex	0,39	0,43	24%
Polimex	3,91	0,93	53%
Rafako	---	---	---
Tesgas	0,01	0,03	92%
Torpol	0,30	1,52	898%
Trakcja	0,54	0,61	17%
Unibep	0,62	0,56	26%
ZUE	0,08	0,95	260%
RAZEM	9,7	9,2	22%

Portfele spółek jako część sumy po 3Q'23



Źródło: DM BDM S.A., spółki

Kontrakcja za 4Qn spółek jako część sumy po 3Q'23



Źródło: DM BDM S.A., spółki

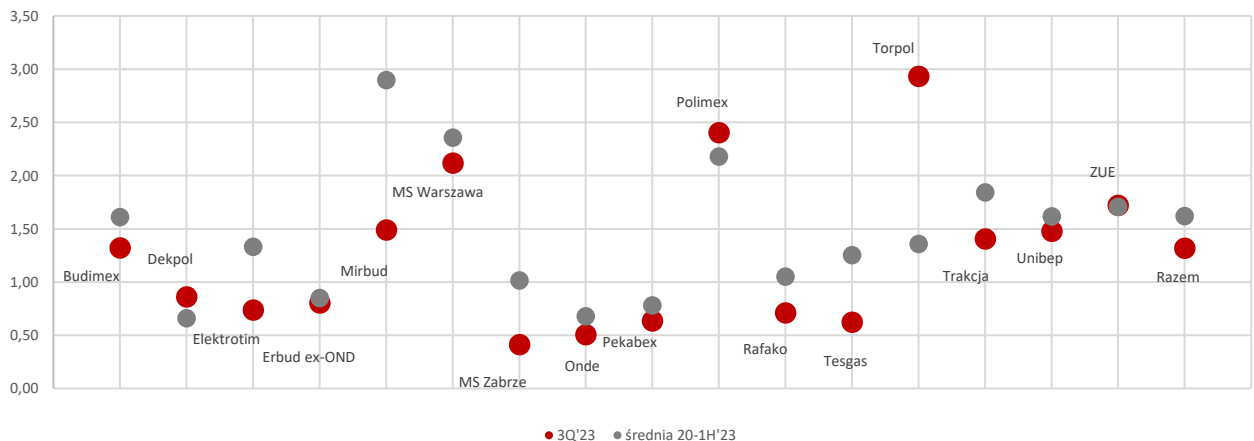
Relacja portfela do przychodów (4Qn)*

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	r/r	/średnia**
Budimex	1,75	1,69	1,86	1,78	1,71	1,64	1,76	1,67	1,63	1,48	1,50	1,54	1,45	1,37	1,32	-12%	82%
Dekpol	0,77	0,74	0,71	0,52	0,61	0,57	1,07	0,67	0,33	0,45	0,29	0,45	0,87	0,97	0,86	196%	131%
Elektrotim	1,16	1,49	1,18	1,05	1,09	1,03	1,29	1,18	2,16	2,35	1,96	1,10	1,12	1,04	0,74	-62%	55%
Erbud ex-OND	1,19	1,07	1,14	0,66	1,16	0,80	0,76	0,89	0,80	0,91	0,72	0,60	0,62	0,64	0,65	-9%	78%
Mirbud	4,72	5,21	4,96	3,97	4,07	3,58	2,71	2,05	2,13	1,99	1,70	1,70	1,61	1,55	1,49	-12%	51%
MS Warszawa	1,71	2,60	2,33	2,18	2,21	2,83	2,89	2,61	2,41	2,09	2,13	2,55	2,41	2,26	2,12	-1%	90%
MS Zabrze	0,78	1,07	0,96	0,87	1,46	1,25	1,33	1,35	1,41	1,29	1,08	0,81	0,65	0,48	0,41	-62%	41%
Onda	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0,54	0,63	0,82	0,82	0,74	0,83	31%	114%
Pekabex	0,64	0,89	1,07	0,97	0,95	0,92	0,85	0,80	0,81	0,66	0,62	0,68	0,59	0,62	0,64	2%	82%
Polimex	2,34	2,46	2,67	3,29	3,11	2,69	2,34	2,30	1,74	1,37	1,13	1,38	1,25	2,20	2,40	113%	110%
Rafako	1,89	1,42	1,02	0,82	0,84	0,80	0,76	1,17	1,29	1,17	1,10	1,22	0,80	0,75	0,71	-35%	68%
Tesgas	0,94	1,33	1,14	2,16	1,67	1,30	1,33	1,46	1,23	1,64	1,51	1,16	0,70	0,60	0,62	-59%	50%
Torpol	1,76	1,58	1,30	1,16	1,04	0,93	1,23	1,06	0,98	1,20	1,10	0,91	1,51	1,65	2,93	165%	216%
Trakcja	2,07	2,38	2,13	1,92	2,01	1,90	1,98	1,52	1,48	1,45	1,65	2,06	1,94	1,73	1,40	-15%	76%
Unibep	1,03	1,01	1,29	1,60	1,62	1,59	1,53	2,23	2,11	1,95	1,78	1,85	1,62	1,55	1,48	-17%	91%
ZUE	1,91	1,96	1,82	1,66	1,55	1,39	1,58	1,76	1,77	1,77	1,73	1,99	1,64	1,34	1,72	0%	101%
Razem	1,43	1,49	1,52	1,65	1,75	1,80	1,81	1,76	1,76	1,71	1,71	1,64	1,56	1,40	1,32	-23%	81%

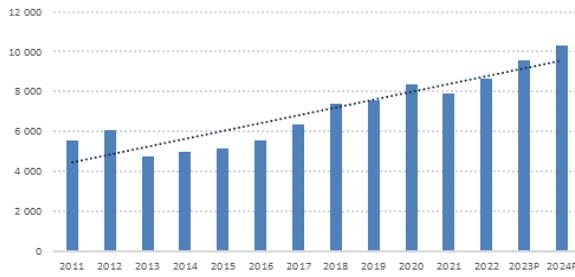
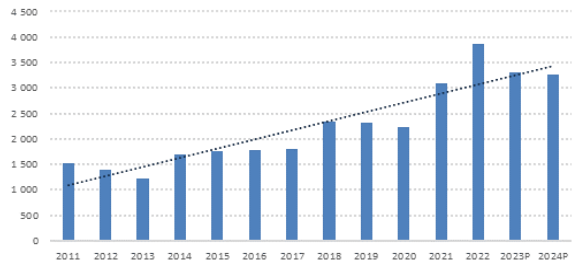
Źródło: DM BDM S.A., spółki, *przychody oczyszczone o przychody niezwiązane z portfelem (np. sprzedaż segmentów deweloperskich itp.), ** za okres 2020-1H'23

Jak wspomnieliśmy wyżej łączny portfel dla szesnastu podmiotów budowlanych notowanych na GPW po 3Q'23 był na rekordowym poziomie. Jednocześnie jednak, jeśli weźmiemy pod uwagę relację portfela do przychodów to sytuacja jest zróżnicowana. W przypadku aż 12 podmiotów ten wskaźnik był niższy niż średnia za ostatnie 3,5 roku (od początku 2020). Dla wielu podmiotów, które w ostatnich latach mocno urosły po stronie przychodów, będzie to oznaczać spowolnienie wzrostu (a nawet spadek przychodów w 2024 roku).

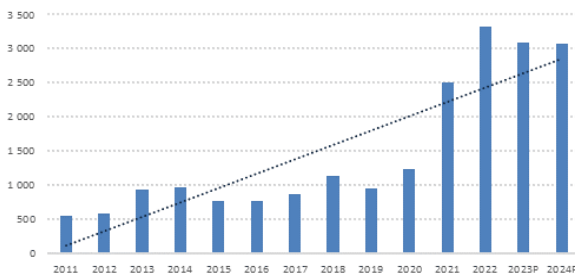
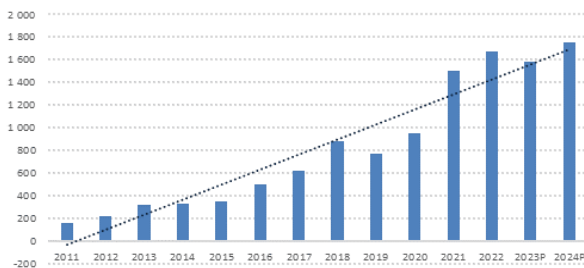
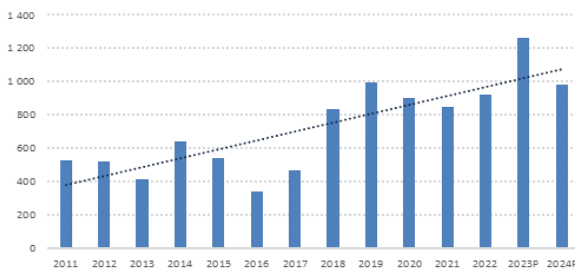
Relacja portfela po 3Q'23 do przychodów (4Qn)*



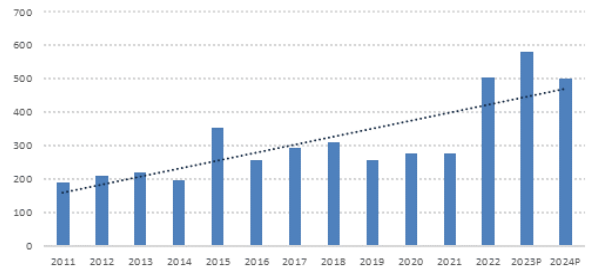
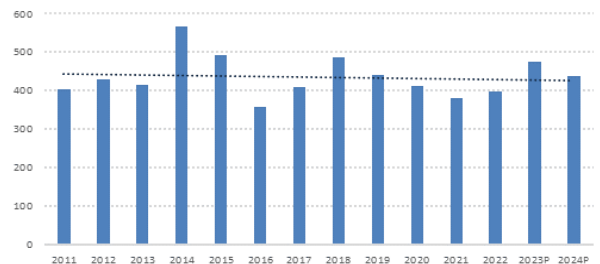
Źródło: DM BDM S.A., spółki, *przychody oczyszczone o przychody niezwiązane z portfelem (np. sprzedaż segmentów deweloperskich itp.)

WYKRESY – PODSTAWOWE DANE I PROGNOZY POKRYWANYCH SPÓŁEK
Budimex – przychody rocznie [mln PLN]

 Źródło: DM BDM S.A., spółka
Erbud – przychody rocznie [mln PLN]


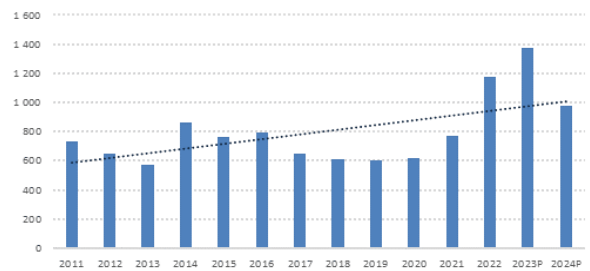
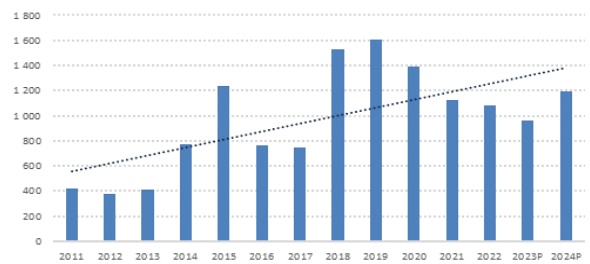
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Mirbud – przychody rocznie [mln PLN]

 Źródło: DM BDM S.A., spółka
Pekabex – przychody rocznie [mln PLN]

 Źródło: DM BDM S.A., spółka
ZUE – przychody rocznie [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

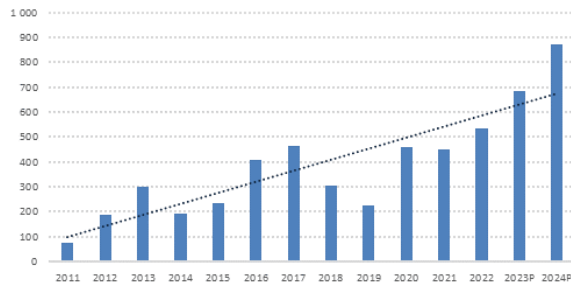
Elektrotim – przychody rocznie [mln PLN]

 Źródło: DM BDM S.A., spółka
Instal Kraków – przychody rocznie [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

MS Zabrze – przychody rocznie [mln PLN]

 Źródło: DM BDM S.A., spółka
Torpol – przychody rocznie [mln PLN]


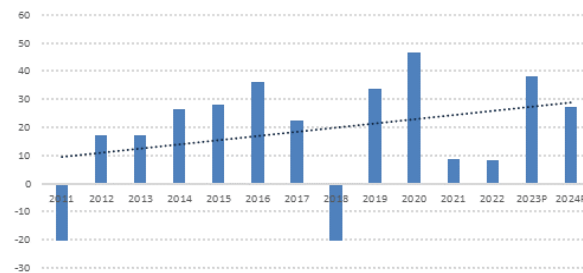
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Budimex – zysk netto rocznie [mln PLN]



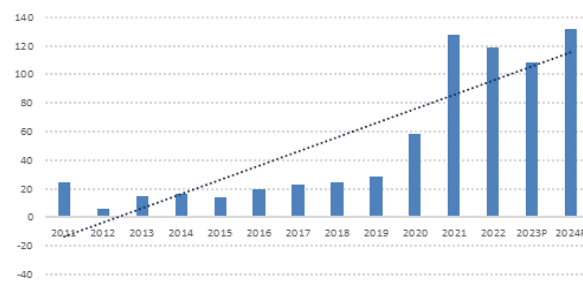
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Erbud – zysk netto rocznie [mln PLN]



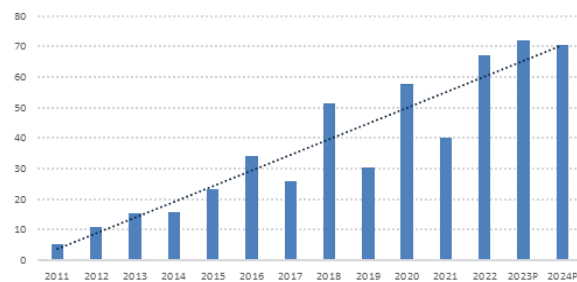
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Mirbud – zysk netto rocznie [mln PLN]



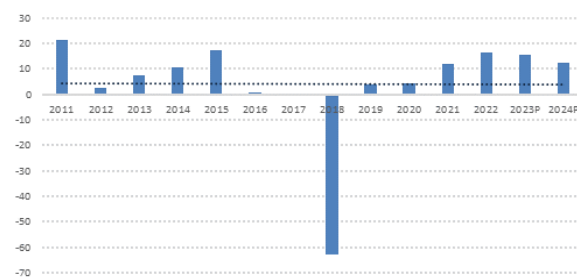
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Pekabex – zysk netto rocznie [mln PLN]



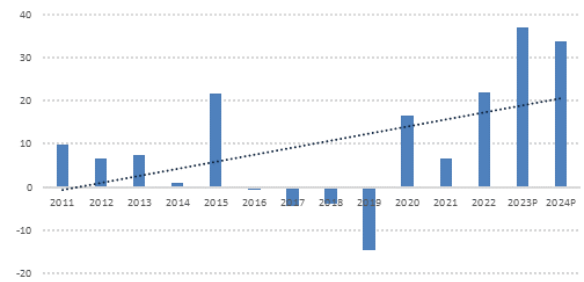
Źródło: DM BDM S.A., spółka

ZUE – zysk netto rocznie [mln PLN]



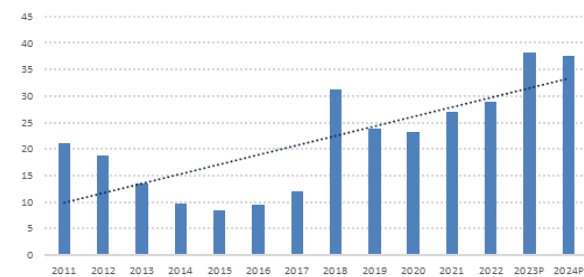
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Elektrotim – zysk netto rocznie [mln PLN]



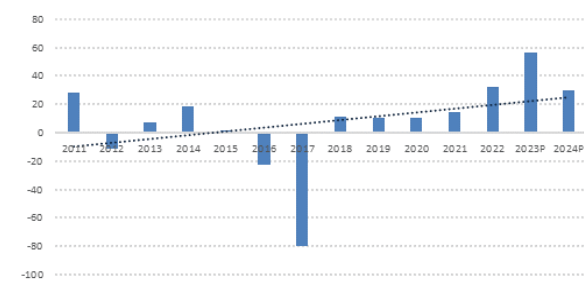
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Instal Kraków – zysk netto rocznie [mln PLN]



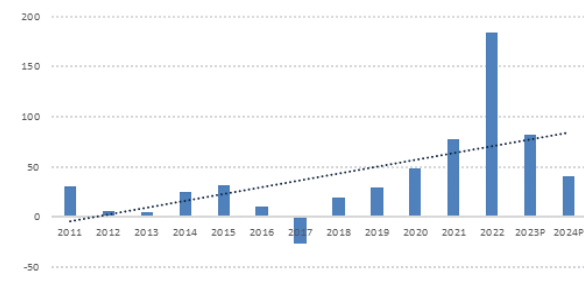
Źródło: DM BDM S.A., spółka

MS Zabrze – zysk netto rocznie [mln PLN]



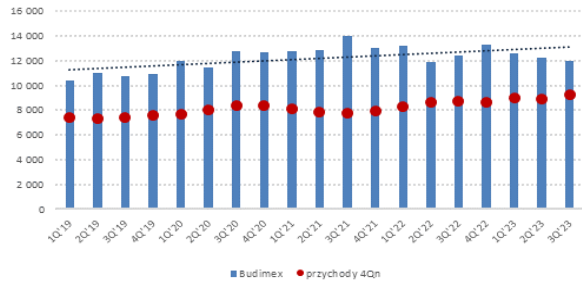
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Torpol – zysk netto rocznie [mln PLN]



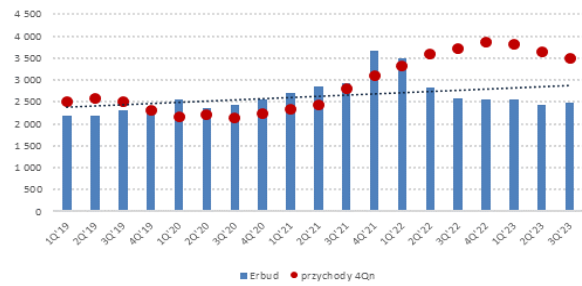
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Budimex – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



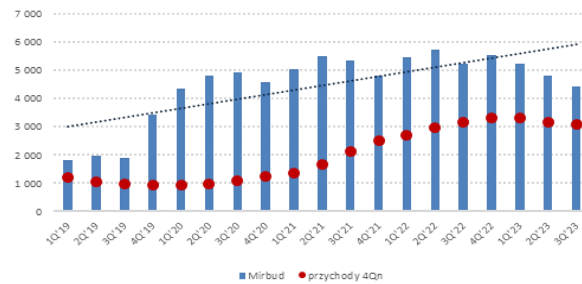
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Erbud – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



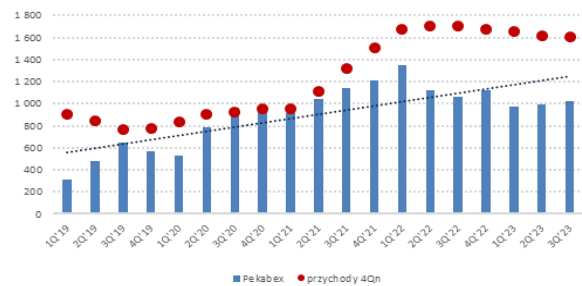
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Mirbud – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



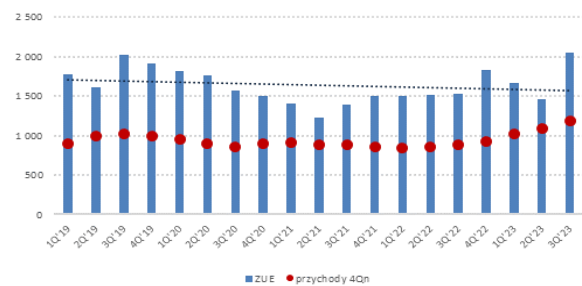
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Pekabex – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



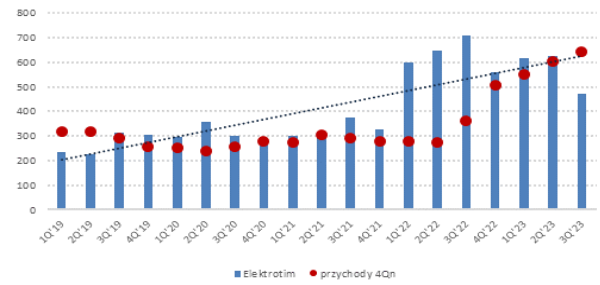
Źródło: DM BDM S.A., spółka

ZUE – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

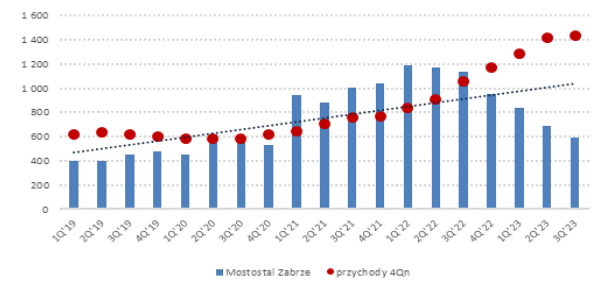
Elektrotim – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

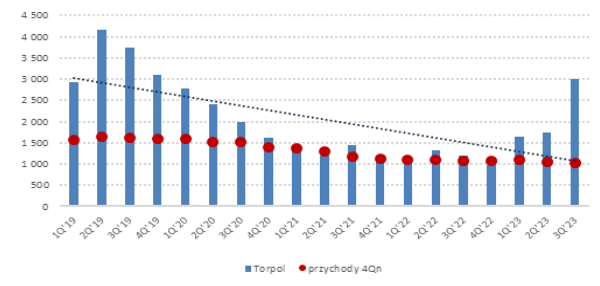
Instal Kraków – vs przychody 4Qn portfel [mln PLN]
N/A

MS Zabrze – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Torpol – portfel vs przychody 4Qn [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

BUDIMEX**RAPORT ANALITYCZNY**

Kurs Budimexu w ostatnich miesiącach systematycznie poprawiał swoje rekordowe poziomy (stopa zwrotu w 2023 roku: +132%) wspierany przez kontynuację napływu pozytywnych informacji dotyczących m.in. przyrostu portfela (ekspansja na rynki zagraniczne) oraz bieżących wyników (jako GW spółka jest beneficjentem cyklicznego schłodzenia koniunktury). Wejście do MSCI Poland, przyciągnęło dodatkową uwagę inwestorów zagranicznych a ważnym motywem inwestycyjnym stał się także nowe otwarcie na fundusze unijne po wyborach. Wszystkie te czynniki sprawiają, że spółka jest obecnie handlowana nie tylko z wyraźną premią (tradycyjnie) do sektora budowlanego, ale także do historycznych i prognostycznych wskaźników EV/EBITDA. Rynek w obecnej wycenie uwzględni już znaczną poprawę wyników w kolejnych 2-3 latach oraz utrzymanie wysokich marż w długim terminie. Sektor, w którym działa spółka jest cykliczny. Dla marżowości Budimexu jako generalnego wykonawcy lepsze są okresy stabilizacji/lekkiej dekonunktury w branży, niż jej ekspansji, która nadejdzie przy szerszym uruchomieniu środków unijnych. Przy naszych obecnych założeniach cenę docelową wyznaczamy na poziomie 530,8 PLN. Utrzymujemy zalecenie Redukuj.

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 7,0 mln PLN przychodów (+10% r/r) oraz 450 mln PLN zysku netto. Wyniki samego 3Q'23 były lepsze od konsensusu. Na poziomie marży brutto ze sprzedaży w budownictwie (11,7% w 3Q'23) spółka jest beneficjentem dużego portfela i spadku presji kosztowej. Saldo rezerw na straty w ostatnich dwóch kwartałach lekko opada, jednak nadal jest historycznie wysokie (7,3% wartości portfela vs 4,4% średnia za ostatnie 10 lat).

Portfel

W ostatnich latach spółka zaczęła budować struktury w obszarze infrastruktury na rynkach ościennych, które charakteryzują się potencjalnie mniejszą konkurencją niż Polska. Backlog spółki po 3Q'23 wynosił 12,0 mld PLN (vs 13,3 mld PLN na koniec 2022 roku). Dodatkowo w najkorzystniejszych ofertach Budimex miał ponad 13 mld PLN potencjalnych zleceń (w tym ok. 5 mld PLN Rail Baltica, która została podpisana w grudniu). Szacujemy, że po 4Q'23 portfel może wynosić 17-18 mld PLN. W 1H'24 portfel może zostać uzupełniony w segmencie drogowym m.in. przez kontrakty w Czechach (2 mld PLN) oraz w Polsce (w samym tylko grudniu spółka położyła najniższe ceny w przetargach na ok. 3 mld PLN na S10 i S12).

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka jest obecna we wszystkich głównych obszarach rynku, koncentrując się przy tym na tych, które dają możliwość wykorzystania skali i przewag konkurencyjnych. Ekspozycja spółki na kontraktów finansowane ze środków rządowych jak i unijnych jest relatywnie wysoka. Jednocześnie spółka jest mocno ekspozycja na koszty podwykonawców czy materiałów. Druga noga biznesu budowana jest w segmencie serwisowym (gospodarka odpadami, utrzymanie dróg) oraz w ostatnim czasie także w OZE (rozwijanie projektów farm PV i wiatrowych oraz sieć ładowania pojazdów EV).

Prognozy wyników, wskaźniki

Spodziewamy się mocnych wyników 4Q'23 (wysoka intensywność prac). Językiem u wagi dla marżowości mogą być waloryzacje – spółka uzyskała ją na kontrakcie tramwajowym na Wilanów, zwiększono także limit GDDKiA do 15%. W 2023 roku zakładamy wypracowanie 9,56 mld PLN przychodów oraz 684 mln PLN zysku netto. W 2024-25 estymujemy obecnie 10,3 i 11,5 mld PLN przychodów oraz 873 / 985 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=10,0x, P/E'24=18,0x. Przy prognozach wyników za kolejne 4Q (1Q'24-4Q'24P) i uśrednionym (sezonowość) długu netto spółka jest handlowa obecnie z 74% premią do 10-letniej mediany tak liczonej EV/EBITDA i 36% powyżej wskaźnika powiększonego o odchylenie standardowe. Znacząca premia występuje także na wskaźniku za ostatnie 4Q.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	8 382,2	7 911,2	8 619,1	9 559,9	10 334,4	11 526,0
EBITDA [mln PLN]	776,1	733,7	714,8	908,4	1116,5	1233,3
EBIT [mln PLN]	638,6	587,1	562,4	750,4	954,6	1070,0
Zysk netto [mln PLN]	459,5	451,1	534,4	683,6	872,9	985,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-1 912,4	-2 457,0	-3 010,4	-3 644,3	-4 602,4	-5 431,5
P/BV	13,3	11,6	12,1	10,3	8,9	8,1
P/E	34,3	35,0	29,5	23,1	18,1	16,0
EV/EBITDA	17,9	18,2	17,9	13,4	10,0	8,4
EV/EBIT	21,7	22,7	22,7	16,2	11,7	9,7
DPS [PLN/akcję]	4,6	31,6	23,5	18,0	25,5	32,7

Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

REDUKUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 530,8 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	558,0
Wycena porównawcza [PLN]	421,8
Wycena końcowa [PLN]	530,8
Potencjał do wzrostu / spadku	-14,1%
Koszt kapitału	11,8%
Cena rynkowa [PLN]	618,0
Kapitalizacja [mln PLN]	15 777,6
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	636,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	351,0
Stopa zwrotu za 3 mc	44,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	72,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	105,3%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
Allianz OFE	10,0%
NN OFE	9,2%
Pozostali	30,6%
stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend	

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	34,3	35,0	29,5	23,1	18,1	16,0	17,1
P/BV	13,7	12,0	12,5	10,6	9,3	8,5	8,6
EV/EBITDA	17,9	18,2	17,9	13,4	10,0	8,4	8,6
EV/EBIT	21,7	22,7	22,7	16,2	11,7	9,7	10,0
EV/S	1,7	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9	0,8
BVPS	45,0	51,7	49,3	58,1	66,8	72,7	72,2
EPS	18,0	17,7	20,9	26,8	34,2	38,6	36,2
DPS (w danym roku)	4,6	31,6	23,5	18,0	25,5	32,7	36,8
Payout ratio	52%	176%	133%	86%	95%	96%	95%

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	8 382	7 911	8 619	9 560	10	11	12
budowlanka	7 539	7 282	7 821	8 647	9 319	10	11
deweloperka	674	0	0	0	0	0	0
inne	612	783	821	937	1 030	1 106	1 188
wyłączenia	-443	-154	-23	-25	-15	-15	-15
Zysk brutto ze sprzedaży	937	834	872	1 072	1 353	1 504	1 482
budowlanka	629	643	745	917	1 171	1 298	1 256
deweloperka	235	0	0	0	0	0	0
inne	110	140	134	156	182	206	227
wyłączenia	-37	50	-7	0	0	0	0
SG&A	308	281	331	367	393	428	473
PPO/PKO	268	136	110	-46	5	5	6
EBITDA	776	734	715	908	1 117	1 233	1 169
EBIT	639	587	562	750	955	1 070	1 004
Zysk brutto	622	554	649	889	1 094	1 232	1 158
Zysk netto	459	451	534	684	873	985	925
Dług netto	-1 912	-2 457	-3 010	-3 644	-4 602	-5 432	-5 750

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	11%	-6%	9%	11%	8%	12%	10%
EBITDA zmiana r/r	83%	-5%	-3%	27%	23%	10%	-5%
Zysk netto zmiana r/r	103%	-2%	18%	28%	28%	13%	-6%
Marża brutto na sprzedaży	11,2%	10,5%	10,1%	11,2%	13,1%	13,0%	11,7%
Marża EBITDA	9,3%	9,3%	8,3%	9,5%	10,8%	10,7%	9,2%
Marża netto	5,5%	5,7%	6,2%	7,2%	8,4%	8,5%	7,3%
ROE	40,0%	34,2%	42,5%	46,1%	51,2%	53,1%	50,2%
ROA	6,2%	6,6%	7,2%	8,5%	9,5%	9,6%	8,5%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	1 536	1 672	1 818	1 842	1 853	1 878	1 903
WNiP	331	319	323	318	314	312	311
Rzeczowe aktywa trwałe	549	539	641	652	654	659	665
Pozostałe aktywa trwałe	657	815	854	871	885	906	927
Aktywa obrotowe	5 926	5 191	5 569	6 210	7 323	8 401	8 945
Zapasy	1 998	429	744	600	634	691	741
Należności krótkoterminowe	1 541	2 045	1 570	1 741	1 883	2 100	2 304
Środki pieniężne	2 384	2 716	3 249	3 862	4 800	5 604	5 893
Pozostałe aktywa obrotowe	2	1	6	6	6	6	6
Aktywa razem	7 462	6 863	7 387	8 051	9 176	10	10

Kapitał własny	1 149	1 319	1 258	1 483	1 705	1 856	1 842
Udziały mniejszości	38	42	41	54	67	81	93
Zobowiązania i rezerwy	6 275	5 502	6 088	6 514	7 404	8 342	8 912
Rezerwy na zobowiązania	845	932	975	975	975	975	975
Oprocentowane zobowiązania	472	259	239	218	198	173	143
Zobowiązania pozostałe	4 958	4 311	4 873	5 321	6 231	7 194	7 794
Pasywa razem	7 462	6 863	7 387	8 051	9 176	10	10
Dług netto	-1 912	-2 457	-3 010	-3 644	-4 602	-5 432	-5 750
Dług netto / Kapitał własny	-1,7	-1,9	-2,4	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1
Dług netto / EBITDA	-2,5	-3,3	-4,2	-4,0	-4,1	-4,4	-4,9

Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	888	765	1 428	1 077	1 580	1 611	1 213
CFI	96	827	-170	17	37	58	50
CFF	-244	-988	-721	-480	-678	-865	-975
- w tym dywidenda	-116	-807	-599	-459	-651	-834	-939
Przepływy pieniężne netto	740	604	537	613	938	804	289
CAPEX / Amortyzacja	45%	71%	82%	104%	99%	102%	103%

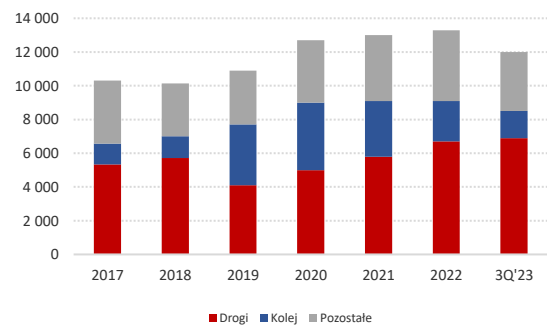
BUDIMEX

Rekomendacja	Redukuj	www:	www.budimex.pl
Wycena końcowa [PLN]	530,8	daty najbliższych raportów:	
Potencjał	-14,1%	4Q'23:	b.d.
Cena rynkowa [PLN]	618,0	1Q'24:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5		
Kapitalizacja [mln PLN]	15 778		

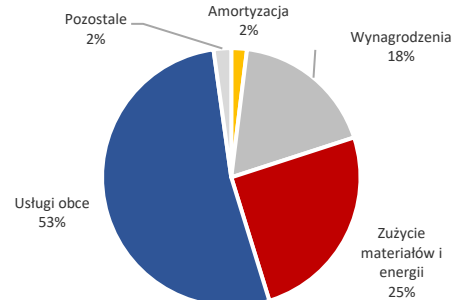
Wyniki Q [mln PLN]	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody	2 370	2 251	1 939	2 379	2 676	2 566
budowlanka	2 175	2 012	1 724	2 161	2 461	2 301
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	204	246	218	222	230	267
wyłączenia	-9	-7	-2	-4	-15	-2
Zysk brutto ze sprzedaży	256	221	174	227	320	351
budowlanka	217	192	138	188	287	304
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	41	32	37	43	35	42
wyłączenia	-3	-3	-1	-3	-2	5
SG&A	74	105	80	91	81	115
PPO/PKO	0	30	8	34	-30	33
EBITDA	219	187	141	209	248	311
EBIT	182	146	102	170	209	269
Zysk brutto	204	183	143	214	236	297
Zysk netto	157	176	106	168	176	233
Dług netto	-2 130	-3 010	-3 174	-2 610	-2 737	-3 644

Wskaźniki	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody zmiana r/r	3,4%	-5,3%	21,3%	-0,9%	12,9%	14,0%
EBITDA zmiana r/r	23,2%	-9,3%	50,3%	-2,6%	13,1%	65,9%
Zysk netto zmiana r/r	55,7%	17,8%	88,6%	16,2%	11,7%	32,6%
Marża brutto na sprzedaży	10,8%	9,8%	9,0%	9,6%	12,0%	13,7%
Marża EBITDA	9,2%	8,3%	7,3%	8,8%	9,3%	12,1%
Marża netto	6,6%	7,8%	5,5%	7,1%	6,6%	9,1%

Portfel [mln PLN]



Struktura kosztów [mln PLN]* (ostatni pełny rok obrotowy)



WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	558,0
Wycena metodą porównawczą	20%	421,8
- wycena część budowlanej* do krajowych spółek budowlanych	50%	345,9
- wycena część budowlanej* do europejskich spółek budowlanych	50%	380,0
- wycena FB Serwis**		58,8
Wycena 1 akcji [PLN]		530,8

Źródło: DM BDM S.A., *wycena części budowlanej oraz innych działalności spółki zgrupowanej poza FB Serwis

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10 334,4	11 526,0	12 648,9	13 469,3	13 895,0	14 226,2	14 262,9	14 512,5	14 513,3	14 857,4
EBIT [mln PLN]	954,6	1 070,0	1 004,0	1 084,5	1 127,0	1 149,6	1 135,2	1 154,6	1 142,3	1 174,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	181,4	203,3	190,8	206,1	214,1	218,4	215,7	219,4	217,0	223,1
NOPLAT [mln PLN]	773,2	866,7	813,2	878,5	912,9	931,1	919,5	935,2	925,3	950,9
Amortyzacja [mln PLN]	162,0	163,3	164,7	166,3	167,8	169,4	170,8	171,6	172,1	172,2
CAPEX [mln PLN]	-159,7	-166,3	-170,0	-172,7	-175,0	-177,1	-177,0	-175,9	-175,3	-174,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	712,9	655,6	314,2	208,0	65,1	41,8	34,0	116,9	95,9	182,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	1 488,4	1 519,3	1 122,1	1 080,0	970,8	965,2	947,3	1 047,9	1 018,0	1 130,8
DFCF [mln PLN]	1 334,3	1 219,9	806,9	695,4	559,5	497,9	437,3	432,8	376,3	374,0
Suma DFCF [mln PLN]	6 734,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	11 857,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	3 922,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 656,6									
Dług netto 2023P [mln PLN]	-3 644,3									
Udziały mniejszości [mln PLN]	54,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	14 246,6									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	558,0									
Przychody zmiana r/r	8,1%	11,5%	9,7%	6,5%	3,2%	2,4%	0,3%	1,7%	0,0%	2,4%
EBIT zmiana r/r	27,2%	12,1%	-6,2%	8,0%	3,9%	2,0%	-1,2%	1,7%	-1,1%	2,8%
FCF zmiana r/r	52,6%	2,1%	-26,1%	-3,8%	-10,1%	-0,6%	-1,9%	10,6%	-2,9%	11,1%
Marża EBITDA	10,8%	10,7%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%
Marża EBIT	9,2%	9,3%	7,9%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
Marża NOPLAT	7,5%	7,5%	6,4%	6,5%	6,6%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	98,6%	101,8%	103,2%	103,9%	104,3%	104,6%	103,6%	102,5%	101,9%	101,5%
Zmiana KO / Przychody	-6,9%	-5,7%	-2,5%	-1,5%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,8%	-0,7%	-1,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-92,0%	-55,0%	-28,0%	-25,4%	-15,3%	-12,6%	-92,6%	-46,8%	-11865,3%	-53,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
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	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Udział kapitału własnego	97,8%	98,3%	98,7%	99,0%	99,3%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	2,2%	1,7%	1,3%	1,0%	0,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

beta	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	Beta		
	1,00%	2,00%	3,00%		1,00%	2,00%	3,00%		0,9	1,0	1,1
0,8	594,0	616,8	645,8	5,5%	580,9	601,7	627,9	5,5%	630,3	601,7	576,5
0,9	566,5	585,3	608,8	6,0%	560,7	578,7	601,1	6,0%	606,6	578,7	554,1
1,0	542,4	558,0	577,3	6,5%	542,4	558,0	577,3	6,5%	585,3	558,0	534,1
1,1	521,0	534,1	550,1	7,0%	525,7	539,4	556,0	7,0%	566,0	539,4	516,1
1,2	501,9	513,0	526,3	7,5%	510,4	522,4	536,9	7,5%	548,5	522,4	499,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza (20% wagi w wycenie końcowej) jest sumą wyceny części budowlanej (oraz pozostałej działalności spółki o marginalnym znaczeniu) oraz wyceny FB Serwis. W przypadku części budowlanej wycena oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych (waga 50%) oraz europejskich spółek budowlanych (waga 50%). W przypadku FB Serwis wycena oparta jest o spółki działające w obszarze gospodarki odpadami oraz usług utrzymaniowych (budynki, przemysł). Całość analizy oparto na wskaźniku EV/EBITDA. Analiza porównawcza opiera się na trzech latach – dla każdego roku przyjęto wagę 33%. **Tą metodą wyceniliśmy 1 akcję na 421,8 PLN (część budowlana na 363,0 PLN, FB Serwis 58,8 PLN w przeliczeniu na 1 akcję Budimexu).**

Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek polskich

	EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P
Dekpol	3,5	2,9	2,5
Erbud	5,5	4,7	4,0
Mirbud	3,5	3,9	3,6
Pekabex	5,0	3,7	3,2
Polimex	3,3	2,7	2,0
Torpol	3,4	2,4	2,2
Trakcja	6,6	5,8	5,4
Unibep	5,9	3,2	2,6
ZUE	5,5	3,8	2,9
Mediana	5,0	3,7	2,9
Budimex*	10,2	8,6	9,1
Premia / dyskonto	105,5%	135,0%	217,6%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	360,6	354,7	322,5
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	345,9		

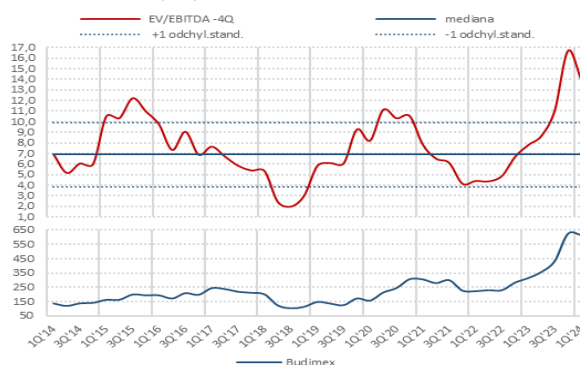
Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, *przy cenie rynkowej po odjęciu od EV wartości FB Serwis

Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek europejskich

	EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P
Bilfinger	3,7	3,0	2,6
Granite Construction	5,8	5,0	4,7
Hochtief	5,7	5,3	4,1
NCC	4,9	4,8	4,4
Peab	8,6	8,0	8,7
Porr	1,4	1,3	1,3
Skanska	7,8	7,2	7,6
SNC-Lavalin	11,3	10,5	10,7
Strabag	1,0	0,7	0,7
Tecnicas Reunidas	1,7	1,2	1,9
Veidekke	4,4	4,2	4,1
WeBuild	1,9	1,6	1,7
YIT	13,1	9,0	9,0
Mediana	4,9	4,8	4,4
Budimex*	10,2	8,6	9,1
Premia / dyskonto	107,2%	80,2%	107,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	359,0	400,8	380,3
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	380,0		

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *przy cenie rynkowej po odjęciu od EV wartości FB Serwis

Budimex EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs 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)

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym (=A + B)		421,8
A) Wycena część budowlanej*		363,0
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	345,9
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	380,0
B) Wycena FB Serwis		58,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wycena części budowlanej oraz innych działalności spółki zgrupowanej poza FB Serwis

Dane finansowe przypisane do poszczególnych obszarów [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	8 382	7 911	8 619	9 560	10 334	11 526	12 649
FB Serwis	610	780	832	924	1 017	1 093	1 175
budownictwo i pozostałe	7 772	7 131	7 788	8 636	9 318	10 433	11 474
EBITDA	776	734	715	908	1 117	1 233	1 169
FB Serwis	118	130	139	153	178	202	223
budownictwo i pozostałe	658	604	576	756	939	1 031	945
Gotówka netto	1 912	2 457	3 010	3 644	4 602	5 432	5 750
FB Serwis	44	116	176	201	239	294	357
budownictwo i pozostałe	1 868	2 341	2 834	3 443	4 363	5 137	5 394

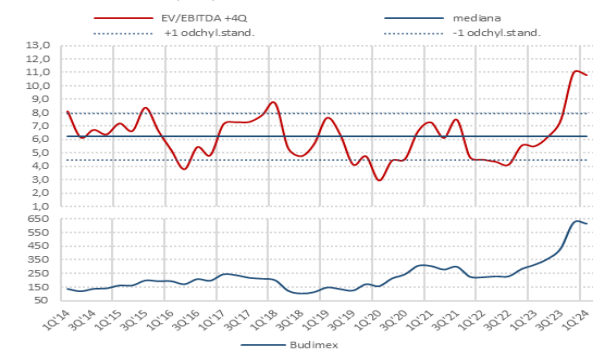
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, KRS (historyczne skonsolidowane wyniki FB Serwis na bazie danych z KRS, które minimalnie różnią od danych z prezentacji spółki, założono wypłatę 25% zysku netto FB Serwis w postaci dywidendy do Budimexu)

Wycena porównawcza FB Serwis

	EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P
Coor Service Management (SWE)	6,6	6,0	5,8
Lassila & Tikanoja (FIN)	5,2	5,0	5,2
Mo-Bruk (PL)	7,9	6,8	6,7
Republic Services (USA)	7,9	6,8	6,7
Seche Environnement (FRA)	7,9	6,8	6,7
Waste Management (USA)	7,9	6,8	6,7
Mediana	7,9	6,8	6,7
FB Serwis*	8,5	7,1	6,0
Premia / dyskonto	7,4%	5,1%	-11,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	55,3	56,5	64,7
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	58,8		

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *przy wycenie uzyskanej na bazie wyceny porównawczej

Budimex EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs PLN



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

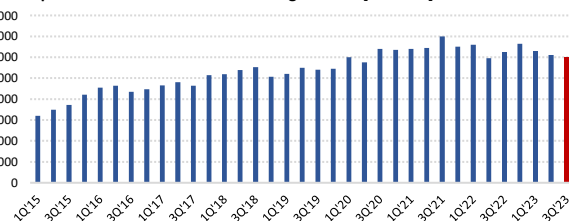
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty budowlane o wartości >300 mln PLN podpisane przez Budimex od 2020 roku

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	koniec	% budżetu inwestora**
2023					
gru 23	Eiropas Dzelceza Lnijas	Budowa Głównej Linii Rail Baltica na Łotwie	4 960,1	gru 31	---
lis 23	Rsd	D11 1109 Trutnov - granica państwowa CZ/PL	2 100,2	54 mce	---
lis 23	GTC	Wykonanie remontu nawierzchni autostrady A1 Rusocin - Czerniewice (152 km)	569,1	sie 28	---
paź 23	PKP PLK	Projekt SRK oraz roboty budowlane na LK104 na odc D Limanowa - bocznica Klęczany	965,2	38 mcy	114%
paź 23	PKP PLK	Prace na odcinku Tychy – podg. Most Wisła	909,5	kwi 27	97%
paź 23	GDDKIA	Budowa drogi S16 - budowa drugiej jezdni (Olsztyn Wschód - Barczewo)	412,5	39 mcy	130%
lip 23	GDDKIA	Kontynuacja projektowania i budowa obwodnicy Zabierzowa w ciągu DK nr 79	549,4	sie 27	117%
maj 23	PKP PLK	Linia kolejowa nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. A1	366,1	maj 25	128%
2022					
gru 22	MON	Rozbudowa kompleksu wojskowego w Siedlcach	294,6	sty 27	0%
lis 22	Nds	D1 Bratislava Triblavina	519,9	gru 25	0%
lis 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Tomaszów Lubelski - Hrebenne)	486,4	sie 26	90%
lis 22	5 Woj. Szpital Klin.	Budowa budynku szpitala	319,4	lis 26	0%
paź 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Zamość Wschód - Zamość Południe)	358,2	paź 26	98%
lip 22	DCT Gdańsk	Rozbudowa Terminala Kontenerowego - Projekt T3	879,3	maj 25	0%
lip 22	GDDKIA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (Kosztowy - Bieruń)	397,7	paź 25	94%
mar 22	Tramw. Warszawskie	Szybki tramwaj: Puławska - Św. Bonifacego - Branicka	756,6	wrz 24	187%
sty 22	Komendą Główną SG	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej na odcinku Podlaskiego O. SG	326,2	cze 22	---
2021					
sie 21	PKP PLK	Linia E75 etap I odcinek Białystok – Elk	587,0	gru 23	---
lip 21	GDDKIA	S6 na odcinku Słupsk – Bożepole Wielkie (Leśnice – w. Bożepole Wielkie)	584,3	wrz 25	60%
lip 21	Frito Lay	Budowa zakładu Frito Lay	465,8	lip 23	---
kwi 21	Urząd Morski w Gdyni	Budowa drogi wodnej łączącej Zalew Wiślaný z Zatoką Gdańską – Część II	466,7	kwi 23	---
kwi 21	GDDKIA	Budowa Obwodnicy Metropolii Trójmiejskiej (Chwaszczyno - Żukowo)	581,4	kwi 25	93%
2020					
paź 20	Gaz-System	Gazociąg DN1000 Goleniów – Lwówek (odc. Goleniów – Ciecierzycy)	314,0	lis 22	---
lip 20	GDDKIA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (obwodnica Oświęcimia)	380,2	cze 25	72%
lip 20	PKP PLK, TW	Przebudowa stacji Warszawa Zachodnia	1 941,5	lip 23	122%
maj 20	GDDKIA	S7 Płońsk – Czosnów (odc. III: Modlin - Czosnów)	486,8	sie 25	110%
kwi 20	GDDKIA	S-5 Nowe Marzy - Bydgoszcz - granica woj. (Nowe Marzy - Dworzysko)	460,8	sie 22	127%
mar 20	GDDKIA	S11 Koszalin – Szczecinek (Koszalin Zachód – Zegrze Pomorskie)	471,4	wrz 23	120%
sty 20	MPWIK	Budowy kolektora Wiślanego – etap II	349,0	sty 23	---
sty 20	GDDKIA	S-61 Obwodnica Augustowa – granica państwa (Suwałki - Budzisko)	843,7	lip 22	116%

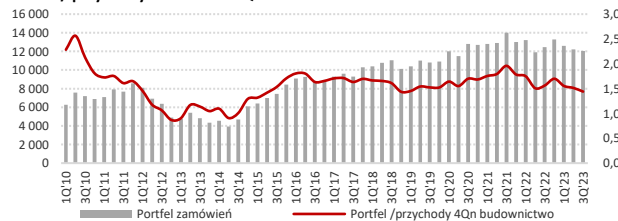
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa cena, * w części przypadającej na Budimex, **budżet przy podpisaniu umowy

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



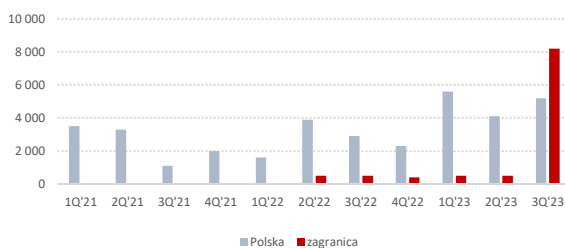
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



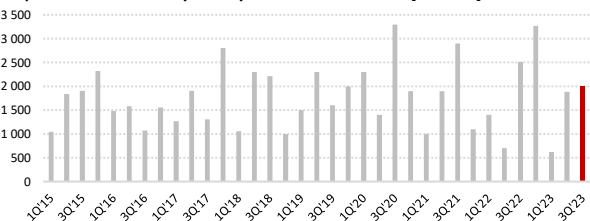
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kontrakty w poczekalni [mln PLN]



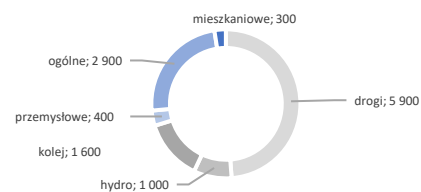
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Backlog spółki po 3Q'23 wynosił 12,0 mld PLN (vs 13,3 mld PLN na koniec 2022 roku). Dodatkowo w najkorzystniejszych ofertach Budimex miał ponad 13 mld PLN potencjalnych zleceń (z czego 5 mld PLN przypada na Rail Baltica, która została podpisana w grudniu). Zwracamy także uwagę, że w samym grudniu spółka złożyła najniższe oferty w kilku postępowaniach dla GDDKIA za ok 3 mld PLN. Od 2020 roku portfel spółki jest dość piaski (peak odnotowano w 3Q'21 na poziomie 14 mld PLN).

Biorąc pod uwagę ograniczenie rynku krajowego, w ostatnich latach spółka budować struktury w obszarze infrastruktury na rynkach ościennych, które charakteryzują się potencjalnie mniejszą konkurencją.

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

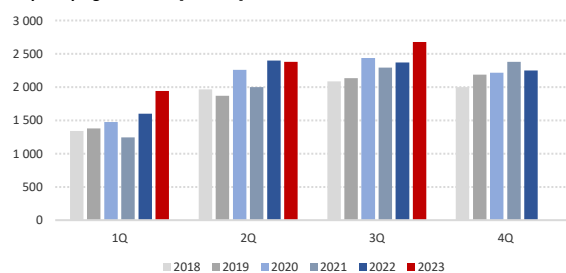
Wyniki za 3Q'2023

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	2 370,2	2 675,9	12,9%	2 510,4	6,6%	2 508,8	6,7%	6 368,4	6 993,9	9,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	255,8	319,9	25,1%	280,0	14,2%	---	---	651,8	721,3	10,7%
Zysk na sprzedaży	181,9	239,3	31,5%	197,7	21,1%	---	---	426,0	469,4	10,2%
EBITDA	219,2	247,8	13,1%	226,7	9,3%	---	---	527,7	597,9	13,3%
EBIT	182,0	209,1	14,9%	185,7	12,6%	182,3	14,7%	416,7	481,7	15,6%
Zysk brutto	204,3	235,7	15,4%	216,9	8,7%	---	---	466,4	592,4	27,0%
Zysk netto	157,3	175,7	11,7%	171,3	2,6%	170,2	3,2%	358,6	450,4	25,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,8%	12,0%		11,2%		---		10,2%	10,3%	
Marża na sprzedaży	7,7%	8,9%		7,9%		---		6,7%	6,7%	
Marża EBIT	7,7%	7,8%		7,4%		7,3%		6,5%	6,9%	
Marża zysku netto	6,6%	6,6%		6,8%		6,8%		5,6%	6,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

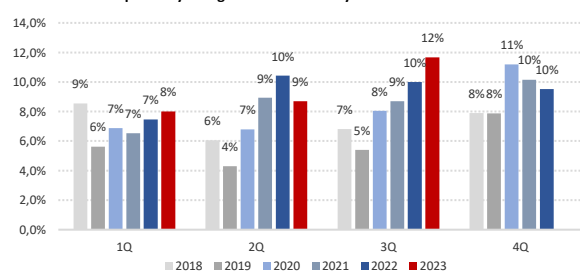
- Raportowane wyniki za 3Q'23 były 13% powyżej naszych oczekiwań na poziomie EBIT (+15% vs konsensus), Wynik netto na poziomie 175,7 mln PLN (+3% vs nasze oczekiwania/konsensus).
- W segmencie budowlanym w 3Q'23 spółka miała 2,46 mld PLN sprzedaży (+13% r/r) - powyżej naszych prognoz, spodziewaliśmy się jednocyfrowego wzrostu. Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego wyniosła 11,7% (oczekiwaliśmy 10,5%, rok temu było 10,0%). Rezerwy na straty lekko spadły q/q (o 26 mln PLN do 882 mln PLN). Koszty zarządu segmentu +5% r/r, koszty sprzedaży na porównywalnym poziomie. Saldo pozostałej działalności operacyjnej segmentu budowlanego na poziomie -26 mln PLN (zakładaliśmy -12 mln PLN). Zakładamy, że w dużej mierze może to być efekt odwrócenie dodatnich różnic FX z 2Q'23. W efekcie segment budowlany miał 193,3 mln PLN EBIT (zakładaliśmy 159,0 mln PLN) vs 155,4 mln PLN rok temu (wtedy saldo PPO/PKO wyniosło +3 mln PLN).
- W segmencie usługowym (FB Serwis) odnotowano wzrost przychodów (+13% r/r, spodziewaliśmy się +5% r/r), spadek marży brutto ze sprzedaży do 15% (vs 20% rok temu). EBIT obciążony został przez saldo pozostałej działalności operacyjnej (-4 mln PLN) - wyniósł 15,7 mln PLN (vs 26,7 mln PLN rok temu).
- Saldo finansowe w 3Q'23 na poziomie ok. +26 mln PLN. Relatywnie wysoka stopa podatkowa: 24%.
- Wynik netto: 175,7 mln PLN (+12% r/r).
- Gotówka netto na poziomie 2,74 mld PLN (vs 2,61 mld PLN po 2Q'23) - zgodnie z oczekiwaniami.
- W całym 1-3Q'23 spółka osiągnęła 7,0 mln PLN przychodów (+10% r/r) oraz 450 mln PLN zysku netto. Na marży brutto ze sprzedaży w budownictwie (9,7% w 1-3Q'23, 11,7% w 3Q'23) spółka jest beneficjentem dużego portfela i spadku presji kosztowej.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



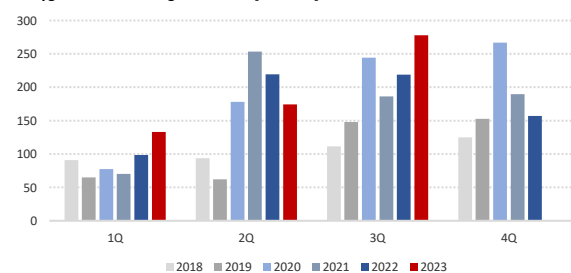
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



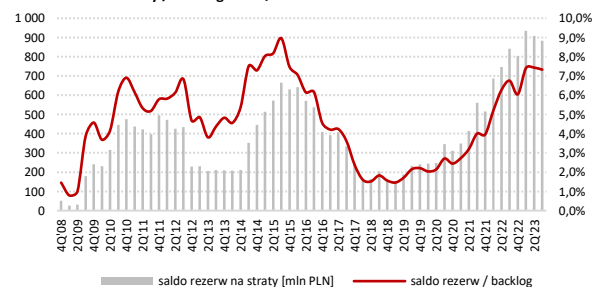
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Saldo rezerw na straty / backlog do 3Q'23



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie ostatniej konferencji wynikowej po 3Q'23 (30 październik 2023)**3Q'23**

- zdaniem zarządu bardzo dobry kwartał
- marża EBIT za 1-3Q'23 (6,9%) powyżej założeń budżetowych
- negatywny wpływ wyceny kontraktów FX na saldo pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'23

Perspektywy

- przychody i pozycja gotówkowa w 2023 będą rekordowe
- spółka chce utrzymać rentowność w 4Q'23
- spółka byłaby zadowolona z utrzymania rentowności w 2024 roku

Dywidenda

- spółka nie planuje wypłacać dywidendy na poziomie >100 zysk netto

Otoczenie rynkowe

- budownictwo w 2023 odnotuje wzrost >2% (w zależności od pogody w XII)
- stabilizacja cen (poza asfaltem – spółka ma jednak zabezpieczoną cenę z 2Q'23)

Potencjalny wpływ środków UE na rynek

- 2024 będzie trudny dla budownictwa w Polsce, niewielki wpływ środków UE
- jeśli KPO zostanie uruchomione – możliwy w 2025-26 wzrost cen materiałów ze względu na potencjalne spiętrzenie prac, prezes Budimexu nie obawia się moce przerobowej firm budowlanych (niska ilość kontraktów w realizacji), jednocześnie odczuwalny może być brak rąk do pracy (jest to problem branży w całej Europie), w przypadku zakończenia wojny w Ukrainie problem może być jeszcze większy

Backlog/ofertowanie

- w poczekalni 13 mld PLN (w tym 4,9 mld PLN Rail Baltica, 3,2 mld PLN kontraktów w CZ i SK)
- portfel na 2023: 1,8 mld PLN, na 2024: 6,7 mld PLN (+poczekalnia), na 2025: 2,8 mld PLN (+poczekalnia)
- w 2023 roku na rynku CZ i SK złożono 3,5 i 0,5 mld PLN ofert (rynek słowacki boryka się z brakiem środków UE)
- na rynku CZ i SK okres weryfikacji ofert trwa ok 1 roku, dłużej niż w PL
- w 2024 spółka chciałaby pozyskać kontrakty kolejowe na rynku CZ i SK
- spółka obserwuje agresywną walkę konkurencyjną w Polsce w każdym obszarze (obawy o lukę przetargową w 2024), duża liczba składanych ofert na przetargach, dużo podmiotów zagranicznych, potencjalny negatywny wpływ na marżę w przyszłości

Rail Baltica

- zakończyła się procedura odwoławcza, odwołanie zostało odrzucone
- spółka ma nadzieję na podpisanie umowy na przełomie XI/XII'23 (30 dni od decyzji odwoławczej, która zapadła w ubiegłym tygodniu)
- kontrakt będzie wykazywany w backlogu etapami (pozostała część w poczekalni)

Rynek niemiecki

- pozyskano certyfikat do realizacji sieci trakcyjnej

Ukraina

- w dłuższej perspektywie rynek interesujący, ale nie w okresie 1-2 lat
- transparentność i bezpieczeństwo – dwa niezbędne warunki, aby BDX mógł zaistnieć na rynku

Przetargi GDDKiA

- do X'23 złożono oferty na rynku na 9,7 mld PLN, licząc po najkorzystniejszych ofertach (w całym 2022 roku 9,2 mld PLN)
- PBBDK finansowany jest głównie z środków krajowych (KFD)
- program 100 obwodnic – 2 zostały zakończone, 16 jest w realizacji (w tym 5 realizuje BDX)
- ZRID powinien być uzyskany ustawowo w ciągu 7 miesięcy – terminowość zależy od województwa (zdarzają się wydłużenia do 10-12 miesięcy)
- proces ustalenia certyfikacji się toczy, na przełomie roku ma być wniosek branży o doprecyzowanie zasad
- prowadzony jest dialog w kwestii zwiększenia waloryzacji umów podpisanych przed wybuchem wojny w Ukrainie, propozycją branży było 20%, uzyskano 15%, oczekiwanie na zatwierdzenie przez Radę Ministrów
- na nowych kontraktach pozostanie limit 10%

PKP PLK

- do X'23 złożono na rynku oferty na 8,5 mld PLN, licząc po najkorzystniejszych cenach (w całym 2022 roku 12,1 mld PLN)
- na nowych kontraktach limit waloryzacji wynosi 10%
- na historycznych kontraktach gdzie limit był 5% w oparciu o koszyk kosztowy - > w najbliższych dniach mają zostać podpisane aneksy zwiększające limit do 10%
- na kontraktach, gdzie nie było koszyka będą prowadzone dalsze rozmowy

FB Serwis

- w 1-3Q'23 w przychodach jest większa kontrybucja dywizji drogowej, co przekłada się na niższe marże
- spółka obecnie skupia się na budowie portfela na 2024 rok
- 90-100% wykorzystania mocy w tym roku
- spółka interesuje się projektami greenfield oraz akwizycjami

BXF (OZE)

- obecnie złożone 140 MW wniosków przyłączeniowych, analizowane jest 800 MW projektów
- FW Magnolia (14 MW) rozpoczęła produkcję w IX'23 (sprzedaż w kontrakcie PPA)
- PV Kamelia (14 MW) - rozpoczęto budowę, w 2024 zakończenie budowy

Konstrukcje stalowe (MS Kraków)

- 3Q'23 pierwszy kwartał konsolidacji Konstalexu
- kontraktacja po 1-3Q'23 266 mln PLN (100% r/r)
- spółka rozpoczęła ofertowanie w obszarze wielopoziomowych parkingów stalowych oraz w budownictwie modułowym (rynek niemiecki)

Elektrownie jądrowe

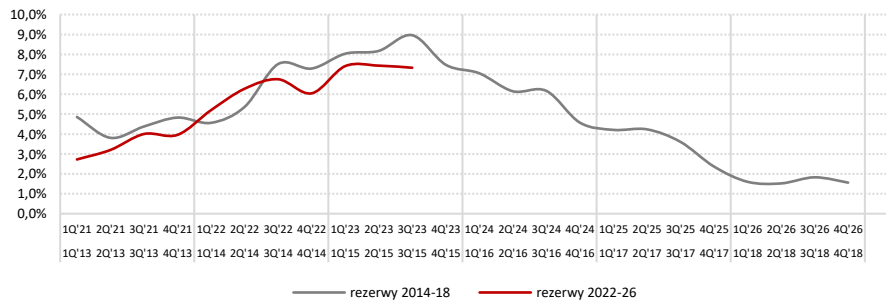
- spółka chce być zaangażowana w budowę EJ oraz infrastruktury towarzyszącej
- w ubiegłym tygodniu w wytwórniach konstrukcji stalowych odbył się audyt pod kątem możliwości realizacji zleceń

PPP

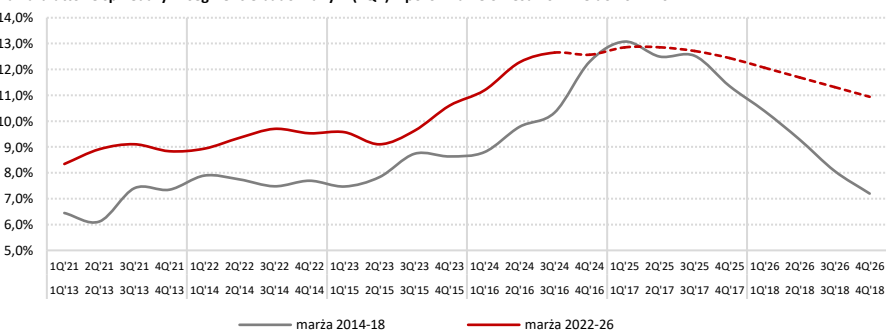
- spółka chce złożyć ofertę z czeskim partnerem na odcinek autostrady w Czechach (wartość ok 1,5 mld EUR)

Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mIn PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	1 244,8	1 996,3	2 292,7	2 377,4	1 599,0	2 399,2	2 370,2	2 250,7	1 939,4	2 378,5	2 675,9	2 566,0	2 041,8	2 567,7	2 913,4	2 811,6
Budownictwo	1 180,1	1 848,7	2 089,4	2 164,2	1 435,9	2 198,1	2 175,1	2 011,7	1 724,2	2 160,9	2 461,0	2 301,2	1 811,8	2 332,3	2 670,4	2 505,0
Usługi	167,5	192,7	203,8	219,1	166,0	205,2	204,3	245,8	217,6	222,0	230,3	267,2	233,7	239,1	246,7	310,1
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-102,8	-45,2	-0,5	-5,9	-2,9	-4,1	-9,3	-6,9	-2,4	-4,5	-15,3	-2,4	-3,7	-3,7	-3,7	-3,5
Zysk brutto ze sprzedaży	96,7	278,9	213,4	244,7	132,1	263,9	255,8	220,6	174,2	227,2	319,9	351,0	237,9	349,2	392,8	372,8
Budownictwo	77,0	165,0	181,6	219,8	107,2	229,1	217,3	191,7	138,1	187,7	287,2	303,6	199,3	303,2	347,1	321,6
Usługi	32,2	48,5	32,4	27,4	25,7	35,3	41,4	32,0	36,7	42,6	34,7	42,2	38,6	46,0	45,6	51,4
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-12,5	65,4	-0,6	-2,5	-0,8	-0,5	-2,9	-3,0	-0,6	-3,2	-2,0	5,3	0,0	0,0	0,0	-0,3
SG&A	62,9	62,2	65,0	90,6	70,3	81,6	73,9	104,9	80,1	91,3	80,6	115,5	84,6	98,1	90,3	120,4
Zysk na sprzedaży	33,8	216,7	148,4	154,1	61,8	182,3	181,9	115,8	94,1	135,9	239,3	235,6	153,2	251,2	302,4	252,4
Saldo pozostałej działalności	29,0	-3,1	-8,4	16,6	-4,3	-5,0	0,1	29,9	8,2	34,4	-30,2	33,1	0,0	-0,5	-0,5	-3,7
EBITDA	99,0	250,4	177,9	206,4	94,0	214,4	219,2	187,2	141,3	208,8	247,8	310,5	193,7	291,2	342,4	289,2
EBIT	62,8	213,6	140,0	170,7	57,4	177,3	182,0	145,7	102,3	170,3	209,1	268,7	153,2	250,7	301,9	248,7
Budownictwo	48,8	112,4	117,0	167,3	42,8	154,4	155,4	118,9	80,8	148,1	193,3	241,0	128,1	217,5	270,9	215,7
Usługi	22,3	33,0	23,0	3,5	14,8	22,9	26,7	27,8	21,5	22,3	15,8	26,2	24,6	32,7	30,5	32,9
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-8,3	68,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,5	0,5	0,5	0,2
Saldo finansowe	-8,1	-8,7	-10,4	-5,4	5,1	22,2	22,3	36,7	40,7	43,1	26,6	27,9	34,9	34,9	34,9	34,9
Wynik brutto	54,7	204,9	129,6	165,3	62,6	199,5	204,3	182,5	143,1	213,6	235,7	296,6	188,1	285,5	336,8	283,6
Wynik netto	42,5	158,2	101,1	149,3	56,4	144,9	157,3	175,9	106,3	168,4	175,7	233,2	148,7	228,8	269,8	225,7
CFO	449,0	84,3	41,6	190,6	404,4	-264,1	297,1	990,3	212,8	-46,8	153,4	757,1	200,0	-50,0	100,0	1 329,8
Gotówka (dług) netto	2 014,3	2 670,6	2 719,3	2 457,0	2 867,0	1 890,4	2 129,8	3 010,4	3 174,1	2 609,9	2 736,6	3 644,3	3 844,3	3 143,3	3 243,3	4 602,4
Marża brutto ze sprzedaży	7,8%	14,0%	9,3%	10,3%	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%	9,6%	12,0%	13,7%	11,6%	13,6%	13,5%	13,3%
Budownictwo	6,5%	8,9%	8,7%	10,2%	7,5%	10,4%	10,0%	9,5%	8,0%	8,7%	11,7%	13,2%	11,0%	13,0%	13,0%	12,8%
Usługi	19,2%	25,2%	15,9%	12,5%	15,5%	17,2%	20,3%	13,0%	16,9%	19,2%	15,1%	15,8%	16,5%	19,3%	18,5%	16,6%
Nieruchomości	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	5,1%	3,1%	2,8%	3,8%	4,4%	3,4%	3,1%	4,7%	4,1%	3,8%	3,0%	4,5%	4,1%	3,8%	3,1%	4,3%
Marża EBITDA	8,0%	12,5%	7,8%	8,7%	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%	8,8%	9,3%	12,1%	9,5%	11,3%	11,8%	10,3%
Marża netto	3,4%	7,9%	4,4%	6,3%	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%	7,1%	6,6%	9,1%	7,3%	8,9%	9,3%	8,0%
Portfel	12 800	12 900	14 000	13 000	13 200	11 900	12 466	13 290	12 608	12 220	12 000	17 463	18 002	18 541	19 080	19 619
Rezerwy na straty	348,7	413,1	560,5	514,8	686,5	746,7	841,6	803,3	934,4	908,5	882,3	832,3	807,3	782,3	757,3	732,3
zmiana q/q	38,2	64,4	147,4	-45,7	171,7	60,2	94,9	-38,3	131,1	-25,9	-26,1	-50,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Rezerwy na naprawy	592,7	602,1	636,0	617,6	611,2	609,3	636,6	636,0	642,7	666,6	689,9	695,8	711,6	717,4	738,6	759,6

Saldo rezerw na straty / backlog – porównanie okresu 2014-18 do 2022-26


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym (4Qn) – porównanie okresu 2014-18 do 2022-26


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognoza DM BDM

Dostrzegamy kilka analogii w obecnie prezentowanej ścieżce poprawy marży w segmencie budowlanym do sytuacji z 2015 roku. Podobnie jak w 2023 roku, wtedy także zbiegł się termin wyboru nowego rządu oraz przejścia pomiędzy perspektywami unijnymi (w 2015 dynamika w budownictwie była lekko dodatnia, w 20216 roku wyraźnie ujemna, a dynamiczne ożywienie nastąpiło od kolejnej wiosny). Relacja rezerw na straty do backlogu osiągnęła szczyt w 2015 roku, natomiast jeszcze kolejne dwa lata przyniosły poprawę raportowanej rentowności.



ELEKTROTIM

RAPORT ANALITYCZNY

Od połowy 2022 roku Elektrotim był w okresie wysokiego momentum wynikowego. Szacujemy, że za cały rok 2023 wynik netto powinien przekroczyć sumę zysków, która spółka planowała w scenariuszu „minimum” na lata 2023-25. Sprzyjał wysoki portfel zleceń oraz spadek presji kosztowej i nawet kwestia upadłości Zeusa nie miała aż tak istotnego znaczenia. Obecnie baza wynikowa będzie się robić bardziej wymagająca. Okres okołowyborczy przekłada się na niską decyzyjność w rozstrzyganiu nowych przetargów publicznych, ale portfel spółki jest dość mocno wypełniony na 1H'24. W perspektywie 2H'24/2025 kluczowe jest podpisanie kontraktu na perymetrię na rzece Bug (227 mln PLN). Przetarg został rozstrzygnięty jeszcze przez poprzedni rząd, ale ma on finansowanie unijne, więc zakładamy, że zostanie finalnie podpisana umowa wykonawcza. W średnim terminie spółka powinna być beneficjentem odblokowania środków unijnych (ekspozycja na transformację energetyczną). Obecną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 19,1 PLN, co implikuje zalecenie Akumuluj (poprzednio Kupuj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 409 mln PLN przychodów (+50% r/r) oraz 26,7 mln PLN zysku netto (+320% r/r). W samym 3Q'23 było to odpowiednio 183 mln PLN oraz 9,7 mln PLN (-12% r/r). Na raportowany EBIT negatywny wpływ miało złożenie wniosku o upadłość Zeusa (spółka zależna miała -7 mln PLN EBIT w 3Q'23; Elektrotim wskazuje, że nie oczekuje już dalszego negatywnego wpływu). Wyniki za 3Q'23 były wyraźnie lepsze r/r i powyżej naszych prognoz, jeżeli oczyścimy je o to zdarzenie. Na koniec 3Q'23 spółka odnotowała spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy q/q, co pozwoliło na spadek długu netto do 5 mln PLN.

Portfel

Po 3Q'23 backlog grupy wynosił 474 mln PLN. Portfel zleceń wyraźnie spadł w ujęciu q/q i r/r. Spółka zakłada, że może być pod presją do 1Q'24, ze względu na spowolnienie decyzyjności w podmiotach i spółkach publicznych w okresie okołowyborczym. Pomoc może ewentualnie zdobyć nowych kontraktów na perymetrię (spółka ma najkorzystniejszą ofertę na odcinek na Bugu, ogłoszony jest także mniejszy przetarg na rzece Świsłocz).

Pozycjonowanie segmentowe

Biznes Elektrotimu opiera się obecnie na dwóch segmentach: Instalacje i Sieci. W ramach tego pierwszego kluczowe piony to obronność, przemysł i utrzymanie. Natomiast w ramach drugiego: dystrybucja i trakcja. W 2023 roku mocny był przede wszystkim ten drugi segment. Dużo wyższy niż zaprezentowany w 2023 roku jest natomiast potencjał w obszarze Instalacji (w ubiegłym roku wpływ kontraktu na granicy z Białorusią jest dużo niższy niż rok wcześniej). Podtrzymujemy, że średnim/długim terminie spółka powinna być beneficjentem wzrostu nakładów na sieć dystrybucji energii, będącego pochodną rozwoju OZE (dodatkowe wsparcie w ramach KPO/FEnIKS) oraz utrzymania podwyższonych nakładów na obszar wojskowy. Także piony utrzymania i trakcji są ekspozowane na napływ środków unijnych.

Prognozy wyników, wskaźniki

Oceniamy, że założenia zarządu ze strategii na lata 2023-25 powinny być poddane aktualizacji, ponieważ nie odzwierciedlają obecnej pozycji spółki. Zakładamy, że spółka w 2023 roku wypracowała 580 mln PLN przychodów oraz 37,0 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że wpływ na ostateczne wyniki może mieć ewentualna finalna utrata kontroli nad Zeusem, czego nie ujmujemy w prognozie, spółka zależna miała -10 mln straty EBIT w 1-3Q'23). Do 2024 podchodzimy bardziej konserwatywnie ze względu na niższy portfel oraz wygaśnięcie pozytywnego efektu spadku presji kosztowej. W 2024-25 estymujemy obecnie po ok. 500 mln PLN przychodów oraz 34 / 27 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=3,3x, P/E'24=5,2x.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	276,8	277,2	505,6	580,0	501,3	516,2
EBITDA [mln PLN]	28,6	14,8	38,1	54,7	44,4	37,4
EBIT [mln PLN]	23,2	9,3	33,2	50,3	39,8	33,0
Wynik brutto [mln PLN]	21,6	7,6	30,4	48,9	41,5	33,4
Wynik netto [mln PLN]	16,6	6,6	22,0	37,0	33,6	27,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-10,9	-10,1	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	1,50	2,45	2,53
P/BV	2,4	2,24	1,76	1,5	1,4	1,3
P/E	10,5	26,5	7,9	4,7	5,2	6,5
EV/EBITDA	5,7	11,1	3,3	3,1	3,3	3,9
EV/EBIT	7,0	17,8	3,7	3,3	3,7	4,4

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPIJ)

WYCENA 19,1 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	19,1
Wycena porównawcza [PLN]	19,1
Wycena końcowa [PLN]	19,1
Potencjał do wzrostu / spadku	9,3%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	17,5
Kapitalizacja [mln PLN]	174,5
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	18,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,1
Stopa zwrotu za 3 mc	20,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	23,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	79,8%
Struktura akcjonariatu:	
Krzysztof i Ewa Folta	17,2%
Krzysztof Wieczorkowski	13,2%
OFE Allianz	9,8%
Miroslaw Nowakowski	6,1%
NN OFE	5,9%
Pozostali	47,8%
stopy 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



Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport 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.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	19,1
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	19,1
Wycena 1 akcji Elektrotim [PLN]		19,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%, poprzednio 9,5% - spadek wynika z wejście spółki do SWIG80) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	501,3	516,2	537,9	566,5	588,4	599,0	608,0	616,0	622,1	628,4
EBIT [mln PLN]	39,8	33,0	29,6	28,4	26,6	27,1	27,5	27,9	28,2	28,5
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,6	6,3	5,6	5,4	5,1	5,2	5,2	5,3	5,4	5,4
NOPLAT [mln PLN]	32,2	26,8	24,0	23,0	21,6	22,0	22,3	22,6	22,8	23,1
Amortyzacja [mln PLN]	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7
CAPEX [mln PLN]	-4,8	-4,5	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8	-4,8	-4,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	14,5	-2,8	-4,0	-5,3	-4,0	-2,0	-1,7	-1,5	-1,1	-1,1
FCF [mln PLN]	46,4	23,9	20,0	17,7	17,5	19,9	20,6	21,0	21,6	21,8
DFCF [mln PLN]	41,0	18,7	13,8	10,8	9,4	9,5	8,6	7,8	7,1	6,3
Suma DFCF [mln PLN]	133,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	180,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	52,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	185,2									
Dług netto 2023P [mln PLN]	-6,5									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	190,6									
Ilość akcji [mln szt.]	10,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	19,1									

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

Przychody zmiana r/r	-13,6%	3,0%	4,2%	5,3%	3,9%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-20,9%	-16,9%	-10,4%	-4,0%	-6,3%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%	1,0%
FCF zmiana r/r	---	-48,5%	-16,3%	-11,4%	-1,3%	13,9%	3,1%	2,3%	2,6%	1,0%
Marża EBITDA	8,8%	7,3%	6,3%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	7,9%	6,4%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża NOPLAT	6,4%	5,2%	4,5%	4,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
CAPEX / Przychody	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	108,5%	102,7%	99,6%	100,4%	100,9%	101,3%	101,5%	101,7%	101,8%	101,9%
Zmiana KO / Przychody	-2,9%	0,5%	0,7%	0,9%	0,7%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	98,5%	99,1%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	1,5%	0,9%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

beta	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta			
	0,00%				0,00%				0,9			
	0,8	20,9	21,6	22,4	6,0%	21,6	22,3	23,2	6,0%	23,5	22,3	21,2
	0,9	19,7	20,2	20,9	7,0%	20,0	20,6	21,2	7,0%	21,7	20,6	19,5
	1,0	18,7	19,1	19,6	8,0%	18,7	19,1	19,6	8,0%	20,2	19,1	18,1
	1,1	17,7	18,1	18,5	9,0%	17,5	17,9	18,3	9,0%	19,0	17,9	16,9
	1,2	16,9	17,2	17,6	10,0%	16,5	16,8	17,1	10,0%	17,9	16,8	15,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

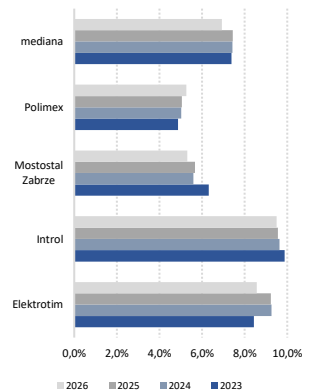
WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych operujących w segmencie instalacyjnym i energetycznym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla każdego z roku 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki 19,1 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Introl	7,0	6,9	6,9	4,3	4,1	3,9
Mostostal Zabrze	10,1	10,4	11,7	3,3	3,0	3,0
Polimex	8,2	8,3	8,1	3,3	2,7	2,0
Mediana	8,2	8,3	8,1	3,3	3,0	3,0
Elektrotim	5,2	6,5	7,2	3,3	3,9	4,3
Premia/dyskonto do spółki	-36,6%	-22,4%	-11,0%	-1,3%	28,4%	42,2%
Wycena wg wskaźnika	27,6	22,5	19,6	17,7	14,2	13,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	23,2			15,0		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	19,1					

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

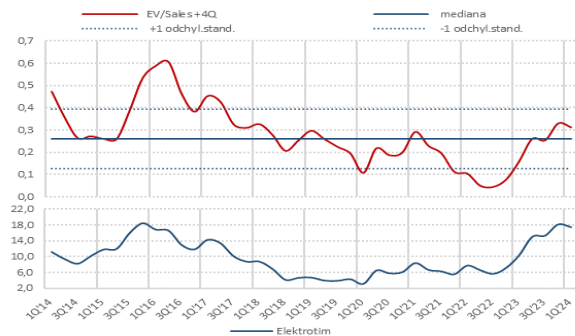
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

Elektrotim EV/Sales (-4Q) oraz kurs 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)

Elektrotim EV/Sales (+4Q) oraz kurs PLN



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

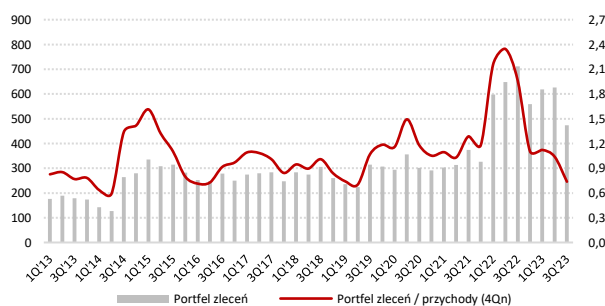
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty podpisane od początku 2019 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	Koniec
2023				
2023-12-28	PL Szczecin-Goleniów	Wykonanie systemu świetlnych pomocy nawigacyjnych CAT II	41	nko
2023-12-06	GDDKiA	Poprawa bezpieczeństwa ruchu drogowego na DK35 w m. Unisław Śląski	10	nko
2023-12-18	Tauron Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV (GPZ Walecznych - Kurkowa)	24	nko
2023-12-15	Ząbkowice Śl.	Budowa infrastruktury elektroenergetycznej dla Strefy inwestycyjnej Europark Ząbkowice Śląskie	13	nko
2023-11-16	KGHM	Wymiana rozłączników prądowych oraz magistrali szyn prądowych przy grupach wani elektrol. w Hucie Miedzi Głogów	45	2025-01
2023-11-14	KG Straży Granicznej	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej z Białorusią na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG	227	nko
2023-10-05	Stołeczny Zarząd Infrast.	Rozbudowa systemu alarmowego w kompleksie wojskowym K-0596 Goławice	4	2025-03
2023-08-07	Stołeczny Zarząd Infrast.	Wymiana ogrodzenia w kompleksie wojskowym nr K-0596 Goławice	11	2025-01
2023-06-05	PGE Dystrybucja	Budowy stacji 110 kV Krasnosielec wraz z linią zasilającą 110 kV	22	2024-12
2023-05-19	Cent. Zas. Cyberprzes. SZ	Budowa linii światłowodowych pomiędzy kompleksami w m. Gdynia, Rumia, Łężyce, Wejherowo, Rzucewo	15	2024-12
2023-04-05	RZI w Gdyni	Przebudowa budynków w Porcie Wojennym Gdynia	15	2025-10
2023-03-29	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej PT Knyszyn i RS Knyszyn	24	2024-06
2023-03-07	Tauron Dystrybucja	Projekt i roboty na stacji R-Uczniowska w Wałbrzychu	15	2024-11
2023-01-31	PKP Energetyka	Budowa podstacji trakcyjnej Lublinek i Zduńska Wola Karsznice	54	2023-07
2022				
2022-12-22	PGE EO	Wykonie linii kablowej 110 kV oraz stacji elektroenergetycznej GPO dla farmy PV Jeziórko	39	2023-12
2022-12-22	PGE EO	Wykonie stacji elektroenergetycznej GPO dla farmy PV Augustynka	14	2023-12
2022-11-29	PGE Dystrybucja	Budowa linii kablowej 110 kV RPZ Brzezińska – RPZ Radogoszcz	30	2023-09
2022-08-29	Nestlé Purina	Projekt i montaż instalacji w istniejącym oraz nowobudowanym budynku zakładu Purina	75	2024-05
2022-08-08	MON - RZI Wrocław	Modernizacja dowiązania energetycznego kompleksu wojskowego JW w Opolu	13	2023-11
2022-08-02	PGE Dystrybucja	Wykonanie robót budowlanych w zakresie budowy stacji 110 kV „Małopolce” wraz z linią zasilającą	23	2023-10
2022-07-27	PGE Dystrybucja	Modernizacja rozdzielni 110kV GPZ Boryszew	9	2023-07
2022-07-15	Budimex	Wykonaniu instalacji i sieci branży elektrycznej i teletechnicznej w ramach zadań inwestycyjnych dla wojska	23	2024-12
2022-07-11	Kąty Wrocławskie	Rewitalizacja rynku w Kątach Wrocławskich	16	2023-12
2022-03-24	Podlaski Oddział SG	Zaprojektowanie i wybudowanie bariery elektronicznej na granicy polsko-białoruskiej (202 km)	279	2023-12*
2021				
2021-08-25	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów baterii litowo-jonowych w Dąbrowie G.	25	2023-02
2021-05-06	E&W	Wybudowanie GPO Żółkiewka 110 kV (GPZ).	8	2022-04
2021-04-30	PGE GIEK	Połączenie EC Pomorzany z polami nowej rozdzielni 110 kV Pomorzany	10	2022-10
2021-03-12	Enea	Modernizacja stacji WN/SN Pyrzyce	12	2022-01
2020				
2020-07-29	Enea Operator (Szczecin)	Modernizacja stacji 110/SN kV Reclaw, Gryfice i Gumiełce	27	2022-07
2019				
2019-12-19	Bieszczadzki oddział SG	Rozbudowa systemów ochrony technicznej granicy zewnętrznej UE w zakresie urządzeń nadzoru	18	2021-09
2019-12-13	PSE	ZKO Poznań etap II	16	2023-12
2019-12-04	PSE	ZKO Bydgoszcz	13	2023-12
2019-11-14	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	11	2020-11
2019-09-12	Enea Operator	Przebudowa stacji elektroenergetycznej 110/15kV GPZ Żelechowo – etap I – Przebudowa rozdzielni 15kV	11	---
2019-09-11	Tauron Dystrybucja	Budowa stacji 110/20 kV Jawor Strefa	22	2021-05
2019-08-16	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	10	2020-11
2019-08-12	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	9	2020-11
2019-08-08	Tauron Dystrybucja	Rozbudowa infrastruktury technicznej Systemu Łączności Dyspozytorskiej	13	2020-11
2019-08-07	SK	Budowa linii kablowej 110kV oraz stacji GPO dla zakładu produkcji separatorów do akumulatorów w Dąbrowie G.	23	2020-12

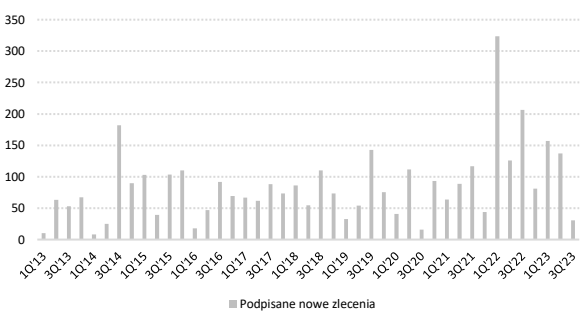
Źródło: BDM S.A., spółka, pierwotnie *120 dni od zakończenia robót budowlanych (wrzesień 2022) – kontrakt nadal w realizacji

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

Po 3Q'23 backlog grupy wynosił 474 mln PLN (zawiera on jeszcze końcówkę kontraktu na granicy z Białorusią). Portfel zleceń wyraźnie spadł w ujęciu q/q i r/r. Spółka zakłada, że może być pod presją do 1Q'24, ze względu na spowolnienie decyzyjności w podmiotach i spółkach publicznych w okresie okołowyborczym. Pomoc może ewentualne zdobycie nowych kontraktów na perymetrię (spółka ma najkorzystniejszą ofertę na odcinek na Bugu, ogłoszony jest także mniejszy przetarg na rzece Świsłocz).

Nowe przetargi na perymetrię

Zapowiedzi przetargów na perymetrię na rzekach Bug i Świsłocz na granicy z Białorusią pojawiły się w końcu 2022 roku. Przetargi ogłoszono ostatecznie we wrześniu 2023 (Bug - [link](#) i Świsłocz - [link](#)). Odcinki

mają mieć odpowiednio ok. 172 km i 40 km długości. Zadania mają mieć charakter projektuj i buduj z okresem realizacji 18 miesięcy.

W połowie listopada oferta Elektrotimu (w konsorcjum ze spółką zależną Ostoya) została wybrana w postępowaniu na odcinku rzeki Bug w Nadbużańskim Oddziale SG. Wartość oferty to 227 mln PLN netto (279 mln PLN brutto). Prace mają być realizowane w formule P&B (projektuj i buduj). Spółka podała w komunikacie, że kolejnym etapem postępowania, zgodnie z PZP, jest zawarcie umowy. Jednocześnie podkreśliła, że wybór oferty nie jest tożsamy z zawarciem umowy.

Podsumowanie złożonych ofert – punktacja

	punkty	cena (max 60 pkt)	gwarancja (max 30 pkt)	czas (max 10 pkt)
Elektrotim - Ostoya	94,7	60,0	24,7	10,0
Sprint	88,3	51,6	30,0	6,7
Telbud	66,2	52,7	10,1	3,3
T4B	54,1	40,2	10,5	3,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość oferty w przeliczeniu na 1 km jest tylko minimalnie niższa (1,31 mln PLN/km) niż w przypadku perymetrii lądowej na granicy z Białorusią (1,38 mln PLN/km), która prawdopodobnie obejmowała więcej urządzeń.

Niewiadomą jest, jakie podejście do przetargu będzie mieć nowy rząd (Straż Graniczna podlega pod MSWiA). W warunkach przetargu zapisano, że może on być unieważniony, jeżeli środki publiczne, które zamawiający zamierza przeznaczyć na sfinansowanie zamówienia, nie zostaną mu przyznane. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że źródłem finansowania są środki unijne - Program Krajowego Instrumentu Wsparcia Finansowego na rzecz Zarządzania Granicami i Polityki Wizowej Funduszu Zintegrowanego Zarządzania Granicami (Polski Program IZGW; BMVI/2021/SA/1.5.8, w programie wprost zapisano przeznaczenie 67 mln EUR na budowę „technicznego zabezpieczenia granicy zewnętrznej UE na terenach podmokłych, nadbrzeżnych i rzekach wzdłuż granicy polsko-białoruskiej — 225 km” oraz dwóch mniejszych projektów).

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'2023 [mln PLN]

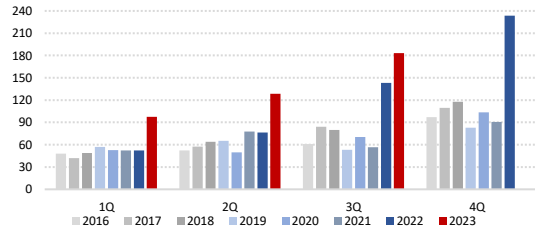
	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody	143,0	183,2	28,1%	145,0	26,4%	271,9	409,0	50,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	27,5	27,7%	23,7	16,2%	27,0	62,4	131,3%
Zysk na sprzedaży	15,4	22,3	44,5%	17,7	25,9%	8,7	46,0	427,2%
PPO/PKO	-2,5	-7,5	---	-2,5	---	-0,8	-8,9	---
EBITDA	13,9	15,8	14,4%	16,3	-3,1%	11,5	40,4	250,0%
EBIT	12,9	14,8	14,5%	15,2	-2,6%	7,9	37,1	368,0%
Zysk brutto	13,5	14,1	4,7%	13,4	5,2%	8,4	36,2	329,6%
Zysk netto	11,1	9,7	-12,1%	10,9	-10,2%	6,4	26,7	319,6%
Marża brutto ze sprzedaży	15,1%	15,0%		16,3%		9,9%	15,3%	
Marża EBITDA	9,7%	8,6%		11,3%		4,2%	9,9%	
Marża EBIT	9,0%	8,1%		10,5%		2,9%	9,1%	
Marża zysku netto	7,8%	5,3%		7,5%		2,3%	6,5%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Przychody w 3Q'23 wyniosły 183,2 mln PLN (+28% r/r), powyżej naszych oczekiwań. Wysoka była kontrybucja segmentu Sieci, który wypracował 148 mln PLN przychodów (+203% r/r). Segment Instalacje miał 35 mln PLN przychodów (-57% r/r, -11% q/q, efekt spadku znaczenia kontraktu na perymetrię na granicy z Białorusią).
- Segment Instalacje na poziomie jednostkowym (tu ujmowany jest kontrakt na granicy z Białorusią) miał 30 mln PLN przychodów (vs 74 mln PLN w 3Q'22). Po 3Q'23 została już tylko niewielka część kontraktu do rozpoznania, jednocześnie finalne rozliczenie kontraktu jest przez spółkę wykazywane czynnikiem, które mogą mieć wpływ na przyszłe wyniki.
- Rentowność brutto ze sprzedaży (15,0%) porównywalna r/r i nieco poniżej naszych założeń. Koszty SG&A niższe r/r.
- Mocno negatywny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej w 3Q'23 (-7,5 mln PLN, zakładaliśmy -2,5 mln PLN)
- Spółka na poziomie skonsolidowanym utworzyła odpis na należności (-2,8 mln PLN) oraz rezerwę na straty na kontraktach (-3,7 mln PLN). Zdarzenia te w dużej mierze związane są prawdopodobnie z sytuacją spółki zależnej Zeus (we wrześniu złożono wnioski o upadłość). Na poziomie jednostkowym Elektrotimu ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -4,3 mln PLN (w tym -1,9 mln PLN odpis pożyczki do Zeusa, -1,4 mln PLN odpis należności oraz -0,7 mln PLN kary/odszkodowania). Nieodpisana pozostała kwota 0,6 mln PLN zobowiązania pozabilansowego (brak przesłanej do pociągnięcia środków z gwarancji).
- Zdaniem zarządu powyższe odpisy wyczerpują potencjalne koszty upadłości Zeusa dla Elektrotimu (także na poziomie gotówkowym). Spółka pozostawała na koniec 3Q'23 w konsolidacji, więc ewentualne ogłoszenie upadłości może mieć jeszcze wpływ na raportowane wyniki w momencie utraty kontroli.
- EBITDA w 3Q'23 wyniosła 15,8 mln PLN (vs 13,9 mln PLN rok temu). Wynik nieco niższy od naszych założeń (spodziewaliśmy się 16,3 mln PLN), ale jest to pochodna wysokiego ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej.
- Saldo finansowe z lekko ujemnym wpływem na poziomie -0,7 mln PLN.
- Zysk netto w 3Q'23 wyniósł 9,7 mln PLN (efektywna stopa podatku na poziomie 37%), zakładaliśmy 10,9 mln PLN.
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły +30 mln PLN w 3Q'23 (odwrócenie około połowy ujemnych przepływów z 1H'23).
- Na koniec okresu spółka miała 5 mln PLN długu netto. W lipcu została wypłacona dywidenda.
- Spółka wskazuje, że w celu ofertowania na nowych przetargach na perymetrię musiała zabezpieczyć zasoby na poczet ewentualnej realizacji tych kontraktów. Spółka podała, że przy intensywnej realizacji portfela także w 4Q'23, jego wartość (poza ewentualnymi nowymi kontraktami granicznymi) może być przejściowo pod presją ze względu na obniżoną liczbę postępowań przetargowych czy niższy poziom decyzyjności niektórych zarządów spółek państwowych. Okres ten szacowany jest przez spółkę do końca 1Q'24 (wiosną'24 spółka zakłada poprawę warunków do odbudowy portfela).

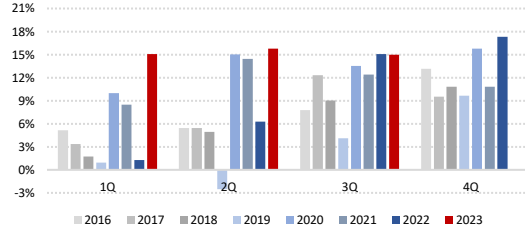
Podsumowując, wyniki spółki za 3Q'23 były wyraźnie powyżej naszych prognoz, jeżeli oczyścimy je o wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej. Na raportowany EBIT negatywny wpływ miało złożenie wniosku o upadłość Zeusa (Elektrotim wskazuje, że nie oczekuje już dalszego negatywnego wpływu kosztowego i gotówkowego). Na koniec 3Q'23 spółka odnotowała poprawę pozycji gotówkowej. Portfel zleceń wyraźnie spadł vs 2Q'23. Spółka zakłada, że może być pod presją do 1Q'24, pomoc może ewentualne zdobycie nowych kontraktów na perymetrię (spółka ma najkorzystniejszą ofertę na odcinek na Bugu, ogłoszony jest także mniejszy przetarg na rzecze Świsłocz).

Przychody [mln PLN]



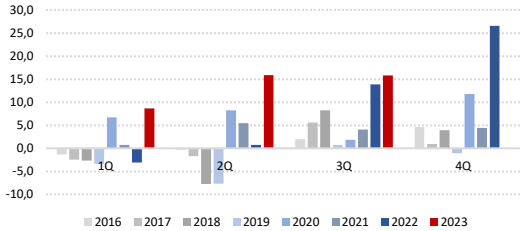
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



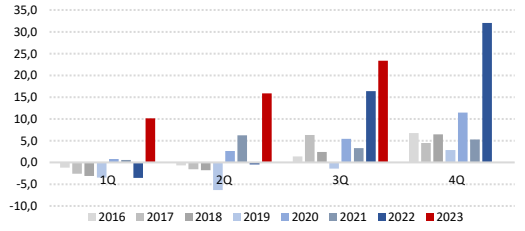
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



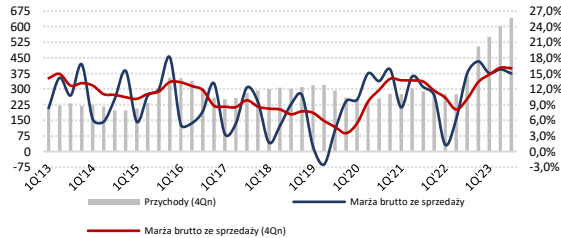
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skoryg. [mln PLN]



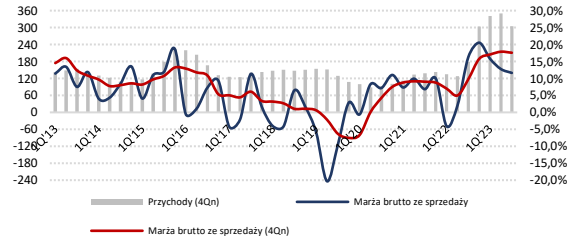
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



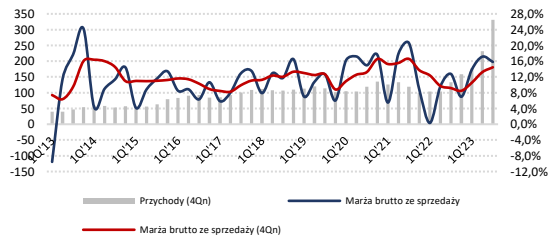
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment Instalacje: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment Sieci: przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej po 3Q'23 (22/11/2023)

Wyniki 3Q'23

- strata na kontraktach dotyczy Zeusa
- wysoki podatek nie jest do odwrócenia w 4Q'23 (pochodna straty Zeusa, której nie można rozliczyć)
- na marżę pozytywny wpływ miało kilka mln PLN ugody (wciąż trwają rozmowy o waloryzacjach na kolejne kilka mln PLN)

Perspektywa 4Q'23

- system premii pracowników jest oparty o wyniki, należy spodziewać się rezerw w 4Q'23 i podwyższonych kosztów zarządu
- realizacja portfela idzie powyżej oczekiwań, pytanie o pogodę, należy pamiętać, że w końcówce 2022 spółka miała rozpędzony kontrakt na granicy z Białorusią

2023

- spółka raczej nie korzystała na spadku kosztów, ze względu na politykę ich zabezpieczania

2024

- intencją spółki jest dalszy wzrost
- część robót może przejść z 2023 na 1H'24

Pozycja gotówkowa

- 80 mln PLN do spłynięcia w styczniu z kontraktów trakcyjnych
- na przełomie 1/2Q'24 zapotrzebowanie spółki na kapitał obrotowy może znów wzrosnąć

Zeus

- spółka była jeszcze badana do października przez potencjalnych zainteresowanych (obecnie nikt nie jest zainteresowany)
- Elektrotim nie chciał nadal finansować spółki
- Zeus na rynku występował jako konkurencja Elektrotimu, oferował niższe marże, miał więcej długich kontraktów (P&B), nie poradził sobie ze wzrostem kosztów w 2022 roku
- obecnie oczekiwania na wyznaczenie syndyka lub zarządcy (to będzie równoważne z utratą kontroli i dekonsolidacją spółki), powinno to nastąpić w 4Q'23 lub do wyników rocznych
- Zeus nie powinien mieć problemów ze środkami by prowadzić postępowanie
- ewentualne ryzyka – pojawienie się dodatkowych kosztów w Zuesie w wyniku przeciągania sprawy, które musiałyby być wykazane na poziomie skonsolidowanym
- nie odpisane pozostają dwie gwarancje na łącznie 0,6 mln PLN (nie ma przesłanek do ich pociągnięcia przez inwestorów)
- Zeus w 1-3Q'23 miała -10 mln PLN straty EBIT
- Elektrotim będzie ostrożnie działał w kierunku kończenia kontraktów po Zeusie (chyba, że będzie taka chęć zamawiających)

Perymetria na granicy z Białorusią

- 21,5 mln PLN przychodów pozostało do rozliczenia
- do odebrania został projekt powykonawczy oraz algorytmy (termin powinien być wyznaczony w listopadzie)
- kontrakt powinien się zamknąć w tym roku
- w listopadzie projekt będzie rozliczony do 95%
- kontrakt nie jest na nadzwyczajnej marży, zarząd nie spodziewa się zaskoczeń w finalnym rozliczeniu marży
- kary naliczone były nieistotne dla wyniku kontraktu

Kontrakty dla PKP Energetyka

- w listopadzie odbiory
- 60 dniowy termin płatności, więc wpływ pozytywny na CF dopiero w 1Q'24
- spółka pozytywnie ocenia ten rynek, chce pozyskiwać kolejne kwartały

Portfel

- kontrakt dla KGHM – pion Instalacji (przemysł), spore przeroby w 2024 roku
- realizacja backlogu w 4Q'23 postępuje powyżej oczekiwań, portfel spadnie w 4Q'23
- spółka jest spokojna o 1H'24, portfel na 2H'24 powinien być odbudowany
- spółka za zdrowy backlog uważa 500-600 mln PLN, jest przy nim w stanie rosnąć
- maksymalna pojemność backlogu dla spółki to obecnie 800 mln PLN
- spółka widzi skrócenie średniego czasu trwania kontraktów z 18 mc do 12 mcy

Nowe postępowania na perymetrii

- perymetria na Bugu – spółka czeka na uprawomocnienie się wyboru oferty (10 dni od wyboru), a później podpisanie umowy (nie ma wyznaczonego konkretnego terminu), kontrakt nie ma zaliczek, ale terminy płatności są racjonalne, mniejsze nasycenie bariery nad Bugiem elektronika niż bariery na granicy z Białorusią, mimo tego w przeliczeniu na 1km oferta jest podobna, zdaniem spółki oferta spółki jest racjonalna (np. efekt dobrych relacji z dostawcami)
- perymetria na Świsłocz – spółka jest jednym z oferentów, czeka na wybór oferty, liczy na wygranie przetargu

Pipeline

- spółka ma złożone oferty z pierwszą ceną, ale postępowania są opóźniane
- kilkadziesiąt mln PLN w pierwszych cenach (poza Bugiem)
- KPO potencjalnie pozytywne dla pionu utrzymania i dystrybucji
- budowa lotniska we Wrocławiu: część wojskowa – nieprędko będzie rozstrzygnięte, część cywilna – na przełomie roku rozstrzygnięcie

Ostoya

- spółka traktowana jako jednostka badawczo-wdrożeniowa
- wyniki są dość zmienne, w zależności od fazy realizacji kontraktu
- spółka jest w konsorcjum na perymetrii na Bugu
- w spółce nie dzieje się nic niepokojącego

Zatrudnienie

- spółka zakłada wzrost zatrudnienia w 2024
- rotacja wynika z odejść na emeryturę i naturalnych odejść

Perspektywy rynku

- widać wzrost konkurencji, część ofert jest agresywna,
- spółka liczy na szybka odbudowę rynku i nie chce wchodzić w agresywne oferty
- w każdym pionie spółka widzi perspektywę do poprawy wyników w kolejnych latach
- w 2023 rynek przemysłowy był słaby, spółka widzi sygnały by nastąpiło odbicie
- środki unijne mogą przełożyć się na wzrost cen materiałów (spółka wpisuje waloryzację do umów)

Wyniki i prognozy wyników kwartalne [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	52,2	77,7	56,7	90,5	52,4	76,5	143,0	233,7	97,5	128,3	183,2	171,0	75,0	130,0	137,5	158,8
Instalacje	30,3	36,9	29,5	46,2	21,8	30,4	80,9	170,3	59,9	39,4	34,9	45,9	35,0	40,0	52,5	78,8
Sieci	15,7	33,6	20,2	30,4	19,8	33,8	48,9	56,4	37,6	89,0	148,3	125,1	40,0	90,0	85,0	80,0
Automatyka	6,3	7,3	7,0	14,0	10,8	12,3	13,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	4,4	11,2	7,0	9,8	0,7	4,8	21,5	40,5	14,7	20,3	27,5	23,2	10,1	18,2	18,7	19,9
Instalacje	2,2	3,7	2,0	4,6	-0,9	0,6	13,2	35,0	9,5	5,0	4,1	6,9	4,9	5,6	6,8	9,5
Sieci	0,9	6,0	4,2	2,6	0,1	3,2	6,2	3,9	5,2	15,3	23,4	16,3	5,2	12,6	11,9	10,4
Automatyka	1,4	1,6	0,8	2,5	1,5	0,9	2,1	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	5,2	6,3	5,1	6,0	5,6	6,6	6,1	9,8	5,7	5,5	5,2	10,0	5,3	5,7	6,0	10,1
Zysk na sprzedaży	-0,8	4,9	1,9	3,8	-4,9	-1,8	15,4	30,7	9,0	14,7	22,3	13,2	4,8	12,5	12,7	9,8
Saldo PPO/PKO	0,2	-0,7	0,8	-0,8	0,5	1,2	-2,5	-5,4	-1,5	0,0	-7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,7	5,5	4,1	4,4	-3,1	0,8	13,9	26,6	8,6	15,9	15,8	14,4	6,0	13,6	13,9	10,9
EBIT	-0,6	4,1	2,7	3,0	-4,4	-0,6	12,9	25,3	7,5	14,8	14,8	13,2	4,8	12,5	12,7	9,8
Saldo finansowe	-0,4	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	0,3	0,6	-3,3	0,3	-0,6	-0,7	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,6
Zysk (strata) brutto	-1,0	4,0	2,5	2,2	-4,8	-0,3	13,5	22,0	7,9	14,2	14,1	12,7	5,2	12,9	13,0	10,4
Zysk (strata) netto	-1,5	3,1	1,9	3,1	-5,4	0,7	11,1	15,6	5,8	11,2	9,7	10,3	4,2	10,5	10,5	8,4
CFO	-6,7	21,5	-21,2	8,2	-2,4	11,8	10,5	17,6	9,2	-75,7	29,8	12,3	30,0	-25,0	15,0	31,8
Dług (gotówka) netto	-3,9	4,6	-2,6	-10,1	-4,6	-18,4	-26,6	-50,5	-59,7	16,7	5,2	-6,5	-35,3	-9,2	1,4	-29,1
Przychody zmiana r/r	-0,8%	55,6%	-19,6%	-12,7%	0,3%	-1,6%	152,2%	158,2%	86,1%	67,8%	28,1%	-26,8%	-23,0%	1,3%	-25,0%	-7,2%
Instalacje	63,2%	142,5%	16,3%	10,8%	-28,1%	-17,5%	174,1%	268,7%	175,1%	29,4%	-56,9%	-73,0%	-41,5%	1,6%	50,6%	71,4%
Sieci	-36,8%	26,8%	-42,4%	-38,4%	26,3%	0,5%	142,2%	85,7%	89,9%	163,5%	203,2%	121,8%	6,4%	1,2%	-42,7%	-36,1%
Automatyka	-32,4%	-12,0%	-31,0%	10,4%	71,9%	69,6%	88,3%	-57,0%	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża brutto ze sprzedaży	8,5%	14,4%	12,4%	10,8%	1,3%	6,3%	15,1%	17,3%	15,1%	15,8%	15,0%	13,5%	13,5%	14,0%	13,6%	12,5%
Instalacje	7,3%	9,9%	6,8%	10,0%	-4,1%	2,0%	16,3%	20,5%	15,8%	12,8%	11,6%	15,0%	14,0%	14,0%	13,0%	12,0%
Sieci	5,5%	17,9%	20,6%	8,7%	0,3%	9,6%	12,8%	7,0%	13,9%	17,1%	15,8%	13,0%	13,0%	14,0%	14,0%	13,0%
Automatyka	21,5%	21,4%	12,2%	18,0%	13,9%	7,6%	15,8%	26,1%	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	10,0%	8,2%	9,0%	6,6%	10,6%	8,6%	4,3%	4,2%	5,8%	4,3%	2,8%	5,8%	7,0%	4,4%	4,4%	6,4%
Marża na sprzedaży	-1,5%	6,3%	3,4%	4,2%	-9,3%	-2,4%	10,8%	13,1%	9,2%	11,5%	12,2%	7,7%	6,4%	9,6%	9,3%	6,1%
Marża EBITDA	1,4%	7,1%	7,2%	4,9%	-5,9%	1,0%	9,7%	11,4%	8,9%	12,4%	8,6%	8,4%	8,0%	10,5%	10,1%	6,9%
Marża EBIT	-1,2%	5,3%	4,8%	3,3%	-8,4%	-0,8%	9,0%	10,8%	7,7%	11,5%	8,1%	7,7%	6,4%	9,6%	9,3%	6,1%
Marża zysku netto	-2,9%	4,0%	3,3%	3,4%	-10,3%	0,9%	7,8%	6,7%	5,9%	8,7%	5,3%	6,0%	5,7%	8,0%	7,7%	5,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skorygowane prognozy wyników na lata 2023-2025 rok [mln PLN]

	2023P		zmiana	2024P		zmiana	2025P		zmiana
	poprzednio*	aktualnie		poprzednio*	aktualnie		poprzednio*	aktualnie	
Przychody	535,0	580,0	8,4%	501,3	501,3	0,0%	486,2	516,2	6,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	81,6	85,6	4,9%	66,9	66,9	0,0%	57,6	61,7	7,1%
EBITDA	55,0	54,7	-0,5%	44,3	44,4	0,2%	35,3	37,4	6,1%
EBIT	50,5	50,3	-0,4%	39,7	39,8	0,2%	30,9	33,0	6,9%
Zysk (strata) netto	37,7	37,0	-1,9%	33,3	33,6	1,0%	25,6	27,0	5,6%
Dług (gotówka) netto	-23,4	-6,5	---	-36,9	-29,1	---	-39,6	-28,0	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,3%	14,8%		13,3%	13,3%		11,8%	12,0%	
Marża EBITDA	10,3%	9,4%		8,8%	8,9%		7,3%	7,3%	
Marża EBIT	9,4%	8,7%		7,9%	7,9%		6,4%	6,4%	
Marża zysku netto	7,0%	6,4%		6,6%	6,7%		5,3%	5,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 10.10.2023

- W strategii na lata 2023-25 zarząd przedstawił, że spółka na poziomie jednostkowym celuje w minimum 350 mln PLN przychodów oraz 10 mln PLN zysku netto. Oceniamy, że te założenia powinny być poddane aktualizacji, ponieważ nie odzwierciedlają obecnej pozycji spółki.
- Obecnie zakładamy, że spółka w 2023 roku wypracuje 580 mln PLN przychodów, 50,3 mln PLN EBIT oraz 37,0 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że wpływ na ostateczne wyniki może mieć ewentualna finalna utrata kontroli nad Zeusem, czego nie ujmujemy w prognozie, spółka zależna miała -10 mln straty EBIT w 1-3Q'23). Zakładamy, że rentowność brutto ze sprzedaży w 2023 roku będzie wyższa r/r (efekt m.in. dobrych kontraktów pozyskanych w 2022 roku i spadku presji kosztowej).
- Do 2024 podchodzimy bardziej konserwatywnie ze względu na niższy portfel oraz wygaśnięcie pozytywnego efektu spadku presji kosztowej. W 2024-25 estymujemy obecnie po ok. 500 mln PLN przychodów oraz 34 / 27 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, że w 2024 roku marża brutto ze sprzedaży spadnie do ok 13%, do 12% w 2025 i 10% w średnim/długim terminie. Zwracamy przy tym uwagę, że w przypadku spółek budowlanych/installacyjnych im wyższe przychody tym trudniej generalnie utrzymywać wysokie marże (konieczność wyjścia poza nisze, wyższe ryzyka na większych kontraktach).

- Zakładana przez nas marża EBIT w 2023 roku kształtuje się na poziomie 8,7%, a w kolejnym roku na poziomie 7,9%. W długim terminie przyjmujemy 4,5% (implikowane marża wg strategii to 4,3%, przy średniej ważonej za ostatnie 10 lat na poziomie 3,0%).
- Nasza poprzednie prognozy zostały lekko podniesione głównie w latach 2025+. Wynik wyborów parlamentarnych powinien przełożyć się na odblokowanie środków unijnych, m.in. w KPO są zapisane istotne środki na sieć dystrybucji energii).
- W przypadku pozycji gotówkowej 2023 rok jest bardziej wymagający niż 2022 pod względem kapitału obrotowego (bardziej kapitałochłonne kontrakty w obszarze trakcji i samorządów). Zakładamy, że spółka na koniec rok będzie dysponować gotówką netto (ok. 5-10 mln PLN). Przyjmujemy, że w 2024 roku spółka wypłaci dywidendę na poziomie 66% zysku netto za 2023 (co daje DPS=2,5 PLN) i 75% w kolejnych okresach (zakładamy w kolejnych latach niższy zysk netto).

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	310,5	258,6	276,8	277,2	505,6	580,0	501,3	516,2	537,9	566,5	588,4	599,0	608,0	616,0	622,1	628,4
Instalacje	150,6	108,2	100,8	142,9	303,5	180,0	206,3	206,5	212,6	216,9	221,2	224,6	227,9	230,2	232,5	234,8
Sieci	109,7	101,3	135,6	99,8	158,9	400,0	295,0	309,8	325,2	349,6	367,1	374,5	380,1	385,8	389,6	393,5
Automatyka	49,0	48,9	40,3	34,5	42,3	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	24,0	9,1	38,7	32,5	67,5	85,6	66,9	61,7	60,0	60,5	59,9	61,0	61,9	62,7	63,4	64,0
Instalacje	1,6	-8,1	7,6	12,5	47,9	25,4	26,8	22,7	22,3	21,7	21,0	21,3	21,7	21,9	22,1	22,3
Sieci	14,6	8,9	22,5	13,7	13,5	60,2	40,1	39,0	37,7	38,8	38,9	39,7	40,3	40,9	41,3	41,7
Automatyka	7,6	8,3	8,6	6,3	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	23,2	22,3	23,8	22,6	28,1	26,4	27,1	28,4	30,1	31,8	33,0	33,6	34,1	34,5	34,9	35,2
Zysk na sprzedaży	0,8	-13,2	14,9	9,8	39,4	59,2	39,8	33,3	29,9	28,7	26,9	27,4	27,8	28,2	28,5	28,8
Saldo PPO/PKO	-2,1	-2,9	8,3	-0,6	-6,2	-8,9	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBITDA	1,8	-11,3	28,6	14,8	38,1	54,7	44,4	37,4	34,1	33,0	31,3	31,8	32,2	32,6	32,9	33,2
EBIT	-1,3	-16,1	23,2	9,3	33,2	50,3	39,8	33,0	29,6	28,4	26,6	27,1	27,5	27,9	28,2	28,5
Saldo finansowe	-1,3	-2,0	-1,7	-1,6	-2,8	-1,4	1,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	1,0
Zysk (strata) brutto	-2,6	-18,1	21,6	7,6	30,4	48,9	41,5	33,4	30,0	28,8	27,0	27,6	28,1	28,6	29,0	29,4
Zysk (strata) netto	-3,9	-14,5	16,6	6,6	22,0	37,0	33,6	27,0	24,3	23,3	21,9	22,3	22,7	23,2	23,5	23,8
CFO	-31,3	5,7	34,4	1,8	37,5	-24,4	51,8	28,2	24,4	24,0	22,0	24,4	25,0	25,4	26,0	26,2
Dług (gotówka) netto	14,8	21,8	-10,9	-10,1	-50,5	-6,5	-29,1	-28,0	-28,0	-27,9	-28,4	-32,4	-36,8	-41,5	-46,5	-51,6
Przychody zmiana r/r	5,9%	-16,7%	7,0%	0,1%	82,4%	14,7%	-13,6%	3,0%	4,2%	5,3%	3,9%	1,8%	1,5%	1,3%	1,0%	1,0%
Instalacje	5,5%	-28,1%	-6,8%	41,7%	112,4%	-40,7%	14,6%	0,1%	3,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
Sieci	0,7%	-7,7%	34,0%	-26,4%	59,2%	151,8%	-26,3%	5,0%	5,0%	7,5%	5,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%
Automatyka	18,6%	-0,2%	-17,5%	-14,5%	22,6%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	3,5%	14,0%	11,7%	13,3%	14,8%	13,3%	12,0%	11,2%	10,7%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Instalacje	1,1%	-7,5%	7,5%	8,8%	15,8%	14,1%	13,0%	11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Sieci	13,3%	8,8%	16,6%	13,7%	8,5%	15,0%	13,6%	12,6%	11,6%	11,1%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Automatyka	15,5%	17,0%	21,4%	18,2%	14,4%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	7,5%	8,6%	8,6%	8,2%	5,6%	4,5%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Marża na sprzedaży	0,3%	-5,1%	5,4%	3,5%	7,8%	10,2%	7,9%	6,5%	5,6%	5,1%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża EBITDA	0,6%	-4,4%	10,3%	5,3%	7,5%	9,4%	8,9%	7,3%	6,3%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	-0,4%	-6,2%	8,4%	3,3%	6,6%	8,7%	7,9%	6,4%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża zysku netto	-1,3%	-5,6%	6,0%	2,4%	4,3%	6,4%	6,7%	5,2%	4,5%	4,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ERBUD

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 41,1 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wyniki Erbudu w okresie 2022-23 znajdowały się pod presją. Elementem spajającym oba lata są duże koszty związane z rozpoczęciem działalności w budownictwie modułowym. Spółkę podratowało wygranie sprawy sądowej z B. Millennium. Zakładamy, że wyniki 4Q'23 będą słabe, obciążone dodatkowo przez ugodę z MPL Modlin. Atrakcyjnie wygląda spodziewana poprawa klimatu inwestycyjnego w branży OZE, co wspiera już sentyment do Ondy. Jednocześnie 2024 rok nadal będzie trudny dla kubatury w Polsce. W kolejnych latach pozytywnie na podaż projektów powinny wpłynąć środki unijne oraz obniżki stóp procentowych w Europie, jednak strukturalnie ten obszar ma problem, aby generować wysoką wartość dodaną. Z jednej strony spółka przez Ondę oferuje ekspozycję na segment OZE, z drugiej na szali należy położyć relatywnie wysoki poziom zadłużenia, presję konkurencyjną w kubaturze. Znakiem zapytania jest ścieżka dojścia do satysfakcjonujących wyników przez segment modułów (w 2024 trudno może być o break-even). Nawet przy zakładanej poprawie wyników mnożniki (P/E'25=11,6x) nie są naszym zdaniem wybitnie atrakcyjne. Wznawiamy wydawanie rekomendacji dotyczących Erbudu od zalecenia Trzymaj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 41,1 PLN.

Wyniki za ostatnie okresy

Po 1-3Q'23 Erbud wypracował 2,45 mld PLN przychodów (-12% r/r), 52 mln PLN EBIT i 58 mln PLN zysku netto. W samym 3Q'23 spółka miała 42 mln PLN EBIT i 68 mln zysku netto. Wpływ wygranej sprawy sądowej przeciw B. Millennium na EBIT wyniósł +38 mln PLN, na saldzie finansowym dodatkowo +61 mln PLN. Wyraźnie ujemny EBIT w 3Q'23 odnotowano w segmentach kubatury w kraju, kubatury zagranicą oraz modułach. Dobry natomiast był wynik w Ondzie i przemyśle. Dług netto po 3Q'23 wyniósł 155 mln PLN (bez zmian q/q, pomimo wpływu środków ze sprawy sądowej).

Portfel

Backlog spółki po 3Q'23 wynosił 2,4 mld PLN (+2% q/q, -3% r/r). Spadek r/r dotyczy głównie kubatury w kraju, co jest m.in. pochodną mniejszej podaży kontraktów i wzrostu konkurencji. Od końcówki 2022 roku można zaobserwować z kolei ożywienie w pozyskiwaniu zleceń przez Ondę. Spółka zastopowała akwizycję nowych zleceń w budownictwie modułowym, aby poprawić produktywność (m.in. kwestia wyszkolenia pracowników). Portfel spółki wskazuje, że w pierwszym pełnym roku działalności spółka nie osiągnęła nawet 30% zakładanego pierwotnie planu produkcji. Zwracamy też uwagę, że start MOD21 zbiegł się z pogorszeniem koniunktury na rynku kubaturowym w Niemczech.

Pozycjonowanie się na rynku

Spółka stara się ograniczać ekspozycję na typowy rynek kubaturowy. W szerszym zakresie pozyskiwane są kontrakty przemysłowe. Na bazie spółki drogowej udało się mocno rozwinąć wykonawstwo w OZE. Poprzez mniejsze przejścia zbudowano segment usług serwisowych dla przemysłu. W 2022 otwarto fabrykę drewnianych obiektów modułowych. Spółka nie prowadzi od kilku lat projektów deweloperskich na własny rachunek. W kontekście ekspozycji środków unijnych spółka pozycjonuje się przede wszystkim pod segment OZE (budowa farm wiatrowych oraz PV). W segmencie kubaturowym spółka posiada spore doświadczenie w budowie szpitali, natomiast w obszarze przemysłowym w realizacjach dla energetyki czy zakładów gospodarki odpadami. Jednocześnie marżowość segmentu kubaturowego jest bardzo wrażliwa na wahania kosztów podwykonawstwa i materiałów.

Prognozy i wskaźniki

Zakładamy, że w całym 2023 roku zysk netto może wynieść ok. 38 mln PLN (przy tym na wyniku brutto +83 mln PLN to zakładany wpływ one-offów – na plus Millennium, na minus Modlin). W 2024 roku spodziewamy się 3,3 mld PLN przychodów oraz 27 mln PLN zysk netto, a w kolejnym roku poprawy do odpowiednio 3,7 mld PLN / 43 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=4,4x, P/E'24=18,4x.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	2 228,3	3 102,1	3 855,6	3 315,1	3 270,6	3 658,1
EBITDA [mln PLN]	93,6	118,5	54,0	74,0	113,3	134,2
EBIT [mln PLN]	70,6	90,8	20,9	36,6	74,2	93,2
Zysk netto [mln PLN]	46,7	8,8	8,3	38,0	27,2	43,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-218,8	-210,9	113,3	128,4	86,8	96,7
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
P/E	11,1	59,1	60,3	13,2	18,4	11,6
EV/EBITDA	5,6	4,4	9,3	6,8	4,4	3,7
EV/EBIT	7,4	5,7	24,0	13,7	6,7	5,4
DPS/skup [PLN/akcję]	1,3	5,6	2,6	0,8	0,0	0,7

Wycena DCF [PLN]	40,8
Wycena porównawcza [PLN]	42,3
Wycena końcowa [PLN]	41,1
Potencjał do wzrostu / spadku	-1,9%
Koszt kapitału	14,9%
Cena rynkowa [PLN]	41,9
Kapitalizacja [mln PLN]	499,9
Ilość akcji [mln. szt.]	11,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	47,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	33,5
Stopa zwrotu za 3 mc	11,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	15,6%
Struktura akcjonariatu:	
Wolff & Mueller Holding	32,3%
Grzeszczak Dariusz z DGI FIZAN	21,4%
ING OFE	9,9%
OFE Bankowy	9,4%
OFE Allianz	6,4%
Pozostali	20,6%

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



Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	40,8
Wycena metodą porównawczą	20%	42,3
Wycena 1 akcji [PLN]		41,1

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,2. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 270,6	3 658,1	4 054,1	4 339,8	4 432,8	4 513,2	4 585,1	4 646,7	4 709,3	4 772,9
EBIT [mln PLN]	74,2	93,2	120,0	137,4	144,0	145,7	147,2	148,2	149,2	150,3
Stopa podatkowa	23,2%	22,3%	21,7%	21,4%	21,3%	21,3%	21,3%	21,2%	21,2%	21,2%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,2	20,8	26,0	29,5	30,7	31,1	31,3	31,5	31,7	31,8
NOPLAT [mln PLN]	57,0	72,4	94,0	107,9	113,2	114,7	115,9	116,7	117,6	118,4
Amortyzacja [mln PLN]	39,1	41,0	40,8	40,8	41,0	41,2	41,4	41,6	41,8	41,9
CAPEX [mln PLN]	-41,3	-41,7	-42,1	-43,0	-43,0	-43,1	-43,1	-43,2	-43,3	-43,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	15,6	-61,6	-65,4	-47,6	-14,8	-12,6	-11,0	-9,1	-9,3	-9,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	55,4	10,1	27,3	58,1	96,6	100,2	103,1	106,0	106,8	107,6
DFCF [mln PLN]	48,9	7,9	18,6	34,8	50,7	46,0	41,3	37,1	32,6	28,6
Suma DFCF [mln PLN]	346,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	795,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	211,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	557,5									
Dług netto 2023P [mln PLN]	128,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]	139,2									
Udział w spółkach celowych Onde [mln PLN]	197,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	289,9									
Ilość akcji [mln szt.]	11,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	40,8									

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

Przychody zmiana r/r	-1,3%	11,8%	10,8%	7,0%	2,1%	1,8%	1,6%	1,3%	1,3%	1,4%
EBIT zmiana r/r	102,8%	25,5%	28,9%	14,4%	4,8%	1,2%	1,0%	0,7%	0,7%	0,7%
FCF zmiana r/r	-321,4%	-81,7%	170,0%	112,5%	66,3%	3,8%	2,9%	2,8%	0,8%	0,7%
Marża EBITDA	3,5%	3,7%	4,0%	4,1%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%
Marża EBIT	2,3%	2,5%	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%
Marża NOPLAT	1,7%	2,0%	2,3%	2,5%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
CAPEX / Przychody	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	105,6%	101,6%	103,2%	105,4%	104,7%	104,4%	104,1%	103,8%	103,6%	103,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,5%	1,7%	1,6%	1,1%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	35,1%	15,9%	16,5%	16,7%	15,9%	15,7%	15,4%	14,8%	14,8%	14,8%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta lewarowana	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	85,2%	87,1%	88,8%	90,6%	92,4%	94,9%	96,2%	97,4%	98,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Udział kapitału obcego	14,8%	12,9%	11,2%	9,4%	7,6%	5,1%	3,8%	2,6%	1,3%	0,0%
WACC	13,4%	13,6%	13,8%	13,9%	14,1%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,9%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

beta	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	Beta		
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		1,1	1,2	1,3
	1,0	1,1	1,2		1,3	1,4	1,1		1,2	1,3	
	46,2	48,1	50,4	6,0%	50,3	52,6	55,4	6,0%	56,4	52,6	49,2
	42,6	44,3	46,1	7,0%	44,4	46,1	48,2	7,0%	49,7	46,1	42,9
	39,5	40,8	42,4	8,0%	39,5	40,8	42,4	8,0%	44,3	40,8	37,8
	36,7	37,8	39,1	9,0%	35,4	36,4	37,6	9,0%	39,7	36,4	33,6
	34,1	35,1	36,2	10,0%	31,8	32,7	33,6	10,0%	35,7	32,7	30,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

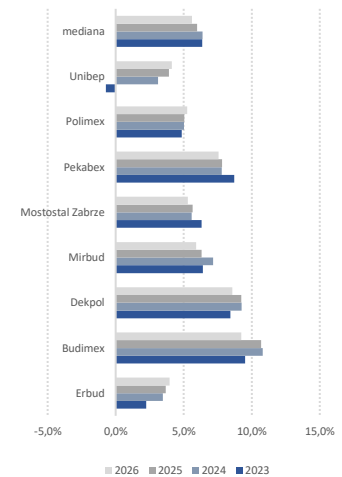
WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Została ona powiększona o udział Erbudu przypadający na wycenę spółek celowych Ondy prowadzących własne projekty OZE (wycena na kolejnej stronie raportu). Wycena dała finalną wartość Erbudu na poziomie 42,3 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18,1	16,0	17,1	10,0	8,4	8,6
Dekpol	5,4	4,7	5,2	3,5	2,9	2,5
Mirbud	5,8	6,9	6,8	3,5	3,9	3,6
Mostostal Zabrze	10,1	10,4	11,7	3,3	3,0	3,0
Pekabex	8,2	6,0	5,7	5,0	3,7	3,2
Polimex	8,2	8,3	8,1	3,3	2,7	2,0
Unibep	23,9	5,1	4,0	5,9	3,2	2,6
Mediana	8,2	6,9	6,8	3,5	3,2	3,0
Erbud	18,4	11,6	8,5	5,5	4,7	4,0
Premia / dyskonto	124,1%	68,7%	24,7%	55,8%	47,6%	31,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	18,7	24,8	33,6	23,2	24,8	29,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	25,7			25,8		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena porównawcz [PLN/akcję]	25,7					
Udział w projektach Ondy [PLN/akcję]	16,5					
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	42,3					

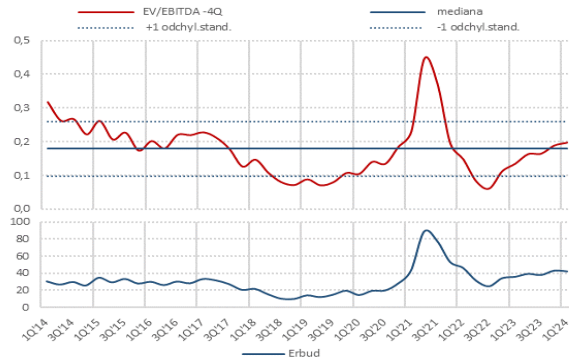
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

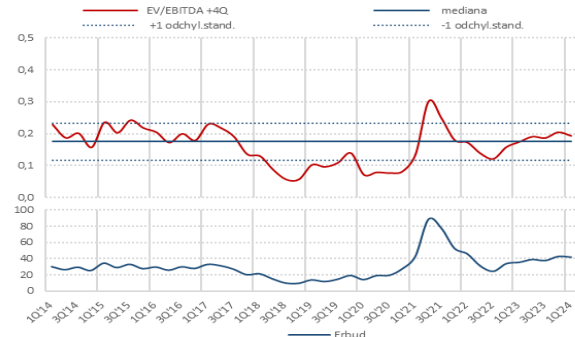
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Erbud EV/Sales (-4Q) oraz kurs 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)

Erbud EV/Sales (+4Q) oraz kurs PLN



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

PORTFEL PROJEKTÓW OZE W ONDE

Portfel projektów OZE (spółek celowych) – jako 100% wyceny (Erbud posiada 61% udziałów w Onde)

	typ	moc MW	udział	wycena [mln PLN]*	status
razem fotowoltaika		381		201,6	
PV Kadłubia 1	PV	9	100%	7,8	PnB
PV Kadłubia 2	PV	8	100%	7,0	PnB
PV Szczepanow	PV	8	100%	7,0	PnB
PV Jankowa Żagańska	PV	8	100%	5,2	war. przyłącz.
Park Słoneczny Ciechanów	PV	7	100%	4,6	war. przyłącz.
Solar Serby	PV	80	50%	34,8	PnB
FW Gumienice	PV	10	100%	8,7	PnB
Park Lewald	PV	25	100%	21,8	PnB
Solar Kazimierz Biskupi (KWE)	PV	150	50%	48,9	war. przyłącz.
Rejowiec	PV	40	100%	26,1	PnB
Jawor**	PV	12	100%	11,7	PnB
Jelenia Góra 1**	PV	7	100%	6,6	PnB
Grenfield 1	PV	14	100%	9,1	war. przyłącz.
Grenfield 2	PV	4	100%	2,3	war. przyłącz.
razem farmy wiatrowe		69		109,5	
KWE	FW	34	50%	12,3***	WZ
FW Szybowice	FW	35	50%	97,2	PnB
razem (w toku)		450		311,1	
projekt greenfield	PV	366	100%	12,0	war. zabud.
Jelenia Góra 2**	PV	4	100%	1,8	war. zabud. + PnB
razem (w toku + greenfield)		820		325,0	

Źródło: BDM S.A., spółka, *wycena udziału Onde w projekcie, *** cena nabycia z 2Q'21 (projekt ma PnB, ale nie ma war. przyłączeniowych)

**w końcówce XII'23 Onde zawarło ze swoimi podmiotami zależnymi dwa kontrakty na budowę dwóch farm fotowoltaicznych o łącznej mocy zainstalowanej 18,72 MW - SPV Czerwona Woda na 12 MW oraz Invest PV na 6,7 MW za odpowiednio 30,0 mln PLN raz 16,7 mln PLN), z wcześniejszych komunikatów wynika, że obie te spółki nabyte były w lipcu'23 za 20,8 mln PLN (transakcja uwzględniała także jeszcze jeden projekt na 4 MW, który miał uzyskać PnB i był na etapie pozyskiwania warunków przyłączeniowych), przy założeniu ceny sprzedaży porównywalnej z Cyranką wygenerowany wynik na transakcji sprzedaży tych dwóch SPV mógłby wynieść ok. 13 mln PLN, co uwzględniamy w prognozach wyników w 4Q'24 w Onde (i w Erbudzie)

Przykładowe transakcje na polskim rynku OZE w ostatnich kwartałach

	data	typ	MW	wycena [mln PLN]	mln PLN/1MW	uwagi
EDP -> Orlen	4Q'23	wiatr	142	2 231	15,7	działające farmy + opcja na 160 MW cable pooling w PV
Greenvolt -> Energa	3Q'23	hybrid	58	474	8,2	22 MW PV + hybryda (26 MW PV z 26 MW wiatr)
OX2 -> Enea	3Q'23	wiatr	20	262	13,2	w budowie do 2025
Grenvia -> KGHM	3Q'23	PV	50	210	4,2	
Onde -> Engie	2Q'23	PV	18	75	4,2	
Solarfarm - Grupa Azoty	4Q'22	PV	270	1 080	4,0	w budowie do 2024
Columbus -> Engie	4Q'22	PV	103	453	4,4	kwota transakcji będzie powiększona o zyski farm do 2026 (max ok 57 mln PLN)
Green Investm. Group -> PGE	2Q'22	wiatr	84	759	9,0	działające farmy Radzyń (36,9 MW), Ścieki (22 MW) i Józwin (25,3 MW)
EI (Wento) -> Equinor	4Q'21	PV	1 600	415	0,3	portfel projektów na różnym etapie zaawansowania

Źródło: BDM S.A., spółki

Koszty budowy [mln PLN/1MW]

	farma wiatrowa			instalacja fotowoltaiczna 1MW			
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
turbiny	4,0	4,2	4,2	moduły	1,2	1,4	-19% r/r*
przygotowanie/zakup praw do projektu	1,0	1,0	1,0	inwertery	0,2	0,3	-26% r/r*
GPZ i okablowanie	0,9	0,9	0,9	konstrukcja	0,4	0,5	
prace budowlane	0,5	0,5	0,5	montaż	0,4	0,3	
opłata przyłączeniowa	0,2	0,2	0,2	inne	0,6	0,4	
pozostałe	0,2	0,2	0,2	suma	2,7	3,0	
suma	6,8	7,0	7,1				

Źródło: BDM S.A., TPA Poland, Instytut Energetyki Odnawialnej, *notowania Bloomberg (High Efficiency PV Module European Spot, Industrial Inverters 30KW+ po przeliczeniu na PLN)

Przyjęte założenia dla wyceny projektów na poszczególnych etapach zaawansowania

	mln PLN/1MW	mln EUR/1MW
PV		
warunki zabudowy	33	8
warunki przyłączenia	653	150
pozwolenie na budowę	870	200
ready to build	979	225
ukończony	4 183	962
wiatr		
pozwolenie na budowę	5 553	1 276

Źródło: BDM S.A., szacunki własne na bazie transakcji rynkowych oraz kosztów realizacji, EUR/PLN=4,35

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Erbud - kontrakty podpisane od początku 2018 roku o wartości >50 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość [mln PLN]*	Koniec
2023				
gru 23	NP 20	GW dwóch budynków mieszkalnych wielorodzinny	68	paź 25
gru 23	Novaform Polska	Budowa zespołu budynków mieszkalnych w Poznaniu	114	kwi 26
gru 23	YIT	GW inwestycji Portowa Zabłocie w Krakowie	63	paź 25
lis 23	SPZOZ Tomaszów L.	Budowa budynku szpitalnego w Tomaszowie Lubelskim	75	maj 26
paź 23	ECF Camerimage	Budowa budynku studia nagrań w Toruniu	90	sie 25
wrz 23	Proxin Świeradów	Budowa zespołu budynków turystyki i wypoczynku	84	paź 25
wrz 23	Vantage	Realizacja etapu VIIA inwestycji pod nazwą Port Popowice	98	maj 25
cze 23	Projekt Ciszewskiego	Budowa budynku mieszkalnego w Warszawie	64	paź 24
maj 23	Universal Scientific	Budowa hali produkcyjno-magazynowej w Biskupicach Podg.	70	lut 24
mar 23	Linde	Roboty budowlane Płock	59	maj 24
mar 23	Objekt Schwäbisch Gmünd 1	Dzielnica "ECO Village" w technologii modułowej (8,1 tys m2)	77	wrz 24
lut 23	Baltic Power	Wykonanie bazy serwisowej dla morskiej farmy wiatrowej	50	b.d.
2022				
paź 22	KT	Projekt HBO Grupy Lotos – Roboty budowlane	109	cze 24
wrz 22	Pfeifer Langen	Dostawa i montaż 2 kotłowni gaz. w Cukrowni Miejska Górka	142	mar 25
sie 22	Panattoni	Hale Nadarzyn Maximus 90,9 tys mkw - list intencyjny	187	lip 23
sie 22	Okregowy ISW w Rzeszowie	Budowa kompleksu penitencjalnego w Chmielowie - część I	67	kwi 24
lut 22	Vantage	Port Popowice etap IV	58	wrz 23
2021				
gru 21	Spravia	Budynki w Krakowie przy ul Fredry - etap III/IV	95	sty 24
lis 21	Polish ET&I	Zespół trzech budynków mieszkalnych w Praga Pld	53	lip 23
wrz 21	SGH	Budowa "Centrum Przestrzeni Innowacyjnej" w Warszawie	70	wrz 23
sie 21	Vantage	Port Popowice etap III (bud D/E)	83	gru 22
lip 21	Tauron	Budowa kotłowni szczytowo-rezerwowej w EC Bielsko – Północ	60	lut 23
lip 21	Vantage	Budowa dwóch budynków - Poznań Piątkowska	73	lut 23
cze 21	DGS	Budowa budynku produkcyjnego w m. Rosówek	54	cze 22
cze 21	Wind Power	Budowa 4 elektrowni PV	57	cze 22
cze 21	AMW Kwatera	Budowa 3 bud. mieszk. i 1 bud. biur. przy ul. Gilarskiej w W-wie	92	mar 24
maj 21	R4R	Budowa budynku usługowego z funkcją mieszkalną	73	maj 23
maj 21	DGS Diagnostic	Budowa budynku produkcyjnego w Kamieńcu, gm. Kolbaskowo	60	b.d.
kwi 21	Lidl	Centrum Dystrybucyjne Lidl Oleśnica	229	b.d.
mar 21	Palena	Dom Studenta Lobos	75	wrz 22
lut 21	Archicom	Budowa budynków mieszkalnych BA2, BA3 Wrocław	68	b.d.
gru 21	Lidl	Centrum Dystrybucyjne Lidl Błonie w Piorunów 21	310	mar 23

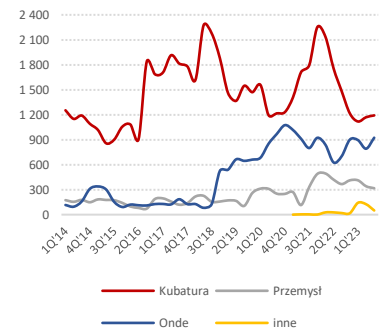
Źródło: BDM S.A., spółka, *netto w części dla spółki w przypadku konsorcjum

Onde - kontrakty podpisane od początku 2021 roku o wartości >20 mln PLN netto

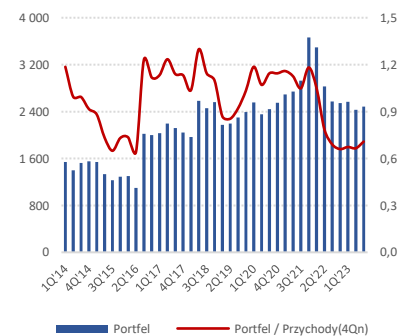
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość [mln PLN]*	Koniec
2023				
gru 23	Onde (SPV Czerwona Woda)	Budowa farmy fotowoltaicznej o łącznej mocy 12,0 MW	30	wrz 24
gru 23	Onde (Invest PV)	Budowa farmy fotowoltaicznej o łącznej mocy 6,72 MW	17	cze 24
paź 23	Eviva	Roboty budowlane - farma wiatrowa Drzeźewo I-III 88 MW	246	sty 26
paź 23	Eviva	Roboty budowlane - farma wiatrowa Drzeźewo IV 50,6 MW	111	sty 26
lip 23	Enwind	Budowa farmy wiatrowej (20 MW)	19	wrz 24
cze 23	A.R.E./Libra	Roboty budowlane przy budowie 2 projektów farm PV (20 MW)	48	maj 25
kwi 23	Lords LB AM	Roboty budowlane przy budowie 4 projektów farm PV (66 MW)	97	maj 25
lut 23	UAB Energijos žara	Budowa fundament. i układania kabli dla farmy wiatr. na Litwie	122	lip 24
sty 23	Qair	Roboty budowlane - farmy PV o mocy 122 MW w formule BoS	152	sty 24
2023				
gru 22	PAD RES Group	Roboty budowlane - 10 projektów PV (45,5 MW, BoS)	80	wrz 24
gru 22	Wind Farm Łada	Budowa farmy wiatrowej (10 turbin wiatrowych)	44	lip 24
lis 22	Altipiano	Budowa farmy wiatrowej	130	maj 24
paź 22	FEN	Budowa farmy wiatrowej (13 turbin wiatrowych)	35	sie 24
wrz 22	Woj. Zachodniop.	Przebudowa DW 152 na odcinku Świdwin – Połczyn Z. – etap 1	56	lut 24
lip 22	Great Wind	Roboty budowlane przy budowie farmy wiatrowej Człuchów	128	kwi 24
maj 22	Gmina Miasta Toruń	Zagospodarowanie Bulwaru Filadelfijskiego w Toruniu	38	cze 23
kwi 22	E-SUN	Roboty budowlane - 19 projektów PV (34,5 MW)	50	wrz 23
sty 22	Windpower Ujście	Wykonanie instalacji i urządzeń pomoc. dla farmy wiatrowej	42	gru 22
sty 22	Baltic Sea Polska II	Wykonanie robót budowlanych przy budowie farmy wiatrowej	19	maj 23
2021				
gru 21	PV Pożarowo	Budowa 4 farm PV (40 MW) w formule EPC (z dostawą moduł.)	98	mar 23
gru 21	R.Power	Budowa 63 elektrowni PV	164	gru 23
lis 21	Cyranka (sp. Onde)	Budowa 2 elektrowni PV	46	gru 22
lis 21	EE Liskowo	Budowa farmy wiatrowej	27	mar 23
paź 21	EW Rywałd	Budowa farmy wiatrowej	25	mar 23
wrz 21	Grand Solar 2 (Wind Power)	Budowa elektrowni PV	126	wrz 22
sie 21	WSB Park Wiatrowy Kępno	Budowa farmy wiatrowej	32	cze 23
lip 21	Pon-Therm	Budowa farmy wiatrowej Wólka Dobryńska	37	lis 22
cze 21	OX2	Budowa farmy wiatrowej Juniewicze	36	paź 23
cze 21	Wind Power	Budowa 4 elektrowni PV	57	cze 22
cze 21	FW Warta	Budowa farmy wiatrowej Warta	36	maj 22
maj 21	DK Farma Wiatrowa	Budowa farmy wiatrowej Dębница Kaszubska	27	kwi 22
mar 21	OX2	Budowa farmy wiatrowej Sulmierzyce	29	wrz 22
mar 21	Quadran Wind Park 7	Budowa farmy wiatrowej Rychwał	24	kwi 22
lut 21	Wind Field Wielkopolska	Budowa farmy wiatrowej Wielkopolska	40	lis 21
lut 21	Spectris Energy	Budowa elektrowni PV	25	lip 21
sty 21	Polenergia	Budowa farmy wiatrowej Kostomłoty	32	wrz 22

Źródło: BDM S.A., spółka, *netto w części dla spółki w przypadku konsorcjum

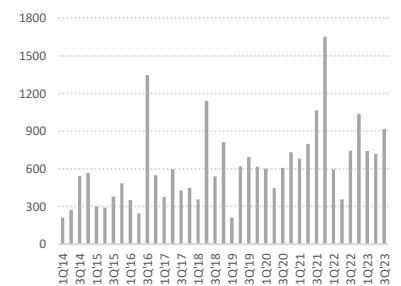
Backlog Erbudu po 3Q'23 wynosił 2,5 mld PLN (+2% q/q, -3% r/r). Spadek r/r dotyczy głównie kubatury w kraju, co jest m.in. pochodną mniejszej podaży kontraktów, ale też wzrostu konkurencji. Od końcówki ubiegłego roku można zaobserwować z kolei ożywienie w pozyskiwaniu zleceń przez Ondę (jednocześnie w ostatnich tygodniach pojawił się spór dotyczący dalszej realizacji kontraktu na Litwie). Pierwsze zlecenia pozyskano w budownictwie modułowym, jednak spółka zastopowała tu akwizycję nowych zleceń, aby poprawić produktywność. Portfel MOD21 wskazuje, że w pierwszym pełnym roku działalności spółka nie osiągnie nawet 30% zakładanego pierwotnie planu produkcji (300 mln PLN).

Erbud – portfel wg segmentów [mln PLN]


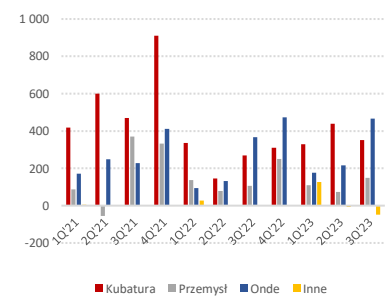
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Erbud - portfel / przychody za ostatnie 4Q


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Erbud - podpisane nowe kontrakty w danym okresie – szacunkowo* [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

Erbud - struktura nowych kontraktów w danym kwartale [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY
Erbud - wyniki za 3Q'2023

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 005,4	865,0	-14,0%	870,5	-0,6%	861,2	0,4%	2 795,5	2 447,2	-12,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	57,2	56,6	-1,2%	50,9	11,1%	---	---	167,9	177,0	5,4%
Zysk na sprzedaży	7,0	-9,5 / (+3,6)*	---	0,4	---	---	---	19,5	9,6	-50,7%
EBITDA	15,6	51,2	228,5%	40,1	27,5%	37,5	36,5%	44,4	79,3	78,7%
EBIT	8,1	41,8	416,0%	30,4	37,4%	28,5	46,8%	20,5	52,0	153,8%
Zysk brutto	6,2	97,8	1484,5%	77,9	25,6%	---	---	11,8	89,1	657,5%
Zysk netto	2,1	67,6	3173,0%	60,6	11,5%	58,1	16,4%	1,0	57,7	5452,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,7%	6,5%		5,9%		-		6,0%	7,2%	
Marża na sprzedaży	1,5%	5,9%		4,6%		4,4%		1,6%	3,2%	
Marża EBIT	0,8%	4,8%		3,5%		3,3%		0,7%	2,1%	
Marża zysku netto	0,2%	7,8%		7,0%		6,7%		0,0%	2,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *+3,6 mln PLN po skorygowaniu o koszty związane ze sprawą z Millennium ujęte w kosztach zarządu 3Q'23

- Wyniki Erbudu za 3Q'23 były pod pozytywnym wpływem wygranego wyroku sądowego w sprawie opcji przeciw Millennium.
- Wpływ wyroku przeciw Millennium na EBIT na poziomie wyniósł 38,3 mln PLN netto (51,4 mln PLN na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych minus 13,1 mln PLN ujęte w kosztach zarządu). Na saldzie finansowym zaksięgowano wpływ na dodatkowe 60,9 mln PLN. Całość zasądzonej kwoty wynosiła 112,3 mln PLN (minus koszty minus podatek).
- Wyniki oczyszczone o to zdarzenie były dość zbliżone do naszych prognoz. Oczyszczony wynik na sprzedaży wyniósł +3,6 mln PLN (spodziewaliśmy się +0,4 mln PLN). Wpłynęły na to głównie lepsze od założeń wyniki Onda (komentarz poniżej).
- Wyraźnie ujemny był EBIT w 3Q'23 w segmentach kubatury w kraju, kubatury zagranicą oraz modułach (łącznie -24 mln PLN straty). Dobry natomiast (oprócz Onda) wynik w przemyśle (przy czym w pod-segmencie krajowym dość niski portfel na okres 3Q'23).
- Dług netto po 3Q'23 na poziomie 154,9 mln PLN (bez zmiany q/q, mimo wpływu środków z Millennium).
- Portfel na poziomie 2,48 mld PLN (vs 2,43 mld PLN po 2Q'23, przy czym spółka ujęła zlecenia pozyskane przez Ondę już na początku października na 0,36 mld PLN). Portfel w kubaturze w kraju na poziomie 1,16 mld PLN (minimalnie lepiej niż po 1 i 2Q'23).
- W całym okresie 1-3Q'23 Erbud wypracował 2,45 mld PLN przychodów (-12% r/r), 52 mln PLN EBIT i 58 mln PLN zysku netto (wpływ wygranej sprawy sądowej przeciw B. Millennium na EBIT wyniósł +38 mln PLN a na saldzie finansowym dodatkowe +61 mln PLN).

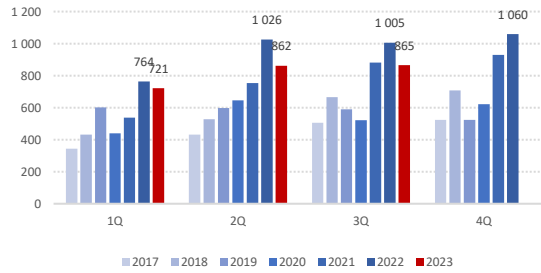
Onda - wyniki za 3Q'2023

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	294,3	338,1	14,9%	337,0	0,3%	318,5	6,1%	819,5	838,7	2,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,2	30,8	79,1%	24,5	25,7%	---	---	50,0	72,8	45,7%
Zysk na sprzedaży	4,0	17,6	339,9%	11,3	55,4%	---	---	11,9	36,7	207,6%
EBITDA	6,0	19,0	218,5%	13,6	39,6%	14,6	30,2%	16,4	41,9	155,4%
EBIT	3,9	16,7	325,7%	11,3	47,9%	12,3	35,9%	10,6	35,1	229,8%
Zysk brutto	1,4	15,8	1048,3%	8,8	79,0%	---	---	4,3	29,2	580,0%
Zysk netto	1,0	10,7	941,1%	7,1	50,4%	8,2	30,8%	2,3	23,2	930,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,8%	9,1%		7,3%		---		6,1%	8,7%	
Marża na sprzedaży	2,0%	5,6%		4,0%		4,6%		2,0%	5,0%	
Marża EBIT	1,3%	4,9%		3,4%		3,9%		1,3%	4,2%	
Marża zysku netto	0,3%	3,2%		2,1%		2,6%		0,3%	2,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

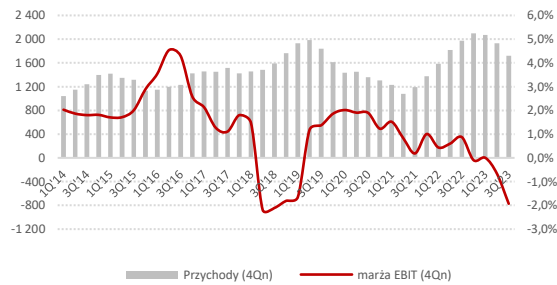
- Wyniki Onda za 3Q'23 były wyraźnie lepsze r/r. Pomogła przede wszystkim poprawa marży w segmencie OZE (brutto ze sprzedaży na poziomie 10,7% vs 6,2% rok temu, przy porównaniu do 2Q'23 zwracamy uwagę, że rozpoznano wtedy marżę na sprzedaży PV Cyranka). Spółka wskazuje na wzrost udziału kontraktów o wyższej marży (zawartych w 2H'22 oraz w 2023)
- EBIT w 3Q'23 wyniósł 17 mln PLN (vs 4 mln PLN rok temu, zakładaliśmy 11 mln PLN, konsensus 12 mln PLN). Segment OZE: 16 mln PLN EBIT, segment inżynierijny: 0 mln PLN (przy wyższych r/r przychodach).
- Wynik netto na poziomie 11 mln PLN (vs 1 mln PLN rok temu). Dług netto na poziomie 38 mln PLN.

Erbud - przychody wg kwartałów [mln PLN]



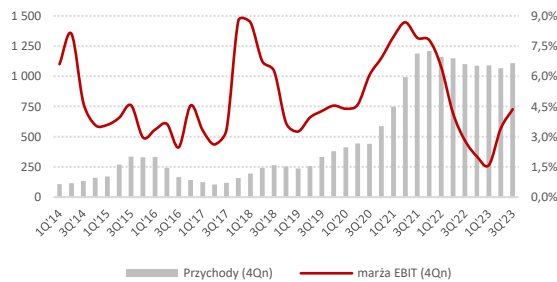
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT w segmencie kubaturowym (4Qn)



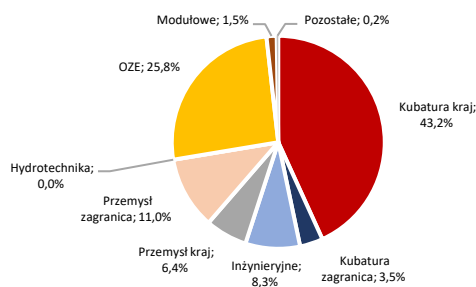
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT w Onde (4Qn)



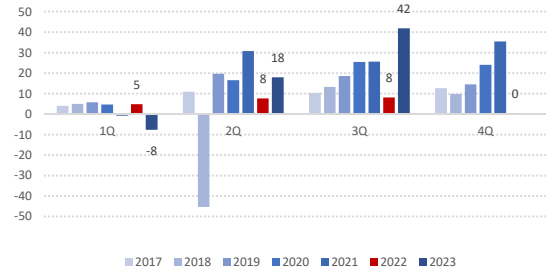
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Erbud - struktura przychodów w 1-3Q'23



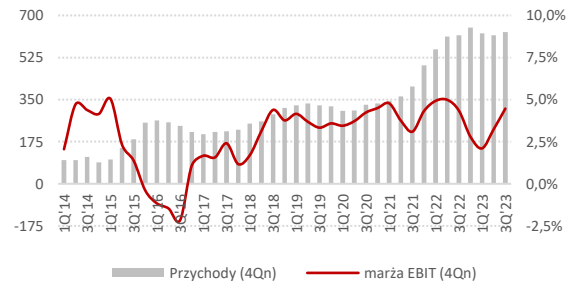
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Erbud - EBIT wg kwartałów [mln PLN]



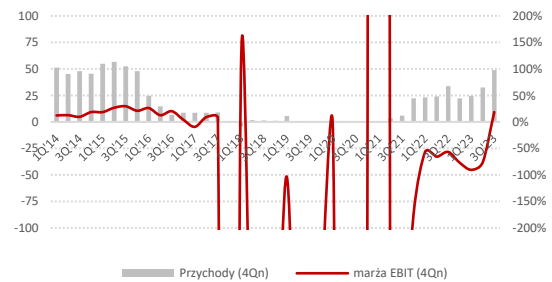
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT w segmencie serwisowym (przemysł) (4Qn)



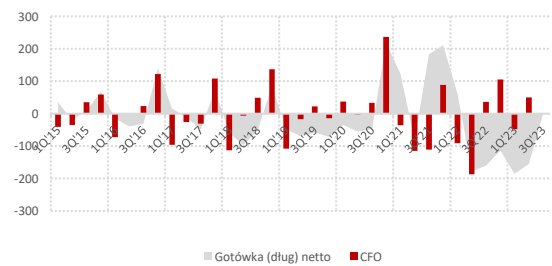
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT w pozostałych segmentach (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Erbud - gotówka (dług) netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie ostatniej konferencji wynikowej po 3Q'23 (15 listopad 2023)**Kubatura**

- w 4Q'23 należy spodziewać się straty EBIT zarówno w Polsce jak i zagranicą
- negatywny wpływ kontraktów zdobytych przed wojną zakończy się w 4Q'23 i 1Q'24
- spółka skupia się na poprawie rentowności, dodatni EBIT jest zależny od zbudowania portfela
- spółka stara się budować portfel bezpieczny, nadal jest trakcie budowy portfela na 2024
- spółka liczy na KPO, obawia się natomiast spowolnienia inwestycji samorządowych
- spółka spodziewa się poprawy r/r w 2024, ale bez istotnego EBIT
- istotniejszej poprawy spółka spodziewa się w 2025
- obecna wojna cenowa doprowadzi do kłopotów części firm za rok czy dwa, spółka zakłada, że jest po bezpiecznej stronie

Kubatura zagranicą

- MOD21 GmbH kończy osiem projektów, od 2024 będą już tylko kontrakty z budownictwa modułowego
- w 1Q'24 zostanie ostatni kontrakt na rynku niemieckim na kilka mln PLN

Perspektywy

- spółka chce koncentrować się na rentowności
- ceny materiałów się znormalizowały
- zdaniem prezesa w ciągu 2-3 lat szykuje się boom inwestycyjny w Polsce w związku ze zmianami politycznymi

Millennium

- wpływ ok 80 mln PLN po kosztach i zapłaceniu podatku

Dywidenda

- spółka musi mieć środki na pokrywanie strat w MOD21
- spółka może rozważyć jakąś dywidendę w marcu'24, ale potrzebuje poduszki finansowej na trudne otoczenie rynkowe

Budownictwo modułowe

- w 4Q'23 będzie nadal strata EBIT
- spółka jest nadal w trakcie nauki
- problemem nie jest słaby rynek, ale spółka musi nauczyć się pracować w odpowiednim tempie
- zdaniem spółki obecnie jakość produktu jest wysoka, także terminowość jest dotrzymywana
- 2024 będzie też trudny, ale lepszy niż 2023
- 50-60 mln EUR powinno dać break-even na EBIT
- w 2024 „może” będzie break-even, ale trudno powiedzieć
- w 2023 spółka chce pozyskać jeszcze 100 mln PLN nowych zleceń
- przy cenach sprzedaży 2,5 tys EUR/mkw, jakie obecnie jest w stanie spółka uzyskać, jest w stanie zarabiać

Onde

- S3 zostało oddane do użytku
- na rynku drogowym spółka skupia się obecnie lokalnie na rynkach koszalińskim i toruńskim
- 81 MW do rozpoczęcia w najbliższych miesiącach (Jawor i Jelenia Góra I - niebawem), spółka negocjuje finansowanie
- obecne ceny PPA 100 EUR/MW
- aktualizacja PEP2040 przesunięta, spodziewana obecnie na przełomie 2023/24
- marża w OZE: stabilizacja cen materiałów (a nawet spadki)
- cable pooling – spółka stara się określić obecnie, które projekty dają największy potencjał (więcej szczegółów przy wynikach za 2023)
- spółka nie widzi projektów, które byłyby zagrożone odpisem, raczej widzi wzrost ich wartości
- koszt budowy 1MW: 550 tys EUR (dla dużych farm, dla małych nieco więcej), w ciągu roku ceny spadły,
- spółka w 2024 będzie dążyć by wynik był tak samo dobry jak w 2023, celem jest utrzymanie marż

Onde – wypowiedzenie kontraktów na Litwie

- kontrakty dotyczą realizacji budowy 14 fundamentów i infrastruktury elektroenergetycznej
- dotychczas zrealizowane prace dotyczące 10 fundamentów i proporcjonalnie infrastruktury
- do realizacji pozostało 40 mln PLN
- do dziś nie ma PnB pozostałych 4 fundamentów
- zdaniem prezesa brakuje dobrej woli inwestora i kierował on swoje działania w kierunku, by umowę wypowiedzieć z winy wykonawcy
- rynek litewski jest hermetycznych, spółka spodziewała się mało entuzjastycznego przyjęcia
- spółka nie ma sobie nic do zarzucenia
- rozważane są różne scenariusze: od rozmów z inwestorem do podjęcia kroków prawnych
- płatności za materiały zostały zrealizowane
- do tej pory gotówki wpłynęło z kontraktu ok 50 mln PLN, fakturowanie jest nieco wyższe oraz są roboty w toku (ok 20 mln PLN nie wpłynęło)
- spółka będzie dążyć, żeby nie było negatywnego wpływu finansowego, będzie dążyć w pierwszej kolejności do polubownego rozwiązania
- spółka nadal aktywnie ofertuje na rynku litewskim
- rynki zagranicznej były traktowane jako pomysł na lukę inwestycyjną w Polsce w FW, która może jeszcze potrwać ponad rok
- spółka liczy na bardziej sprzyjające otoczenie dla OZE w Polsce po wyborach

INSTAL KRAKÓW

RAPORT ANALITYCZNY

Głównym generatorem wartości spółki jest segment deweloperski. Obszar budowlany nie jest w stanie od lat przynosić powtarzalnych zysków, natomiast Frapol osiąga pewien stały poziom wyniku, przeplatany wpadkami. Obecnie spółka realizuje kolejne etapy projektu deweloperskiego Mierzeja Wiśłana (etap II został ukończony w 4Q'23, III i IV są w budowie) oraz rozpoczęła pierwszy projekt poza Krakowem (Zabrze). Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych spółki po 3Q'23 określona była na 165 mln PLN. Wśród nich na uwagę zasługują grunty w rejonie ul. Golikówka, gdzie na 2024 planowane jest wprowadzenie do sprzedaży pierwszych lokali. Spółka oferuje naszym zdaniem nadal ciekawą ekspozycję na krakowski rynek mieszkaniowy, który zmaga się ze strukturalnym niedoborem mieszkań i brakiem atrakcyjnych gruntów przeznaczonych pod zabudowę. Uważamy, że Instal Kraków pozostaje niedowartościowany względem rynkowej wartości posiadanych aktywów. Wznawiamy wydawanie rekomendacji od zalecenia Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 50,0 PLN

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 288 mln PLN przychodów (+13% r/r) oraz 12,8 mln PLN zysku netto (+32% r/r). W samym 3Q'23 Instal miał 104 mln PLN przychodów oraz 5,9 mln PLN zysku netto. EBIT opierał się głównie na segmencie deweloperskim (przekazania z ukończonych wcześniej etapów os. Podgaje), segment budowlany odnotował niewielką stratę (po bardzo słabym 2Q'23, w którym dokonano rewizji budżetów). Spółka miał 5 mln PLN gotówki netto.

Portfel

Ostatnie duże zlecenia w obszarze budowlanym spółka pozyskała w 2021 roku (dla PGE i PGNiG Termiki) – termin ich finalizacji przypada na 2H'23. Spółka realizuje szereg zleceń poniżej progu raportowania. Szacujemy, że portfel na 2024 będzie istotnie mniejszy r/r.

Deweloperka

Spółka posiada zbudowany na przestrzeni lat bank ziemi (aktywnie poszukuje kolejnych gruntów, m.in. w Katowicach). Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych po 3Q'23 to 165 mln PLN. Krakowskie, wieloetapowe projekty deweloperskie w ostatnich latach prowadzone są we wschodniej części dzielnicy Podgórze. W ostatnich latach sprzedaż wynosiła po ok. 200-400 mieszkań rocznie (w 1-3Q'23 były to 354 lokale). W 4Q'23 zakończyła się budowa II etapu Mierzei (276 lokali). Na lata 2024-25 przewidziano oddanie etapu III i IV (łącznie ok. 400 lokali) oraz projektu w Zabrze (100 lokali). Na 2024 rok zapowiedziano uruchomienie projektu w rejonie ul. Golikówka. W 2020 roku grunty spółki w tej okolicy zostały pokryte planem zagospodarowania przestrzennego umożliwiającym zabudowę mieszkaniową. Według informacji prasowych spółka dysponuje tam gruntami pozwalającymi wybudować wieloetapowe osiedle mieszkań i domów.

Pozycjonowanie segmentowe

Centrum generowania wyników od lat jest segment deweloperski. W segmencie budowlanym spółka specjalizuje się głównie w obszarze mniejszych kontraktów energetyczno-ciepłowniczych (modernizacje) oraz w oczyszczalniach ścieków. W segmencie produkcji lekkiej działa Frapol (klimatyzacja/wentylacja). Obszar rynków zagranicznych to przede wszystkim usługi podwykonawcze w Niemczech.

Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy, że wyniki 4Q'23 będą wsparte przez rozpoczęcie przekazania mieszkań w II etapie Mierzei Wiślanej. W kolejnych latach nasze prognozy wyników są głównie pochodną wartości kreowanej przez segment deweloperski (w latach 2024-25 przekazania mieszkań w projektach Mierzeja III/IV. Zabrze, a w dalszych okresach w projekcie Golikówka). Spółka przy naszych prognozach handlowan: jest na P/E=8,1x i 8,3x dla lat 2023-24 i 6,5x na 2025 rok. P/BV'23=0,9x.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	411,4	380,5	397,6	475,5	437,3	474,9
EBITDA [mln PLN]	37,3	43,1	42,2	53,6	52,6	64,5
EBIT [mln PLN]	31,0	36,8	36,2	47,9	47,1	59,0
Zysk netto [mln PLN]	23,2	26,9	29,0	38,3	37,5	48,2
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-68,2	-60,5	-7,1	-21,1	-35,8	-69,8
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
P/E	13,4	11,6	10,7	8,1	8,3	6,5
EV/EBITDA	8,3	7,2	7,4	5,8	5,9	4,8
EV/EBIT	10,0	8,5	8,6	6,5	6,6	5,3
DPS [PLN/akcje]	2,0	2,0	2,0	1,5	2,5	2,5

Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 50,0 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	49,4
Wycena porównawcza [PLN]	52,1
Wycena końcowa [PLN]	50,0
Potencjał do wzrostu / spadku	17,0%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	42,7
Kapitalizacja [mln PLN]	311,1
Ilość akcji [mln. szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	49,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	35,6
Stopa zwrotu za 3 mc	16,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	12,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	35,0%
Struktura akcjonariatu (wg liczby głosów)	
Juszczak Piotr	30,1%
Juroszek Holding	18,6%
TFI Esaliens	10,0%
Porozumienie Akcjonariuszy Instal Kraków	5,2%
OFE Bankowy	3,4%
Pozostali	32,8%
<i>stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend</i>	

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	49,4
Wycena metodą porównawczą	20%	52,1
Wycena 1 akcji [PLN]		50,0

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	437,3	474,9	481,5	486,5	491,5	496,6	501,8	507,0	512,3	517,7
EBIT [mln PLN]*	47,1	59,0	60,8	61,1	61,3	61,5	61,7	62,9	64,1	65,4
Stopa podatkowa	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,1	12,7	13,1	13,1	13,2	13,2	13,3	13,5	13,8	14,0
NOPLAT [mln PLN]	37,0	46,3	47,7	48,0	48,1	48,3	48,5	49,4	50,4	51,3
Amortyzacja [mln PLN]	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
CAPEX [mln PLN]	-5,2	-5,6	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11,5	1,4	-1,4	-1,7	-1,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6
FCF [mln PLN]	25,9	47,7	46,4	46,3	46,5	47,8	47,9	48,9	49,8	50,8
DFCF [mln PLN]	22,9	37,4	32,2	28,4	25,2	22,9	20,3	18,2	16,4	14,8
Suma DCF [mln PLN]	238,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	383,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	111,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	350,1									
Dług netto 2023P [mln PLN]	-21,1									
Udziały mniejszości [mln PLN]	11,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	360,0									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	49,4									
Przychody zmiana r/r	-8,0%	8,6%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-1,7%	25,3%	3,1%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	7,3%	84,3%	-2,7%	-0,2%	0,4%	2,8%	0,3%	2,0%	1,9%	1,9%
Marża EBITDA	12,0%	13,6%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,5%	13,6%	13,7%
Marża EBIT	10,8%	12,4%	12,6%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,4%	12,5%	12,6%
Marża NOPLAT	8,5%	9,8%	9,9%	9,9%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	9,9%
CAPEX / Przychody	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	93,4%	101,4%	99,0%	100,3%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	2,6%	-0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-30,0%	-3,8%	21,2%	33,6%	33,6%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	95,2%	96,5%	97,6%	98,4%	99,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Udział kapitału obcego	4,8%	3,5%	2,4%	1,6%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,9%	13,0%	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

beta	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	Beta		
	-1,00%	0,00%	1,00%		-1,00%	0,00%	1,00%		0,9	1,0	1,1
	0,8	0,9	1,0		1,1	1,2	6,0%		7,0%	8,0%	9,0%
	54,7	56,4	58,5		56,6	58,5	60,9		61,9	58,5	55,5
	51,2	52,7	54,4		52,1	53,6	55,4		57,0	53,6	50,6
	48,2	49,4	50,8		48,2	49,4	50,8		52,7	49,4	46,5
	45,5	46,5	47,7		44,9	45,8	47,0		49,0	45,8	43,0
	43,1	43,9	44,9		41,9	42,7	43,6		45,8	42,7	40,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółkę wyceniliśmy także metodą porównawczą w powiązaniu z metodą sumy części (SOTP). W ten sposób oszacowaliśmy wartość segmentu deweloperskiego na 337 mln PLN (wg mediany P/BV deweloperów mieszkaniowych z ekspozycją na rynek krakowski notowanych na GPW), 78,9% udziałów we Frapolu na 38 mln PLN (przyjeliśmy wskaźnik P/BV=1,0x ze względu na brak obecnie porównywalnych spółek notowanych na GPW). Wartość rezydualną działalności budowlanej w Polsce i w Niemczech przyjęliśmy na poziomie 0 mln PLN (zwracamy uwagę, że w pozytywnym scenariuszu wartość powinna być wyższa, np. ze względu na możliwy do odzyskania kapitał obrotowy). Gotówka netto (wraz z lokatami) po 3Q'23 wynosiła 5 mln PLN. **Tak skonstruowana wycena porównawcza wskazuje na wartość spółki na poziomie 379,9 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 52,1 PLN.**

Wycena porównawcza oraz SOTP – podsumowanie

	mln PLN	PLN /akcję
Wartość segmentu deweloperskiego	336,8	46,2
Frapol (78,9% udziałów)**	38,0	5,2
Wartość segmentu budowlanego w Polsce/Niemczech***	0,0	0,0
Gotówka (dług) netto po 3Q'23	5,1	0,7
SUMA	379,9	52,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *aktywa skorygowane o zaliczki deweloperskie oraz inne zobowiązania

Wycena segmentu deweloperskiego i Frapolu

	P/BV	kurs	MC	BV
Archicom	1,75	26,9	1 574	899
Atal	1,58	56,8	2 455	1 554
Develia	1,46	4,5	2 014	1 383
Dom Developm.	2,66	144,0	3 701	1 390
Lokum	1,01	25,0	450	444
Murapol	2,84	36,8	1 501	529
Mediana	1,67			
			[mln PLN]	PLN /akcję
Wartość bilansowa aktywów netto deweloperki*			202,2	27,8
Wartość deweloperki implikowana przez P/BV			336,8	46,2
			[mln PLN]	PLN /akcję
Wartość księgową (BV'22) Frapolu**			48,1	6,6
Wartość 78,89% udziałów Frapolu			38,0	5,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wg stanu na 3Q'23 (aktywa netto segmentu deweloperskiego i segmentu najmu)

** ze względu na brak porównywalnych spółek obecnie na GPW przyjęliśmy wycenę na poziomie P/BV=1,0 (średnia dla WIG to obecnie 1,2x wg danych Bloomberga)

Wyniki Frapolu za ostatnie lata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody	139,6	165,7	144,1	123,7	130,8	153,4
Zysk brutto ze sprzedaży	6,7	24,4	27,5	20,0	23,1	33,2
EBITDA	-1,1	9,2	9,4	8,0	9,7	14,5
EBIT	-7,7	6,5	6,7	4,1	5,2	9,8
Zysk (strata) netto	-6,8	4,3	4,8	3,1	3,3	8,8
Dług netto	10,5	11,3	9,2	7,1	20,6	15,2
Marża zysku brutto ze sprzedaży	4,8%	14,7%	19,1%	16,2%	17,7%	21,6%
Marża EBITDA	-0,8%	5,5%	6,5%	6,5%	7,4%	9,4%
Marża EBIT	-5,5%	3,9%	4,6%	3,3%	3,9%	6,4%
Marża zysku netto	-4,9%	2,6%	3,3%	2,5%	2,5%	5,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

w sprawozdaniu skonsolidowanym Instau wyniki Frapolu ujęte są w trzech segmentach: produkcja lekka + zagranica + budowlano-montażowy (w dwóch ostatnich łącznie z działalnością budowlaną jednostki dominującej).

PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Raportowane kontrakty budowlane podpisane przez Instal Kraków od 2017 roku

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość [mln PLN]	koniec
2021				
gru 21	PGE	Projekt i budowa instalacji kotłów wodnych gazowo-olejowych w EC Lublin Wrotków	78	wrz 23
sie 21	PGNiG Termika	Budowa infrastruktury olejowej (IOL) dla zakładu w Ciepłowni Kawęczyn	75	paź 23
2020				
gru 20	Wod-Kan	Modernizacja Oczyszczalni Ścieków wraz z częścią osadową w Mokrej Prawej – Etap III	44	gru 22
lis 20	Wodnik	Jelenia Góra - Modernizacja Miejskiej Oczyszczalni Ścieków – etap III, część I	39	lis 22
sty 20	Gmina Brzeszcze	Przebudowa i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Brzeszczach	31	cze 21
sty 20	Wodociąg w Radomiu	Optymalizacja gospodarki osadowej wraz z modernizacją oczyszczalni ścieków	40	sty 22
2019				
wrz 19	Gmina Lubliniec	Modernizacja i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Lublińcu	49	gru 21
sty 19	Wod-Kan	Budowa instalacji stabilizacji osadów ściekowych na Oczyszczalni Ścieków w Bełchatowie	23	sty 21
2018				
lip 18	Tauron	Odtworzenie stacji przygotowania wody zdemineralizowanej SDW w Elektrowni Łągisza	40	sty 20
sty 18	KIW-K	Modernizacji stacji odwadniania oraz drogi (Oczyszczalni Ścieków Panewniki w Katowicach)	3	gru 19
sty 18	ZIM Mikołów	Modernizacji układu napowietrzania reaktora biologicznego (Oczyszczalni Ścieków Centrum)	4	cze 18
2017				
lis 17	E003B7 (Rafako)	Instalacja wentylacji, klimatyzacji, oddymiania, ogrzewania i AKPIA w El. Jaworzno III	48	lis 19
lis 17	MPWiK Kraków	Rozbudowy i przebudowa oczyszczalni ścieków Kostrze	4	kwi 18
paź 17	MPWiK Kraków	Wykonanie piaskownika na terenie Zakładu Oczyszczania Ścieków Płaszów w Krakowie	10	gru 19
paź 17	KIW-K	Modernizacja osadników wtórnych w Oczyszczalni Ścieków Panewniki w Katowicach.	6	wrz 19
wrz 17	GPW Katowice	Przebudowy pompowni II* w Zakładzie Uzdatniania Wody Goczałkowice	6	lip 18
lip 17	MPWiK Kraków	Modernizacja systemu dezynfekcji wody pitnej w Zespole Zbiorników Siercza w Sierczy	4	gru 18
maj 17	Tauron	Projekt i budowa instalacji sprężonego powietrza w ramach projektu Jaworzno III	19	lis 19
maj 17	Power-Wafapomp	Wykonanie Stacji Prób Pomp w Centrum B&R w Zabrze	18	sie 18
kwi 17	Tauron	Projekt i budowa stacji uzdatniania wody oraz oczyszczalni ścieków - Jaworzno III	43	lis 19
mar 17	Sko-Eko	Wykonanie rozbudowy i przebudowy oczyszczalni ścieków w Skoczowie	10	lis 18

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ostatnie duże zlecenia w obszarze budowlanym spółka pozyskała w 2021 roku (dla PGE i PGNiG Termiki) – termin ich finalizacji przypada na 2H'23. Spółka realizuje szereg zleceń poniżej progu raportowania (łącznie na koniec 3Q'23 było 13 umów). Szacujemy, że portfel na 2024 będzie istotnie mniejszy r/r, jeżeli spółka nie pozyska nowych kontraktów na przełomie roku. W 2Q'23 spółka zrewidowała w dół budżety na części kontraktów. Toczone są rozmowy o waloryzacjach (zakładamy, że szczególnie może chodzić o największe kontrakty pozyskane w 2021, a więc przed wybuchem wojny w Ukrainie).

Kontrakty o charakterze montażowym realizowane są także w zależnym Frapolu. Umowa na dostawę i montaż central wentylacyjnych dla obiektu Chochołowskie Termy obciążała wyniki 3Q'23.

SEGMENT DEWELOPERSKI

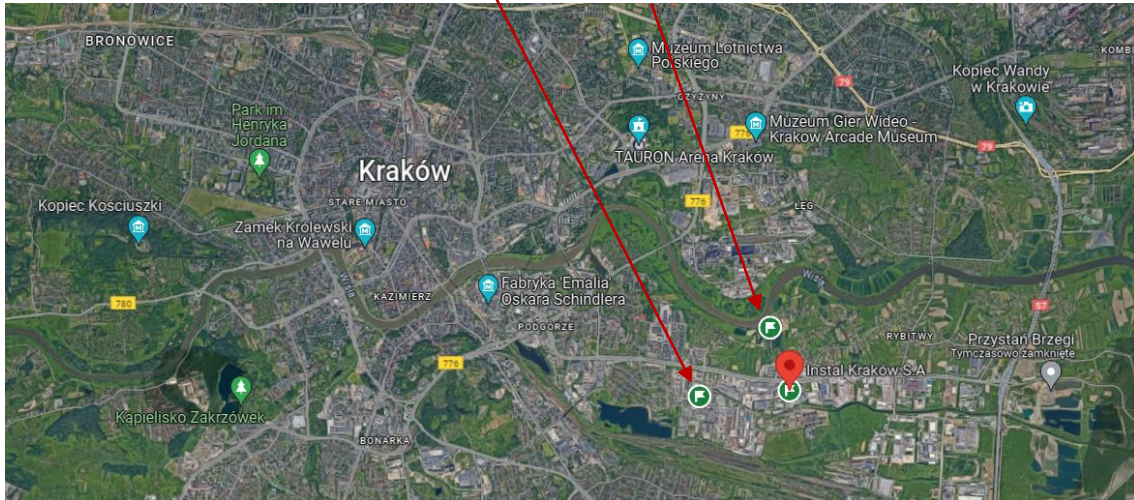
Projekty deweloperskie spółki – podpisane umowy z GW od 2016 roku

Data	Wykonawca	Projekt	Wartość [mln PLN]	Termin zakończenia	liczba lokali
lis 23	Chemobudowa	Mierzeja Wiślana - etap IV (bud. D1, D2)	64	cze 25	b.d.*
lut 23	Krakbau	Mierzeja Wiślana - etap III (bud. E1, E2)	66	sie 24	207
lut 23	Mikoś-Budownictwo	Zabrze Koźlika	29	wrz 24	100
maj 21	Chemobudowa	Mierzeja Wiślana - etap II (bud. B1, B2 = 21 i 21A oraz C1, C2)	80	paź 23	276
maj 21	Chemobudowa	Mierzeja Wiślana - etap I (bud. A1, A2)	31	paź 22	138
gru 20	Krakbau	Osiedle Podgaje - II etap (5B, 6B, 28B, 32B + usługi 26D i 27E)	25	maj 22	b.d.
cze 20	Krakbau	Osiedle Podgaje - etap VI (1A, 2A)	18	wrz 21	b.d.
sie 19	Krakbau	ul. Domagały - 22A, 23B, 24B, 25B	23	gru 20	b.d.
lut 19	Krakbau	ul. Domagały - 17A, 18B, 19C, 20C, 21C	36	sie 20	b.d.
lut 18	Krakbau	ul. Domagały - etap II (11A, 12B, 13B, 14B, 15B, 16A)	33	sie 19	b.d.
lis 17	Łęgrzem	ul. Domagały - etap I	33	lut 19	b.d.
lis 17	Chemobudowa	Nowy Przewóz - etap IV i V	43	maj 19	b.d.
maj 17	Chemobudowa	Nowy Przewóz - etap I i II (5 budynków)	28	lis 18	b.d.
lut 16	Chemobudowa	Nowy Przewóz - etap III (4 budynki)	54	sty 18	b.d.

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *budynki podobnej wielkości jak etap III

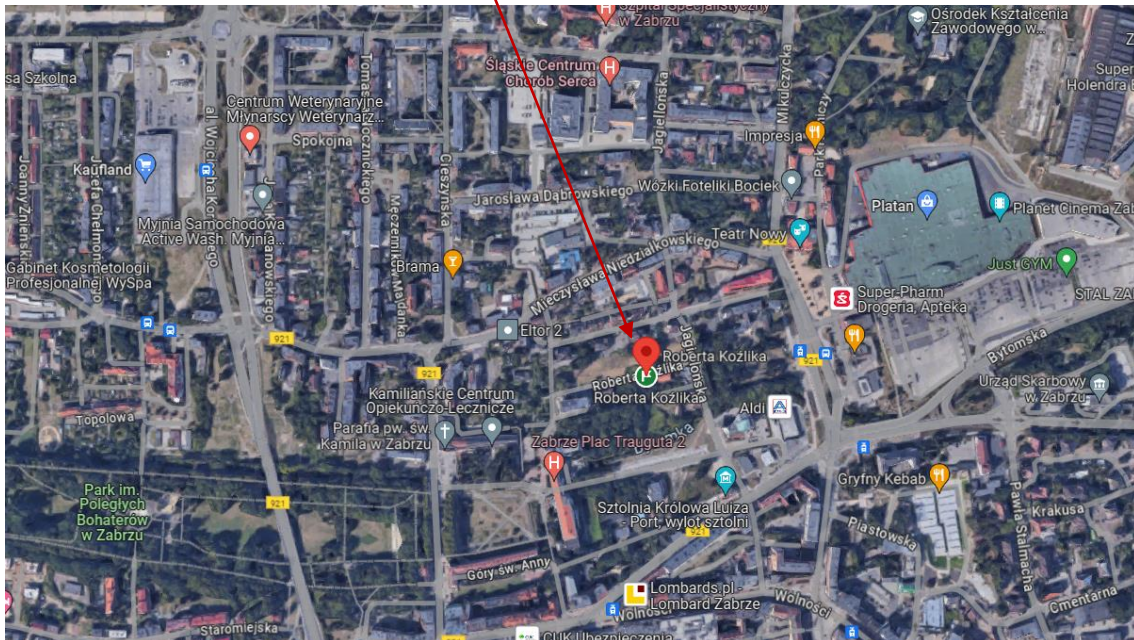
Spółka posiada zbudowany na przestrzeni wielu lat bank ziemi (aktywnie poszukuje kolejnych gruntów, m.in. w Katowicach). Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych po 3Q'23 to 165 mln PLN. Krakowskie, wieloetapowe projekty deweloperskie w ostatnich latach prowadzone są we wschodniej części dzielnicy Podgórze, gdzie spółka ma zlokalizowaną swoją siedzibę (Nowy Przewóz, Mierzeja Wiślana) lub w jej okolicy (os. Podgaje). W ostatnich latach sprzedaż wynosiła po ok. 200-400 mieszkań rocznie (w 1-3Q'23 były to 354 lokale). W 4Q'23 zakończyła się budowa II etapu Mierzei (276 lokali). Na lata 2024-25 przewidziano oddanie etapu III i IV (łącznie ok. 400 lokali) oraz projektu w Zabrze (100 lokali). Na 2024 rok zapowiedziano uruchomienie projektu w rejonie ul. Golikówka. W 2020 roku grunty spółki w tej okolicy zostały pokryte planem zagospodarowania przestrzennego umożliwiającym zabudowę mieszkaniową. Według informacji prasowych ([link](#)) spółka dysponuje tam gruntami pozwalającymi wybudować wieloetapowe osiedle mieszkań i domów (na co najmniej kilka tysięcy mieszkańców). W ostatnim zacie inwestorskim (po 3Q'23) spółka potwierdziła, że chce rozpocząć sprzedaż pierwszego etapu w ciągu najbliższego roku, a kolejne etapy mają być realizowane w kolejnych latach.

Lokalizacja inwestycji deweloperski spółki w Krakowie – Mierzeja Wiślana oraz Golikówka



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., www.google.pl/maps

Lokalizacja inwestycji deweloperski spółki w Zabrzu (ul Koźlika, Nowe Zabrze)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., www.google.pl/maps

Inwestycja Mierzeja Wiślana

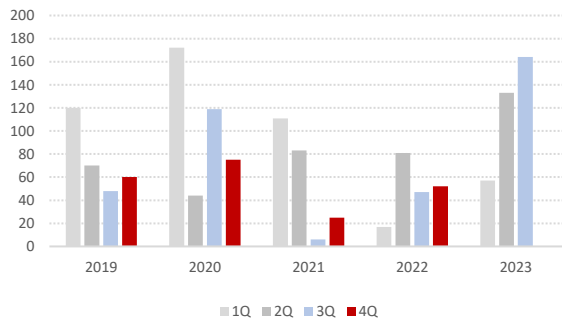
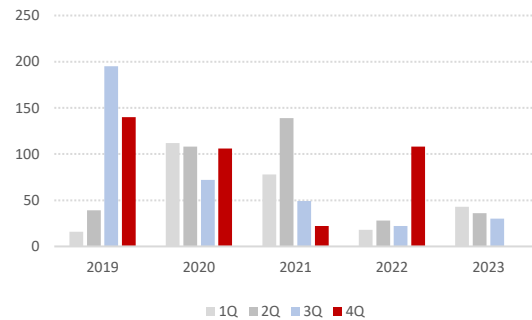


Źródło: <https://www.wiarygodnydeweloper.pl/>

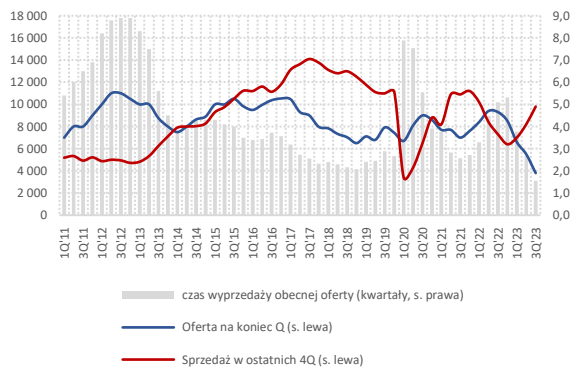
Inwestycja Nowe Zabrze



Źródło: <https://www.wiarygodnydeweloper.pl/>

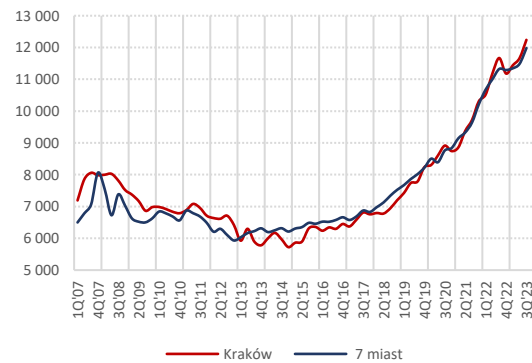
Instal Kraków: sprzedaż– umowy deweloperski/rezerwacyjne spółki [szt]

Przekazania spółki [szt]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Sytuacja na rynku deweloperskim w Krakowie


Źródło: DM BDM S.A., JLL

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ceny transakcyjne mieszkań – rynek pierwotny [PLN/mkw]


Źródło: DM BDM S.A., NBP, 7 głównych miast

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY
Wyniki za 3Q'2023

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	88,5	104,3	17,8%	97,6	6,9%	253,9	288,2	13,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	18,0	23,0	27,8%	19,9	15,5%	43,4	54,7	26,2%
Zysk na sprzedaży	4,6	8,5	85,8%	7,9	7,3%	9,2	17,3	87,8%
EBITDA	9,0	9,6	6,9%	9,3	3,7%	16,7	21,0	26,1%
EBIT	7,5	8,2	8,9%	7,9	3,9%	12,1	16,7	37,7%
Zysk brutto	8,1	7,7	-5,4%	7,9	-2,4%	13,3	17,1	27,9%
Zysk netto	6,1	5,9	-2,1%	5,8	2,5%	9,6	12,8	32,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,3%	22,0%		20,4%		17,1%	19,0%	
Marża na sprzedaży	10,2%	9,2%		9,5%		6,6%	7,3%	
Marża EBIT	8,5%	7,9%		8,1%		4,8%	5,8%	
Marża zysku netto	6,9%	5,7%		5,9%		3,8%	4,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spółka zaprezentowała najpierw jednostkowe wstępne wyniki za 3Q'23 a następnie finalne skonsolidowane.
- Raportowane finalne wyniki za 3Q'23 były 4% powyżej naszych oczekiwań na poziomie EBIT (+9% r/r, zwracamy uwagę, że 3Q'22 był wsparty przez pozostałe przychody operacyjne), Na poziomie netto były zbliżone r/r.
- Przychody wyniosły 104,3 mln PLN, EBIT 8,2 mln PLN, a zysk netto 5,9 mln PLN.
- Gotówka netto na poziomie +5 mln PLN (bardzo dobre przepływy w 3Q'23).
- W całym 1-3Q'23 spółka osiągnęła 288 mln PLN przychodów (+14% r/r) oraz 13 mln PLN zysku netto (+33% r/r).
- Do EBIT w 3Q'23 kontrybuował głównie segment deweloperski (+5,4 mln PLN). Produkcja lekka (część Frapolu) miała 2,2 mln PLN wyniku. Rynek zagraniczny i segment pozostałe miały marginalnie dodatni wpływ na wynik, natomiast lekką stratę (-1,0 mln PLN) odnotował segment budowlany.
- W 3Q'23 w wynikach segmentu deweloperskiego spółka kontynuowała przekazania z wcześniej już ukończonych projektów (Podgaje, Mierzeja I).

Podsumowanie czatu inwestorskiego po 3Q'23 (20 listopada 2023)
Deweloperka

- spółka odczuwa odłożony popyt z 2022 roku w dużym zainteresowanie obecna ofertą
- średnia cena sprzedaży w ofercie spółki wzrosła o 20% YTD i 13% od lipca'23
- spółka jest w trakcie realizacji 4 zadan inwestycyjnych w 3 lokalizacjach
- koniunktora na rynku w 2024 będzie zależna od kontynuacji BK2% i poziomu cen
- zdaniem spółki ceny w 2024 będą nadal rosnać, ale wolniej niż w 2023
- spółka poszukuje nowych gruntów w aglomeracji śląskiej, szczególnie w Katowicach
- spółka posiada bank ziemi „umożliwiający zapewnienie przychodów w kolejnych latach”
- w perspektywie roku spółka planuje wprowadzić do sprzedaży kolejny etap Mierzei Wiślanej, inwestycję w Zabrze oraz pierwszy etap w rejonie ul. Golikówka w Krakowie

Segment budowlany

- spółka jest w trakcie realizacji 13 kontraktów w segmencie budowlanym
- wzrost cen materiałów i usług spowodował konieczność rewizji budżetów, trwają rozmowy o waloryzacjach z inwestorami
- spółka w 2023 obserwuje wzrost cen materiałów, ale w wolniejszym tempie niż w 2022
- wojna w Ukrainie negatywnie wpłynęła na dostępność pracowników u podwykonawców, obecnie sytuacja się normalizuje, aczkolwiek nadal jest widoczna luka

Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	82,0	111,3	95,1	92,1	74,0	91,3	88,5	143,6	99,2	84,7	104,3	187,3	115,5	75,5	78,2	168,1
Budowlanka	24,3	25,8	30,8	31,3	23,5	33,9	27,7	42,0	35,8	28,4	41,5	33,6	25,1	25,5	27,0	26,9
Deweloperka	24,6	46,5	17,4	9,2	7,5	11,2	8,3	46,6	18,4	15,7	15,3	100,5	44,5	9,4	3,2	87,5
Rynek zagraniczny	15,4	16,0	16,0	16,5	16,1	15,7	16,5	16,0	16,8	13,4	16,3	16,0	16,8	13,4	16,3	16,0
Produkcja lekka	14,6	20,2	28,4	30,9	22,9	25,6	29,2	32,0	23,4	21,9	26,9	30,4	23,8	22,4	27,4	31,0
Produkcja ciężka	0,6	0,7	0,2	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,5	2,0	2,3	2,5	4,1	5,0	6,8	7,1	5,3	4,7	4,3	6,7	5,3	4,7	4,3	6,7
Zysk brutto ze sprzedaży	5,9	15,9	6,4	1,9	1,0	3,7	4,6	20,3	7,1	1,7	8,5	31,2	12,7	4,5	3,1	26,8
SG&A	8,6	10,1	12,6	11,2	9,8	10,9	13,4	12,3	11,3	11,6	14,5	12,3	12,0	12,0	14,5	13,4
Saldo PPO/PKO	1,0	0,1	-0,2	5,8	0,2	-0,3	3,0	3,8	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT*	6,9	15,9	6,3	7,7	1,2	3,4	7,5	24,1	6,9	1,5	8,2	31,2	12,7	4,5	3,1	26,8
Budowlanka	0,3	0,9	-0,5	0,3	-1,4	-0,6	0,8	1,0	-0,9	-4,7	-1,0	-1,7	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3
Deweloperka	6,4	13,9	4,7	6,6	2,1	2,9	3,1	15,9	5,1	4,3	5,4	30,2	12,3	2,6	0,9	24,1
Rynek zagraniczny	0,8	0,8	0,4	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	0,6	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Produkcja lekka	-0,6	0,9	1,2	0,7	0,1	0,6	2,4	3,1	1,7	0,7	2,2	1,5	0,7	1,3	1,6	1,9
Produkcja ciężka	-0,6	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,9	1,2	4,0	0,7	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6	1,0
EBITDA	8,4	17,5	8,0	9,1	2,8	4,9	9,0	25,5	8,4	3,0	9,6	32,6	14,1	6,0	4,5	28,1
Zysk (strata) brutto	6,9	15,3	6,2	7,0	1,4	3,7	8,1	25,4	7,2	2,1	7,7	33,0	12,7	4,5	3,1	28,8
Zysk (strata) netto	5,2	11,7	4,9	5,1	1,0	2,6	6,1	19,3	5,4	1,4	5,9	25,5	9,9	3,5	2,4	21,7
Przekazania mieszkań	78	139	49	22	18	28	22	108	43	36	30	192	85	18	6	175
CFO	6,6	19,3	-1,8	3,6	6,8	-32,8	23,7	-0,5	-1,5	-3,8	20,7	13,1	10,0	0,0	12,5	13,7
Dług (gotówka) netto	-72,6	-80,5	-62,1	-60,5	-62,4	-19,5	-27,8	-7,1	-4,4	1,9	-5,1	-21,1	-31,1	-31,1	-25,3	-35,8
Przychody zmiana r/r	-19,3%	15,3%	-6,6%	-17,4%	-9,7%	-17,9%	-6,9%	55,9%	33,9%	-7,3%	17,8%	30,4%	16,5%	-10,9%	-25,0%	-10,2%
Budowlanka	-26,1%	-17,8%	-20,0%	-31,7%	-3,4%	31,3%	-10,2%	34,0%	52,6%	-16,2%	49,7%	-20,0%	-30,0%	-10,0%	-35,0%	-20,0%
Deweloperka	-19,2%	54,6%	-21,8%	-68,5%	-69,6%	-75,9%	-52,1%	407,5%	145,9%	40,5%	83,8%	116,0%	141,8%	-40,2%	-79,4%	-13,0%
Rynek zagraniczny	-7,0%	22,6%	-3,7%	1,9%	4,9%	-2,0%	3,1%	-3,0%	4,1%	-14,2%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja lekka	-23,2%	1,3%	31,8%	74,9%	56,7%	26,4%	2,7%	3,4%	2,0%	-14,4%	-7,8%	-5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Produkcja ciężka	-8,8%	586,4%	-82,9%	198,8%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---
Pozostałe	18,3%	7,8%	29,9%	21,9%	62,9%	148,0%	197,3%	187,1%	29,9%	-5,3%	-36,7%	-5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marża brutto ze sprzedaży	7,2%	14,3%	6,8%	2,0%	1,3%	4,0%	5,2%	14,2%	7,2%	2,0%	8,1%	16,6%	11,0%	6,0%	3,9%	16,0%
SG&A/przychody	10,5%	9,1%	13,2%	12,1%	13,2%	12,0%	15,2%	8,6%	11,4%	13,7%	13,9%	6,5%	10,4%	16,0%	18,6%	8,0%
Marża EBIT	8,4%	14,3%	6,6%	8,3%	1,6%	3,7%	8,5%	16,8%	7,0%	1,8%	7,9%	16,6%	11,0%	6,0%	3,9%	16,0%
Budowlanka	1,2%	3,6%	-1,6%	1,0%	-5,8%	-1,8%	2,7%	2,4%	-2,4%	-16,4%	-2,5%	-5,0%	-5,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Deweloperka	25,9%	29,8%	27,2%	71,5%	27,9%	25,5%	37,7%	34,2%	27,6%	27,0%	35,2%	30,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Rynek zagraniczny	5,0%	5,0%	2,6%	-0,1%	2,0%	-2,6%	0,2%	0,6%	2,0%	-0,1%	3,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Produkcja lekka	-4,2%	4,6%	4,2%	2,3%	0,6%	2,2%	8,1%	9,7%	7,1%	3,1%	8,2%	5,0%	3,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Produkcja ciężka	-106,2%	-66,3%	13,8%	4,8%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pozostałe	27,4%	-6,5%	18,0%	1,4%	0,3%	18,8%	18,1%	56,3%	13,3%	27,4%	23,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Marża EBITDA	10,3%	15,8%	8,4%	9,9%	3,8%	5,3%	10,2%	17,8%	8,5%	3,5%	9,2%	17,4%	12,2%	7,9%	5,8%	16,7%
Marża zysku netto	6,3%	10,5%	5,1%	5,5%	1,3%	2,8%	6,9%	13,5%	5,5%	1,7%	5,7%	13,6%	8,6%	4,7%	3,0%	12,9%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognoza DM BDM, *do 1Q'23 spółka prezentowała wyniki segmentów na poziomie 'wyniku na sprzedaży', od 2Q'23 prezentowany jest EBIT – historyczne dane zostały przez nas szacunkowo skorygowane do poziomu EBIT (sposób: prezentowany także w sprawozdaniach wynik brutto został skorygowany o saldo odsetek)

- Zakładamy, że wyniki 4Q'23 będą wsparte przez rozpoczęcie przekazania mieszkań w II etapie Mierzei Wiślanej. W kolejnych latach nasze prognozy wyników są głównie pochodną wartości kreowanej przez segment deweloperski.
- Z przewidzianych inwestycji w 2H'24 oddany będzie etap III Mierzei Wiślanej (207 lokali, na 2025 przewidziany jest etap IV). Spółka prowadzi także projekt w Zabrze (pierwszy poza Krakowem, 100 lokali, finał zaplanowany na 4Q'24). W sumie w realizacji spółka ma projekty o wartości 159 mln PLN, licząc po kosztach budowy. Uważamy, że spółka będzie nadal w stanie generować ponadprzeciętne marże – pozyskiwane przez spółkę grunty mają zwykle atrakcyjny stosunek ceny zakupu do możliwej do wykreowania wartości. Zakładamy, że w kolejnych latach spółka będzie systematycznie rozpoczynać kolejne projekty na posiadanym banku ziemi (szczególnie atrakcyjnie prezentuje się możliwość developmentu grunty przy ul. Golińkowska – teren jest wieloetapowy, położony w dobrej lokalizacji w pobliżu innych dotychczasowych projektów spółki).
- Rok 2023 jest słaby pod względem podaży nowych kontraktów w obszarach, w których jest obecna segment budowlany. Spółka toczy także rozmowy o waloryzacjach, przy czym w wynikach 2Q'23 ujęto korektę w dół marż na dwóch kontraktach. W 2022 i dotychczas w 2023 roku spółka nie podpisywała znaczących umów (realizowane jest szereg mniejszych oraz dwie duże umowy z 2H'21 - prace na ciepłowniach dla PGE i PGNiG o wartości po 75-80 mln PLN, które skończą się w 2H'23), co będzie wpływać negatywnie na przychody w 2024 roku.
- W segmencie produkcji lekkiej działa Frapol. Podstawowy produkt to klimatyzacje/wentylacje, ale spółka pozycjonuje się też pod OZE i zeroemisyjność budynków). W kolejnych latach zakładamy lekko rosnące przychody i nieco niższą marżę. Spółka potencjalnie działa w ciekawym obszarze rynku, ale należy brać pod uwagę konkurencję ze strony dużych międzynarodowych graczy, którzy mają przewagę technologiczną i kapitałową.
- Obecnie nasze prognozy skonsolidowane na 2023/24/25 zakładają odpowiednio 476 / 437 / 475 mln PLN przychodów oraz 38 / 38 /48 mln PLN zysku netto. Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w tabeli w poniżej.

Prognoza wyników wg segmentów działalności [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży	486,6	441,5	411,4	380,5	397,6	475,5	437,3	474,9	481,5	486,5	491,5	496,6	501,8	507,0	512,3	517,7
Budowlanka	208,0	145,7	148,7	112,2	127,0	139,3	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4	104,4
Deweloperka	121,5	125,3	111,9	97,7	73,6	150,0	144,6	180,1	186,2	190,6	195,1	199,7	204,3	209,0	213,8	218,6
Rynek zagraniczny	66,2	64,7	62,4	63,9	64,3	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6	62,6
Produkcja lekka	72,6	91,2	78,3	94,2	109,7	102,6	104,6	106,7	107,2	107,8	108,3	108,9	109,4	110,0	110,5	111,1
Produkcja ciężka	8,6	6,3	2,4	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	9,7	8,4	7,8	9,3	23,0	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Zysk brutto ze sprzedaży	40,5	41,2	27,5	30,0	29,5	48,4	47,1	59,0	61,1	61,3	61,6	61,8	62,0	63,2	64,4	65,6
SG&A	30,2	36,1	38,2	42,4	46,5	49,7	52,0	53,7	53,8	53,9	54,0	54,1	54,2	54,3	54,4	54,5
Saldo PPO/PKO	-1,9	-7,9	3,5	6,7	6,7	-0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBIT	38,6	33,3	31,0	36,8	36,2	47,9	47,1	59,0	60,8	61,1	61,3	61,5	61,7	62,9	64,1	65,4
Budowlanka	5,5	1,7	-0,5	1,0	-0,2	-8,2	-2,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Deweloperka	30,5	32,8	39,8	31,5	24,0	44,9	39,8	49,5	50,3	50,5	50,7	50,9	51,1	52,2	53,4	54,6
Rynek zagraniczny	0,5	-5,4	-8,3	2,0	0,1	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Produkcja lekka	4,0	6,1	-0,4	2,2	6,2	6,1	5,6	5,7	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,9	5,9
Produkcja ciężka	-0,5	-0,4	-1,5	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-1,4	-1,6	2,0	1,0	6,2	4,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
EBITDA	42,4	38,2	37,3	43,1	42,2	53,6	52,6	64,5	66,4	66,6	66,9	67,1	67,3	68,5	69,7	70,9
Zysk (strata) brutto	40,3	33,1	31,3	35,3	38,8	50,1	49,0	62,6	66,5	68,5	69,8	70,4	70,6	71,9	73,2	74,5
Zysk (strata) netto	31,2	23,9	23,2	26,9	29,0	38,3	37,5	48,2	52,2	53,8	54,8	55,3	55,4	56,4	57,5	58,5
Przekazania mieszkań	b.d	390	398	288	176	301	284	364	369	374	379	384	389	394	399	404
CFO	-12,7	30,4	80,0	27,7	-2,8	28,5	36,2	53,9	51,5	51,0	51,0	52,2	52,4	53,3	54,3	55,2
Dług (gotówka) netto	-23,8	-15,4	-68,2	-60,5	-7,1	-21,1	-35,8	-69,8	-98,5	-120,1	-131,0	-131,7	-132,2	-133,5	-134,8	-136,2
Przychody zmiana r/r	19,1%	-9,3%	-6,8%	-7,5%	4,5%	19,6%	-8,0%	8,6%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%
Budowlanka	25,0%	-30,0%	2,1%	-24,5%	13,2%	9,6%	-25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Deweloperka	21,3%	3,1%	-10,7%	-12,7%	-24,7%	103,9%	-3,6%	24,5%	3,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Rynek zagraniczny	-10,2%	-2,2%	-3,5%	2,4%	0,7%	-2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produkcja lekka	33,9%	25,6%	-14,2%	20,4%	16,4%	-6,5%	2,0%	2,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Produkcja ciężka	42,2%	-27,2%	-62,1%	34,2%	-100,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pozostałe	24,1%	-13,5%	-7,2%	19,3%	147,7%	-8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marża brutto ze sprzedaży	8,3%	9,3%	6,7%	7,9%	7,4%	10,2%	10,8%	12,4%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%
SG&A/przychody	6,2%	8,2%	9,3%	11,2%	11,7%	10,5%	11,9%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%
Marża EBIT	7,9%	7,5%	7,5%	9,7%	9,1%	10,1%	10,8%	12,4%	12,6%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,4%	12,5%	12,6%
Budowlanka	2,6%	1,1%	-0,3%	0,9%	-0,2%	-5,9%	-2,0%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Deweloperka	25,1%	26,2%	35,5%	32,3%	32,6%	29,9%	27,5%	27,0%	26,5%	26,0%	25,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rynek zagraniczny	0,8%	-8,3%	-13,3%	3,1%	0,1%	1,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Produkcja lekka	5,5%	6,7%	-0,6%	2,4%	5,7%	5,9%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Produkcja ciężka	-5,3%	-6,0%	-64,6%	-30,8%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pozostałe	-14,3%	-18,9%	25,1%	10,8%	26,9%	19,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Marża EBITDA	8,7%	8,6%	9,1%	11,3%	10,6%	11,3%	12,0%	13,6%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,5%	13,6%	13,7%
Marża zysku netto	6,4%	5,4%	5,6%	7,1%	7,3%	8,1%	8,6%	10,1%	10,8%	11,1%	11,2%	11,1%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%

Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Bilans [mln PLN]	233	234	233	233	233	233	233	233	233	233	233	233
Aktywa trwałe	14	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Wartości niematerialne i prawne	14	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Rzeczowe aktywa trwałe	43	41	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Nieruchomości inwestycyjne	170	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173	173
Pozostałe aktywa trwałe												
Aktywa obrotowe	231	268	284	316	341	361	369	367	368	371	373	376
Zapasy	99	123	129	133	135	137	140	141	142	143	144	145
Należności krótkoterminowe	94	94	94	94	94	94	94	94	94	94	94	94
Inwestycje krótkoterminowe	38	52	61	89	112	129	136	132	132	133	135	136
- w tym środki pieniężne*	38	52	61	89	112	129	136	132	132	133	135	136
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	465	502	517	549	575	594	603	600	602	604	607	609
Kapitał (fundusz) własny	313	340	359	390	419	442	453	454	454	455	456	457
Kapitał mniejszości	10	11	12	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	142	151	146	146	142	139	136	133	134	136	138	139
Rezerwy na zobowiązania	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Zobowiązania długoterminowe	22	22	17	12	7	7	7	7	7	7	7	7
- w tym zobowiązania oprocentowane	15	15	10	5	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	72	83	77	81	82	78	75	70	71	72	73	73
- w tym zobowiązania oprocentowane	16	15	15	14	14	9	5	0	0	0	0	0
Inne	26	24	30	31	31	32	33	34	34	35	36	37
Pasywa razem	465	502	517	549	575	594	603	600	602	604	607	609
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	398	475	437	475	482	486	492	497	502	507	512	518
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	76	98	99	113	115	115	116	116	116	117	119	120
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	46	50	52	54	54	54	54	54	54	54	54	54
Zysk (strata) na sprzedaży	30	48	47	59	61	61	62	62	62	63	64	66
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	7	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	42	54	53	64	66	67	67	67	67	68	70	71
EBIT	36	48	47	59	61	61	61	62	62	63	64	65
Saldo działalności finansowej	3	2	2	4	6	7	9	9	9	9	9	9
Zysk (strata) brutto	39	50	49	63	67	69	70	70	71	72	73	75
Zysk (strata) netto mniejszości	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	29	38	38	48	52	54	55	55	55	56	57	59
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływ z działalności operacyjnej	-3	29	36	54	51	51	51	52	52	53	54	55
Przepływ z działalności inwestycyjnej	-12	-2	-2	-1	1	3	3	3	3	3	3	4
Przepływ z działalności finansowej	-15	-13	-25	-25	-30	-37	-48	-60	-55	-55	-56	-57
Przepływy pieniężne netto	-29	13	9	29	23	17	6	-4	0	1	1	1
Środki pieniężne na początek okresu***	47	18	32	41	70	93	110	116	112	113	114	115
Środki pieniężne na koniec okresu***	18	32	41	70	93	110	116	112	113	114	115	117
<i>***Różnica pomiędzy bilansem i CF wynika z uciecia w bilansie lokat</i>												
Wskaźniki	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	4%	20%	-8%	9%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-2%	27%	-2%	22%	3%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	8%	32%	-2%	28%	8%	3%	2%	1%	0%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	19,1%	20,6%	22,7%	23,7%	23,9%	23,7%	23,5%	23,3%	23,1%	23,2%	23,2%	23,2%
Marża EBITDA	10,6%	11,3%	12,0%	13,6%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,5%	13,6%	13,7%
Marża EBIT	9,1%	10,1%	10,8%	12,4%	12,6%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	12,4%	12,5%	12,6%
Marża netto	7,3%	8,1%	8,6%	10,1%	10,8%	11,1%	11,2%	11,1%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%
SG&A / przychody	11,7%	10,5%	11,9%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%
ROE	9,3%	11,3%	10,4%	12,4%	12,5%	12,2%	12,1%	12,2%	12,2%	12,4%	12,6%	12,8%
ROA	6,2%	7,6%	7,3%	8,8%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%	9,3%	9,5%	9,6%
Dług	31	30	25	19	14	9	5	0	0	0	0	0
D / (D+E)	9,0%	8,2%	6,5%	4,8%	3,2%	2,1%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	9,9%	9,0%	6,9%	5,0%	3,3%	2,1%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	9,9%	9,0%	6,9%	5,0%	3,3%	2,1%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-7	-21	-36	-70	-99	-120	-131	-132	-132	-133	-135	-136
Dług netto / kapitał własny	-0,02	-0,06	-0,10	-0,18	-0,24	-0,27	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29	-0,30	-0,30
Dług netto / EBITDA	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	-1,5	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9
EV	304	290	275	241	213	191	180	179	179	178	176	175
Dług / EV	10,2%	10,5%	9,1%	8,1%	6,5%	4,9%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,5%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	37,7%	41,0%	93,4%	101,4%	99,0%	100,3%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	12,0%	2,8%	2,6%	-0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	279,0%	17,2%	-30,0%	-3,8%	21,2%	33,6%	33,6%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
P/E*	10,7	8,1	8,3	6,5	6,0	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3
P/BV*	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA*	7,2	5,4	5,2	3,7	3,2	2,9	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5
EV/EBIT*	8,4	6,1	5,9	4,1	3,5	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7
EV/S*	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
DPS	2,0	1,5	2,5	2,5	3,1	4,3	5,9	7,5	7,6	7,6	7,7	7,9
Payout ratio	54,6%	37,7%	47,6%	47,6%	47,6%	60,0%	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 42,7 PLN

MIRBUD

RAPORT ANALITYCZNY

Rok 2023 przyniósł zatrzymanie ekspansji przychodowej Mirbudu, a wynik netto prawdopodobnie mógł spaść drugi rok z rzędu. W końcówce 4Q'23 spółka intensywnie podeszła do składania ofert w przetargach dla GDDKiA, uzyskując ponad 2,0 mld PLN w najniższych cenach. W przypadku pozyskania tych umów perspektywa portfela na 2025+ stanie się klarowniejsza, przy czym wycena zleceń nie jest wybitnie atrakcyjna (średnio 77% vs budżety GDDKiA, 94% vs II oferta). Spółka nie ma aż tak dużej ekspozycji na środki unijne po stronie przychodów, jak część innych podmiotów, natomiast po stronie kosztowej ewentualne ożywienie w branży odczuje jak cały rynek. Ze strony ryzyk należy brać także pod uwagę różne scenariusze dla rozliczenia należności z projektów magazynowych dla Panattoni. Spółka pozostaje jednak wyceniana relatywnie nisko. Perspektywa wynikowa na 2024 wydaje się atrakcyjna (Mirbud dość późno w obecnym cyklu zaczął pokazywać wzrost marż, dobrze może wypaść segment deweloperski). Mirbud na naszych prognozach wyceniany jest na EV/EBITDA'24=3,5x. Cenę docelową ustalamy na poziomie 9,09 PLN. Obniżamy zalecenie do Akumuluj (poprzednio Kupuj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 2,07 mld PLN przychodów (-10% r/r) oraz 56 mln PLN zysku netto (-36% r/r). W samym 3Q'23 Mirbud miał odpowiednio 872 / 28 mln PLN. Wyniki były słabsze r/r. Sama marża w samym segmencie budowlanym poprawiła się o 0,8 pp r/r i q/q i była najwyższą od ponad 2 lat. Dług netto po 3Q'23 wzrósł do 331 mln PLN. Należności przeterminowane wyniosły 214 mln PLN (pochodna kontraktów w obszarze magazynowym).

Portfel

Backlog po 3Q'23 wyniósł 4,3 mld PLN (77% drogi) vs 4,8 mld PLN po 2Q'23 oraz 5,3 mld PLN rok temu. Po dość słabej kontrakcji w poprzednich kilku kwartałach, sam 4Q'23 wygląda dość dobrze. Przy tym są to głównie małe i średnie kontrakty. Ostatni znaczący kontrakt dla GDDKiA spółka pozyskała w 3Q'22. Najbardziej liczone w tym czasie na odcinek S19, ale oferta została odrzucona w 4Q'23 (spółka się odwołała). W końcówce 2023 spółka mocno się uaktywniła i złożyła najniższe cenowo oferty na cztery odcinki dróg ekspresowych za w sumie 2,0 mld PLN netto. W obszarze obiektów przemysłowych po okresie covid spółka mocno oparła się na kontraktach dla Panattoni, z których część pozostaje nierozliczona. W segmencie deweloperskim spółka ukończyła w 2H'23 projekty w Żyrardowie, Zakopanem i Bydgoszczy (łącznie 539 lokali, część do przekazania w 2024). Na 2024 rok planowane jest uzyskanie pozwoleń na użytkowanie w projektach na kolejne 555 mieszkań (po 3Q'23 207 z nich było sprzedane). Na 2025 obecnie spółka ma tylko jeden projekt w realizacji (164 apartamenty), uruchomienie dwóch kolejnych jest dopiero planowane (łącznie 337 lokali)

Pozycjonowanie segmentowe

W ostatnich latach ekspansja spółki oparta była na rozwoju w obszarze drogowym. Pozostałe obszary to głównie budynki użyteczności publicznej oraz budynki przemysłowe. Ekspozycja spółki na finansowanie kontraktów budowlanych ze środków publicznych jest relatywnie wysoka, jednocześnie są to bardziej środki krajowe niż unijne. Spółka jest mocno ekspozycja na koszty podwykonawców czy materiałów i bardziej sprzyja jej otoczenie stabilizacji rynku niż wchodzenie w kolejne ekstrema. Spółka szuka obecnie pomysłu na wejście w sektor kolejowy (posiada mniejszościowy udział w Torpolu, równolegle możliwa jest akwizycja mniejszego podmiotu).

Prognozy wyników, wskaźniki

W 2023 roku zakładamy 3,08 mld PLN przychodów oraz 108 mln PLN zysku netto (-9% r/r). W latach 2024-25 spodziewamy się przychodów w okolicy 3,0-3,1 mld PLN. Zakładamy 132 mln PLN zysku netto w 2024 roku i 111 mln PLN w 2025. Estymujemy w tym okresie ok. 7% marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym, wahania wyniku są pochodną głównie segmentu deweloperskiego (spółka ma relatywnie dużo projektów, które powinny wejść do wynik 2024 roku, natomiast pipeline na 2025 jest obecnie niski). Spółka wyceniana jest na EV/EBITDA'24 i '25 na poziomie odpowiednio 3,5x i 3,9x.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1 242,9	2 505,6	3 319,3	3 081,6	3 071,7	3 006,8
EBITDA [mln PLN]	98,4	187,9	194,4	197,8	220,2	189,8
EBIT [mln PLN]	84,4	174,5	178,4	179,6	201,7	171,1
Zysk netto [mln PLN]	58,2	128,0	119,2	108,3	132,0	110,5
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	83,8	-10,7	-59,2	42,9	3,2	-26,0
P/BV	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
P/E	13,1	5,9	6,4	7,0	5,8	6,9
EV/EBITDA	8,6	4,0	3,6	4,1	3,5	3,9
EV/EBIT	10,0	4,3	3,9	4,5	3,8	4,3
DPS [PLN/akcję]	0,02	0,08	0,20	0,26	0,26	0,38

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 9,09 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	8,85
Wycena porównawcza [PLN]	10,05
Wycena końcowa [PLN]	9,09
Potencjał do wzrostu / spadku	9,6%
Koszt kapitału	14,9%
Cena rynkowa [PLN]	8,30
Kapitalizacja [mln PLN]	761,5
Ilość akcji [mln. szt.]	91,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,44
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,31
Stopa zwrotu za 3 mc	20,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	14,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	18,4%
Struktura akcjonariatu:	
Mirgos Jerzy	45,3%
OFE NN	10,1%
Pozostali	44,7%

stopy 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



WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	13,1	5,9	6,4	7,0	5,8	6,9	6,8
P/BV	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,6	4,0	3,6	4,1	3,5	3,9	3,6
EV/EBIT	10,0	4,3	3,9	4,5	3,8	4,3	4,0
EV/S	0,7	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
BVPS	5,0	6,3	7,4	8,4	9,5	10,4	11,1
EPS	0,6	1,4	1,3	1,2	1,4	1,2	1,2
DPS (w danym roku)	0,02	0,08	0,20	0,26	0,26	0,38	0,43
Payout ratio	7%	13%	14%	20%	22%	26%	35%

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 243	2 506	3 319	3 082	3 072	3 007	3 158
budowlanka	1 153	2 344	3 266	2 916	2 825	2 825	2 966
deweloperka	115	146	132	178	262	195	205
najem	33	42	54	61	64	65	66
inne	15	72	45	71	71	71	74
wylaczenia	-73	-99	-177	-144	-150	-150	-154
Zysk brutto ze sprzedaży	137	232	270	279	303	275	277
budowlanka	88	174	197	203	200	195	196
deweloperka	28	34	38	50	72	49	49
najem	6	23	34	37	38	39	39
inne	1	3	2	-3	0	0	0
wylaczenia	15	-2	0	-7	-8	-8	-8
SG&A	59	66	73	94	101	104	109
PPO/PKO	6	8	-19	-6	0	0	0
EBITDA	98	188	194	198	220	190	186
EBIT	84	174	178	180	202	171	167
Zysk brutto	70	156	151	135	165	138	139
Zysk netto	58	128	119	108	132	111	111
Dług netto	84	-11	-59	43	3	-26	-88

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	31%	102%	32%	-7%	0%	-2%	5%
EBITDA zmiana r/r	54%	91%	3%	2%	11%	-14%	-2%
Zysk netto zmiana r/r	107%	120%	-7%	-9%	22%	-16%	1%
Marża brutto na sprzedaży	11,0%	9,2%	8,1%	9,1%	9,9%	9,1%	8,8%
Marża EBITDA	7,9%	7,5%	5,9%	6,4%	7,2%	6,3%	5,9%
Marża netto	4,7%	5,1%	3,6%	3,5%	4,3%	3,7%	3,5%
ROE	12,6%	22,0%	17,5%	14,1%	15,1%	11,6%	10,9%
ROA	3,8%	6,3%	5,3%	5,0%	5,9%	4,9%	4,7%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	678	715	730	745	739	733	727
WNIp	6	6	5	6	7	8	8
Rzeczowe aktywa trwałe	217	153	170	172	171	170	170
Pozostałe aktywa trwałe	455	556	554	567	561	555	549
Aktywa obrotowe	861	1 326	1 518	1 429	1 505	1 530	1 620
Zapasy	283	316	393	443	448	494	525
Należności krótkoterminowe	288	498	575	620	687	673	706
Środki pieniężne	289	468	508	324	328	321	347
Pozostałe aktywa obrotowe	2	44	42	42	42	42	42
Aktywa razem	1 539	2 041	2 248	2 175	2 244	2 263	2 347
Kapitał własny	462	582	682	766	875	950	1 023
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	1 078	1 458	1 566	1 408	1 369	1 312	1 325
Rezerwy na zobowiązania	36	34	47	47	47	47	47
Oprocentowane zobowiązania	373	457	448	367	331	295	259
Zobowiązania pozostałe	669	967	1 071	994	991	970	1 019
Pasywa razem	1 539	2 041	2 248	2 175	2 244	2 263	2 347
Dług netto	84	-11	-59	43	3	-26	-88
Dług netto / Kapitał własny	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	0,9	-0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,5

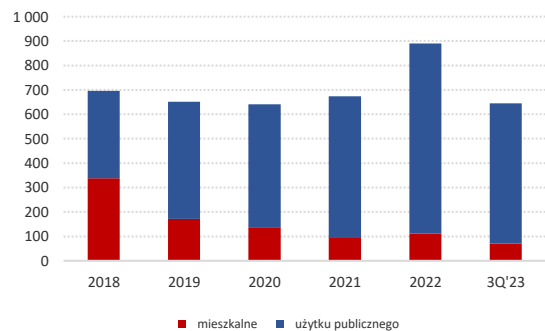
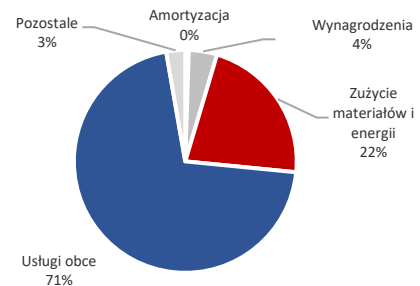
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	248	205	133	-11	95	95	128
CFI	0	-54	-4	-45	-18	-19	-18
CFF	-67	28	-89	-127	-74	-82	-84
- w tym dywidenda	2	7	18	24	24	35	39
Przepływy pieniężne netto	181	179	40	-183	4	-7	26
CAPEX / Amortyzacja	69%	22%	44%	116%	96%	101%	102%

MIRBUD

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www.mirbud.pl
Wycena końcowa [PLN]	9,09		
Potencjał do wzrostu /	9,6%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	8,30	4Q'23:	b.d
Ilość akcji [mln. szt.]	91,7	1Q'24:	b.d
Kapitalizacja [mln PLN]	761,5		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody	952	1 016	515	680	872	1 014
budowlanka	943	968	503	694	819	900
deweloperka	44	58	11	6	33	128
najem	13	14	15	16	15	16
inne	16	15	7	15	35	15
wylaczenia	-64	-39	-19	-50	-29	-45
Zysk brutto ze sprzedaży	82	85	43	57	74	105
budowlanka	63	53	32	47	61	63
deweloperka	12	18	4	2	9	35
najem	8	9	8	10	9	9
inne	2	-1	0	0	-3	0
wylaczenia	-2	6	-1	-2	-2	-2
SG&A	19	19	18	23	26	27
PPO/PKO	-2	-15	1	-2	-5	0
EBITDA	66	55	30	37	48	83
EBIT	62	51	26	32	43	78
Zysk brutto	60	36	17	20	33	65
Zysk netto	48	32	13	16	28	52
Dług netto	257	-59	151	245	331	43

Wskaźniki	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody zmiana r/r	23%	18%	3%	-20%	-8%	0%
EBITDA zmiana r/r	10%	8%	5%	-17%	-27%	50%
Zysk netto zmiana r/r	13%	-11%	-14%	-36%	-43%	65%
Marża brutto na sprzedaży	8,7%	8,4%	8,4%	8,3%	8,5%	10,4%
Marża EBITDA	6,9%	5,4%	5,8%	5,4%	5,5%	8,2%
Marża netto	5,1%	3,1%	2,5%	2,3%	3,2%	5,1%

Portfel [mln PLN]

Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)


WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	8,85
Wycena metodą porównawczą	20%	10,05
Wycena 1 akcji [PLN]		9,09

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,2. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 071,7	3 006,8	3 157,8	3 314,3	3 414,7	3 485,2	3 553,9	3 606,9	3 643,3	3 680,0
EBIT [mln PLN]	201,7	171,1	167,4	164,1	160,6	165,6	168,2	170,4	172,3	174,2
Stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	40,3	34,2	33,5	32,8	32,1	33,1	33,6	34,1	34,5	34,8
NOPLAT [mln PLN]	161,4	136,9	134,0	131,3	128,5	132,4	134,5	136,4	137,9	139,4
Amortyzacja [mln PLN]	18,4	18,7	18,9	19,0	19,0	19,1	19,2	19,3	19,4	19,5
CAPEX [mln PLN]	-17,6	-19,0	-19,3	-19,6	-19,8	-20,0	-20,1	-20,1	-20,1	-20,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-75,4	-51,4	-17,5	-17,8	-23,3	-3,9	-4,3	-5,7	-7,3	-7,5
FCF [mln PLN]	86,7	85,2	116,1	112,8	104,5	127,6	129,5	129,9	129,9	131,3
DFCF [mln PLN]	76,5	66,1	79,2	67,5	54,8	58,6	52,0	45,5	39,8	35,1
Suma DFCF [mln PLN]	575,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	978,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	261,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	836,5									
Dług netto 2023P [mln PLN]	42,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	812,3									
Ilość akcji [mln szt.]	91,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8,85									

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

Przychody zmiana r/r	-0,3%	-2,1%	5,0%	5,0%	3,0%	2,1%	2,0%	1,5%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	12,3%	-15,2%	-2,1%	-2,0%	-2,1%	3,1%	1,6%	1,3%	1,1%	1,1%
FCF zmiana r/r	---	-1,8%	36,3%	-2,8%	-7,4%	22,2%	1,5%	0,3%	0,0%	1,1%
Marża EBITDA	7,2%	6,3%	5,9%	5,5%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	6,6%	5,7%	5,3%	5,0%	4,7%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża NOPLAT	5,3%	4,6%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	95,7%	101,4%	101,8%	103,1%	104,1%	104,8%	104,3%	103,9%	103,5%	103,1%
Zmiana KO / Przychody	2,5%	1,7%	0,6%	0,5%	0,7%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-765,2%	-79,2%	11,6%	11,4%	23,2%	5,6%	6,2%	10,8%	20,0%	20,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	85,2%	86,9%	89,0%	90,7%	92,4%	93,9%	94,7%	95,6%	96,4%	97,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	14,8%	13,1%	11,0%	9,3%	7,6%	6,1%	5,3%	4,4%	3,6%	2,4%
WACC	13,5%	13,6%	13,8%	14,0%	14,1%	14,3%	14,4%	14,4%	14,5%	14,6%

Źródło: 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%		1,1	1,2	1,3			
beta	1,0	9,76	10,07	10,44	Premia za ryzyko	5,5%	10,43	10,81	11,26	Premia za ryzyko	5,5%	11,43	10,81	10,25
	1,1	9,16	9,43	9,73		6,0%	9,45	9,74	10,07		6,0%	10,33	9,74	9,20
	1,2	8,63	8,85	9,11		6,5%	8,63	8,85	9,11		6,5%	9,43	8,85	8,35
	1,3	8,16	8,35	8,56		7,0%	7,94	8,11	8,31		7,0%	8,66	8,11	7,63
	1,4	7,73	7,89	8,07		7,5%	7,34	7,48	7,63		7,5%	8,00	7,48	7,02

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

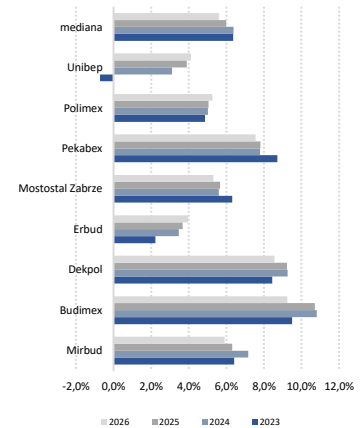
WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o wskaźniki wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla każdego roku przyjąłmy wagę 33%. Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 10,05 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 20% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18,1	16,0	17,1	10,0	8,4	8,6
Dekpol	5,4	4,7	5,2	3,5	2,9	2,5
Erbud	18,4	11,6	8,5	5,5	4,7	4,0
Mostostal Zabrze	10,1	10,4	11,7	3,3	3,0	3,0
Pekabex	8,2	6,0	5,7	5,0	3,7	3,2
Polimex	8,2	8,3	8,1	3,3	2,7	2,0
Unibep	23,9	5,1	4,0	5,9	3,2	2,6
Mediana	10,1	8,3	8,1	5,0	3,2	3,0
Mirbud	5,8	6,9	6,8	3,5	3,9	3,6
Premia / dyskonto	-43,0%	-17,1%	-15,3%	-30,3%	21,4%	19,6%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	14,6	10,0	9,8	11,9	6,9	7,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		11,46			8,64	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]						10,05

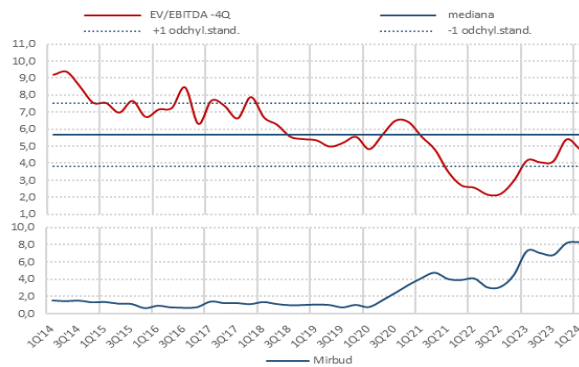
Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

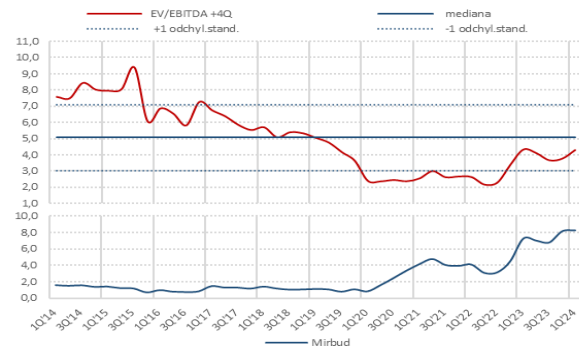
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

Mirbud EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs 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)

Mirbud EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs PLN



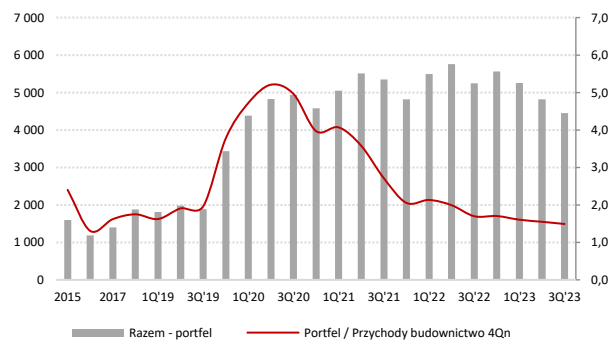
Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

PORTFEL ZAMÓWIENÍ
Kontrakty budowlane o wartości >50 mln PLN netto podpisane przez Mirbud od 2019 roku

Data umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Termin zakończenia	% budżetu inwestora	Zaawansowanie prac na XI'23
2024						
2024-01-02	UM Bydgoszcz	Budowa i przebudowa Zajezdni Tramwajowej przy ul. Toruńskiej	102**	nko	125%	0%
2023						
2023-12-04	Powiat Płocki	Rozbudowa ciągu dróg powiatowych: nr 2911W i 2920W	59	2026-02	---	0%
2023-12-01	BB Baltic Park	Budowa Zespołu Budynków Lecznictwa Uzdrawiskowego w Kołobrzegu	173	b.d.	---	0%
2023-12-01	Woj. Świętokrzyskie	Budowa obwodnicy m. Nowy Korczyn	76	2025-12	---	0%
2023-11-30	M. Słupsk	Uzbrojenie terenów inwest. pod funkcję przemysłową w Słupsku	54	2026-07	84%	0%
2023-11-29	G. Słupsk	Budowa i rozbudowa DK Jezierzycze - Redzikowo	61	2025-11	82%	0%
2023-11-09	Dino PL	Budowa centrum dystrybucyjnego Janów Lubelski	102	b.d.	---	0%
2023-11-09	Dino PL	Budowa centrum dystrybucyjnego Janów Lubelski	102	b.d.	---	0%
2023-10-18	AMW	Budowa Centrum Sportowego K-6015 Powiż	60	2026-01	---	6%
2023-10-13	Sangate Sancak	Budowa hotelu w Warszawie	127	b.d.	---	0%
2023-09-25	ZDW w Bydgoszczy	Modernizacja DW 268	51	2026-05	---	0%
2023-08-18	ACE10	Budowa Retail Park w Ostródzie	79	b.d.	---	5%
2023-08-03	ED SAN III	Budowa zespołu budynków handlowo - usługowych w m. Mysiadło	69	b.d.	---	21%
2023-06-27	Miasto Słupsk	Budowa i przebudowa dróg w ciągu południowego obejścia Słupska	105	2025-03	94%	0%
2023-05-30	CWN 4	Budowa centrum logistycznego w Bolewicko	106	b.d.	---	65%
2023-03-06	DCO	Budowa 2 budynków magazynowo-produkcyjno-usługowych w W-wie	84	b.d.	---	20%
2022						
2022-12-01	Gmina Kraków	Budowa Krakowskiego Centrum Muzyki	95	b.d.	106%	9%
2022-11-23	Pit-Radwar	Budowa kompleksu budynków produkcyjno - montażowych w W-wie	97	b.d.	---	99%
2022-11-23	Bemowo	Budowa budynku szkoły na terenie osiedla Chranów	69	2025-09	---	40%
2022-11-03	Woj. Zachodniop.	Rozbudowa DW 203 na odcinku Darłowo - granica woj..	95	2024-07	76%	22%
2022-09-30	GDDKiA	Budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc. 1, Sianów - Sławno)	535	2025-08	69%	11%
2022-09-01	BCAP TAP 10	Budowa hali magazynowej w Tarnowie Podgórnym	95	b.d.	---	100%
2022-07-26	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Koninie	70	b.d.	---	58%
2022-07-18	AMW	Budowa budynku wielofunkcyjnego dla AMW	93	b.d.	---	41%
2022-07-08	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Jeleniej Górze	82	b.d.	---	100%
2022-07-08	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Gorzowie	151	b.d.	---	73%
2022-05-31	GDDKiA	Przebudowa DK 91 Terespol-Stolno	55	2023-06	103%	32%
2022-05-24	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Pile	118	b.d.	---	87%
2022-05-23	Panattoni	Budowa hal magazynowych w Tarnowie Podgórnym	128	b.d.	---	100%
2022-05-18	Panattoni	Budowa hal magazynowych w Radomiu	66	b.d.	---	0%
2022-05-16	Panattoni	Budowa hal magazynowych w Krakowie (Wężeńców)	155	b.d.	---	100%
2022-05-06	GDDKiA	Projekt i budowa S10 Bydgoszcz – Toruń (odc. 3 Solec - Toruń Zachód)	346	2025-10	60%	6%
2022-04-25	Panattoni	Budowa hal magazynowych w Kielno	108	b.d.	---	0%
2022-03-29	Gmina Legnica	Budowa Zbiorczej Drogi Południowej w Legnicy	72	2024-01	---	68%
2022-03-09	GDDKiA	Projekt i budowa S74 Przełom/Miniów – Kielce	437	2025-12	66%	7%
2022-02-07	Panattoni	Budowa hali magazynowych w Bolesławcu	103	b.d.	---	73%
2021						
2021-12-14	ZK w Opolu	Budowa Stadionu Miejskiego w Opolu	170	2024-12	116%	60%
2021-10-12	Panattoni	Budowa budynku magazynowego Swadzim II	63	b.d.	---	0%
2021-09-29	SZI w Warszawie	Budowa hali remontowej do obsługi i napraw czołgów Leopard 2	65	2024-08	---	61%
2021-08-11	Sąd Apel. we Wrocław.	Budowa budynku Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu	60	2024-10	---	53%
2021-06-24	Gmina Olsztyn	Rozbudowa hali Urania w Olsztynie	183	2023-02	118%	94%
2021-06-30	GDDKiA	Obwodnica miejscowości Gostynia	201	2025-06	92%	16%
2021-05-10	vidaXL	Centrum magazynowo – logistycznego we Wrześni	140	b.d.	---	100%
2021-04-16	GDDKiA	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	2024-12	90%	18%
2021-01-27	GDDKiA	Budowa autostrady A18 Olszyna – Golnice, odc. 4	210	2023-10	93%	82%
2020						
2020-11-06	ZDW w Bydgoszczy	Rozbudowa drogi wojewódzkiej nr 548 Stolno – Wąbrzeźno część I i II	112	2022-05	---	100%
2020-08-03	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała, odcinek III	477	2023-12	80%	53%
2020-05-13	Woj. Dolnośląskie	Budowa drogi wojewódzkiej od DW 455 do DK 98	134	2022-11	---	100%
2020-04-23	GDDKiA	Kontynuacja S-5 Dworzysko – Aleksandrowo	474	2022-08	---	96%
2020-03-13	GDDKiA	Kontynuacja S-5 Białe Błota - Szubin	292	2021-11	---	100%
2020-03-06	PP Porty Lotnicze	Zaprojektowanie i budowa Terminala lotniska w Radomiu	228	2022-01	82%	100%
2020-03-04	GDDKiA	S11 Koszalin - Bobolice	366	2023-12	---	89%
2019						
2019-12-23	GDDKiA	Obwodnica Poręby i Zawiercia (DK 78)	337	2023-06	144%	63%
2019-12-10	Gorzów Wlkp.	Centrum Edukacji Zawodowej w Gorzowie Wlkp.	85	2021-08	---	100%
2019-11-29	Miasto Płock	Rozbiórka i budowa stadionu miejskiego w Płocku	135	2022-11	135%	100%
2019-11-21	Panattoni	Budowa dwóch hal magazynowych Rudzie Śląskiej	71	b.d.	---	43%
2019-11-14	GDDKiA	A18 Olszyna – Golnice (przebudowa jezdnii południowej)	207	2022-05	84%	100%
2019-10-10	GDDKiA	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Górki)	1 121	2024-07	105%	77%
2019-06-05	Miasto Łódź	Rozbudowa stadionu miejskiego przy al. Unii Lubelskiej 2 w Łodzi	105	2022-06	136%	100%
2019-05-20	GDDKiA	Obwodnica Olesna (S11)	543	2022-05	108%	100%
2019-04-18	GDDKiA	A-1 Bełchatów - Kamieńsk	697	2022-09	96%	100%

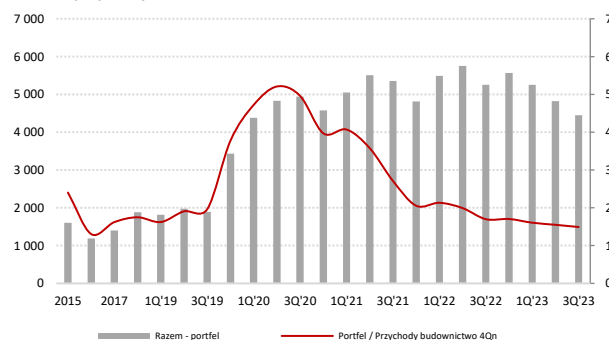
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, * w części przypadającej na grupę Mirbud, ** spółka w raporcie podala inną kwotę niż jest to w oficjalnym postępowaniu przetargowym ([link](#))

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



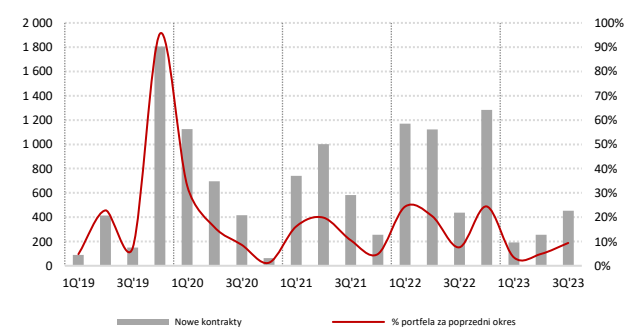
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



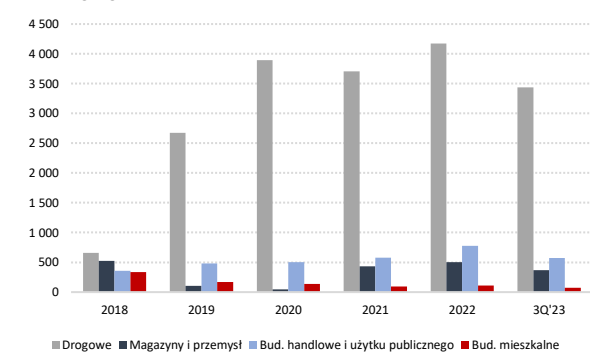
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN] *



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *szacunkowo (zmiana portfela + przerób w segmencie budowl.)

Portfel wg segmentów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Backlog po 3Q'23 wynosił 4,3 mld PLN (77% drogi) vs 4,8 mld PLN po 2Q'23 oraz 5,3 mld PLN rok temu. Po dość słabej kontraktacji w poprzednich kilku kwartałach, sam 4Q'23 wygląda wolumenowo dość dobrze (blisko 1 mld PLN nowych zleceń, portfel na koniec listopada wynosił 4,26 mld PLN). Przy tym są to głównie małe i średnie kontrakty. Ostatni znaczący kontrakt dla GDDKiA spółka pozyskała w 3Q'22 (najbardziej liczono w tym czasie na odcinek S19 za >1 mld PLN, ale oferta MRB została odrzucona, spółka się odwołała). W końcówce 4Q'23 spółka intensywnie podeszła do składania ofert w przetargach dla GDDKiA, uzyskując ponad 2,0 mld PLN w najniższych cenach. W przypadku pozyskania tych umów perspektywa portfela na 2025+ stanie się klarowniejsza, przy czym wycena potencjalnych zleceń nie jest atrakcyjna (średnia ważona: 77% vs budżety GDDKiA, 94% vs II oferta).

Potencjalne kontrakty z GDDKiA [mln PLN netto]

Oferta	Kontrakt	Wartość	% budżetu inwestora	% II oferty	II oferta
2023-12-21	S10 Szczecin - Piła (III: Suchań-Rez)	542	80%	98%	Budimex
2023-12-21	S10 Szczecin - Piła (IV: Rez - Cybowo)	526	65%	99%	Budimex
2023-12-13	S11 Poznań pn.-Oborniki pn.	694	88%	95%	Budimex
2023-11-24	S16 odc. Knyszyn - Krynice	256	71%	80%	MS Warszawa
2023-11-16	S11 Ostrów Wielkopolski-Kępno - dobudowa drugiej jezdni obw. m. Kępno	56	81%	85%	Budimex
2023-06-22*	S16 Olsztyn (S51) - Elk (S61) Barczewo - Biskupiec	362	117%	97%	Porr
2023-04-12*	S19 na odcinku Lutcza - w. Domaradz	1 126	114%	98%	Kolin

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *Mirbud złożył najniższe ceny, ale oferty zostały odrzucone przez GDDKiA, spółka złożyła odwołania

W 4Q'23 spółka zawarła aneksy z GDDKiA aneksy zwiększające limit waloryzacyjny (z 10% do 15%) dla czterech kontraktów drogowych (największy kontrakt na S1 z 2019 roku waloryzowany jest bez limitu, który dotyczy późniejszych kontraktów). Na ostatniej konferencji wykonawczy zarząd sygnalizował, że nadal stara się o waloryzację kontraktów podpisanych z samorządami.

Na przestrzeni ostatnich okresów mocno fluktuowała wartość portfela w obszarze logistyki/produkcji - na koniec 2020 roku było to ok 50 mln PLN, a w 1Q'22 wartość wzrosła do ok. 880 mln PLN, by po 3Q'23 spaść do 369 mln PLN. Zwracamy uwagę, że kontrakty te historycznie w spółce generowały marżę brutto ze sprzedaży wyższą od przeciętnej (poza kontraktami pozyskanymi tuż przez wybuchem wojny w Ukrainie, które zostały obciążone przez nagły wzrost kosztów), natomiast w obecnym środowisku wyższych stóp procentowych generują dodatkowe koszty na poziomie finansowym (długie terminy płatności oznaczają konieczność finansowania kapitału obrotowego). W ostatnich miesiącach spółka zdywersyfikowała klientów w tym obszarze, wcześniej w dużym stopniu była zależna od kontraktów dla Panattoni, dla którego rynek w 2023 roku stał się bardzo wymagający (trudności z pozyskaniem finansowania od inwestorów na projekty).

Według stanu na koniec listopada 23 dla Panattoni w realizacji było pięć umów. 100% zaawansowania osiągnął projekt w Jeleniej Górze, postęp prac widoczny jest w Rudzie Śląskiej i w Pile. Natomiast projekty w Koninie (58%) i Gorzowie (73%) od miesiąca mają niezmienny stopień zaawansowania. Z listy projektów wypała zupełnie Bolesławie (73% po październiku). Spółka na ostatnich konferencjach wynikowych sygnalizowała, że możliwa jest konwersja należności z tego projektu na pożyczkę i wejście kapitałowe w SPV w celu (uważamy, że jest to bardzo prawdopodobny scenariusz, projekt byłby sprzedany dopiero po jego komercjalizacji, do tego momentu spółka byłaby jego współwłaścicielem)

DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA ORAZ NAJEM

Investycje mieszkaniowe w toku/ukończone**

projekt	termin zakończenia	postęp prac na XI'23	liczba lokali	liczba lokali dostępnych*	postęp sprzedaży*
Bydgoszcz Bohaterów Kragujewca	3Q'23	100%	119	58	51%
Gdańsk Wielkopolska II	1Q'24	98%	188	144	23%
Jastrzębia Góra - apartamenty	1Q'25	12%	164	164	0%
Katowice Mikusińskiego	4Q'23	95%	43	36	16%
Łódź Smugowa/Źródłowa (Helenów Park)	1Q'24	89%	180	81	55%
Skiernewice Armii Krajowej I	3Q'24	80%	144	87	40%
Zakopane Szymony	3Q'23	100%	241	61	75%

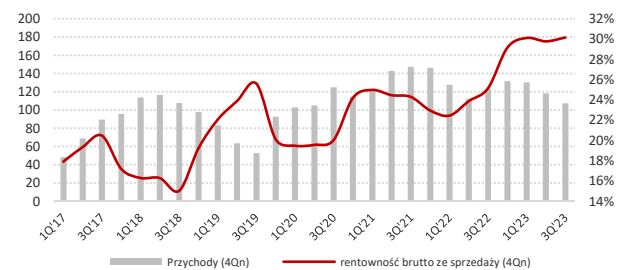
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *na koniec 3Q'23 ** na koniec 3Q'23 spółka miała także w ofercie po kilka-kilkanaście mieszkań z inwestycji zakończonych w poprzednich okresach

Investycje mieszkaniowe planowane na kolejne lata

projekt	termin zakończenia	liczba lokali
Jastrzębia Góra Jantarowa II	1Q'26	110
Katowice Piaskowa	2Q'26	320
Konin Nefrytowa	1Q'26	165
Łódź Harcerska	1Q'26	175
Łódź Politechniki I	2Q'27	250
Łódź Politechniki II	2Q'28	302
Łódź Politechniki pozostałe	4Q'32	2 089
Łódź Śląska	1Q'27	406
Mszczonów Dworcowa	3Q'25	167
Poznań Smoluchowskiego II	1Q'26	258
Poznań Smoluchowskiego II	1Q'27	121
Skiernewice Armii Krajowej II	2Q'26	200
Skiernewice Sobieskiego	2Q'26	117
Skiernewice Nowobieleńska	2Q'27	90
Źyrardów Wyspiańskiego	4Q'25	170

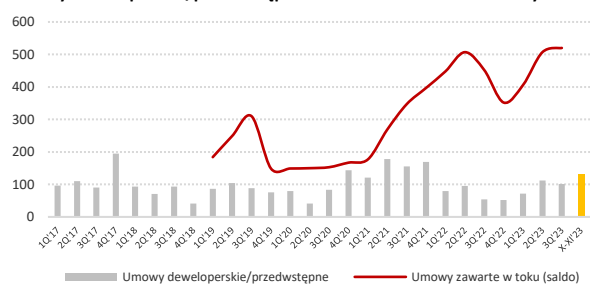
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i rentowność brutto ze sprzed. segmentu deweloperskiego



Źródło: DM BDM S.A., spółka, JHM

Umowy deweloperskie/przedwstępne kwartalnie oraz saldo zawartych umów*



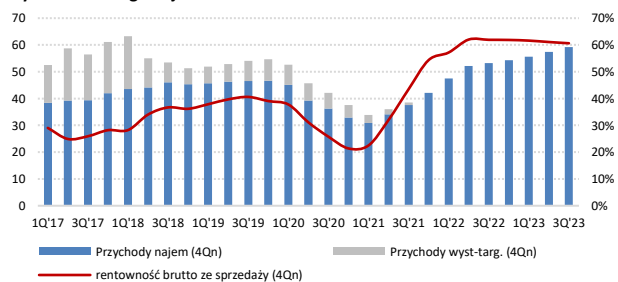
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *umowy, które dotyczą mieszkań w budowie, 4Q'23 = X-IX'23

Lokale przekazane w kwartale [szt] i średnia cena [tys PLN]



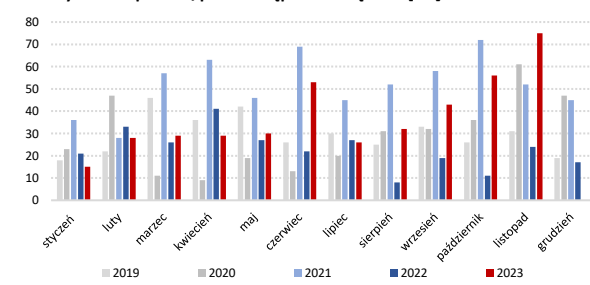
Źródło: DM BDM S.A., spółka, 4Q'23 = X-IX'23

Sprzedaż oraz marża brutto ze sprzedaży segmentu najmu i działalności wystawowo-targowej



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Umowy deweloperskie/przedwstępne miesięcznie [szt]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Spółka w 1-3Q'23 sprzedała 285 lokali (+27% r/r). Bardzo dobrze wygląda sprzedaż w X-XI'23 na poziomie 131 lokali (czyli wyżej niż każdy wcześniejszy kwartał w 2022-23).

W 1-3Q'23 przekazano 118 lokali (głównie w 3Q'23, kiedy zakończone projekt w Źyrardowie). W 4Q'23 rozpoczęto przekazania lokali w projektach w Zakopanem i Bydgoszczy. Powinno to być rekordowy kwartał pod tym kątem (już w X-XI'23 przekazano 240 lokali).

Na 2024 rok planowane jest uzyskanie pozwoleń na użytkowanie w projektach na 555 mieszkań (207 z nich było sprzedane po 3Q'23). Na 2025 obecnie spółka ma tylko jeden projekt w realizacji (164 apartamenty w Jastrzębiej G.), uruchomienie dwóch kolejnych jest dopiero planowane (łącznie 337 lokali)

Działalność deweloperska JHM jest skupiona na rynkach regionalnych (duże ośrodki jak Gdańsk czy Łódź, ale także średnie i małe miasta). Poza dotychczasowymi obszarami działalności, spółka posiada bank ziemi m.in. w Poznaniu. Największy projekt jest możliwy do zrealizowania w Łodzi (Politechniki – działki Hakamore, ale wymaga zamknięcia postępowania upadłościowego i uporządkowania spraw proceduralnych z miastem).

Część grupy stanowi także spółka Marywilska 44, która posiada i zarządza: 1) centrum handlowo-targowym na Białołęce (pierwotnie hale targowe, do których przenieśli się kupcy ze Stadionu Dziesięciolecia; obecnie 1400 sklepów i punktów usług. oraz park handlowy, od 2014 spółka ma umowę dzierżawy gruntu, na którym stoi centrum, na 22 lat z miastem Warszawa - [link](#), umowa dzierżawy stanowi zobowiązanie spółki wg MSSF16), 2) obiektem w Ostródzie (b. Expo Mazury, w ostatnich latach przekształcenia część powierzchni pod działalność magazynową – nawiązano współpracę m.in. z grupą Ikea), 3) obiektami handlowo-usługowymi w Rumii (3,0 tys m², market spożywczy) i Starachowicach (4,1 tys m², market typu „dom i ogród“).

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

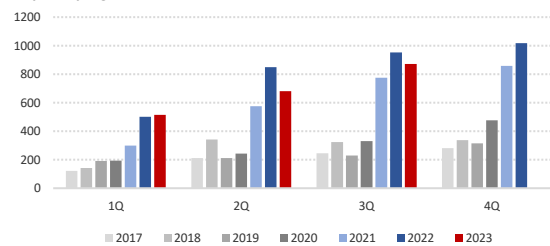
Prognozy wyników na 3Q'2023

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P kons	odchyl.	3Q'23P BDM	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	951,8	872,4	-8,3%	808,0	8,0%	746,9	16,8%	2 302,9	2 067,6	-10,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	82,5	74,1	-10,2%	---	---	71,1	4,2%	185,3	174,2	-6,0%
Zysk na sprzedaży	63,8	48,2	-24,4%	---	---	48,8	---	131,2	107,2	-18,3%
EBITDA	66,1	48,0	-27,3%	---	---	53,4	---	139,1	115,1	-17,3%
EBIT	62,0	43,3	-30,2%	---	---	48,8	---	127,4	101,3	-20,5%
Zysk brutto	60,3	33,3	-44,7%	---	---	38,8	---	114,7	70,3	-38,7%
Zysk netto	48,2	27,5	-42,9%	33,9	-18,9%	31,0	-11,3%	87,7	56,3	-35,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,7%	8,5%	---	---	---	9,5%	---	8,0%	8,4%	---
Marża EBITDA	6,7%	5,5%	---	---	---	6,5%	---	5,7%	5,2%	---
Marża EBIT	6,5%	5,0%	---	---	---	6,5%	---	5,5%	4,9%	---
Marża zysku netto	5,1%	3,2%	---	4,2%	---	4,2%	---	3,8%	2,7%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

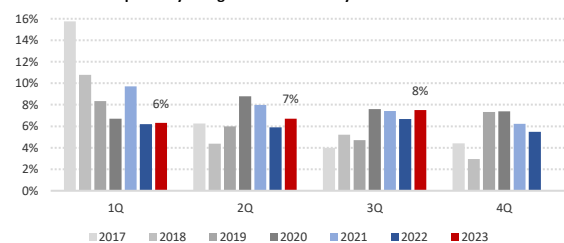
- Wyniki 3Q'23 były zgodne ze wstępnymi publikowanymi wcześniej (wstępne były o 12% poniżej naszych prognoz na poziomie zysku netto i 18% poniżej konsensusu).
- Przychody ze sprzedaży spadły o -8% r/r (w segmencie budowlanym o -13% r/r).
- Marża w segmencie budowlanym wyniosła 7,5% - najwyższej od ponad 2 lat (rok temu było 6,7%). Marża w segmencie deweloperskim niższa niż w 1H'23, nieco lepsza r/r
- Mimo spadku przychodów, dużo wyższe r/r były koszty SG&A (25,9 mln PLN vs 18,7 mln PLN w 3Q'22).
- Ujemne było saldo pozostałej działalności operacyjnej (-5 mln PLN). Ujemne także saldo finansowe (-10 mln PLN).
- Zysk netto wyniósł 27,5 mln PLN (vs 48,2 mln PLN rok temu).
- CF operacyjny w 3Q'23 był ujemny (-63 mln PLN). Dług netto wzrósł do 331 mln PLN (rok temu 258 mln PLN).
- Należności przeterminowane wyniosły 214 mln PLN (vs 210 mln PLN po 2Q'23). Na dzień publikacji raportu zostało uregulowane 61 mln PLN.
- Wartość ukończonych mieszkań w zapasach: 220 mln PLN (vs 46 mln PLN po 2Q'23).
- W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 2,07 mld PLN przychodów (-10% r/r) oraz 56 mln PLN zysku netto (-36% r/r).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



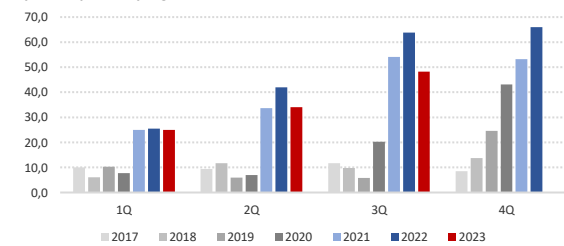
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



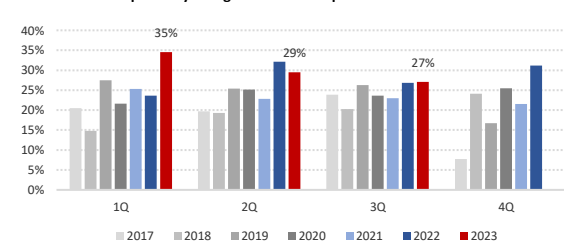
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zysk na sprzedaży wg kwartałów [mln PLN]



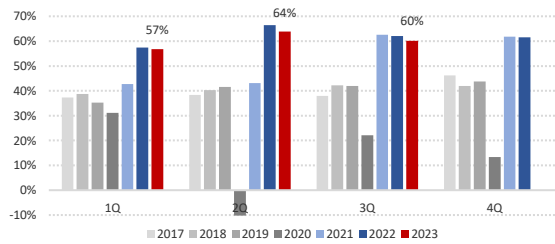
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie deweloperskim



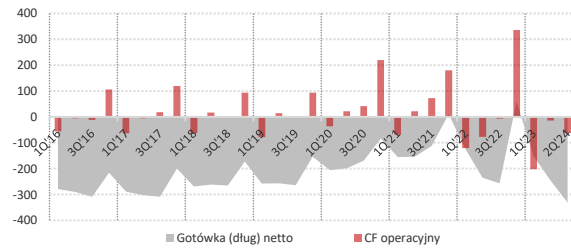
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie najmu



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej po 3Q'23 (29 listopada 2023)

1-3Q'23

- wyższa marża brutto ze sprzedaży r/r: stabilizacja cen materiałów, pozytywny wpływ waloryzacji z inwestorami publicznymi oraz naliczanej waloryzacji przez GDDKiA
- spadek rentowności EBIT: wzrost kosztów zarządu (wzrost zatrudnienia o 10% oraz wzrost wynagrodzeń – wpływ łącznie 10 mln PLN)
- spadek przychodów r/r podyktowany głównie spadkiem w segmencie budynki produkcyjnej, usługowe (logistyka) – obszar ten zaczyna się odbudowywać
- w 3Q'23 waloryzacje – ok. 10 mln PLN wpływu pozytywnego

2023

- przychody 10% niżej niż w 2022
- 4Q'23 będzie najlepszy pod względem gotówki (podobny jak 4Q'22, czy będzie gotówka netto zależy od spływu należności z Panattoni)
- 4Q'23 mogą być ujemne różnice FX (3-4 mln PLN) z kontraktów dla PNT w EUR

Perspektywy średnioterminowe

- spółka chce utrzymać rentowność segmentu budowlanego w 4Q'23 i 2024
- w 2024 wzrost kosztów SG&A o 10%
- przychody w 2024 roku na poziomie ok. 2,8 -3 mld PLN
- spółka chce utrzymać rentowność w średnim terminie 8%-8,5% na grupie oraz 7-7,5% w budownictwie
- 2026 kumulacja inwestycji w Polsce, która może wpłynąć na koszty

Portfel

- przetargi S16 i S19 - spółka odwołała się do KIO
- spółka liczy na S17, gdzie ma drugie miejsce, a pierwsza oferta została wykluczona
- spółka nie spodziewa się podpisania kontraktów drogowych w 2023 (najwcześniej 1Q'24)
- obecna skala ogłoszonych przetargów przez GDDKiA jest duża
- skuteczność spółki w wygrywaniu przetargów wartościowo to 3% w infrastrukturze i 4% w kubaturze (ilościowo odpowiednio 9% i 7%)
- mieszkańcówka w portfelu to projekty dla JHM (docelowo spółka chce zlecać jak najwięcej na zewnątrz)

Rynek

- obserwowane zaostrenie konkurencji (zarówno w infrastrukturze, jak i kubaturze)

Waloryzacje

- aneksy waloryzacyjne do 15% GDDKiA na razie nie podpisała (to może mieć pozytywny wpływ na wyniki 2024, przy czym należy pamiętać, że waloryzacja jest także w kierunku podwykonawców)
- Płock i Gorzów – końcowy etap negocjacji waloryzacji (spółka liczy na ok 20 mln PLN)

Deweloperka

- Zakopane – udało się uzyskać wszystkie zgody, przekazywanie lokali trwa od października (na koniec X'23 podpisane było ok 50 z 180 zawartych umów, 160 powinno być do końca roku), marża ok 30%
- Bydgoszcz została oddana do użytkowania, przekazania w 4Q'23
- Łódź i Gdańsk – oddanie do użytkowania w 1Q'24
- Katowice – oddanie do użytkowania w 4Q'23
- ilość przekazanych lokali w 2023 powinna być podobna jak w 2022 roku
- rentowność segmentu w 2023 powinna być zbliżona do 30%
- spółka spodziewa się 350 przekazania w 2024 i wzrostu w kolejnych latach
- w 2024 roku przychody podobne jak w 2022 i 2023 roku, 30% marży

Należności przeterminowane

- spływ 61 mln PLN należności przeterminowanych w 4Q'23 głównie z Jeleniej Góry
- prawdopodobne rozliczenie Piły w 4Q'23 (50 mln PLN)
- Gorzów - rozliczenie na początku 2024
- Bolesławiec – konwersji 90 mln PLN należności na pożyczkę i objęcie udziałów (przewidywany zwrot kapitału na przełomie 2025/26)

Torpol

- spółka czeka na decyzje polityczne dotyczące CPK i Torpolu

Dywidenda

- może być podobna jak za 2022 roku

Akwizycje

- spółka rozmawia z mniejszymi spółkami kolejowymi: są wytypowane dwie, możliwość finalizacji w 1H'24 (większościowe udziały), spółki pozwolą na start w przetargach na 400-500 mln PLN, działające operacyjnie

ekspozycji na środki unijne po stronie przychodów (wydatki na drogi finansowane są głównie ze środków krajowych), jak część innych podmiotów, natomiast po stronie kosztowej ewentualne ożywienie w branży odczuje jak cały rynek.

- Zakładamy wypłatę 0,26 PLN/akcję dywidendy w 2024 oraz 0,38 PLN/akcję w 2025. Uważamy, że spółka może w średnim terminie budować dalszą dywersyfikację grupy na bazie przejęć (grupie na dziś brakuje kompetencji np. w budownictwie energetycznym czy kolejowym).
- Nasze prognozy na 2023 rok są na poziomie przychodów i zysku netto zbliżone do konsensusu konsensus
- Natomiast w przypadku 2024 zakładam niższe niż konsensus przychody, ale wyższy zysk netto. Może to być konsekwencją ujęcia przez nas dobrego wyniku w deweloperce. Nieco ostrożniej podchodzimy natomiast do 2025 roku (111 mln PLN zysku netto u nas vs 120 mln PLN w konsensusie).

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	1 143,1	949,1	1 242,9	2 505,6	3 319,3	3 081,6	3 071,7	3 006,8	3 157,8	3 314,3	3 414,7	3 485,2	3 553,9	3 606,9	3 643,3	3 680,0
Budowlano-montażowa	1 074,7	908,4	1 153,2	2 344,0	3 265,9	2 915,7	2 825,0	2 825,0	2 966,3	3 114,6	3 208,0	3 272,2	3 337,6	3 387,7	3 421,5	3 455,8
Deweloperka	97,8	92,7	114,6	146,4	131,5	178,0	261,6	195,5	205,0	220,4	236,1	252,2	256,0	259,9	263,8	267,7
Najem	45,3	46,6	32,9	42,1	54,4	60,9	63,9	65,2	65,9	66,5	67,2	67,8	68,5	69,2	69,9	70,6
Inne	8,0	9,8	15,4	72,0	45,0	70,9	70,9	70,9	74,4	78,2	80,5	82,1	83,8	85,0	85,9	86,7
Wyłączenia	-82,7	-108,5	-73,2	-98,9	-177,4	-143,9	-149,7	-149,7	-153,8	-165,3	-177,1	-189,2	-192,0	-194,9	-197,8	-200,8
Zysk brutto ze sprzedaży	93,2	100,6	137,3	231,6	270,5	279,5	302,8	275,1	276,7	278,8	278,8	286,2	291,2	295,3	298,4	301,6
Budowlano-montażowa	52,6	58,6	88,1	173,6	197,3	202,9	200,4	194,8	195,7	196,1	192,4	196,2	200,1	203,1	205,2	207,2
Deweloperka	18,8	18,6	27,7	33,6	38,3	49,7	72,0	48,9	49,2	50,7	54,3	58,0	58,9	59,8	60,7	61,6
Najem	18,5	19,0	5,6	22,9	33,6	36,7	38,4	39,1	39,4	39,8	40,1	40,4	40,8	41,1	41,5	41,8
Inne	52,0	60,3	1,2	3,1	1,6	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-48,7	-55,9	14,7	-1,6	-0,4	-7,1	-7,9	-7,7	-7,6	-7,8	-8,0	-8,5	-8,6	-8,8	-8,9	-9,0
SG&A	51,9	54,1	59,2	65,5	73,4	94,0	101,1	104,1	109,3	114,7	118,2	120,6	123,0	124,8	126,1	127,3
Zysk na sprzedaży	41,3	46,5	78,1	166,1	197,1	185,5	201,7	171,1	167,4	164,1	160,6	165,6	168,2	170,4	172,3	174,2
PPO/PKO	9,7	5,7	6,3	8,4	-18,7	-5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	62,4	63,9	98,4	187,9	194,4	197,8	220,2	189,8	186,4	183,0	179,7	184,7	187,4	189,8	191,8	193,8
EBIT	51,0	52,2	84,4	174,5	178,4	179,6	201,7	171,1	167,4	164,1	160,6	165,6	168,2	170,4	172,3	174,2
Zysk brutto	33,4	37,0	70,3	156,1	151,2	135,2	165,0	138,1	139,1	137,9	136,7	143,9	148,5	152,3	155,8	159,5
Zysk netto	24,6	28,1	58,2	128,0	119,2	108,3	132,0	110,5	111,3	110,3	109,4	115,2	118,8	121,8	124,6	127,6
Przekazane mieszkania	376	352	331	393	324	399	566	411	425	450	475	500	500	500	500	500
Portfel	1 880	3 430	4 578	4 815	5 564	4 450	4 430	4 640	5 058	5 184	5 288	5 380	5 447	5 502	5 557	5 612
CFO	48,9	28,2	247,9	205,4	133,3	-11,1	95,3	94,7	127,6	124,7	116,1	139,4	141,5	142,2	142,4	144,2
Dług (gotówka) netto	172,9	154,4	83,8	-10,7	-59,2	42,9	3,2	-26,0	-87,9	-140,1	-178,1	-234,8	-284,1	-324,3	-363,5	-403,7
Marża brutto ze sprzedaży	8,2%	10,6%	11,0%	9,2%	8,1%	9,1%	9,9%	9,1%	8,8%	8,4%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Budowlano-montażowa	4,9%	6,5%	7,6%	7,4%	6,0%	7,0%	7,1%	6,9%	6,6%	6,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Deweloperka	19,2%	20,1%	24,2%	22,9%	29,2%	27,9%	27,5%	25,0%	24,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Najem	40,8%	40,6%	16,9%	54,4%	61,9%	60,3%	60,0%	59,9%	59,8%	59,7%	59,7%	59,6%	59,5%	59,4%	59,3%	59,2%
Inne	654,4%	612,9%	7,7%	4,3%	3,5%	-3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	4,5%	5,7%	4,8%	2,6%	2,2%	3,0%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Marża EBITDA	5,5%	6,7%	7,9%	7,5%	5,9%	6,4%	7,2%	6,3%	5,9%	5,5%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	4,5%	5,5%	6,8%	7,0%	5,4%	5,8%	6,6%	5,7%	5,3%	5,0%	4,7%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża netto	2,2%	3,0%	4,7%	5,1%	3,6%	3,5%	4,3%	3,7%	3,5%	3,3%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%

Źródło: DM BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

MS Zabrze naszym zdaniem nadal wykazuje niedowartościowanie względem sektora (wycena nawet przy zakładanym pogorszeniu wyników w 2024 roku nie jest wymagająca) oraz posiada silną pozycję gotówkową. Należy brać jednak pod uwagę, że ścieżka wynikowa w najbliższych okresach będzie podlegać erozji. Portfel spółki (-48% r/r po 3Q'23) wrócił do poziomów z 2020 roku. Wskazujemy jednocześnie na długoterminowe relacje spółki z klientami, dla których w ostatnich miesiącach zakończyły się duże kontrakty (BASF, Mittal), ale którzy powinni być źródłem nowych zleceń. Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów (dekarbonizacja hutnictwa, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers) wyróżniających ją na tle innych podmiotów. Zakładamy, że spółka wypłaci akcjonariuszom w przyszłym roku ok. 40 mln PLN w formie skupu/dywidendy (yield=14%). Zwracamy uwagę, że w ostatnim roku spółce udało się korzystnie pozamykać istotne sprawy (Wood oraz KT), więc nasza wycena nie uwzględnia już dyskonta z tego tytułu. Ceną docelową obecnie ustalamy na 4,85 PLN (poprzednio 3,69 PLN). Implikuje to podtrzymanie rekomendacji Kupuj.

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 1,12 mld PLN przychodów (+31% r/r) oraz 46,9 mln PLN zysku netto (+104% r/r). W samym 3Q'23 MSZ miał 366 mln PLN przychodów oraz 14,4 mln PLN zysku netto. Odnotowano wzrost marży EBIT r/r w segmencie Realizacji oraz w Budownictwie Ogólnym, niższa była natomiast marża w Konstrukcjach. Gotówka netto wyniosła 143 mln PLN (z uwzględnieniem 57 mln PLN obligacji).

Portfel

Wartość portfela po 3Q'23 wyniosła ok 0,59 mld PLN (-48% r/r). Istotny spadek r/r wynika z zakończenia dużych kontraktów, których na razie nie udało się zastąpić kolejnymi odpowiednikami. Historycznie spółka charakteryzuje się raczej szybką rotacją portfela (<1 roku). Obecnie największym kontraktem realizowanym przez spółkę są prace podwykonawcze dla Posco przy rozbudowie spalarni odpadów w Warszawie. Niski poziom portfela oznacza konieczność pozyskiwania obecnie zleceń w bardziej wymagającym otoczeniu makro. Liczymy jednocześnie, że relacje wypracowane w ramach współpracy z dużymi klientami zagranicznymi pozwolą spółce na uzupełnienie portfela w 1H'24.

Pozycjonowanie segmentowe

W obszarze budownictwa przemysłowego spółka realizuje głównie prefabrykację konstrukcji stalowych i prace projektowo-montażowe. W obszarze budownictwa ogólnego spółka wykonuje obiekty przemysłowe i użyteczności publicznej w systemie GW oraz podwykonawstwa (np. roboty fundamentowe). Spółka w stosunku do części innych podmiotów z GPW ma relatywnie niższą ekspozycję na środki z KPO/FENiKS, jednak jest obecna w pewnych obszarach, gdzie środki te będą alokowane (np. szpitale, inwestycje miejskie, gospodarka odpadami, wodór, modernizacja energetyki zawodowej). Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów, jak dekarbonizacja hutnictwa, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers wyróżniających ją na tle innych podmiotów. Poza obszarem typowo budowlanym spółka działa także w zakresie wykonawstwa stalowych konstrukcji maszynowych (pod maszyny, dźwigi budowlane czy tabor szynowy).

Prognozy wyników, wskaźniki

Wyniki samego 4Q'23 mogą być słabsze r/r na poziomie przychodów i EBIT, co będzie pochodną niższego portfela (ale sam wynik netto może być wsparty przez niższą stopę podatku czy lepsze saldo finansowe). Na ten moment nie zakładamy, że spółka rozpozna dodatkowy wynik na ugodzie z KT. Spodziewamy się bardzo dobrej pozycji gotówkowej (>150 mln PLN gotówki netto). Nasze prognozy na 2024/25 zakładają odpowiednio 976 / 987 mln PLN przychodów oraz 30 / 29 zysku netto. Spółka handlowana jest na EV/EBITDA=1,7x i 3,2x dla lat 2023-24 i 3,0x na 2025 rok.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	616,9	770,1	1 172,3	1 377,9	975,5	987,2
EBITDA [mln PLN]	39,1	44,5	71,0	87,1	54,6	55,9
EBIT [mln PLN]	26,4	32,1	58,3	71,1	38,8	39,6
Zysk netto [mln PLN]	10,2	14,7	32,0	56,5	29,9	29,2
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	22,8	-16,3	-62,2	-156,0	-128,3	-137,4
P/BV	1,8	1,6	1,4	1,1	1,2	1,1
P/E	30,3	21,0	9,6	5,4	10,1	10,4
EV/EBITDA	8,5	6,6	3,5	1,7	3,2	3,0
EV/EBIT	12,6	9,1	4,2	2,1	4,5	4,2
DPS* [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,12	0,58	0,31

*dywidenda lub skup akcji własnych

Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 4,85 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	4,98
Wycena porównawcza [PLN]	4,29
Wycena końcowa [PLN]	4,85
Potencjał do wzrostu / spadku	17,2%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	4,14
Kapitalizacja [mln PLN]	302,8
Ilość akcji [mln. szt.]	73,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,49
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,30
Stopa zwrotu za 3 mc	14,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-3,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	49,3%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	40,4%
Bigus Bogdan	5,0%
Pozostali	54,6%

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



WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	4,98
Wycena metodą porównawczą	20%	4,29
Wycena 1 akcji [PLN]		4,85
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów prawnych		0,00
Wycena 1 akcji po dyskoncie [PLN]		4,85

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja ryzyka z tytułu istotnych sporów prawnych

kontrakt	strona	pozew przez MSZ [mln PLN]	pozew przeciw MSZ [mln PLN]
Stadion Śląski	Woj. Śląskie	17,1	177,7 (x41,5%*)
DTŚ	Woj. Śląskie	68,9	0,0
	suma	86,1	73,8
wygrana MSZ [mln PLN]	86,1		
przegrana MSZ [mln PLN]	-73,8		
środek przedziału [mln PLN]	6,2	Źródło: DM BDM S.A., *41,5% ze 177,7 mln PLN żądanego	
liczba akcji [mln szt.]	73,2	od całego konsorcjum (odsetek przyjęty na bazie	
wartość/akcję [PLN]	0,08	pierwotnie wnioskowanej kwoty)	

Po wygraniu sprawy z Wood i ugodzie z KT obecnie na naszą kalkulację scenariuszową wskazuje na brak zasadności ujmowania dyskonta z tytułu spraw spornych

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 (5,15%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0 (poprzednio 1,1, obniżyliśmy ze względu na wpływ środków z Wood i zakończenie sporu z KT). Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	975,5	987,2	1 030,2	1 059,1	1 084,5	1 100,8	1 111,8	1 122,9	1 134,1	1 145,5
EBIT [mln PLN]	38,8	39,6	38,8	39,5	40,0	40,1	39,9	40,1	40,3	40,5
Stopa podatkowa	28,1%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,9	11,2	10,9	11,1	11,3	11,3	11,2	11,3	11,3	11,4
NOPLAT [mln PLN]	27,9	28,5	27,9	28,4	28,8	28,8	28,6	28,8	28,9	29,1
Amortyzacja [mln PLN]	15,7	16,3	15,8	15,5	15,3	15,3	15,2	15,2	15,2	15,1
CAPEX [mln PLN]	-28,7	-14,2	-14,1	-14,8	-15,3	-15,2	-15,1	-15,2	-15,2	-15,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	1,2	-0,4	-1,4	-0,9	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Sporo prawne [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	16,2	30,2	28,2	28,1	28,0	28,3	28,3	28,4	28,5	28,7
DFCF [mln PLN]	14,3	23,6	19,5	17,2	15,1	13,5	12,0	10,6	9,4	8,3
Suma DFCF [mln PLN]	143,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	238,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	69,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	212,8									
Dług netto 2023P [mln PLN]	-156,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	3,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	365,0									
Ilość akcji [mln szt.]	73,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	4,98									
Przychody zmiana r/r	-29,2%	1,2%	4,4%	2,8%	2,4%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-45,3%	2,0%	-2,0%	1,8%	1,3%	0,1%	-0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
FCF zmiana r/r	-73,7%	86,7%	-6,6%	-0,3%	-0,5%	1,4%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%
Marża EBITDA	5,6%	5,7%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%
Marża EBIT	4,0%	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
Marża NOPLAT	2,9%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%
CAPEX / Przychody	2,9%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	182,7%	87,2%	89,3%	95,7%	99,7%	99,4%	99,5%	100,0%	100,2%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta lewarowana	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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	97,4%	98,2%	98,8%	98,9%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,2%	99,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Udział kapitału obcego	2,6%	1,8%	1,2%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
WACC	13,0%	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

beta	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta			
	0,00%				0,00%				0,9			
	0,8	5,31	5,43	5,57	5,5%	5,43	5,56	5,72	5,5%	5,78	5,56	5,36
	0,9	5,09	5,19	5,31	6,0%	5,14	5,25	5,37	6,0%	5,46	5,25	5,06
	1,0	4,90	4,98	5,08	6,5%	4,90	4,98	5,08	6,5%	5,19	4,98	4,80
	1,1	4,74	4,80	4,88	7,0%	4,70	4,76	4,84	7,0%	4,96	4,76	4,59
	1,2	4,59	4,64	4,71	7,5%	4,52	4,57	4,63	7,5%	4,76	4,57	4,40

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

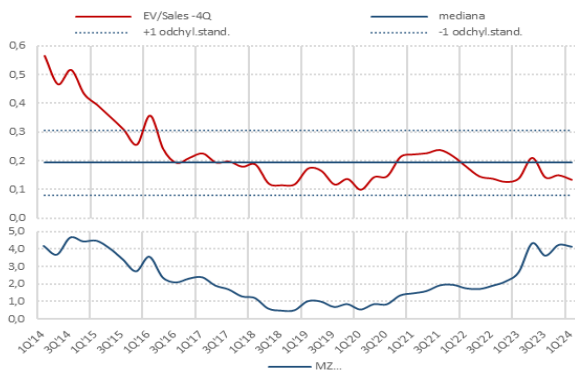
Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 4,29 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18,1	16,0	17,1	10,0	8,4	8,6
Erbud	18,4	11,6	8,5	5,5	4,7	4,0
Mirbud	5,8	6,9	6,8	3,5	3,9	3,6
Pekabex	8,2	6,0	5,7	5,0	3,7	3,2
Polimex	8,2	8,3	8,1	3,3	2,7	2,0
Unibep	23,9	5,1	4,0	5,9	3,2	2,6
Mediana	13,1	7,6	7,5	5,2	3,8	3,4
MS Zabrze	10,1	10,4	11,7	3,3	3,0	3,0
Premia / dyskonto	-23,0%	36,5%	56,6%	-37,1%	-19,1%	-11,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	5,37	3,03	2,64	5,58	4,68	4,44
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		3,68			4,90	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]						4,29

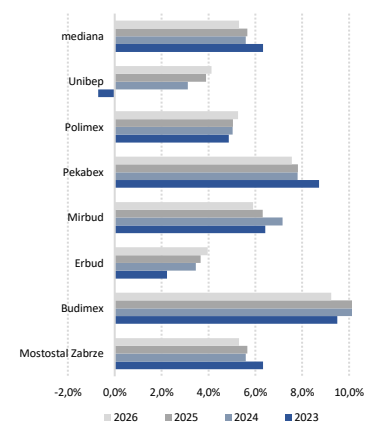
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

MS Zabrze EV/Sales (-4Q) oraz kurs PLN



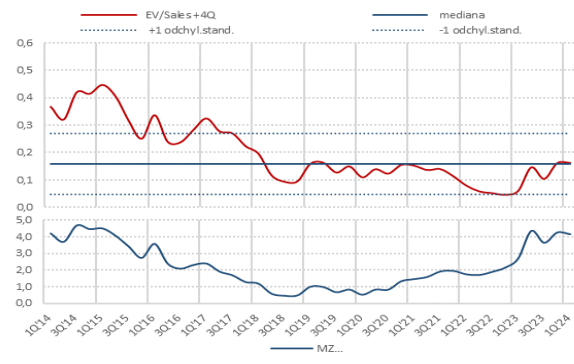
Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

MS Zabrze EV/Sales (+4Q) oraz kurs PLN



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

PORTFEL ZAMÓWIENÍ

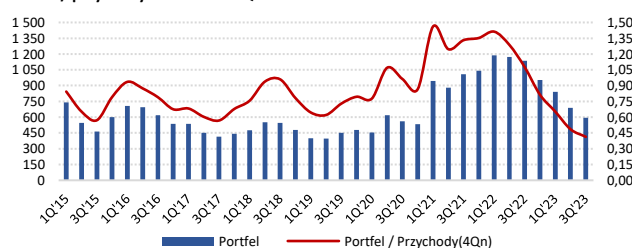
Kontrakty pozyskane od początku 2021 roku o wartości >20 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Spółka	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec
2023					
gru 23	Air Liquide	MZRP	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych oraz urządzeń w ramach budowy instalacji do ekstrakcji butadienu	42	list intenc
lis 23	Air Liquide	GPBP	Roboty żelbetowe w ramach budowy instalacji do ekstrakcji butadienu	21	wrz 24
paź 23	SIM Śląsk	GPBP	Budowa budynku mieszkalnego wielorodzinnego - Chorzów	20	paź 25
sie 23	EnBW	MZRP	Prace oraz dostawa konstrukcji stalowej i kanałów dla bloku węglowego w Heilbronn	35	cze 24
cze 23	Stadion w Zabrzu	GPBP	Dokończenie budowy Stadionu im. Ernesta Pohla w Zabrzu	37	cze 24
maj 23	E.ON Polska	MZRP	Wykonaniem prac na terenie AMP w Dąbrowie Górniczej	35	gru 24
mar 23	Park Śląski	GPBP	Budowa Kąpieliska Fala	34	wrz 24
lut 23	Miasto Gliwice	GPBP	Budowa sieci wod.-kan. z retencją wód na terenie Gliwickiego Obszaru Gospodarczego	47	mar 26
sty 23	Wallstein Rothemühle	MZRP	Realizacja prac w ramach modernizacji elektrofiltrów bloku 858MW Bełchatów	29	gru 23
2022					
lis 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Modernizacja Urządzeń Załadunku Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie Górniczej	19	wrz 23
sie 22	SK Ecoengineering	GPBP	Wewnętrzne prace wykończeniowe w ramach projektu Europe Ph-3&3	49	wrz 23
sie 22	Transgourmet	GPBP	Budowa hali logistycznej	116	gru 23
lip 22	Mercury Engineering Polska	GPBP	Wykonanie Centrum Przetwarzania Danych (RDD) Microsoft	167	wrz 23
lip 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Modernizacja Wielkiego Pieca nr 2 System odpylenia odlewni – prace montażowe w Dąbrowie G.	19	wrz 23
maj 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Modernizacja systemu chłodzenia Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	24	wrz 23
kwi 22	Plauen Stahl Techn.	MZRP	Nadbudowa mostu Salzbachtal	24	mar 25
kwi 22	BLH Engineering	MZRP	Prefabrykacja i montaż konstrukcji stalowej w ramach projektu Europe Ph-3&4	23	gru 22
mar 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Główne prace mechaniczne dla modernizacji Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	39	cze 23
lut 22	SK Ecoplant	GPBP	Prace ziemne, sieciowe i drogowe w ramach projektu Europe Phase 3&4	109	gru 23
sty 22	Posco	MZRP	Montaż kotła w ramach rozbudowy instalacji termicznego przekształcania odpadów	31	cze 23
2021					
gru 21	SK Ecoplant	GPBP	Prace ziemne, palowe i żelbetowe w ramach projektu Poland Ph 3&4	48	cze 22
lis 21	ArcelorMittal	MZRP	System podawania żelazostopów w Stalowni ArcelorMittal Dąbrowa G.	20	mar 23
lis 21	Air Liquide	MZRP	Prefabrykację i montaż konstrukcji, rurociągów, urządzeń - budowa Jednostki Rozdziału Powietrza (KGHM)	25	wrz 22
lis 21	PŚ	GPBP	Przebudowa i termomodernizacja DS Solaris przy ul. Kochanowskiego w Gliwicach	28	mar 23
sie 21	BASF Schwarzheide	MZRP	Prefabrykacja i montaż instalacji chemicznej oraz prace elektryczne w zakładzie w Schwarzheide	286	cze 23
cze 21	ArcelorMittal	MZRP	Dostawa i uruchomienie instalacji Drogi Gazu dla Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	48	wrz 23
maj 21	Posco	MZRP	Prace projektowe i budowlane - instalacja termicznego przekształcania odpadów w Warszawie	400	sty 24
mar 21	Küttner GmbH	MZRP	Wymianą nagrzewnic wielkiego pieca w hucie HKM w Duisburgu	51	wrz 22
mar 21	Mercury Engineering	GPBP	Wykonanie robót konstrukcyjno-budowlanych w ramach WAW02 Rapid Deploy Data Centre	31	wrz 21

Źródło: BDM S.A., spółka, nko = najkorzystniejsza oferta, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum

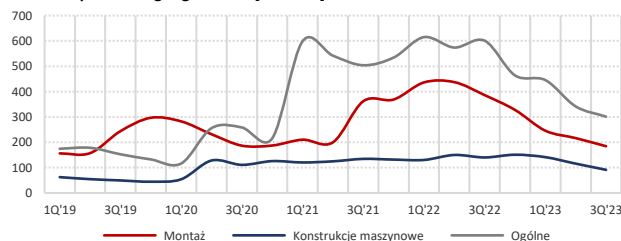
Wartość portfela zleceń grupy MSZ po 3Q'23 wynosiła ok 0,59 mld PLN (-48% r/r). Istotny spadek r/r wynika z zakończenia dużych kontraktów dla BASF i Mittala, których na razie nie udało się zastąpić kolejnymi odpowiednikami. Historycznie spółka charakteryzuje się raczej szybką rotacją portfela (<1 roku). Obecnie największym kontraktem (>400 mln PLN, z tego ok 80% jest wykonane) realizowanym przez spółkę są prace podwykonawcze dla Posco przy rozbudowie spalarni odpadów w Warszawie. Niski poziom portfela oznacza konieczność pozyskiwania obecnie zleceń w bardziej wymagającym otoczeniu makro. Liczymy jednocześnie, że relacje wypracowane w ramach współpracy z dużymi klientami zagranicznymi pozwolą spółce na uzupełnienie portfela na początku 2024 roku.

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



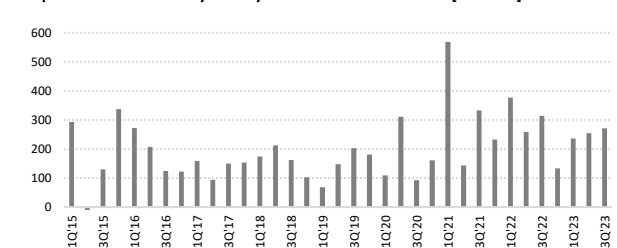
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela wg segmentów [mln PLN]



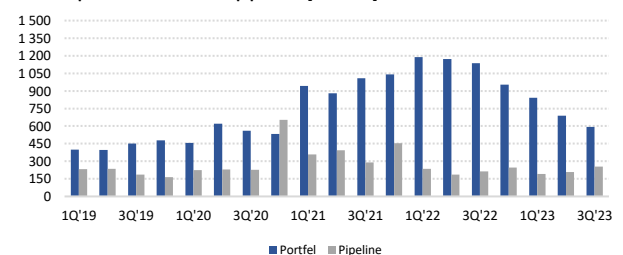
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

Wartość portfela zamówień vs pipeline* [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *szacowana wartość kontraktów do pozyskania w oparciu o złożone oferty

STRATEGIA 2023-26

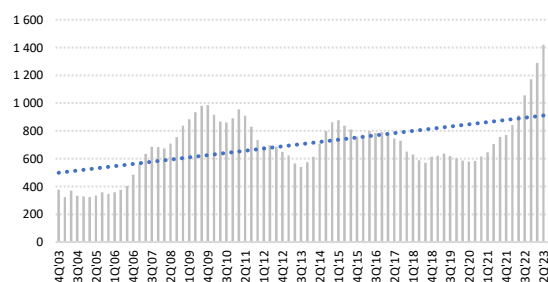
Zarząd w końcówce sierpnia przyjął strategię na lata 2023-2026. Stanowi ona kontynuację strategii rozwoju realizowanej w latach 2020-2022. Motywami przewodnimi są:

- aktywne poszukiwanie i skoncentrowanie na najbardziej atrakcyjnych rynkach,
- wdrażanie skutecznych procesów rekrutacji, oceny i rozwoju personelu,
- wzrost efektywności całej organizacji,
- wzmocnienie pozycji finansowej.

Podsumowanie głównych założeń strategii:

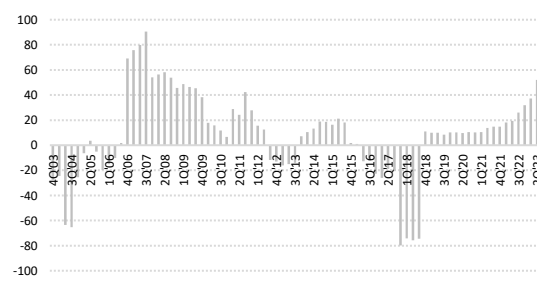
- Największym wyzwaniem jest obecnie dla spółki problem z pozyskiwaniem wykwalifikowanych zasobów kadrowych z rynku krajowego. Spółka chce wychodzić naprzeciw temu problemowi przez m.in.: zwiększania atrakcyjności jako pracodawcy (m.in. wzrost znaczenia premii od wyników projektów), wzrost udziału podwykonawców w projektach (na bazie stałych relacji), kontynuacja sprowadzanie pracowników cudzoziemskich (w tym inżynierów), wzrost znaczenie prefabrykacji (budowa nowej hali w tym zakresie) i automatyzacji/robotyzacji (np. w zakresie spawania).
- Postawienie na rozwój relacji z dotychczasowymi klientami (poszerzenie oferty) w większym stopniu niż pozyskiwanie nowych klientów. Ostrożne podejście do dużych kontraktów.
- Rozwój w zakresie realizacji prac projektowo-budowlano-montażowych w takich segmentach rynku jak: data centers, EV (zakłady do budowy baterii i ich recyklingu), projekty wodorowe (instalacje towarzyszące, rurociągi, wymienniki), spalarnie śmieci i instalacje RDF.
- Dodatkowo za rozwojowe uznano w MZ GPBP segment małej retencji oraz inwestycji dla obronności, a w MZE – aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki (AKPiA). Spółka wskazuje także na rozwój kompetencji w zakresie farm PV i eksploatacji obiektów OZE oraz utrzymywanie kompetencji w zakresie górnictwa węgla oraz elementów wież wiertniczych, a także wielkich pieców, remontów energetyki konwencjonalnej.
- Spółka nie wyklucza przejęć, kierując się zasadą generowanie wartości dla akcjonariuszy (przejęcia o wielkości nie wyższej niż jednorazowo 30% kapitalizacji spółki prowadzące do zwiększenia wartości rynkowej o przynajmniej 30% w ciągu 10 lat).
- Strategia nie określa wartościowego celu zysku. Spółka przyjmuje, że zysk w kolejnych latach powinien „utrzymywać się na podobnym poziomie”. Zdaniem spółki w okresie 2020-22 wyniki wzrosły bardziej niż zakładano na ten okres.
- Zarząd zamierza rekomendować w kolejnych latach przeznaczenie części zysku na dywidendę lub wykup akcji własnych w celu umorzenia. Zdaniem zarządu spółka jest „dość silnie niedowartościowana” i najlepszym sposobem na zwiększenie wartości dla akcjonariuszy jest skup akcji własnych w celu umorzenia.

Przychody narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wynik netto narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

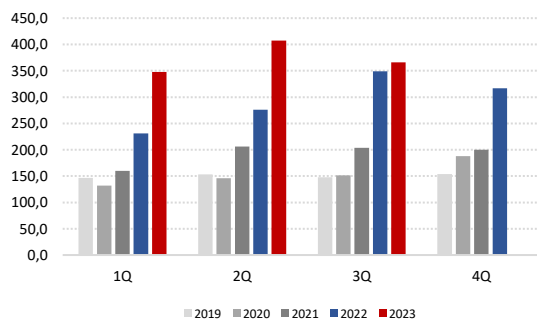
Wyniki za 3Q'23 [mln PLN]

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23 wstępne	odchyl.	3Q'23P BDM	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	349,0	365,9	4,9%	365,9	0,0%	356,0	2,8%	855,8	1 120,9	31,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,9	37,8	40,2%	---	---	34,8	8,5%	76,7	102,9	34,2%
Zysk na sprzedaży	15,5	20,6	32,9%	---	---	21,7	-5,0%	41,1	58,9	43,3%
Saldo PPO/PKO	-0,5	-0,4	---	---	---	0,0	---	-3,0	-1,3	-56,8%
EBITDA	18,4	24,2	31,7%	---	---	25,2	-4,0%	47,5	69,7	46,8%
EBIT	15,0	20,3	35,2%	20,3	-0,2%	21,7	-6,6%	38,1	57,6	51,2%
Zysk (strata) brutto	16,9	20,9	24,2%	20,9	---	20,4	2,6%	37,2	64,7	73,7%
Zysk (strata) netto	10,6	14,4	36,3%	14,9*	-3,1%	14,0	3,2%	23,0	46,9	104,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,7%	10,3%		-		9,8%		9,0%	9,2%	
Marża EBITDA	5,3%	6,6%		-		7,1%		5,5%	6,2%	
Marża EBIT	4,3%	5,5%		5,5%		6,1%		4,5%	5,1%	
Marża zysku netto	3,0%	3,9%		4,1%		3,9%		2,7%	4,2%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *spółka podawała wynik bez uwzględnienia wyniku mniejszości

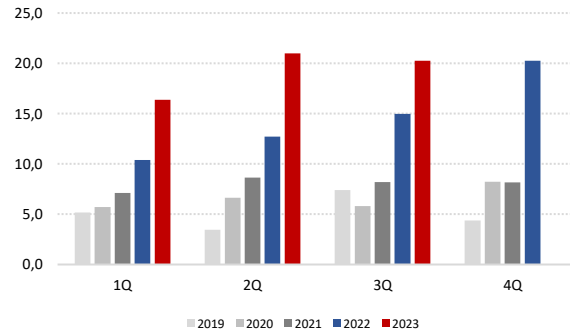
- Wyniki 3Q'23 były zbliżone do naszych oczekiwań i wyraźnie lepsze r/r.
- Na poziomie przychodów w 3Q'23 spółka odnotowała 366 mln PLN, wzrost o 5% r/r (wzrost w każdym z głównych segmentów).
- EBIT na poziomie 20,3 mln PLN vs 15,0 mln PLN rok temu oraz 21,7 mln PLN w naszych prognozach. Saldo pozostałej działalności -0,4 mln PLN (strata w segmencie „pozostałe” na poziomie -5,2 mln PLN).
- Kolejny raz bardzo dobry wynik zanotowano w segmencie realizacji dla przemysłu (+12,2 mln PLN EBIT vs 9,8 mln PLN rok temu, przy lepszej r/r marży).
- Nieco słabszy r/r wynik w konstrukcjach maszynowych (1,3 mln PLN EBIT vs 1,7 mln PLN rok temu – sezonowo słaby kwartał, ze względu na przerwę wakacyjną).
- Nieco lepszy r/r wynik w budownictwie ogólnym (12,1 mln PLN EBIT vs 11,4 mln PLN rok temu)
- Na wyniku brutto spółka odnotowała 20,9 mln PLN. Natomiast na poziomie netto 14,4 mln PLN. Stopa podatku wyniosła 29%.
- Gotówka netto na poziomie 143 mln PLN (z uwzględnieniem 57 mln PLN obligacji korporacyjnych ujętych w długoterminowych aktywach – obligacje o ratingu Ba1-A2 wg Moody's). W 3Q'23 spółka uzyskała środki z arbitrażu z Wood.
- W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 1,12 mld PLN przychodów (+31% r/r) oraz 46,9 mln PLN zysku netto (+104% r/r).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



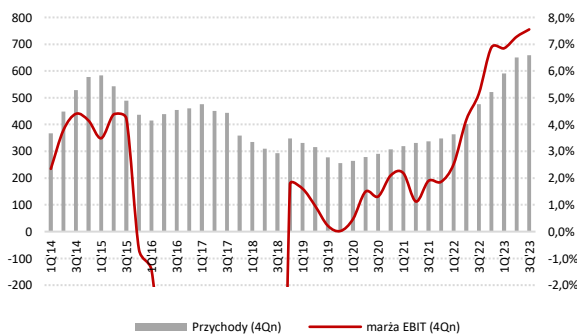
Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT wg kwartałów [mln PLN]



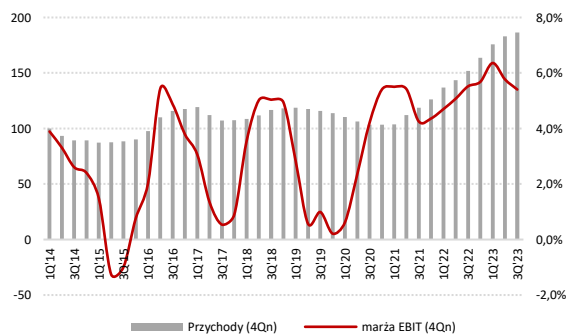
Źródło: BDM S.A., spółka,

Marża EBIT w segmencie realizacji przemysłowych



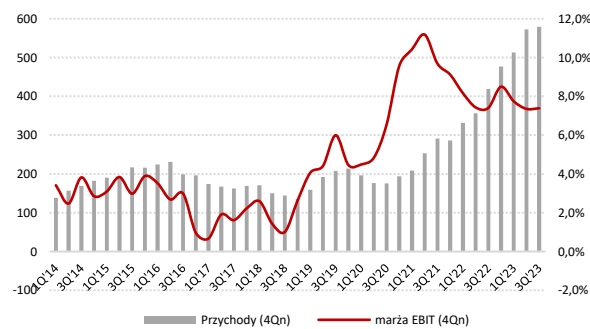
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie konstrukcji maszynowych



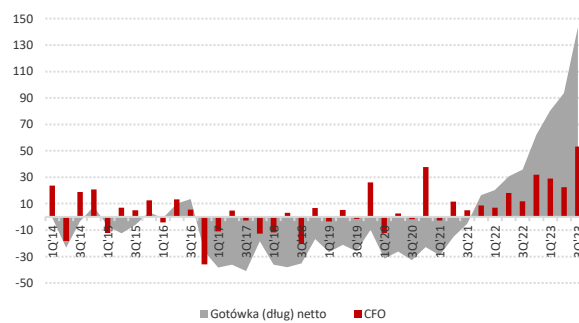
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie budownictwa ogólnego



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej po 3Q'23 (23/11/2023)

-4Q'23

- pozostało ok 250 mln PLN backlog na 2023
- marża może być lepsza niż po 1-3Q'23 ze względu na rozliczenie kontraktów (przy tym jedna EBIT z 4Q'22 stanowi wysoką bazę)

2023

- rok będzie rekordowy (ok. 1,3 mld PLN przychodów)
- spadek eksportu spowodowany ukończeniem kontraktu dla BASF
- w segmencie pozostałe w 2023 roku spółka zawiązywała rezerwy na spór z KT (w kolejnych kwartałach nie powinno już być negatywnego wpływu)

2024

- celem jest ok 1 mld PLN przychodów, 10% marży brutto ze sprzedaży,
- koszty SG&A mogą być podobne jak w 2023 (spółka nie planuje istotnego wzrostu wynagrodzeń)
- należy spodziewać się wzrostu eksportu (spółka negocjuje nowe kontrakty)
- 2H'24 może być mocniejsze niż 1H'24
- podejście do 2023 roku też początkowo było konserwatywny

Realizacja przemysłowe

- należy spodziewać się niższych przychodów q/q w 4Q'23
- w 2024 przychody niższe, ale nie drastycznie

Konstrukcje maszynowe

- sezonowo 2H'23 słabsze pod względem rentowności (dodatkowo 1Q'23 był ponadprzeciętny)
- wzrost przychodów podyktowany rozbudową mocy produkcyjnych
- spadek backlogu nie jest niepokojący, umowy ramowe są w trakcie aktualizacji na kolejny rok, zamówienia bieżące i perspektyw są dobre

Budownictwo ogólne

- spodziewana stabilizacja przychodów i marż w kolejnych kwartałach

Portfel

- spółka stara się ostrożnie pozyskiwać nowych klientów, woli pracować ze stałą grupą klientów
- spółka spodziewa się wzrostu backlogu w kolejnych miesiącach
- spółka ofertuje na 2 mld PLN, ofert jest wyjątkowo dużo (cztery-pięć dużych ofert: m.in. kolejne pakiety dla Synthosu, budowa szpitala w Gliwicach)
- spółka negocjuje kolejny kontrakt z BASF oraz kontrakty w obszarze Data Center
- spółka liczy na rynek spalarni śmieci w kolejnych latach
- spółka koncentruje się w eksporcie na Europie Zach, nie postrzega bezpośrednio Ukrainy jako rynku dla spółki

Rynek

- konkurencja jest nadal silna (przy czym bardziej w budownictwie ogólnym)

- Mittal

- obecnie trwa rozliczanie kontraktu na modernizację wielkiego pieca
- spółka pozyskała kilka mniejszych kontraktów podwykonawczych
- spółka będzie głównym partnerem dekarbonizacji (podpisano pierwszy mały kontrakt projektowy, w 2H'24 możliwe większe zlecenia, przewagą spółki jest doświadczenie Biprohutu w projektowaniu huty)

Posco

- 80% kontraktu jest wykonane z 400 mln PLN w części budowlanej
- rozszerzenie zakresu w części montażowej

Pozycja gotówkowa

- obligacje PZU i banków traktowane jako płynne aktywa
- w 2024 roku skup akcji powinien być większy (w oparciu o jednostkowy wynik netto)
- 4Q'23 mocny gotówkowo

M&A

- spółka przegląda się, ale ostrożnie podchodzi do przejmowania spółek budowlanych (ryzyka wewnętrzne)

CAPEX

- w 2023 poniżej amortyzacji
- w 2024 budowa zakładu do prefabrykacji za ok 20 mln PLN + inwestycje odtworzeniowe (w sumie ok 30 mln PLN)

Spór z KT

- w grudniu powinno pojawić się stanowisko KT (pozew) w sprawie sporu
- spółka zawiązała rezerwy przez segment „pozostałe” w 2023

PRInŻ

- możliwy wyrok w 2024 roku

Wyniki i prognozy skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	160,0	206,4	203,4	200,2	230,9	275,9	349,0	316,5	347,6	407,3	365,9	257,0	239,0	241,3	247,1	248,1
Realizacje przemysłowe	79,9	89,2	85,2	93,6	95,8	127,0	159,8	139,2	165,1	186,8	167,2	90,0	85,0	85,0	100,0	100,0
Konstrukcje masz.	29,4	33,1	29,5	34,1	40,1	39,9	37,7	45,9	52,4	47,1	41,3	45,0	52,0	54,3	45,1	46,1
Ogólne	47,1	82,0	86,8	70,3	92,6	106,7	149,4	128,6	128,7	166,1	155,8	120,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Inne	3,6	2,1	1,9	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	1,5	7,4	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zysk brutto	18,7	19,7	19,4	19,5	22,3	27,4	26,9	35,8	29,7	35,4	37,8	28,6	24,7	23,7	24,3	24,2
SG&A	11,2	10,7	10,5	14,5	11,3	12,8	11,4	16,6	13,6	13,3	17,1	15,1	13,8	13,6	15,5	15,2
Zysk na sprzedaży	7,5	9,0	8,9	4,9	11,0	14,6	15,5	19,2	16,2	22,2	20,6	13,5	10,9	10,0	8,8	9,1
EBITDA	10,3	11,8	11,3	11,1	13,3	15,8	18,4	23,5	19,8	25,7	24,2	17,4	14,8	13,9	12,7	13,1
EBIT	7,1	8,6	8,2	8,2	10,4	12,7	15,0	20,2	16,4	21,0	20,3	13,5	10,9	10,0	8,8	9,1
Realizacje przemysłowe	1,6	-0,3	2,1	3,2	4,3	7,3	9,8	14,5	8,8	14,2	12,2	5,9	3,8	3,8	4,5	4,5
Konstrukcje masz.	1,5	1,4	0,7	2,0	2,4	2,3	1,7	2,9	4,3	1,6	1,3	1,8	3,1	2,7	1,8	2,3
Ogólne	5,9	9,0	6,9	4,3	6,8	8,5	11,4	13,9	6,0	10,8	12,1	7,8	6,0	5,5	4,5	4,3
Inne	-1,4	-1,1	-1,4	-1,9	-2,8	-5,4	-7,7	-11,4	-3,1	-5,6	-5,2	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk brutto	4,4	6,9	6,6	5,1	9,7	10,7	16,9	18,4	16,4	27,4	20,9	13,7	12,0	11,2	9,7	9,6
Zysk netto	2,4	5,3	3,9	3,0	5,9	6,5	10,6	9,0	11,2	21,3	14,4	9,6	8,6	8,0	6,9	6,5
CFO	-2,8	11,6	4,9	8,7	6,8	18,1	11,8	32,0	28,9	22,5	53,2	10,6	8,0	8,0	8,0	14,9
Dług netto	29,2	15,1	5,1	-16,3	-20,3	-30,8	-35,9	-62,2	-80,2	-93,7	-143,4	-156,0	-160,1	-164,2	-125,9	-128,3
Marża brutto	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	7,7%	11,3%	8,5%	8,7%	10,3%	11,1%	10,4%	9,8%	9,8%	9,8%
SG&A/przychody	7,0%	5,2%	5,2%	7,3%	4,9%	4,6%	3,3%	5,2%	3,9%	3,3%	4,7%	5,9%	5,8%	5,6%	6,3%	6,1%
Marża EBITDA	6,4%	5,7%	5,6%	5,5%	5,8%	5,7%	5,3%	7,4%	5,7%	6,3%	6,6%	6,8%	6,2%	5,8%	5,1%	5,3%
Marża EBIT	4,4%	4,2%	4,0%	4,1%	4,5%	4,6%	4,3%	6,4%	4,7%	5,2%	5,5%	5,2%	4,6%	4,2%	3,6%	3,6%
Realizacje przemysłowe	2,0%	-0,3%	2,4%	3,4%	4,4%	5,7%	6,2%	10,4%	5,3%	7,6%	7,3%	6,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Konstrukcje masz.	5,0%	4,2%	2,2%	5,8%	6,0%	5,7%	4,6%	6,3%	8,2%	3,5%	3,1%	4,0%	6,0%	5,0%	4,0%	5,0%
Ogólne	12,4%	11,0%	7,9%	6,2%	7,4%	7,9%	7,6%	10,8%	4,7%	6,5%	7,7%	6,5%	6,0%	5,5%	4,5%	4,3%
Inne	-40%	-50%	-73%	-82%	-120%	-242%	-342%	-535%	-207%	-76%	-307%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
Marża zysku netto	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	3,0%	2,8%	3,2%	5,2%	3,9%	3,7%	3,6%	3,3%	2,8%	2,6%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz w stosunku do ostatniej rekomendacji* [mln PLN]

	2023		zmiana	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 156,6	1 377,9	19,1%	966,6	975,5	0,9%	979,9	987,2	0,7%
EBITDA	73,3	87,1	18,8%	47,9	54,6	13,9%	50,0	55,9	11,8%
EBIT	59,4	71,1	19,6%	33,4	38,8	16,3%	35,4	39,6	11,9%
Zysk netto	40,9	56,5	38,2%	23,4	29,9	27,8%	23,5	29,2	24,1%
Dług (gotówka) netto	-120,2	-156,0	---	-118,8	-128,3	---	-123,8	-137,4	---
Marża EBITDA	6,3%	6,3%		5,0%	5,6%		5,1%	5,7%	
Marża EBIT	5,1%	5,2%		3,5%	4,0%		3,6%	4,0%	
Marża zysku netto	3,5%	4,1%		2,4%	3,1%		2,4%	3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 05/06/2023

- Rok 2023 będzie najlepszym rokiem w historii spółki pod względem przychodów (po 1-3Q'23 są one bliskie całego 2022 roku). Na poziomie zysku netto zakładamy, że będzie to drugi najlepszy wynik w historii spółki (wyżej było tylko w 20006 roku – 69,1 mln PLN).
- Zakładamy wstępnie, że wyniki samego 4Q'23 będą słabsze r/r na poziomie przychodów i EBIT, co będzie pochodną niższego portfela. Przy czym wynik netto może być podobny/nieco lepszy r/r, biorąc pod uwagę kwestię podatku czy lepszego salda finansowego. Na ten moment nie zakładamy, że spółka rozpozna jakiś wynik na ugodzie z KT, aczkolwiek nie można wykluczyć takiego scenariusza (w ostatnich kwartałach były prawdopodobnie zawiązywane rezerwy na tą sprawę w segmencie „pozostałe”). Spodziewamy się bardzo dobrej pozycji gotówkowej, zakładamy, że może ona przekroczyć 150 mln PLN gotówki netto.
- Portfel spółki (-48% r/r po 3Q'23) wrócił do poziomów ostatni raz widzianych w 2020 roku, co będzie przekładać się na spadek przychodów r/r w najbliższych kwartałach. Wskazujemy jednocześnie na długoterminowe relacje spółki z klientami, dla których w ostatnich miesiącach zakończyły się duże kontrakty (BASF, Mittal), ale którzy powinni być źródłem nowych zleceń. Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów (dekarbonizacja hutnictwa, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers) wyróżniających ją na tle innych podmiotów z branży na GPW.
- Obecnie nasze prognozy na 2024/25 zakładają odpowiednio 976 / 987 mln PLN przychodów oraz 30 / 29 zysku netto. Prognozy te są na poziomie zysku netto o 28%/24% wyższe niż w naszej poprzedniej rekomendacji z czerwca'23. W kolejnych latach spodziewamy się, że spółka będzie w stanie utrzymać przychody ok. 1,0 mld PLN oraz EBITDA w okolicy 55 mln PLN (czyli powyżej poziomu z 2021 roku, ale niższy niż w okresie 2022-23). Nie spodziewamy się, by spółka wróciła do poziomu do przychodów z lat 2018-20 (ok. 0,6 mld PLN), ze względu na inflację cen w budownictwie w ostatnich 2 latach.

- W modelu przyjmujemy marżę brutto ze sprzedaży lekko poniżej 10% w długim terminie oraz marżę EBIT 3,5-3,7%. Średnia za lata 2018-22 to 10,5% dla marży brutto ze sprzedaży oraz 4% dla rentowności operacyjnej.
- Zakładamy, że spółka wypłaci akcjonariuszom w 2024 roku ok 40 mln PLN w formie skupu/dywidendy (0,58 PLN/akcję). W kolejnych latach zakładamy niższe dywidendy/skupy, co jest pochodną prognozowanego niższego wyniku (zakładamy wypłatę 75% skonsolidowanego zysku netto w 2025-26, a w kolejnych latach 100%).
- CAPEX w 2024 roku uwzględnia wyższe nakłady związane z budową zakładu prefabrykacji (ok 20 mln PLN).

Prognozy w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	613,2	601,4	616,9	770,1	1 172,3	1 377,9	975,5	987,2	1 030,2	1 059,1	1 084,5	1 100,8	1 111,8	1 122,9	1 134,1	1 145,5
Realizacje przemysłowe	347,5	256,4	307,0	347,9	521,8	609,0	370,0	397,8	417,6	434,3	447,4	454,1	458,6	463,2	467,8	472,5
Konstrukcje maszynowe	118,2	114,0	103,5	126,1	163,6	185,7	197,5	201,5	205,5	209,6	213,8	217,0	219,2	221,4	223,6	225,8
Ogólne	135,4	213,9	194,3	286,1	477,4	570,6	400,0	380,0	399,0	407,0	415,1	421,3	425,6	429,8	434,1	438,5
Inne	12,2	17,1	12,1	9,9	9,0	12,6	8,0	8,0	8,1	8,2	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7
Zysk brutto ze sprzedaży	69,6	64,8	72,1	77,3	112,5	131,4	96,9	99,1	100,9	103,3	105,4	106,4	106,8	107,7	108,6	109,5
SG&A	48,9	45,7	44,3	47,0	52,1	59,1	58,1	59,5	62,1	63,8	65,3	66,3	67,0	67,6	68,3	69,0
Zysk na sprzedaży	20,7	19,1	27,9	30,4	60,4	72,4	38,8	39,6	38,8	39,5	40,0	40,1	39,9	40,1	40,3	40,5
EBITDA	35,1	33,3	39,1	44,5	71,0	87,1	54,6	55,9	54,7	55,0	55,4	55,3	55,1	55,2	55,4	55,6
EBIT	22,9	20,4	26,4	32,1	58,3	71,1	38,8	39,6	38,8	39,5	40,0	40,1	39,9	40,1	40,3	40,5
Realizacje przemysłowe	6,2	0,1	6,4	6,5	35,9	41,0	16,7	19,4	20,3	21,0	21,5	21,7	21,8	21,9	22,0	22,1
Konstrukcje maszynowe	5,8	0,2	5,6	5,5	9,3	9,0	9,9	10,1	10,3	10,4	10,6	10,6	10,7	10,7	10,7	10,8
Ogólne	3,6	9,5	18,6	26,1	40,6	36,7	20,3	18,1	17,6	17,5	17,4	17,3	17,0	17,2	17,4	17,5
Inne	6,9	9,8	-3,9	-5,8	-27,4	-15,9	-8,0	-8,0	-9,3	-9,4	-9,5	-9,6	-9,7	-9,8	-9,9	-10,0
Zysk brutto	15,6	16,4	16,8	23,1	55,6	78,4	42,5	41,4	36,9	37,6	38,0	38,0	37,7	37,9	38,1	38,3
Zysk netto	11,1	10,1	10,2	14,7	32,0	56,5	29,9	29,2	25,9	26,4	26,7	26,7	26,6	26,7	26,8	26,9
CFO	-21,9	13,6	0,6	22,4	68,8	115,2	38,9	42,6	39,2	39,5	39,7	39,9	39,7	39,8	39,9	40,0
Dług netto	16,7	9,8	22,8	-16,3	-62,2	-156,0	-128,3	-137,4	-142,8	-143,8	-144,2	-144,5	-144,7	-145,1	-145,5	-145,8
Marża brutto ze sprzedaży	11,4%	10,8%	11,7%	10,0%	9,6%	9,5%	9,9%	10,0%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
SG&A/przychody	8,0%	7,6%	7,2%	6,1%	4,4%	4,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Marża EBITDA	5,7%	5,5%	6,3%	5,8%	6,1%	6,3%	5,6%	5,7%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%
Marża EBIT	3,7%	3,4%	4,3%	4,2%	5,0%	5,2%	4,0%	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
Realizacje przemysłowe	1,8%	0,0%	2,1%	1,9%	6,9%	6,7%	4,5%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%
Konstrukcje maszynowe	4,9%	0,2%	5,4%	4,4%	5,7%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%
Ogólne	2,6%	4,5%	9,6%	9,1%	8,5%	6,4%	5,1%	4,8%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Inne	56%	57%	-32%	-58%	-305%	-127%	-100%	-100%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%
Marża zysku netto	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%	4,1%	3,1%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

ISTOTNE SPORY PRAWNE

Spółka obecnie toczy trzy istotne spory, które mogą w przyszłości wpływać na jej wyniki i pozycję gotówkową:

- stadion Śląski,
- EFRA Lotos,
- DTŚ.

W 2023 zakończyły się natomiast sprawy dotyczące sporu z HZI (Ferrybridge) i z Wood (baza NATO) w 1H'23 (opisywane przez nas w poprzedniej rekomendacji) oraz z KT w grudniu 2023.

Znaczące spory prawne spółki [mln PLN]

kontrakt	strona	kwota żądana przez MSZ	kwota żądana przez II stronę	stan bieżący	oczekiwany czas
Stadion Śląski Drogowa Trasa Średnicowa	Woj. Śląskie	17,1	177,7*	proces sądowy w toku	kilka lat
	DTŚ, Woj. Śląskie	68,9	0,0	proces sądowy w toku	kilka lat

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *kwota żądana od całego konsorcjum (pierwotnie kary umowne, o jakie wnioskował inwestor miały wynieść 63 mln PLN, z tego 27 miało przypadać na MS Zabrze, co daje 41,5% - > 41,5% ze 177,7 mln PLN to 73,8 mln PLN)

Lotos EFRA (podwykonawstwo dla Kinetics Technology)

Spółka zawarła w drugiej połowie grudnia z KT ugodę w sprawie końcowego rozliczenia umowy na wykonanie pakietu prac mechanicznych w ramach projektu EFRA. Wcześniej Mostostal złożył przeciw KT wniosek o arbitraż o zapłatę 19,4 mln PLN (+odsetki) w związku z brakiem ostatecznego rozliczenia projektu EFRA a KT złożyło wniosek o zapłatę 90,8 mln PLN (nie były to formalne roszczenia). Do 22 grudnia 2023 roku KT miało złożyć formalny pozew wzajemny.

KT dokona zapłaty na rzecz spółki kwoty 3,2 mln PLN netto, jako końcowego wynagrodzenia z tytułu realizacji umowy oraz 5,6 mln PLN jako zwrot kaucji gwarancyjnej. Każda ze stron złożyła do Sądu Arbitrażowego wniosek obejmujący oświadczenie o cofnięciu roszczeń oraz o umorzenie postępowania arbitrażowego.

Informacja o ugodzie jest dla nas pozytywna, biorąc pod uwagę skalę kwot jakie w pierwotnym wniosku o arbitraż wymieniało KT. Na koniec 3Q'23 MS Zabrze miał ujęte w należnościach 5,6 mln PLN od KT (kwota równa zwracanej kaucji). W trakcie 2023 spółka sygnalizowała, że zawiązywała też dodatkowe rezerwy dotyczące sprawy (nie znamy ich skali). Wstępnie zakładamy, że uгода będzie miała neutralny wpływ na wyniki księgowe 4Q'23.

Stadion Śląski

Jest to najbardziej zawiła sprawa, która ciągnie się od 2011 roku.

Konsorcjum Hochtief (lider) – Mostostal Zabrze – Thermoserr pozyskało kontrakt za 277 mln PLN netto na zadanie Stadionu Śląskiego w 2009 roku. W 2011 roku doszło do awarii przy podnoszeniu konstrukcji dachu, co zatrzymało inwestycję. W 2Q'13 konsorcjum odstąpiło od kontraktu. Na początku 3Q'13 także zamawiający złożył oświadczenie o rozwiązaniu kontraktu, domagając się wtedy 65,5 mln PLN kar od konsorcjum, w tym 27,2 mln PLN do Mostostalu Zabrze. Konsorcjum wystąpiło z pozwem (o wartości 36,0 mln PLN, w tym 17,1 mln PLN dla MSZ) o ustalenie, że zamawiający nie jest uprawniony do pobrania gwarancji. W 2014 roku spółka złożyła pozew przeciwko Województwu Śląskiemu o zasądzenie kwoty 12,0 mln PLN + 0,6 mln EUR m.in. za koszty usuwania skutków awarii. Na przestrzeni lat kwota roszczeń składanych przez Województwo Śląskie urosła do 177,7 mln PLN (wobec konsorcjum). Od roku 2020 odbywają się rozprawy sądowe, w trakcie których przesłuchani są świadkowie.

Zdaniem zarządu Mostostalu Zabrze, główną przyczynę nieukończenia inwestycji stanowiła błędna dokumentacja projektowa dachu stadionu, za którą odpowiedzialny był zamawiający. Spółka nie ma ujętych w bilansie roszczeń ani rezerw wynikających z toczącej się sprawy.

DTŚ

W 2003 roku PRInż (kontrolowany wtedy w 33% przez MS Zabrze, który miał w tamtym okresie duże problemy finansowe) zawarł umowę na realizację przebudowy ronda w Katowicach (w ciągu Drogowej Trasy Średnicowej). W wyniku problemów PRInż-u kontrakt został wypowiedziany w 2005 roku, a spółka w tym samym roku została postawiona w stan upadłości likwidacyjnej (w 2007 zmieniono postępowanie na układowe, a w 2008 roku MS Zabrze stał się akcjonariuszem dominującym podmiotu). W 2014 roku PRInż wniósł pozew przeciw Województwu Śląskiemu o zwrot środków pieniężnych z pobranych kwot gwarancji, stanowiących zabezpieczenie umowy (69,0 mln PLN). W 2021 Sąd Okręgowy odrzucił argumentację PRInż, jednak w wyniku apelacji w listopadzie 2022 Sąd Apelacyjny nakazał ponowne rozpatrzenie sprawy. W lutym 2023 roku Województwo Śląskie złożyło do Sądu Najwyższego zażalenie na to postanowienie. W lipcu 2023 roku Sąd Najwyższy uchylił wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach i przekazał temu sądowi do ponownego rozpoznania. Wyrok Sądu Apelacyjnego będzie wyrokiem prawomocnym.

PEKABEX

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 27,3 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Uważamy, że udział prefabrykacji w rynku budowlanym w kolejnych latach będzie nadal systematycznie rósł. Spółka powinna być beneficjentem trudniejszego dostępu do siły roboczej na budowach czy standaryzacji „produkcji” mieszkań (zwracamy uwagę na zapowiedzi nowego rządu w kwestii budownictwa społecznego czy powrót rynku PRS przy obniżkach stóp proc.). Za 2023 spółka powinna uzyskać rekordowe EBITDA i zysk netto w skali roku (głównie na bazie udanego 1H'23). Portfel spółki po 3Q'23 był o 4% niższy r/r, ale w odniesieniu do kolejnego roku o 19% wyższy. W 2024 roku w segmentach prefabrykacji i GW postępować może „normalizacja” marż po ponadprzeciętnym 1H'23. Wyniki powinny być wsparte natomiast przez segment deweloperski. Zakładamy, że na poziomie EBITDA czy zysku netto w 2024 roku wyniki będą zbliżone r/r. Istotnej poprawy przychodów z prefabrykacji i usług budowlanych oczekujemy w 2025 roku, co w połączeniu z nadal istotnym wkładem deweloperki, powinno pozwolić na wyraźną poprawę wyników. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 27,3 PLN, co implikuje rozpoczęcie wydawania rekomendacji od zalecenia Kupuj.

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka miała 1,18 mld PLN przychodów (-6% r/r) oraz 60,7 mln PLN zysku netto (+27% r/r). Wyniki samego 3Q'23 były jednak słabsze r/r i niższe od konsensusu. Rentowności w podstawowych segmentach były niższe niż w 1H'23, co wynika naszym zdaniem z wygasania pozytywnego efektu spadku presji kosztowej (portfel spółki relatywnie szybko rotuje na tle branży). Dług netto po 3Q'23 wynosił 202 mln PLN.

Portfel

Portfel zleceń po 3Q'23 to 1,02 mld PLN (vs 1,06 mld PLN rok wcześniej). Produkcja w 3Q'23 była niższa o -23% r/r, w X-XI'23 spadek wyniósł -21% r/r. Zwracamy uwagę, że przychody nie spadają w takim tempie ze względu na wyższe ceny jednostkowe oraz rozwój usług GW. W okresie I-XI'23 produkcja wyniosła 194 tys m3 (-22% r/r). W rekordowym całym 2021 roku było to 266 tys m3. Obecne moce produkcyjne spółki wynoszą 205 tys m3 struktur i ścian, 555 tys m2 stropów, 500 tys m2 stropów i ścian filigranowych oraz 60 tys m3 elementów tubingowych. Spółka zapowiada rozbudowę mocy w obszarach związanych z obiektami mieszkaniowymi.

Pozycjonowanie segmentowe

Produkty spółki (prefabrykaty żelbetowe i sprężone) znajdują zastosowanie przy budowie konstrukcji obiektów kubaturowych, przemysłowych, infrastrukturalnych, stadionów czy projektów nietypowych (np. zbiorniki, elementy tuneli itp). Równolegle spółka świadczy usługi GW (z wykorzystaniem konstrukcji prefabrykowanych) w formule P&B. Pekabex w stosunku do części innych podmiotów z GPW ma relatywnie niższą ekspozycję na środki z KPO/FENiKS, jednak jest obecny w wielu obszarach, gdzie środki te będą alokowane np. budynki użytku publicznego w różnej formie czy częściowo infrastruktura. Zwracamy uwagę na pulę pożyczek w ramach KPO, która ma być skierowana na budowę mieszkań społecznych/samorządowych (3,4 mld PLN). Pekabex w ostatnich latach budował referencje w tym obszarze (m.in. we Włocławku, którego wiceprezydent ma wejść do rządu i odpowiadać za kwestie dotyczące budownictwa mieszkaniowego). Pekabex prowadzi również realizację projektów deweloperskich na własny rachunek w technologii prefabrykowanej (680 lokali potencjalnie do rozpoznania w wynikach w 2024-25) i zakłada rozwój tego obszaru w kolejnych latach.

Prognozy wyników, wskaźniki

Okres 4Q'22 był bardzo mocny marżowo i zbliżenie się do tych wyników jest mało prawdopodobne (w 4Q'23 zakładamy spadek EBIT o -40% r/r). Estymujemy w całym 2023 roku 72 mln PLN zysku netto (+7% r/r, rekord w historii spółki, dzięki mocnym wynikom 1H'23). W 2024 spodziewamy się, że EBIT czy zysk netto będą dość zbliżone r/r (wyższa kontrybucja deweloperki, normalizacja marż w pozostałych obszarach). Z kolei istotniejszej poprawy przychodów z prefabrykacji i usług budowlanych oczekujemy w 2025 roku, co w połączeniu z nadal istotnym wkładem deweloperki, powinno pozwolić na wyraźną poprawę wyników. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=5,0x, P/E'24=8,2x.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	952,3	1 504,9	1 677,9	1 585,1	1 756,7	2 024,6
EBITDA [mln PLN]	89,5	84,5	127,7	138,1	137,1	158,2
EBIT [mln PLN]	69,5	57,8	100,0	108,1	106,6	126,3
Zysk netto [mln PLN]	57,9	40,3	67,3	71,9	70,5	96,8
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	94,0	134,3	101,7	171,1	104,7	0,9
P/BV	1,7	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9
P/E	10,0	14,4	8,6	8,0	8,2	6,0
EV/EBITDA	7,5	8,4	5,3	5,4	5,0	3,7
EV/EBIT	9,7	12,3	6,8	6,9	6,4	4,6
DPS [PLN/akcje]	0,16	0,41	0,20	0,41	0,51	0,57

Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Wycena DCF [PLN]	26,9
Wycena porównawcza [PLN]	28,7
Wycena końcowa [PLN]	27,3
Potencjał do wzrostu / spadku	17,0%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	23,3
Kapitalizacja [mln PLN]	578,5
Ilość akcji [mln. szt.]	24,8
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	24,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,0
Stopa zwrotu za 3 mc	16,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	3,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	39,6%
Struktura akcjonariatu:	
STE wraz z PWM	39,4%
Cantorelle Limited	11,9%
Fernik Holdings Limited	8,2%
OFE N-N	6,9%
Pozostali	33,6%
stopy 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



WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	26,9
Wycena metodą porównawczą	20%	28,7
Wycena 1 akcji [PLN]		27,3

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 756,7	2 024,6	2 195,2	2 350,8	2 491,9	2 614,0	2 712,9	2 785,2	2 844,0	2 904,2
EBIT [mln PLN]	106,6	126,3	131,4	138,5	144,8	150,2	154,4	157,4	159,8	162,2
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	20,3	24,0	25,0	26,3	27,5	28,5	29,3	29,9	30,4	30,8
NOPLAT [mln PLN]	86,3	102,3	106,4	112,2	117,3	121,6	125,1	127,5	129,4	131,4
Amortyzacja [mln PLN]	30,5	32,0	34,5	36,4	38,0	39,0	39,4	39,5	39,5	39,3
CAPEX [mln PLN]	-32,5	-45,5	-47,0	-44,5	-47,8	-41,6	-41,9	-40,4	-40,2	-39,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4,8	31,3	-24,5	-22,3	-20,2	-17,5	-14,2	-10,4	-8,4	-8,6
FCF [mln PLN]	89,1	120,1	69,5	81,8	87,3	101,6	108,4	116,2	120,2	122,3
DFCF [mln PLN]	79,4	95,1	48,8	50,9	48,1	49,5	46,6	44,2	40,4	36,3
Suma DCF [mln PLN]	539,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 112,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	329,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	869,1									
Dług netto 2023P [mln PLN]	171,1									
Udziały mniejszości [mln PLN]	-30,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	667,9									
Ilość akcji [mln szt.]	24,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	26,9									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	10,8%	15,2%	8,4%	7,1%	6,0%	4,9%	3,8%	2,7%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-1,4%	18,4%	4,0%	5,4%	4,6%	3,7%	2,8%	1,9%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	---	34,7%	-42,1%	17,8%	6,8%	16,4%	6,6%	7,2%	3,5%	1,7%
Marża EBITDA	7,8%	7,8%	7,6%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,1%	7,0%	6,9%
Marża EBIT	6,1%	6,2%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%
Marża NOPLAT	4,9%	5,1%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
CAPEX / Przychody	1,9%	2,2%	2,1%	1,9%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	106,7%	142,3%	136,3%	122,2%	125,7%	106,5%	106,4%	102,3%	101,9%	101,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,3%	-1,5%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,8%	-11,7%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	88,0%	90,5%	93,0%	95,2%	96,6%	97,8%	99,0%	99,9%	99,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	12,0%	9,5%	7,0%	4,8%	3,4%	2,2%	1,0%	0,1%	0,1%	0,0%
WACC	12,3%	12,5%	12,7%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

beta	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	
	0,8	31,0	32,8	35,1	6,0%	32,6	34,6	37,2	6,0%	37,6	34,6	32,0
	0,9	28,2	29,6	31,4	7,0%	28,8	30,4	32,3	7,0%	33,3	30,4	27,9
	1,0	25,7	26,9	28,3	8,0%	25,7	26,9	28,3	8,0%	29,6	26,9	24,5
	1,1	23,5	24,5	25,7	9,0%	23,1	24,0	25,1	9,0%	26,6	24,0	21,8
	1,2	21,6	22,5	23,4	10,0%	20,8	21,5	22,4	10,0%	24,0	21,5	19,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

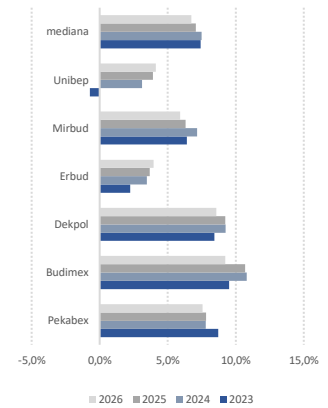
WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 18,7 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18,1	16,0	17,1	10,0	8,4	8,6
Dekpol	5,4	4,7	5,2	3,5	2,9	2,5
Erbud	18,4	11,6	8,5	5,5	4,7	4,0
Mirbud	5,8	6,9	6,8	3,5	3,9	3,6
Unibep	23,9	5,1	4,0	5,9	3,2	2,6
Mediana	14,1	8,6	7,7	4,5	3,5	3,3
Pekabex	8,2	6,0	5,7	5,0	3,7	3,2
Premia / dyskonto	-41,8%	-30,8%	-25,8%	10,6%	3,6%	-2,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	40,0	33,7	31,4	20,7	22,5	23,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	35,0			22,3		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	28,7					

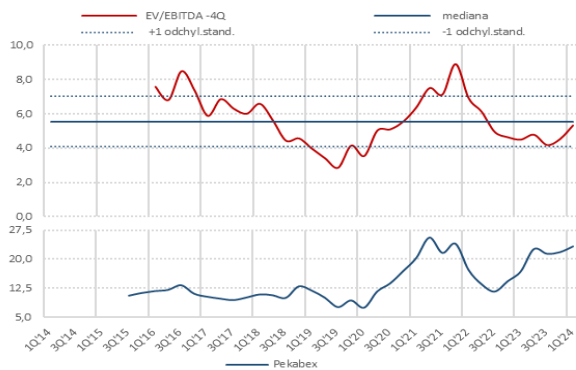
Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

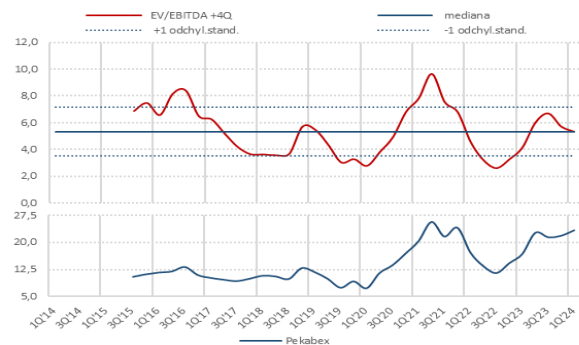
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

Pekabex EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs 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)

Pekabex EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs 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)

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną.** Spółka jest przede wszystkim ściśle uzależniona od koniunktury w budownictwie, popytu inwestycyjnego, planów rozwoju przedsiębiorstw oraz planów dotyczących wydatków infrastrukturalnych. Branża budowlana charakteryzuje się wysoką wrażliwością na sytuację makroekonomiczną, a jej rozwój jest w dużym stopniu uzależniony od cyklu koniunktury. Podstawową działalnością spółki jest produkcja prefabrykatów żelbetowych i sprężonych. Produkty spółki i świadczone usługi znajdują zastosowanie przede wszystkim przy budowie konstrukcji obiektów kubaturowych (m.in. magazyny, mieszkania), przemysłowych czy infrastrukturalnych.
- **Ryzyko związane z charakterem działalności budowlanej.** Działalność budowlana opiera się na realizacji jednostkowych kontraktów, a osiągnięte z niej wyniki zależą niejednokrotnie od czynników zewnętrznych, nieależących po stronie wykonawcy. W czasie realizacji kontraktów należy mieć na uwadze szereg takich czynników ryzyka jak: ryzyko przekroczenia terminów umownych, upadłości kontrahentów, ryzyko związane z procesem uzyskiwania decyzji administracyjnych, ryzyko związane z odpowiedzialnością za podwykonawców oraz członków konsorcjów budowlanych. Opóźnienia oraz przestoje w wykonywanych pracach mogą stanowić utrudnienie dla efektywnego zarządzania kosztami operacyjnymi, co może stanowić przyczynę okresowego obniżenia stopnia wykorzystania potencjału produkcyjnego i negatywnie wpływać na wyniki.
- **Ryzyko związane z realizacją projektów deweloperskich.** Realizacja projektów deweloperskich towarzyszy wiele istotnych ryzyk. Obejmują one w szczególności nieuzyskanie wymaganych pozwoleń, niezbędnych do wykorzystania gruntów czy oddania budynku do użytkowania, opóźnienia w zakończeniu budowy, koszty przewyższające założenia budżetu, spory pracownicze u wykonawców lub podwykonawców, niedobór materiałów lub sprzętu budowlanego, nieszczęśliwe wypadki lub nieprzewidziane trudności techniczne.
- **Ryzyko związane ze zmianą cen rynkowych surowców.** Rentowność produkcji prowadzonej przez spółkę jest w znacznej mierze uzależniona od wahań cen surowców, w tym przede wszystkim stali, cementu i kruszyw. Wysoka niestabilność cen może negatywnie wpływać na osiągnięte wyniki. Ze względu na relatywnie krótki przeciętny czas realizacji kontraktów powyższe ryzyko było dotąd ograniczone. Spółka nie stosuje instrumentów pochodnych w celu zabezpieczenia cen towarów i usług. W niektórych umowach z kontrahentami spółka stosuje zapisy o indeksacji cen dla najbardziej zmiennych i istotnych kosztowo pozycji. Wzrost cen surowców przekłada się na wzrost cen oferowanych produktów i w rezultacie może prowadzić ograniczenie ich sprzedaży względem konkurencyjnych technologii.
- **Ryzyko walutowe.** Przychody i koszty w Skandynawii ponoszone są głównie w PLN i SEK. Przychody i koszty ponoszone przez oddział w Niemczech w EUR w wysokim stopniu się bilansują. W przypadku znaczących kontraktów denominowanych w walucie obcej (w szczególności EUR oraz SEK) spółka minimalizuje ryzyko zawierając transakcje walutowe (forwardy).
- **Ryzyko związane z wejściem na nowe rynki.** Pekabex prowadził dotychczas działalność w formule generalnego wykonawcy na rynku polskim. Na rynkach zagranicznych spółka realizowała przede wszystkim dostawy prefabrykatów i ich montaż (podwykonawstwo). W 2023 spółka po raz pierwszy pozyskała kontrakt GW na rynku szwedzkim i planuje rozwój w tym obszarze na rynkach zagranicznych. Wejście na nowe obszary rynku może wiązać się np. z błędną identyfikacją ryzyk prawnych, podatkowych czy specyfiki działania zamawiających, partnerów czy podwykonawców.
- **Bariery wejścia/konkurencja.** Bariery wejścia na rynek prefabrykacji są relatywnie wysokie ze względu na konieczność poniesienia znacznych nakładów inwestycyjnych na budowę/akwizycję mocy produkcyjnych. Prowadzenie działalności deweloperskiej wiąże się z koniecznością zapewnienia m.in. odpowiedniego poziomu finansowania (nabycie gruntów, finansowanie procesu budowy). Natomiast bariery związane z prowadzeniem działalności w formule generalnego wykonawstwa są relatywnie niskie a konkurencja w tym obszarze wysoka. Przewagą konkurencyjną Pekabexu jest możliwość zaoferowania kompleksowej oferty (usługa projektowania, generalnego wykonawstwa związana z dostarczeniem prefabrykatów).
- **Ryzyko związane z utrzymaniem odpowiedniej kadry pracowniczej.** Rozwój spółki zależy od możliwości zatrzymania kadry i pozyskania pracowników o odpowiednich kwalifikacjach i doświadczeniu, w szczególności w zakresie produkcji betonu sprężonego i struktur zbrojonych.
- **Ryzyko środowiskowe.** Ze względu na wpływ sektora budownictwa na emisję CO₂, podejmowane są działania regulacyjne z zakresu środowiskowego, mające na celu jego minimalizację. Może to istotnie wpłynąć na produkty spółki i konieczność ich dostosowania do wymagań bardziej restrykcyjnych przepisów (na przykład dotyczących efektywności energetycznej budynków). Istnieje ryzyko znacznego wzrostu kosztu działalności poprzez wprowadzenie dodatkowych bądź zwiększonych opłat za emisję, co przełoży się w szczególności na ceny materiałów kupowanych przez spółkę
- **Spory sądowe, administracyjne.** Spółka jest stroną postępowań administracyjnych i sądowych, w tym dotyczących wierzytelności i zobowiązań z umów handlowych. Za istotną sprawę sporną spółka uznaje spór z Marathon International dotyczący umowy z 2016 roku. Spółka złożyła do sądu powództwa przeciwko Marathon, których łączna wartość to ok. 5,3 mln PLN (dotyczą należności oraz zwrotu niesłusznie pociągniętej i wypłaconej gwarancji bankowej dobrego wykonania). Spółka ma zawiązane rezerwy na należności w kwocie 4,2 mln PLN. W 2021 sąd zasądził na rzecz spółki 1,3 mln PLN w sprawie o ciągnięcie gwarancji bankowej (spółka otrzymała zasądzoną kwotę wraz z odsetkami, ale Marathon złożył skargę kasacyjną do Sądu Najwyższego). W 2020 roku Marathon złożył pozew na kwotę 6,6 mln PLN (Pekabex w 2Q'20 zawiązał 3 mln PLN rezerwy na tą sprawę, obecnie toczy się postępowanie dowodowe). Łączna wartość odpisów na należności oraz rezerw z tytułu sporu z Marathon wynosi 7,2 mln PLN. Jedną ze spółek zależnych była stroną postępowań administracyjnych, które miały na celu ustalenie dopuszczalnego maksymalnego poziomu hałasu emitowanego do środowiska przez zakład w Poznaniu. Obecnie nie toczą się już postępowania w tej sprawie, jednak nie można wykluczyć, że w ewentualnych przyszłych postępowaniach.

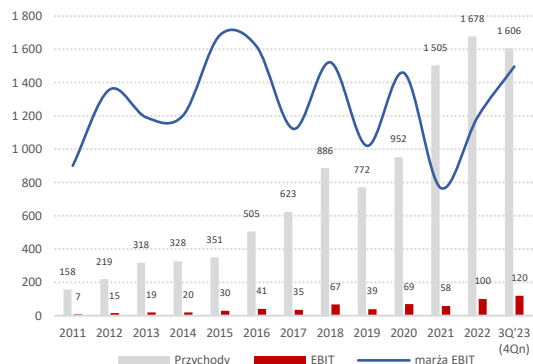
MODEL BIZNESOWY

Akcjonariat

	Akcje [tys]	% akcji	Głosy [tys]	% głosów
Maciej Grabski*	10 474	42,2%	10 474	42,2%
Cantorelle Limited**	2 958	11,9%	2 958	11,9%
Fernik Holdings Limited***	2 029	8,2%	2 029	8,2%
OFE N-N	1 710	6,9%	1 710	6,9%
Pozostali	8 220	33,1%	8 344	33,6%
Razem	24 827	100,0%	24 827	100,0%

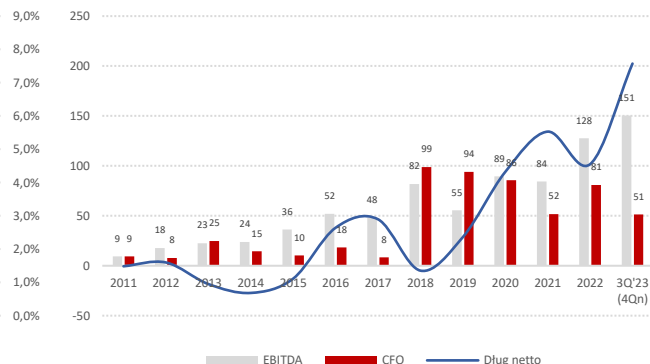
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *przez podmioty kontrolowane (członek RN, historycznie jest to współtwórca Wirtualnej Polski), **podmiot kontrolowany przez Olesija Kuznetsova (historyczne powiązania z Sovereign Capital), ***podmiot kontrolowany przez Roberta Jędrzejowskiego (prezes Pekabex, historycznie prezes i główny akcjonariusz Sovereign Capital, wcześniej m.in. w banku ABN Amro)

Przychody, EBIT i marża operacyjna [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Dług netto, EBITDA i cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Historia

Historia Pekabexu sięga powstałego w latach 70-tych Poznańskiego Kombinatu Budowy Domów. Pod koniec lat 90-tych spółka w formule NFI zadebiutowała na GPW, by w 2005 roku znaleźć się w upadłości likwidacyjnej (akcje wycofano z GPW). W 2006 roku spółce udało się pozyskać inwestorów w postaci M. Grabskiego (współzałożyciel WP.pl) i fundusz restrukturyzacyjny Sovereign Capital, którzy od 2008 roku rozpoczęli proces restrukturyzacji. Spółka w obecnej formie zadebiutowała na GPW w 2015 roku (sprzedaż części istniejących akcji oraz nowa emisja na 30 mln PLN po 10 PLN/szt.).

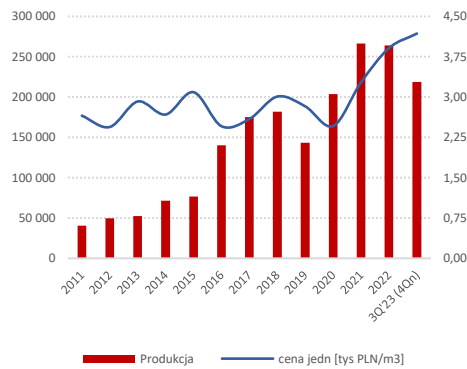
Zakres działalności

Spółka prowadzi działalność w podziale na następujące segmenty:

- Prefabrykacja - projektowanie, produkcja, dostawa i montaż konstrukcji prefabrykowanych zarówno w kraju jak i zagranicą. W segmencie rozpoznawane przychody w ramach kontraktów, w których spółka jest i) jedynie dostawcą elementów, ii) dostawcą elementów z montażem, iii) część przychodów dotycząca konstrukcji prefabrykowanych, która wykonywana jest w ramach kontraktów GW w segmencie usługi budowlane
- Usługi budowlane - kompleksowa realizacja kontraktów w charakterze wykonawcy (GW) przy współudziale podwykonawców zewnętrznych, z wyłączeniem części kontraktu w zakresie konstrukcji prefabrykowanej (prezentowanej w segmencie Prefabrykacja).
- Projekty deweloperskie - działalnością deweloperską w obszarze mieszkaniowym prowadzona przez spółki celowe oraz spółkę koordynującą (Pekabex Development)
- Usługi produkcyjne - wykonywanie elementów prefabrykowanych z powierzonych materiałów, przy użyciu maszyn i urządzeń udostępnianych przez zamawiających, która jest realizowana w ich fabrykach. Spółka dostarcza w ramach usługi kadrę pracowników, know-how i wiedzę specjalistyczną.
- Pozostałe – usługi najmu na nieruchomościach oraz inwestycjach komercyjnych (hala logistyczna w Poznaniu), sprzedaż materiałów oraz inne o małym znaczeniu.

Prefabrykacja

Podstawową działalnością spółki obecnie jest produkcja elementów nowoczesnego budownictwa systemowego: prefabrykatów żelbetowych i sprężonych. Produkty znajdują zastosowanie przy budowie i wznoszeniu konstrukcji obiektów przemysłowych, handlowych, mieszkaniowych, biurowych, infrastrukturalnych i energetycznych, parkingów, stadionów oraz projektów nietypowych (np. niecki fontann, indywidualnie projektowane i produkowane zbiorniki, łupiny prefabrykowane, elementów tuneli i mostów, biegi schodowe).

Produkcja [m3] i cena jednostkowa [tys m3]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Grupa Pekabex posiada obecnie sześć zakładów produkcyjnych, jeden na terenie Niemiec i pięć na terenie Polski, w tym fabrykę w Gdańsku, która jest jednym z najnowocześniejszych tego typu obiektów w Europie. Odbyna się w niej w pełni zautomatyzowana produkcja stropów filigranowych, ścian z podwójnego filigranu oraz ścian pełnych.

Od 2013 roku produkcja spółki wzrosła z 53 tys m3 do ok 265 tys m3 w 2021-22 roku. W ostatnich czterech kwartałach produkcja wyniosła 219 tys m3. Spadek podyktowany jest mniejszym poziomem zamówień na konstrukcje prefabrykowane m.in. z segmentu logistycznego a także zakończeniem kontraktów tubingowych.

Plany inwestycyjne spółki zakładają rozbudowę mocy produkcyjnych m.in. w segmencie mieszkaniowym. Spółka chciałaby mieć moce produkcyjne umożliwiające budowę ponad 10 tysięcy lokali rocznie (5% z ok. 240 tys powstających obecnie rocznie mieszkań i domów). Spółka swoją ofertę może kierować np. do samorządów. Obecne moce spółka szacuje na 5-7 tys mieszkań. W pierwszej kolejności spółka chce rozbudować linie w Mszczonowie za kwotę ok 15 mln PLN. Drugą inwestycję w tym obszarze, większą pod względem nakładów finansowych, spółka zamierza rozpocząć na przełomie 2024/24 w Bielsku-Białej (budowa nowej hali).

Moce produkcyjne spółki

Moce produkcyjne:
Moce produkcyjne razem:

 205 tys. m³ - struktury i ściany, 1 055 tys. m² - płyty i elementy stropowe, 60 tys. m³ - elementy tubingowe

Gdańsk I

 40 tys. m³ – struktury i ściany,
120 tys. m² – płyty stropowe

Gdańsk II

 500 tys. m² - elementy stropowe
filigranowe i ściany z podwójnego
filigranu

Poznań

 50 tys. m³ – struktury i ściany,
200 tys. m² – płyty stropowe

Mszczonów/ Warszawa

 60 tys. m³ – struktury i ściany,
200 tys. m² – płyty stropowe,
60 tys. m³ – elementy tubingowe

Bielsko-Biała

 25 tys. m³ – struktury i ściany,
35 tys. m² – płyty stropowe

Marktzeuln (Niemcy)

 30 tys. m³ – struktury i ściany

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Produkcja [m3] i moce produkcyjne zakładów [m3/m2]

	moce				produkcja 2022 [m3]
	struktury i ściany [m3]	płyty stropowe [m2]	płyty i ściany filigranowe [m2]	tubingi [m3]	
Poznań	50 000	200 000	0	0	58 657
Mszczonów	60 000	200 000	0	60 000	93 821
Gdańsk I	40 000	120 000	0	0	43 203
Gdańsk II	0	0	500 000	0	19 878
Bielsko-Biała	25 000	35 000	0	0	21 523
FTO (Niemcy)	30 000	0	0	0	27 012

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Na koniec 2023 roku moce produkcyjne spółki wyniosły 205 tys m3 struktur i ścian, 555 tys m2 stropów, 500 tys m2 stropów i ścian filigranowych (oddany do użytku w 2020 roku zakład w Gdańsku) oraz 60 tys m3 elementów tubingowych.

Główne produkty spółki

Stupy

Pekabex produkuje stupy i stopostupy zbrojone lub sprężone o przekroju kwadratowym, prostokątnym i okrągłym. Stupy mogą być wielokondygnacyjne, ze wspornikami we wszystkich czterech kierunkach. Największe elementy wyprodukowane przez GK Pekabex miały ponad 30 metrów wysokości i przekraczały wagę 100 ton.



Ściany

Pekabex wytwarza prefabrykowane elementy ściennie jedno-, dwu- i trójwarstwowe z warstwą izolacyjną z Neoporu, PIR-u lub wełny mineralnej. Zewnętrzne faktury ścian mogą być jednolite lub posiadać warstwę elewacyjną wykonaną tynkami mineralnymi albo kamieniem płukanym bazaltem, granitem lub innym wyspecyfikowanym kruszywem. Elewacja może także zawierać ozdoki ozdobnych matryc lub być obłożona cegłą klinkierową.

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Generalne wykonawstwo

Drugą linią biznesową jest świadczenie usług generalnego wykonawstwa inwestycji. W projektach realizowanych w tej formule wykorzystywane są betonowe konstrukcje prefabrykowane. Duża część projektów realizowana jest również w formule „zaprojektuj i wybuduj”. Spółka skupia się ze swoją ofertą na dwóch segmentach: logistyka/przemysł (System Hal Pekabex) oraz budynki mieszkalne (System Pekabex Budynki Mieszkalne). Przy czym top ten pierwszy pełni na dziś dominującą rolę. Grupa współpracuje w zakresie generalnego wykonawstwa budynków logistyczno-przemysłowych z największymi inwestorami parków magazynowo-logistycznych w CEE takimi jak MLP, Prologis, Panattoni, 7R, czy CTP. W segmencie mieszkaniowym kontrakty wykonywane są głównie dla podmiotów budownictwa społecznego/samorządowego/ PFR Nieruchomości (zrealizowano także dwa kontrakty dla deweloperów komercyjnych - Echo i TTS Development)

Pekabex posiada w swojej ofercie budownictwa mieszkaniowego również spółkę P.HOMES - system budowy domów jednorodzinnych w technologii prefabrykacji (oferta jest skierowana przede wszystkim do klienta indywidualnego).

W 2023 roku spółka nawiązała współpracę z 7R w zakresie budowy Echo i hal logistycznych na własny rachunek. Spółka posiada 22% udziałów w SPV realizującej park logistyczny 7R City Park Gdańsk Airport 1 oraz udzieliła 7,7 mln EUR dedykowanej pożyczki do 1Q'25 roku. Pekabex jest jednocześnie GW inwestycji.

Deweloperka

Pekabex prowadzi również realizację własnych projektów deweloperskich w obszarze mieszkaniowym. Pierwszym pilotażowym projektem była Jasielska w Poznaniu (obecnie w budowie jest etap III), wybudowane w technologii modułowej. Pekabex w ramach realizowanej działalności deweloperskiej oferuje mieszkania, apartamenty wakacyjne, domy jednorodzinne w zabudowie szeregowej. W najbliższych latach spółka chce istotnie zwiększyć skalę w segmencie deweloperskim. Obszar ten ma być rozwijany także przy współpracy z Eques TFI poprzez dedykowany FIZ (Pekabex chce zainwestować ok 40-60 mln PLN w perspektywie 3 lat obejmując ok 20% certyfikatów, fundusz przez spółki celowe chce zrealizować min. sześć projektów w listopadzie dokonano pierwszej wpłaty na poziomie 4,4 mln PLN). Więcej w osobnym rozdziale.

Belki stropowe

W zakładach produkcyjnych Grupy wytwarzane są belki żelbetowe i sprężone o przekroju prostokątnym, trapezowym, teowym, dwuteowym oraz w kształcie litery L. Są one przygotowywane do zespolenia ze stropem monolitycznym lub prefabrykowanym z płyt kanałowych, płyt TT lub płyt typu „Filigran”.



Ściany i płyty stropowe typu „Filigran”

Ściany i płyty typu „Filigran” są produkowane w sposób zautomatyzowany w nowym zakładzie produkcyjnym w Gdańsku. Do największych zalet tego produktu należy prosty i szybki montaż oraz jego niewielki ciężar.

Elementy typu „Filigran” dedykowane są dla budownictwa mieszkaniowego i biurowego oraz wykorzystywane są do budowy tuneli, silosów, zbiorników, garaży podziemnych czy też zasieków.

Płyty

Szeroki wachlarz produkowanych przez Grupę płyt obejmuje:

- płyty kanałowe,
- płyty TT zbrojone i sprężone,
- płyty pełne sprężone PS,
- płyty panwiowe,
- płyty typu filigran.



Prefabrykaty inżynierskie

W zakładach produkcyjnych Grupy wytwarzane są prefabrykowane elementy żelbetowe i sprężone o wysokim stopniu zaawansowania technologicznego i projektowego, na potrzeby budownictwa inżynierskiego.

Dźwigary dachowe

Pekabex posiada w ofercie żelbetowe i sprężone dźwigary dachowe o rozpiętościach przekraczających 45 metrów, a także elementy dachowe takie jak: płatwie, podciąg, rygle. Elementy mogą być wyposażone w akcesoria stalowe.



Inne

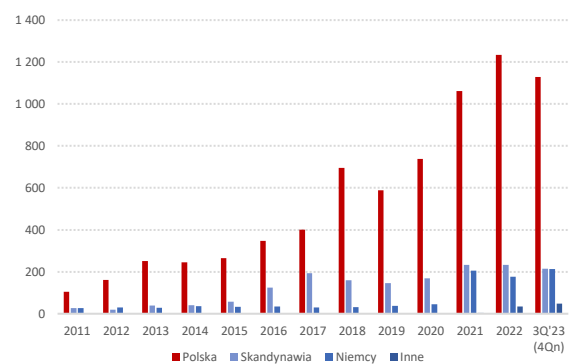
Pozostałe produkty wytwarzane w zakładach produkcyjnych Grupy Pekabex to:

- przyczółki mostowe,
- biegi i spoczniki schodowe,
- balkony,
- doki,
- balasty dźwigów,
- niecki fontann, cokoły,
- elementy z betonu architektonicznego,
- oraz inne prefabrykaty, produkowane na życzenie klientów.

Działalność zagraniczna

Pekabex jako jeden z niewielu podmiotów budowlanych z Polski w skuteczny sposób buduje swoją pozycję także na rynkach zagranicznych. Początkowo była to głównie Skandynawia, od kilku lat także Niemcy (zwiększenie ekspansji poprzez przejęcie lokalnego zakładu produkcyjnego). Dotychczas rynki zagraniczne były rozwijane w segmencie prefabrykacji (dostawa + montaż konstrukcji). W 2023 spółka rozpoczęła także realizację kontraktów w obszarze generalnego wykonawstwa (nabycie spółki w Szwecji Betbygg Sverige AB – realizowany pierwszy kontrakt). Na rynku niemieckim realizowany jest pierwszy mały projekt deweloperski, który powinien być ukończony w 2024 roku (2 budynki po 5 lokali).

Przychody wg segmentów geograficznych



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Rynek prefabrykacji dzieli się na:

- prefabrykaty konstrukcyjne (fundamenty, słupy, belki, stropy, ściany, schody)
- prefabrykaty inżynierskie (ściany oporowe, ekrany akustyczne, belki mostowe, płyty drogowe, płyty tramwajowe, podkłady kolejowe, tubingi tunelowe oraz słupy oświetleniowe i energetyczne)]

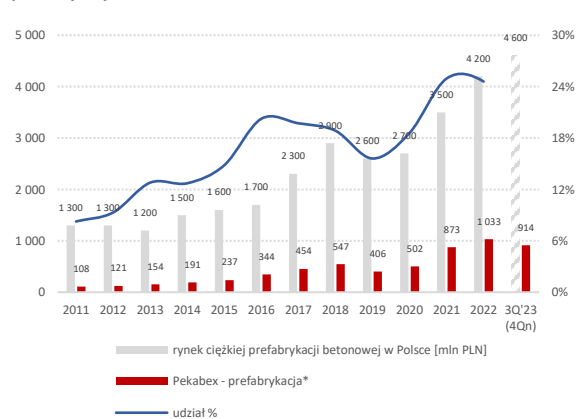
Największym segmentem rynku ciężkiej prefabrykacji są elementy strukturalne stosowanych w budownictwie kubaturowym (stopy i podwaliny fundamentowe, słupy, belki, dźwigary oraz schody). Drugie miejsce pod względem wielkości zajmuje obszar stropów i balkonów. Trzecim pod względem wartości jest segment ścian kubaturowych. Na czwartym miejscu plasują się strunobetonowe podkłady kolejowe.

Pekabex jest obecny przede wszystkim w obszarze prefabrykatów konstrukcyjnych. Ekspozycja na budownictwo inżynierskie sprowadzała się w ostatnich latach głównie do produkcji tubingów tunelowych (elementy obudowy tunelu), które dostarczane były na kontrakty w Łodzi (2020-23) i w Berlinie (2021-22).

Wartość rynku prefabrykacji w 2022 roku wynosiła 4,2 mld PLN (+20% r/r), prognoza Spectis ([link](#)) na 2023 zakładała 10% wzrost. Jak z kolei wskazuje PMR, który potwierdza, że 2022 rok był rekordowym dla segmentu ciężkiej prefabrykacji betonowej w historii, 2023 przyniósł silne spadki sprzedaży betonowych elementów prefabrykowanych. Rynek prefabrykacji betonowej odczuł wyraźnie spowolnienie inwestycyjne w budownictwie kubaturowym.

Według Spectis Pekabex jest liderem rynkowym (z 18% udziałem wśród 50 czołowych firm, pierwsza 10-tka odpowiada za 69% rynku). Inne czołowe podmioty to Betard, Goldbeck Comfort, Consolis, Gralbet, Budizol, Scanbet, HM Factory, Strunbet, Precon, Betpref, InBet, Buszrem, Rector, Kon-Bet, Tech-Bet, K-Construction, MD Budinvest, Prefadom, DKP Beton, Plastwil De Bonte, Betomont, Lubar Prefabrykacja.

Rynek ciężkiej prefabrykacji w Polsce vs przychody Pekabex w segmencie prefabrykacji



Źródło: DM BDM S.A., spółka, Spectis (2023 = prognoza roczna), <https://inzynierbudownictwa.pl/ciezka-prefabrykacja-betonowa-w-polsce-raport/>, *dane uwzględniają także koszt montażu, jeśli występuje

Wzrostowi wykorzystania prefabrykatów w dłuższym terminie w budownictwie sprzyja kilka zjawisk: niedobór pracowników na budowach, dynamicznie rosnące płace pracowników fizycznych oraz narastająca presja na przyspieszenie procesu inwestycyjnego. Równocześnie popytowi powinny sprzyjać takie trendy jak i) skracanie łańcuchów dostaw (przenoszenie produkcji i logistyki do CEE), ii) wejście na rynek CEE dużych funduszy mieszkań na wynajem (standaryzacja „produkcji” mieszkań – wiele z tych podmiotów pochodzi z dobrze znanej spółki Skandynawii). W krajach skandynawskich, według obecnych szacunków, prefabrykacja stanowi 40-50% udziału w rynku budowlanym. W raporcie rocznym Pekabex wskazuje na prognozy mówiące, że w rynku mieszkaniowym w Polsce udział technologii prefabrykacji wzrośnie z 1-2% w ostatnich kilku latach do 8-10% w kolejnym dziesięcioleciu.

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Istotne kontrakty podpisane od początku 2021 roku

Data	Kontrahent	typ	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]	koniec
gru 23	Luvena	GW	GW hali magazynowej w Luboniu	50	mar 25
lis 23	Skamex	GW	GW hali logistyczno-magazynowej w Łodzi	67	lip 24
lis 23	TSL GmbH	produkcja	Dostawa i montaż konstrukcji prefabrykowanej w landzie Hessen	34	mar 24
paź 23	Cersanit	GW	GW rozbudowa Centrum Dystrybucji Cersanit w Opczynie	101	lis 24
paź 23	Trei RE	GW	Budowa trzech budynków wielorodzinnych przy ul. Piątkowskiej 78 w Poznaniu	168	maj 26
wrz 23	TSL	produkcja	Dostawa i montaż konstrukcji prefabrykowanej w landzie Hessen	34	paź 23
wrz 23	Putka	GW	Projekt i rozbudowa hali produkcyjnej	34	sty 25
wrz 23	Bojanowicz Invest.	GW	Faza I budowy BI Park Radom	50	maj 24
sie 23	Telemond	GW	Budowa budynku produkcyjnego w Kostrzynie nad Odrą	34	paź 24
sie 23	Katowicki TBS	GW	Projekt i budowa zespołu budynków mieszkalnych wielorodzinnych	67	sty 25
cze 23	Citylink Wrocław II	GW	Budowa budynku magazynowego we Wrocławiu	50	lip 24
cze 23	Miasto Kolobrzeg	GW	Budowa parkingu wielopoziomowego w Kolobrzegu	34	sty 25
cze 23	Tasbud Sverige AB	GW	Wykonanie budynków mieszkalnych w Kokillbacken w Szwecji	101	sty 25
maj 23	MPL	GW	Wykonanie "pod klucz" budynku magazynowo-produkcyjnego	67	lut 24
maj 23	Prosperro	GW	Budowa centrum logistycznego w Czechowicach-Dz.	34	kwi 24
mar 23	Dechant	produkcja	Produkcja i dostawa elementów prefabrykowanych na inwestycje w m. Gubin	15	wrz 23
mar 23	Azurite Poland	GW	Budowa hali magazynowo we Wrocławiu	30	paź 23
mar 23	PTB Nickel	produkcja	Konstrukcje dla zakładu produkcyjnego Josefa Petfoof	45	cze 24
mar 23	PGZ	GW	Prace na terenie PGZ Stocznia Wojenna w Gdyni	15	cze 24
2022					
gru 22	Umicore Poland	GW	Budowa obiektu "P5A Odra"	60	lut 24
gru 22	Implenia Construction	produkcja	Produkcja i dostawa tubingów na inwestycję realizowaną w Hamburgu	30	gru 23
gru 22	Torus Gdynia Północ	GW	Budowa hali magazynowo - logistycznej w Gdyni	75	mar 24
gru 22	MBM we Wrocławku	GW	Budowa dwóch budynków mieszkalnych wielorodzinnych	60	lut 24
lis 22	7R	GW	Realizacja obiektów magazynowo - produkcyjnych w Gdańsku	135	wrz 23
paź 22	NDI	produkcja	Dostawa i montaż żelbetowych elementów prefabryk. - stadion w Katowicach	45	wrz 23
paź 22	Wałbrzyska SSE	GW	Projekt i budowa hali produkcyjno-magazynowej	30	wrz 23
paź 22	Consto	produkcja	Dostawa konstrukcji prefabrykowanej - Norsborg w Szwecji	15	sty 24
wrz 22	Serneke Sverige	produkcja	Dostawa i montaż elementów prefabrykowanych - Bona Terra (Lund w Szwecji)	45	gru 23
wrz 22	KOM-KBH	produkcja	Dostawa i montaż elementów prefabrykowanych - Søborg Hovedgade (Dania)	30	mar 23
sie 22	MPL Pruszków VI	GW	Wykonanie "pod klucz" budynku magazynowego	90	kwi 23
lip 22	Invest – Park	GW	Budowę hali produkcyjno-magazynowej w Dzierżoniowie	30	mar 24
lip 22	A. Epstein and Sons	produkcja	Produkcja i montaż elementów żelbet. konstrukcji (Newly Weds Foods w Kutnie)	30	sty 23
cze 22	SK Ecoengineering	produkcja	Wykonanie konstrukcji prefabrykowanej budynków	30	lip 22
kwi 22	Anton Röhr	GW	Budowa budynku magazynowego w Mosinie	57	kwi 23
mar 22	CTP Invest Poland	GW	GW budynków magazynowych w m. Iłowa	238	lip 23
mar 22	CTP Invest Poland	GW	GW budynku magazynowego w m. Kobylka	67	lis 22
lut 22	Skanska Sverige AB	produkcja	produkcja i dostawa elementów prefabryk. dla Malmö Citadellsgymnasium	19	lis 22
sty 22	Lech Fabrics	GW	Budowa hali magazynowej w Kostrzynie	38	lis 22
2021					
gru 21	7R	GW	Budowa obiektów magazynowo-prod. w Lubiewie Gdańskim	86	wrz 22
gru 21	PDC Industrial	GW	Budowa hali magazynowej w Jaryszkach	67	cze 22
lis 21	Bremer AG	produkcja	Produkcja i dostawa elementów prefabrykowanych	19	maj 22
lis 21	PDC Industrial	GW	Budowa bud. centrum prod-mag-logist. Bielsku-Białej	231	sty 24
paź 21	SK Ecoplant	produkcja	Konstrukcja prefabrykowana dla fabryki baterii w Dąbr. Górn.	105	maj 22
wrz 21	Dachland	produkcja	Konstrukcja żelbetowa prefabrykowana dla zakładu Reckitt	19	---
sie 21	Azurite Poland	GW	GW budynku magazynowego w Raciborzu	29	---
lip 21	TB Development	GW	prace ziemne i drogowe w ramach bud. centrum prod-mag-logist.	48	---
cze 21	Raben Real Estate	GW	GW budynku magazynowego - etap III w Grodzisku Mz.	38	---
maj 21	Max Bögl	produkcja	produkcja i dostawa elementów prefabrykowanych do Michelsrombach	29	---
maj 21	BIMs PLUS FHH	GW	budowa budynku magazynowego w Kolonia Dybów	114	---
kwi 21	CTP Invest Poland	GW	wykonanie hali produkcyjno-magazynowej	29	---
kwi 21	Prologis Poland	GW	GW budynku magazynowego DCA2 Prologis Park Łódź	38	---
kwi 21	MDR Sianów	GW	budowa 7 budynków mieszkalnych w Sianowie	31	---
mar 21	Prologis Poland	GW	GW budynku magazynowego DC2 Prologis Park Poznań III	77	---
mar 21	BIMs Plus	GW	Rozbudowa hali magazynowej położonej w Przyszwicach	46	---
mar 21	SK Engineering	produkcja	Wykonanie konstrukcji dla inwestycji budowy II etapu fabryki baterii	69	---
mar 21	NCC Sverige	produkcja	Konstrukcje prefabrykowane na inwestycji mieszkaniowej w Malmo	15	---
lut 21	Toto	produkcja	Dostawa elementów prefabrykowanych dla inwestycji drogowej	31	---
sty 21	Bart	GW	Budowa bud. magazynowego w Sulnowie (II etap)	31	---
sty 21	MPL Pruszków II	GW	Budowa bud. magazynowego	23	---
sty 21	Winthrop	produkcja	Konstrukcje prefabrykowane na inwestycji FR11 we Frankfurcie n/Menem	31	---

Źródło: BDM S.A., spółka, kontrakty >5% kapitałów własnych, nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena

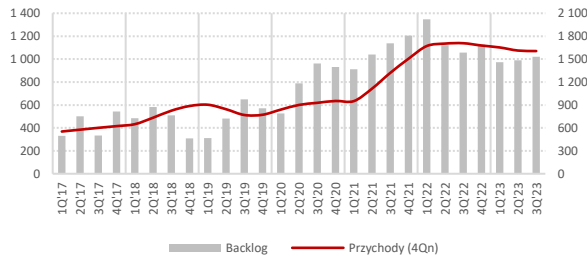
Portfel zleceń spółki po 3Q'23 wyniósł 1,02 mld PLN (vs 0,99 mld PLN po 2Q'23 i 1,06 mld PLN rok wcześniej). Z tego 0,47 mld PLN przypadało jeszcze na 2023 rok (-21% r/r), a 0,54 mld PLN na kolejny rok (+19% r/r). W 4Q'23 spółka raportami bieżącymi poinformowała o podpisaniu znaczących umów o wartości 25% przychodów z 2022 roku (ok 420 mln PLN, z tego największy kontrakt to GW projektu mieszkaniowego PRS dla Trei RE).

W portfelu nie jest uwzględniona potencjalna współpraca z Okam przy budowie FSO Park (decelowo 12 tys mieszkań, I etap od 2025 roku - [link](#)).

Produkcja w 3Q'23 była niższa o -23% r/r, w X-XI'23 spadek wyniósł -21% r/r. Zwracamy uwagę, że przychody nie spadają w takim tempie ze względu na wyższe ceny jednostkowe (nie tylko kwestia cen, ale też innej struktury produkcji) oraz rozwój usług GW. W okresie I-XI'23 produkcja wyniosła 194 tys m³ (-22% r/r). W rekordowym całym 2021 roku było to 266 tys m³.

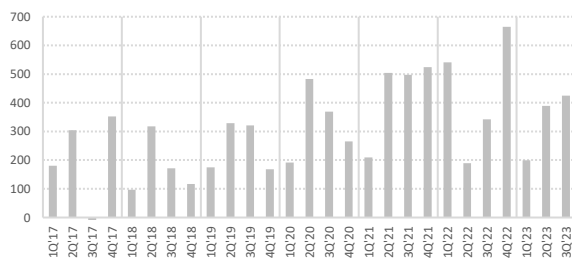
W 2022 roku przeciętne zatrudnienie w grupie wynosiło 1745 osób, z tego 1045 osób stanowili pracownicy fizyczni. Przeciętne wynagrodzenie brutto w 2022 roku wynosiło 8,82 tys PLN (+14% r/r). Z jednej strony spółka mocno odczuwa presję na wynagrodzenie w swojej działalności (istotny wzrost pensji minimalnej w 2023 i 2024, przekładający się na presję na wyższych szczeblach drabinki płac). Z drugiej jednak strony presja płacowa kieruje uwagę inwestorów i generalnych wykonawców w kierunku prefabrykacji, ponieważ pozwala ona skrócić czas realizacji inwestycji (w przypadku np. inwestycji mieszkaniowych nawet o połowę – z ok. 2 lat do 1 roku).

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



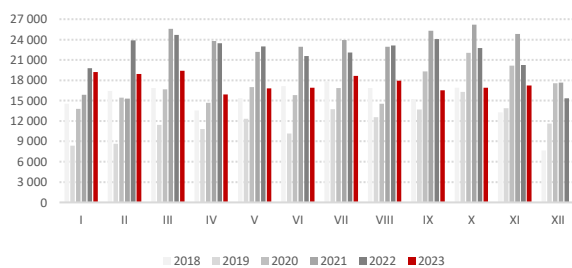
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



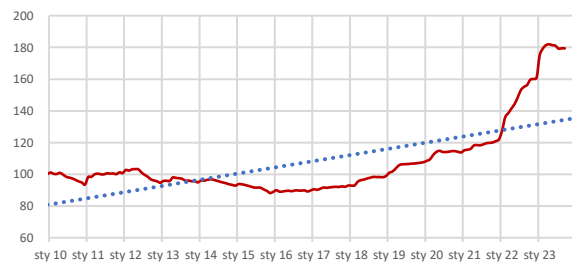
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

Produkcja miesięczna [m3]



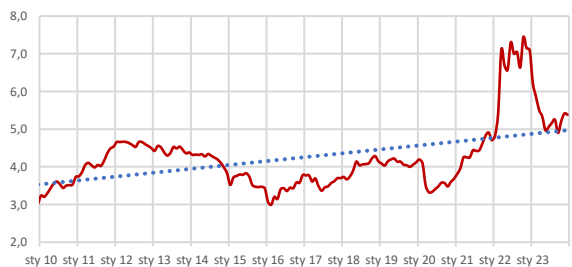
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Cement – indeks GUS*



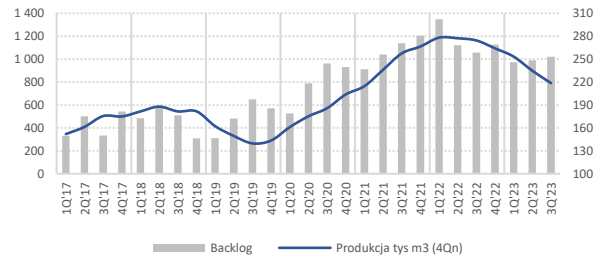
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Diesel (koszt transportu)– cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



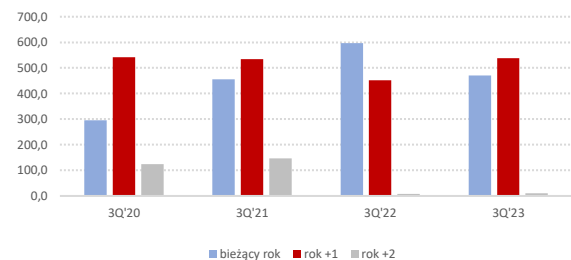
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Portfel [mln PLN] / produkcja 4Qn [tys m3]



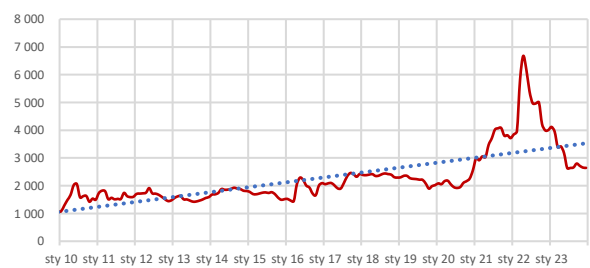
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zapadalność portfela [mln PLN]



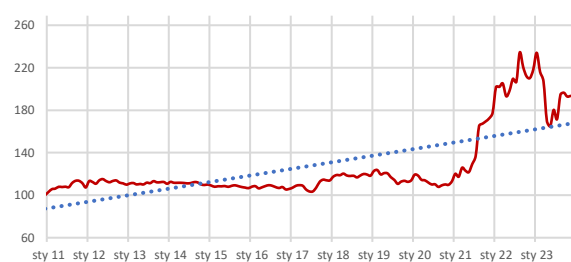
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ceny stali – Europa Zach. [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Izolacje termiczne – indeks PSB*



Źródło: DM BDM S.A., PSB, *100= koniec 2010 roku

Ceny stali (spółka w 2022 roku zużyła 35 tys ton tego surowca przy prefabrykacji produkcji na poziomie 264 tys m3) swój obecny szczyt ustanawiały w 1H'22 i weszły w mocną korektę (obecnie są na poziomach z przełomu 2020/21). Ceny cementu mają za sobą dwa lata mocnych wzrostów (podyktowanych m.in. wzrostem kosztów energii i emisji). Sporą korektę od szczytów z 2022 zaliczyły ceny diesla (koszt transportu prefabrykatów) oraz w mniejszym stopniu ceny termoizolacji. Zwracamy uwagę, że kontrakty produkcyjne spółki są zdecydowanie krótsze czasowo niż w typowym GW (ok 6 mcy vs 1,5 roku). Tym samym spółka dużo szybciej podąża za trendami zmian cen materiałów.

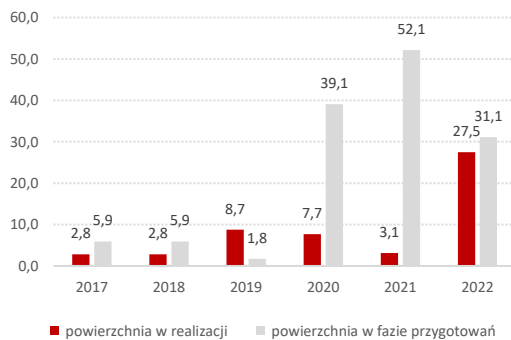
SEGMENT DEWELOPERSKI

Projekty deweloperskie spółki

Projekty mieszkaniowe	udział	start	koniec	PUM [m2]	ilość lokali	lokale sprzedane do 3Q'23	sprzedaż w 3Q'23
Poznań Jasielska 1	100%	1Q'18	2Q'19	b.d.	56	zakończone	
Poznań Jasielska 2	100%	4Q'19	2Q'21	5 900	110	zakończone	
Piaseczno Osiedlowa 43	100%	3Q'20	2Q'21	1 761	12	zakończone	
Warszawa Casa Fiore	75%	4Q'20	1Q'23	3 100	40	40	2*
ReVital Mechelinki 55+ (SMS)	55%	2Q'22	3Q'24	1 925	58	16	1
Apartamenty Origin Mechelinki	55%	2Q'22	1Q'24	3 620	106	90	2
Hel Casa Baia	75%	1Q'21	4Q'23	3 160	69	30	3
Poznań Jasielska 3	100%	2Q'21	4Q'24	6 500	124	83	17
Częstochowa - Katedralna	80%	2Q'22	2Q'24	14 000	240	57	4
Dziwnówek - Zatoka Wrzosowo	100%	2Q'24	2Q'25	5 700	131	0	0
Falkensee - Apartamenty Stadtvilla	100%	3Q'23	2Q'24	b.d.	10	0	0
Poznań Jasielska 4	100%	---	---	6 923	150	---	--
Poznań Jasielska 5	100%	---	---	5 077	110	---	--
Poznań Jasielska 6	100%	---	---	6 000	130	---	--

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *sprzedaż zakończona w 3Q'23

Projekty deweloperskie spółki – PUM [tys m2]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, dane na koniec okresu

Pekabex prowadzi realizację własnych projektów deweloperskich w obszarze mieszkaniowym (mieszkania i domy) oraz wycieczkowym.

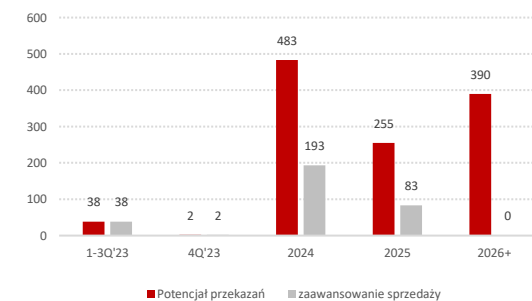
Na koniec 3Q'23 spółka miała w budowie w Polsce 670 lokali (z tego umowy rezerwacyjne i przedwstępne miało 284 lokale) lub oraz 10 apartamentów w Niemczech. W zapasach segmentu deweloperskiego na koniec 3Q'23 w pozycji produkcja w toku spółka wykazywała 139 mln PLN, natomiast w wyrobach gotowych 1,4 mln PLN (ostatnie lokale w Casa Fiore)

Przychody z inwestycji Casa Baia na Helu oraz Jasielska III planowane są w łącznej wartości 104 mln PLN (w tym 50 mln PLN w 2023, zakładamy, że będą one dotyczyć Casa Baia, w Jasielska będzie przekazywana od 1Q'24). W 2024 roku spółka planuje zakończyć także inwestycje w Mechelinkach (apartamenty oraz apartamenty dla seniorów), Częstochowie oraz w Niemczech (w sumie razem z Casa Baia są to 483 lokale). W 2025 planowane jest zakończenie inwestycji w Dziwnówku (planowany start w 1H'24). Na kolejne lata spółka ma m.in. w planach sprzedaż kolejnych etapów osiedla Jasielska (w sumie kolejne 390 lokali)

Ogólnie w najbliższych latach spółka chce istotnie zwiększyć skalę w segmencie deweloperskim. Grunty mają być nabywane głównie w formule zaliczkowej, a następnie pełnej płatności po uzyskaniu zgód na budowę. Własny development ma także być sposobem na przekonanie do technologii prefabrykowanej innych deweloperów komercyjnych (obecnie w Polsce ok 98% nowych lokali mieszkalnych wykonywane jest w technologii tradycyjnej).

Obszar deweloperski ma być rozwijany także przy współpracy z Eques TFI poprzez dedykowany FIZ (Pekabex chce zainwestować ok 40-60 mln PLN w perspektywie 3 lat obejmując ok 20% certyfikatów, fundusz przez spółki celowe chce zrealizować min. sześć projektów, w listopadzie'23 dokonano pierwszej wpłaty na poziomie 4,4 mln PLN).

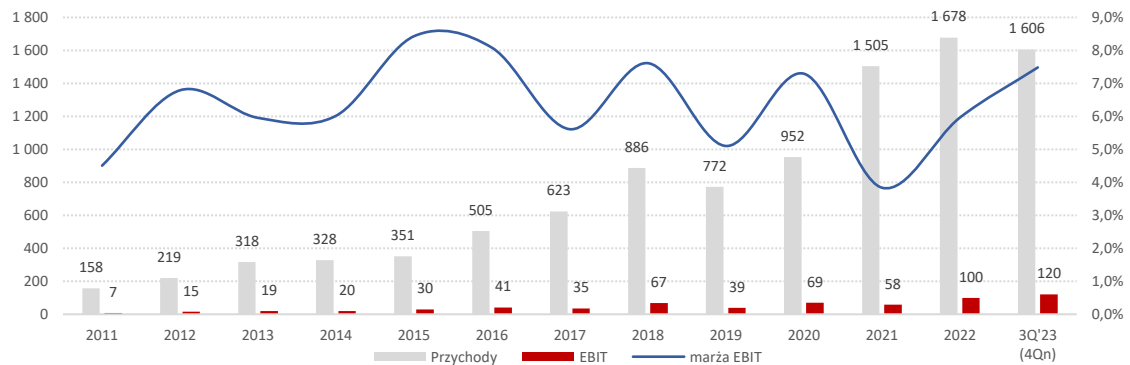
Potencjał przekazania lokali vs zaawansowanie sprzedaży*



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *dane na koniec 3Q'23 (spółka w zapasach miała jeszcze w Casa Fiore ujęte 1,4 mln PLN), termin przekazania ustalono na kolejny kwartał przypadający po planowanym terminie uzyskania Pn?U

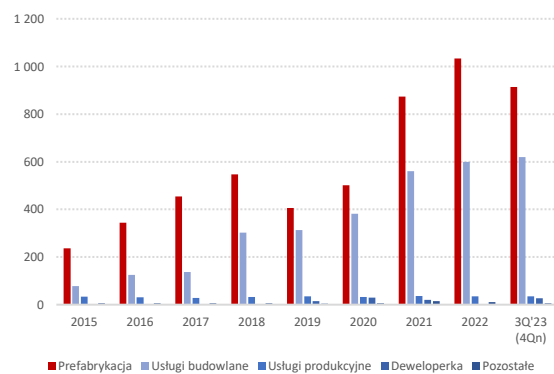
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Przychody, EBIT i marża operacyjna [mln PLN]



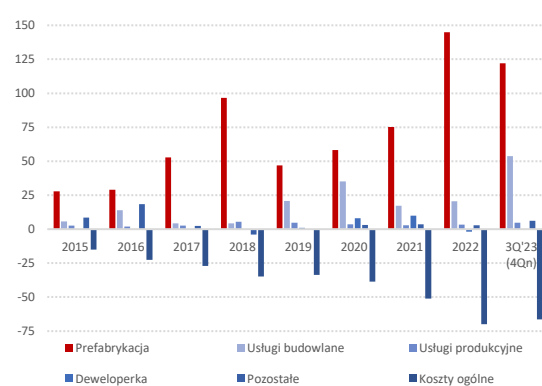
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg segmentów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

EBIT wg segmentów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

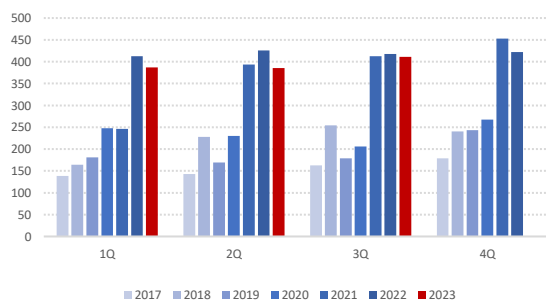
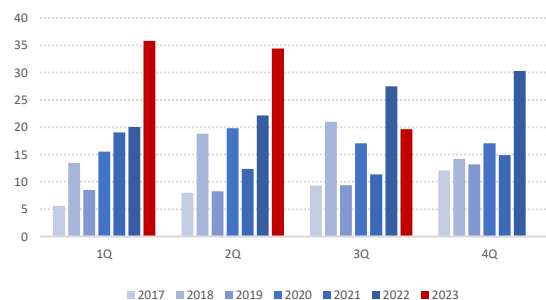
- Spółka w roku debiutu na GPW (2015) miała 351 mln PLN rocznego przychodu. W 2020 roku udało się osiągnąć blisko 1,0 mld PLN, kolejne dwa lata przyniosły kolejny skok na 1,5-1,7 mld PLN.
- Przychody z prefabrykacji w 2022 roku przekroczyły pierwszy raz 1,0 mld PLN. Obecny rok jest pod tym względem nieco słabszy ze względu na niższe wolumeny produkcji. Istotny wzrost w ostatnich latach odnotował segment usług budowlanych (generalne wykonawstwo), który osiągnął w 2022 roku pułap 0,6 mld PLN w 2023 roku notował dalsze wzrosty.
- Na poziomie EBIT w 2015 roku spółka wygenerowała 30 mln PLN. W 2022 roku osiągnięto 100 mln PLN. Narastająco za ostatnie 4Q spółka nieco poprawiła ten wynik, głównie ze względu na poprawę rentowności w segmencie usług budowlanych.

Wyniki za 3Q'2023

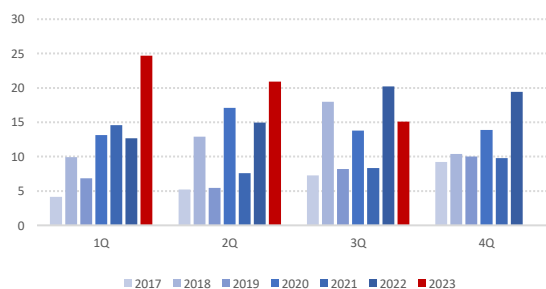
	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	417,6	410,9	-1,6%	393,3	4,5%	388,9	5,7%	1 255,5	1 183,2	-5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,1	65,6	-7,8%	68,3	-3,9%	---	---	199,3	205,2	3,0%
Zysk na sprzedaży	28,6	22,3	-22,0%	29,8	-25,0%	---	---	72,8	87,6	20,2%
EBITDA	32,8	27,0	-17,6%	37,1	-27,0%	32,1	-15,7%	88,7	111,5	25,7%
EBIT	27,5	19,6	-28,6%	29,8	-34,1%	24,9	-21,2%	69,7	89,9	28,9%
Zysk brutto	25,7	20,9	-18,7%	26,0	-19,5%	---	---	60,9	77,9	28,0%
Zysk netto	20,2	15,1	-25,5%	21,1	-28,5%	16,8	-10,3%	47,8	60,7	26,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,0%	16,0%		17,4%		-		15,9%	17,3%	
Marża na sprzedaży	7,9%	6,6%		9,4%		-		7,1%	9,4%	
Marża EBIT	6,6%	4,8%		7,6%		6,4%		5,6%	7,6%	
Marża zysku netto	4,8%	3,7%		5,4%		4,3%		3,8%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

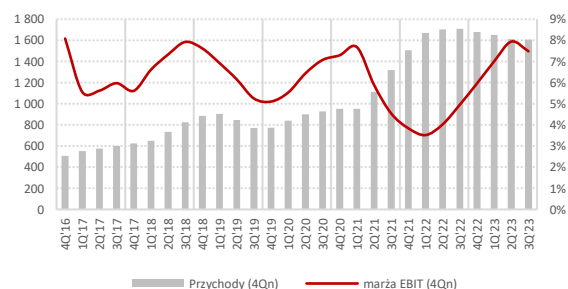
- W 1-3Q'23 spółka miała 1,18 mld PLN przychodów (-6% r/r) oraz 60,7 mln PLN zysku netto (+27% r/r).
- Wyniki samego 3Q'23 (411 mln PLN przychodów oraz 15,1 mln PLN zysku netto) były jednak słabsze r/r i niższe od konsensusu.
- Przychody w segmencie prefabrykacji w 3Q'23 spadły o -7% (wolumen niższy o 23% r/r, ale istotny wzrost średniej ceny), natomiast w segmencie usług budowlanych wzrosły o 5% r/r.
- W segmencie prefabrykacji spółka odczuwa spowolnienie inwestycji na rynku magazynowym (wzrost kosztów finansowania oraz spowolnienie rynku e-commerce), także słaba koniunktura na rynku nieruchomości w Szwecji
- Rentowności w podstawowych segmentach (prefabrykacja 10%, usługi 7%) były poniżej wartości osiągniętych w 1H'23 (odpowiednio 13% i 8%). Wynika to z wygasania pozytywnego efektu niższej presji kosztowej, który wspierał spółkę we wcześniejszych miesiącach (kontrakty były realizowane o założenia kosztowe z 2022 roku, a rzeczywisty poziom kosztów był istotnie niższy). W wynikach 1H'23 widoczny był także efekt braku realizacji ryzyk, które spółka zakładała wcześniej w budżetach (szczególnie w segmencie usług budowlanych).
- EBIT wyniósł 19,6 mln PLN vs 27,5 mln PLN rok wcześniej. Stratę na poziomie -3,4 mln PLN miał segment deweloperski (przy 3,5 mln PLN przychodów).
- Dług netto po 3Q'23 wynosił 202 mln PLN (łącznie z 13,8 mln PLN zobowiązania związanego z umową z PFR odnośnie przejęcia spółki niemieckiej). Z kolei w aktywach ujeta była pożyczka na 36,9 mln PLN (7,7 mln EUR) na projekt logistyczny realizowany z 7R.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

EBIT wg kwartałów [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]


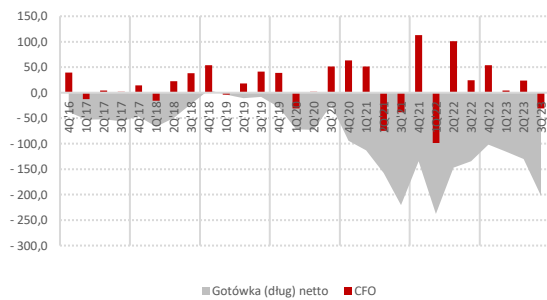
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)


Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowania konferencji wynikowej po 2Q'23 (16 października 2023, spółka nie organizowała konferencji po 3Q'23):

Podsumowanie 1H'23

-wyniki w 1H'23 wynikają z konsekwentnej realizacji strategii, dywersyfikacji działalności (geografia, kontrakty w mieszkaniach), okres bardzo dobry pod kątem EBITDA (spadły ceny materiałów dla kontraktów podpisanych wcześniej)

-spadek wolumenów, ale wzrost GW

Perspektywy

-rynek jest trudny w kontekście budowania portfela, kontraktów na rynku jest mniej

-widać obecnie walkę o marżę

-portfel po czerwcu został nieco odbudowany

-spółka nie obawia się złej sytuacji w 2H'23 na marżowości, zwiększa efektywność

-kontraktacja mocniejsza obecnie w GW

-widać wzrost zainteresowania deweloperów

-KPO pomogłoby w rozwoju rynku

Prefabrykacja

-produkcyjnie czas jest ciężki

-rok temu duży udział tubingów (niski koszt, duży wolumen), produkcja skończona w 3Q'23

-w 4Q'23 możliwa niewielka poprawa

Zagranica

-celem jest 30% udział przychodów z zagranicy

-GW na rynku szwedzkim – kontrakt przebiega zgodnie z oczekiwaniami (kontrakt na „0+”), może otworzyć on perspektywę na kolejne kontrakty

-rynek niemiecki był w dużej mierze oparty o PRS, obecnie wzrost kosztów pieniądza przekłada się na problemy deweloperów i GW – spółka postrzega to jako szansę na wejście na rynek (także jako deweloper)

-rynek niemiecki jest bardzo atrakcyjny ze względu na brak rąk do pracy i zmiany w postrzeganiu migracji

Deweloperka

-Casa Baia, Mechelinki – trwają sprawy formalne, możliwy w 4Q'23 start przekazania

-w 2023 segment nie będzie miał jeszcze znaczącego znaczenia

-spółka wierzy we wzrost cen nieruchomości w Polsce w długim terminie

-spółka chce inwestować w segmencie, chce zabezpieczać grunty przez zaliczki (kupno przy uzyskaniu PnB)

-współpraca w ramach Eques TFI- spółka nie chce wszystkiego finansować przez własny bilans; raczej mieszkania na sprzedaż (spółka myśli też o mieszkaniach na wynajem)

P.Homes

-13 domów sprzedanych w 1H'23, planowane przyspieszenie

-spółka ocenia jako perspektywiczne rynek niemiecki i skandynawski

CAPEX

-spółka inwestuje w automatyzację i IT

-Mszczonów – plan budowy linii paletowej do ścian za 15-20 mln PLN

-Bielsko – większa inwestycja (konieczność budowy hali), nie wcześniej niż za rok,

-obecne moce produkcyjne spółki to 5-7 tys mieszkań/domów rocznie – spółka rusza z programem inwestycyjnym, który podwoi moce

Przyszłość spółki

-spółka chce pozostać publiczną

-zarząd widzi zainteresowanie spółka innych podmiotów, spółka może być zainteresowana pojawieniem się nowych, dodatkowych akcjonariuszy lub wsparciem w poszczególnych projektach

Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalnie [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	246,2	393,4	412,7	452,7	412,5	425,5	417,6	422,4	387,1	385,2	410,9	407,7	372,5	398,8	502,7	482,7
Prefabrykacja	141,1	256,9	228,7	246,4	270,0	270,5	254,8	237,9	228,4	211,2	236,9	210,2	198,4	217,3	236,8	221,5
Usługi budowlane	86,4	119,9	171,1	182,8	129,7	144,4	151,5	174,0	125,8	160,1	159,1	185,0	140,0	168,1	174,9	214,4
Usługi produkcyjne	9,2	8,5	9,2	9,1	8,8	8,5	9,7	7,5	9,8	8,6	9,2	7,5	8,8	8,6	9,2	7,5
Deweloperka	6,7	2,1	1,3	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	20,3	2,5	3,5	2,0	21,3	2,1	85,3	36,4
Pozostałe	2,8	5,9	2,4	3,8	4,0	2,2	1,6	3,0	2,9	2,8	-3,6	3,0	4,0	2,8	-3,6	3,0
Wynik brutto ze sprzedaży	46,5	49,7	45,5	52,3	59,3	68,8	71,1	81,9	72,8	66,7	65,6	65,2	54,0	57,1	82,3	80,8
Wynik na sprzedaży	18,4	12,8	10,5	15,1	19,9	24,3	28,6	28,6	35,3	30,0	22,3	18,2	18,5	18,7	38,0	31,4
EBITDA	25,8	18,9	16,6	23,2	26,8	29,1	32,8	39,0	42,8	41,6	27,0	26,6	25,9	26,1	45,7	39,3
EBIT	19,1	12,4	11,4	14,9	20,1	22,2	27,5	30,3	35,8	34,4	19,6	18,2	18,5	18,7	38,0	31,4
Prefabrykacja	18,1	20,9	17,7	18,5	28,4	39,6	42,8	34,2	33,8	30,8	23,1	21,0	17,9	21,7	28,4	28,8
Usługi budowlane	6,9	7,6	6,4	-3,6	1,7	-0,8	3,9	15,9	10,6	16,2	11,0	14,8	11,2	11,8	12,2	15,0
Usługi produkcyjne	1,4	1,1	1,1	-0,9	1,3	1,0	1,2	-0,2	1,9	1,1	2,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7
Deweloperka	1,9	0,0	-0,7	8,8	-0,2	-0,3	-1,0	-0,4	4,0	-0,4	-3,4	0,2	3,7	0,4	14,9	6,4
Pozostałe	0,3	0,5	0,3	1,4	0,8	1,9	0,2	1,4	1,3	1,8	-2,2	0,5	0,6	0,4	-0,5	0,5
Saldo PPO/PKO	0,7	-0,4	0,9	-0,2	0,2	-2,2	-1,1	1,7	0,5	4,5	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-10,3	-17,3	-14,4	-9,1	-12,1	-17,0	-18,5	-22,2	-16,3	-19,6	-8,3	-19,0	-15,8	-16,5	-17,9	-20,0
Wynik brutto	17,4	9,8	11,1	11,0	16,6	18,5	25,7	21,3	31,8	25,2	20,9	13,8	14,7	14,8	34,0	28,5
Wynik netto	14,6	7,6	8,4	9,8	12,7	15,0	20,2	19,4	24,7	20,9	15,1	11,2	11,9	12,0	24,8	21,8
Marża EBITDA	10,5%	4,8%	4,0%	5,1%	6,5%	6,8%	7,9%	9,2%	11,1%	10,8%	6,6%	6,5%	7,0%	6,5%	9,1%	8,2%
Marża EBIT	7,8%	3,1%	2,8%	3,3%	4,9%	5,2%	6,6%	7,2%	9,3%	8,9%	4,8%	4,5%	5,0%	4,7%	7,6%	6,5%
Prefabrykacja	12,9%	8,1%	7,7%	7,5%	10,5%	14,6%	16,8%	14,4%	14,8%	14,6%	9,7%	10,0%	9,0%	10,0%	12,0%	13,0%
Usługi budowlane	8,0%	6,4%	3,8%	-2,0%	1,3%	-0,6%	2,6%	9,1%	8,4%	10,1%	6,9%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Usługi produkcyjne	15,6%	12,8%	12,3%	-9,5%	14,7%	12,3%	11,9%	-2,7%	19,4%	12,7%	22,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Deweloperka	28,6%	-0,5%	-57,2%	82,4%	---	---	---	---	19,5%	-14,8%	-97,1%	10,0%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Pozostałe	11,1%	8,1%	13,9%	35,9%	20,4%	86,7%	14,3%	44,6%	46,4%	63,0%	61,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Marża netto	5,9%	1,9%	2,0%	2,2%	3,1%	3,5%	4,8%	4,6%	6,4%	5,4%	3,7%	2,7%	3,2%	3,0%	4,9%	4,5%
Dług netto	113,3	157,8	220,4	134,3	237,9	146,9	134,8	101,7	115,5	130,0	202,5	171,1	158,5	165,9	176,2	104,7
Backlog	913	1 040	1 138	1 206	1 347	1 122	1 058	1 126	972	990	1 020	1 009	1 017	935	963	1 140
- w tym rok 0*	742	723	456	1 033	1 104	812	597	1 040	848	763	471	900	900	720	445	987
- kolejne	171	317	681	174	243	309	461	86	124	228	549	109	117	215	518	153
Produkcja tys m³	56,7	68,9	72,1	68,7	68,4	68,0	69,3	58,4	57,5	49,6	53,1	49,1	50,0	52,1	54,2	52,8
cena jedn [tys PLN/m³]	2,5	3,7	3,2	3,6	3,9	4,0	3,7	4,1	4,0	4,3	4,5	4,3	4,0	4,2	4,4	4,2

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *dla 4Q -> rok +1

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2023		odchyl.	2024		odchyl.	2025		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 585	1 552	2,1%	1 757	1 773	-0,9%	2 025	2 028	-0,2%
EBITDA	138	134	3,0%	137	135	1,9%	158	144	9,9%
EBIT	108	106	2,4%	107	107	0,1%	126	115	10,3%
Zysk (strata) netto	72	71	2,0%	70	70	0,7%	97	82	18,7%
Gotówka (dług) netto	171	135	27,2%	105	89	17,1%	1	73	-98,7%
Marża EBITDA	8,7%	8,6%		7,8%	7,6%		7,8%	7,1%	
Marża EBIT	6,8%	6,8%		6,1%	6,0%		6,2%	5,6%	
Marża zysku netto	4,5%	4,5%		4,0%	3,9%		4,8%	4,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

- Dane za 4Q'23 wskazują w X-XI'23 na 21% spadek r/r produkcji w zakładach grupy. Erozyja przychodów nie powinna być aż tak głęboka ze względu na wzrost znaczenia obszaru GW. Cały backlog po 4Q'23 wynosił 0,47 mld PLN (-21% r/r, rok temu część sprzedaży przesunęła się na kolejny rok, zakładamy, że teraz może być podobnie).
- W 3Q'23 spółka zakończyła sprzedaż lokali w ukończonym projekcie Casa Fiore (jeden ukończony projekt w 2023 roku). Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 4Q'23 być marginalny (ostatnie przekazania, w zapasach wykazane było 1,4 mln PLN).
- Okres 4Q'22 był bardzo mocny marżowo i zbliżenie się do tych wyników jest raczej mało prawdopodobne. Spodziewamy się w 4Q'23 ok -4% spadku przychodów r/r, przy niższych marżach (spadek EBIT o 40% r/r).. Zakładamy w całym 2023 roku 1585 mln PLN przychodów (-6% r/r) oraz 72 mln PLN zysku netto (+7% r/r, rekord w historii spółki, dzięki mocnym wynikom 1H'23). Nasze prognozy są w zasadzie zgodne z konsensusem na 2023 rok
- Na 2024-25 rok pipeline segmentu deweloperskiego jest dość znaczny. Planowane jest rozpoczęcie przekazania apartamentów z inwestycji Casa Baia na Helu (ok 50 mln PLN potencjalnej sprzedaży, projekt już ukończony w 4Q'23). Spółka planuje zakończyć także inwestycje w Mechelinkach (apartamenty oraz apartamenty dla seniorów), Częstochowie oraz w Niemczech (w sumie razem z Casa Baia są to 483 lokale). Na końcówkę roku planowanej jest także uzyskanie pozwolenie na użytkownika kolejnego etapu osiedla Jasielska (124 lokal, szacujemy ok 50-60 mln PLN przychodów do rozpoznania już w 2025 roku). W 2025 planowane jest zakończenie inwestycji w Dziwnówku (planowany start w 1H'24).
- Deweloperka powinna wspierać wyniki skonsolidowane („normalizacja” marż w biznesie prefabrykacyjnym i usługowym po ponadprzeciętnym 1H'23) i w 2024 zakładamy, że wyniki spółki na poziomie EBIT czy zysku netto będą dość zbliżone r/r.

- Z kolei istotniejszej poprawy przychodów z prefabrykacji i usług budowlanych oczekujemy w 2025 roku, co w połączeniu z nadal istotnym wkładem deweloperki, powinno pozwolić na wyraźną poprawę EBIT czy zysku netto.
- W 2025 zakładamy wzrost przychodów do ponad 2,0 mld PLN oraz zysku netto na poziomie 97 mln PLN. W 2025 roku oczekujemy też istotniejszej poprawy pozycji gotówkowej – efekt spływu pożyczki z projektu w Gdańsku z 7R oraz stopniowy wzrost znaczenia segmentu usług budowlanych (ze względu na możliwość finansowania się podwykonawcami w GW zapotrzebowanie na kapitał obrotowy może być relatywnie niższe niż w produkcji).
- W 2023 roku marżę EBIT estymujemy na 6,8%. Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna spadnie do okolic 6,0-6,2% i w kolejnych latach utrzyma się lekko poniżej tych poziomów. W okresie 2014-23P (10 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 6,2% (w ostatnich 5 latach było to 5,8%).
- W latach 2025-28 przyjmujemy CAPEX wyraźnie powyżej amortyzacji ze względu na zapowiadane inwestycje w rozbudowę mocy. Jednocześnie wskazujemy, że po istotnym spadku wolumenów w 2023 spółka posiada tu obecnie dość spory margines bezpieczeństwa. Znacząca część wzrostu sprzedaży w kolejnych latach dotyczy też segmentu usługowego, który charakteryzuje się niskim zapotrzebowaniem na CAPEX w obszarze, w którym działa spółka (kubatura).
- Spodziewamy się, że spółka w kolejnych latach będzie dzielić się gotówką z akcjonariuszami, ale nie zakładamy, że będą to istotne wielkości (wypłaty na poziomie 50% zysku netto zakładamy dopiero od 2028 roku).

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	886,3	772,0	952,3	1 504,9	1 677,9	1 585,1	1 756,7	2 024,6	2 195,2	2 350,8	2 491,9	2 614,0	2 712,9	2 785,2	2 844,0	2 904,2
Prefabrykacja	546,9	405,8	501,8	873,0	1 033,1	886,7	874,0	961,4	1 033,5	1 095,5	1 150,3	1 196,3	1 232,2	1 256,9	1 275,7	1 294,9
Usługi budowlane	303,0	312,7	382,3	560,1	599,6	630,0	697,3	843,8	938,7	1 023,2	1 099,9	1 165,9	1 218,4	1 254,9	1 283,2	1 312,0
Usługi produkcyjne	31,6	34,6	32,8	36,0	34,5	35,0	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1
Deweloperka	0,0	15,4	30,0	20,8	0,0	28,3	145,1	179,1	182,7	191,8	201,4	211,4	222,0	233,1	244,8	257,0
Pozostałe	4,9	3,6	5,6	14,9	10,8	5,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Wynik brutto ze sprzedaży	164,2	119,3	167,0	194,1	281,2	270,3	274,3	307,7	330,4	350,4	368,2	383,3	395,3	403,8	410,5	417,4
Wynik na sprzedaży	72,9	40,5	68,4	56,7	101,5	105,8	106,6	126,3	134,7	142,0	148,6	154,1	158,5	161,6	164,0	166,6
EBITDA	81,9	55,4	89,5	84,5	127,7	138,1	137,1	158,2	165,8	174,9	182,8	189,2	193,8	196,9	199,2	201,5
EBIT	67,5	39,4	69,5	57,8	100,0	108,1	106,6	126,3	131,4	138,5	144,8	150,2	154,4	157,4	159,8	162,2
Prefabrykacja	96,6	46,8	58,2	75,2	145,0	108,8	96,8	110,4	118,7	124,7	129,8	133,8	136,5	138,0	138,8	139,6
Usługi budowlane	4,3	20,8	35,1	17,4	20,6	52,6	50,2	54,4	61,0	66,5	71,5	75,8	79,2	81,6	83,4	85,3
Usługi produkcyjne	5,6	4,8	3,5	2,8	3,3	5,8	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Deweloperka	0,0	1,0	8,1	10,0	-1,9	0,4	25,4	31,3	31,1	32,6	34,2	35,9	37,7	39,6	41,6	43,7
Pozostałe	1,3	0,7	2,1	2,5	4,3	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Saldo PPO/PKO	-5,4	-1,1	1,0	1,0	-1,4	2,3	0,0	0,0	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4
Korekty	-34,9	-33,6	-38,6	-51,1	-69,8	-63,2	-70,1	-74,1	-80,4	-86,1	-91,3	-95,7	-99,3	-102,0	-104,1	-106,3
Wynik brutto	64,1	38,0	71,5	49,3	82,2	91,7	92,0	120,2	125,1	134,7	143,1	150,4	156,3	160,7	163,6	165,9
Wynik netto	51,2	30,5	57,9	40,3	67,3	71,9	70,5	96,8	101,4	109,1	115,9	121,8	126,6	130,1	132,5	134,4
Marża EBITDA	9,2%	7,2%	9,4%	5,6%	7,6%	8,7%	7,8%	7,8%	7,6%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,1%	7,0%	6,9%
Marża EBIT	7,6%	5,1%	7,3%	3,8%	6,0%	6,8%	6,1%	6,2%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%
Prefabrykacja	17,7%	11,5%	11,6%	8,6%	14,0%	12,3%	11,1%	11,5%	11,5%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%
Usługi budowlane	1,4%	6,6%	9,2%	3,1%	3,4%	8,3%	7,2%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Usługi produkcyjne	17,6%	13,8%	10,7%	7,8%	9,6%	16,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Deweloperka	---	6,4%	27,0%	47,9%	---	1,6%	17,5%	17,5%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Pozostałe	27,6%	20,1%	37,8%	16,6%	39,6%	26,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Marża netto	5,8%	4,0%	6,1%	2,7%	4,0%	4,5%	4,0%	4,8%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,6%
Dług netto	-4,9	28,7	94,0	134,3	101,7	171,1	104,7	0,9	-41,0	-87,8	-120,6	-165,6	-185,2	-209,8	-203,6	-196,9
Backlog	308	572	931	1 206	1 126	1 009	1 140	1 167	1 250	1 325	1 390	1 443	1 481	1 512	1 545	1 577
- w tym rok +1	289	494	830	1 033	1 040	900	987	1 020	1 093	1 158	1 215	1 261	1 295	1 322	1 350	1 379
- kolejne	19	79	100	174	86	109	153	147	157	167	175	182	187	190	195	199
Produkcja tys m3	181,7	143,5	203,8	266,5	264,1	209,4	209,1	230,0	247,2	259,6	272,6	280,8	289,2	295,0	300,9	306,9
cena jedn [tys PLN/m3]	3,0	2,8	2,5	3,3	3,9	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2

Źródło: DM BDM S.A., spółka

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Torpol od 1Q'23 znajduje się w słabszym momentum wyników. Zakładamy, że efekt nowych kontraktów po stronie przychodowej pojawi się w 2024 roku, jednocześnie dłużej w trendzie spadkowym pozostanie rentowność (powrót do średnich po wyczerpaniu się efektu przeszacowań w górę marż budżetowych). Jednocześnie w ostatnich kilku miesiącach spółka wyraźnie odbudowała nie tylko portfel (cztery umowy z PKP PLK za 2,2 mld PLN), ale poprawiła prawdopodobnie także perspektywę marżową, co może w przyszłości budować miejsce do pozytywnych zaskoczeń. Z pipeline spółki wypadła natomiast najbardziej agresywna oferta na obwodnicę Poznania, a dość nieoczekiwanie pojawiła się szansa na zdobycie kontraktu w Katowicach na ok. 3 mld PLN (na razie jednak brak decyzji po stronie PLK o ponownym wyborze najkorzystniejszej oferty). Równocześnie 70% obecnej kapitalizacji Torpolu stanowi gotówka netto. Wynik wyborów parlamentarnych otworzył też opcję na szerszy wachlarz możliwości w kontekście akcjonariatu spółki (zwracamy uwagę np. na chęci Mirbudu do zbudowania pozycji na rynku kolejowym). Cenę docelową akcji Torpolu ustalamy na poziomie 27,9 PLN (wzrost w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest pochodną m.in. lepszego profilu backlogu i potencjalnego pipeline oraz niższego kosztu kapitału). Podnosimy nasze zalecenie do Kupuj (poprzednio Trzymaj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka miała 673 mln PLN przychodów (-8% r/r) oraz 61,1 mln PLN zysku netto (-42% r/r). W samym 3Q'23 było to 246 mln PLN przychodów, 14,4% marży brutto ze sprzedaży oraz 23 mln PLN zysku netto. Na poziomie przychodów spodziewaliśmy się więcej, jednocześnie wyraźnie wyższa od naszych założeń była rentowność. Wyniki były słabsze r/r ze względu na wysoką bazę z 2H'22. Spółka na koniec 3Q'23 posiadała 340,9 mln PLN gotówki netto (lekki spadek q/q)

Portfel

Po 3Q'23 portfel Torpolu wynosił 3,0 mld PLN (vs 1,0 mld PLN na koniec 2022 roku). Spółce udało się podpisać w 2023 roku cztery istotne umowy z PKP PLK na łącznie 2,2 mld PLN. Opiewały one średnio na 104% budżetu inwestora. Z pipeline spółki wypadła agresywna oferta na obwodnicę Poznania (1,2 mld PLN, tylko 69% budżetu), co potwierdza, że spółka nie będzie w najbliższych kwartałach pod presją budowy portfela. Dodatkowo w pozytywnym scenariuszu możliwe jest zdobycie kontraktu w Katowicach na ok. 3 mld PLN z trzeciego miejsca (PLK odrzuciło dwie pierwsze oferty, na razie nie ma dalszych decyzji). Spółka (w konsorcjum) jest także nadal w postępowaniu na elektryfikację Rail Baltica (870 km linii). Złożenie ofert planowane jest na styczeń'24, jednak nie można wykluczyć kolejnych opóźnień w tym temacie.

Pozycjonowanie segmentowe

W obecnej strukturze portfela 90% to kontrakty kolejowe, 2% zlecenia tramwajowe a 8% obszar oil&gas (TOG, który potencjalnie może odkupić TF Silesia). Spółka jest mocno eksponowana na napływ środków unijnych na obszar infrastruktury szynowej (zarówno KPO, jak i FeniKS czy CEF). Historycznie spółka była obecna na rynku norweskim, ale ze względu na słabe wyniki porzucono ten kierunek. Obecnie możliwa jest bardziej ekspansja w kierunku krajów bałtyckich lub Niemiec.

Prognozy wyników, wskaźniki

Spodziewamy się w 4Q'23 nieco wyższych przychodów q/q, przy niższych r/r marżach. Zakładamy w całym 2023 roku 958 mln PLN przychodów (-12% r/r) oraz 82 mln PLN zysku netto (-56% r/r). W 2024 zakładamy wzrost przychodów do 1,20 mld PLN oraz spadek zysku netto do 41 mln PLN (normalizacja marż do poziomów historycznych), natomiast w 2025 estymujemy odpowiednio 1,48 mld PLN i 55 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=3,4x, oraz 2,4x w kolejnym roku. Wypłata dywidendy w latach 2024-25 byłaby dla nas pozytywną niespodzianką.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1 392,2	1 121,4	1 084,8	958,1	1 195,0	1 480,0
EBITDA [mln PLN]	86,4	127,3	244,8	113,2	66,0	83,4
EBIT [mln PLN]	63,6	105,1	220,6	88,2	40,2	57,3
Zysk netto [mln PLN]	48,6	77,1	183,8	82,0	40,8	54,5
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-260,2	-312,8	-396,2	-323,9	-319,8	-345,3
P/BV	2,2	1,9	1,3	1,1	1,0	0,9
P/E	11,2	7,1	3,0	6,7	13,4	10,0
EV/EBITDA	3,3	1,8	0,6	2,0	3,4	2,4
EV/EBIT	4,5	2,2	0,7	2,5	5,6	3,5
DPS [PLN/akcję]	0,9	1,5	3,0	0,0	0,0	0,0

Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 27,9 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	28,1
Wycena porównawcza [PLN]	26,7
Wycena końcowa [PLN]	27,9
Potencjał do wzrostu / spadku	17,3%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	23,75
Kapitalizacja [mln PLN]	545,5
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	24,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	15,8
Stopa zwrotu za 3 mc	25,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	37,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	13,6%
Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
NN PTE	9,9%
PKO TFI	7,9%
Mirbud	6,9%
Pozostali	37,3%
<i>stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend</i>	

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



WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	11,2	7,1	3,0	6,7	13,4	10,0	9,1
P/BV	2,2	1,9	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	3,3	1,8	0,6	2,0	3,4	2,4	2,2
EV/EBIT	4,5	2,2	0,7	2,5	5,6	3,5	3,1
EV/S	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	11,0	12,8	17,8	21,3	23,1	25,5	26,3
EPS	2,1	3,4	8,0	3,6	1,8	2,4	2,6
DPS (w danym roku)	0,90	1,53	3,00	0,00	0,00	0,00	1,78
Payout ratio	71%	72%	89%	0%	0%	0%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 392	1 121	1 085	958	1 195	1 480	1 610
Zysk brutto ze sprzedaży	100	145	259	131	85	104	114
SG&A	35	39	38	42	43	45	49
PPO/PKO	-1	-2	0	-1	-2	-2	-1
EBITDA	86	127	245	113	66	83	90
EBIT	64	105	221	88	40	57	65
Zysk brutto	59	101	232	104	50	67	74
Zysk netto	49	77	184	82	41	54	60
Dług netto	-260	-313	-396	-324	-320	-345	-348

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-13%	-19%	-3%	-12%	25%	24%	9%
EBITDA zmiana r/r	34%	47%	92%	-54%	-42%	26%	8%
Zysk netto zmiana r/r	67%	59%	138%	-55%	-50%	34%	10%
Marża brutto na sprzedaży	7,2%	13,0%	23,9%	13,7%	7,1%	7,0%	7,1%
Marża EBITDA	6,2%	11,4%	22,6%	11,8%	5,5%	5,6%	5,6%
Marża netto	3,5%	6,9%	16,9%	8,6%	3,4%	3,7%	3,7%
ROE	19,3%	26,3%	45,0%	16,7%	7,7%	9,3%	9,9%
ROA	4,7%	8,0%	17,9%	8,2%	3,8%	4,5%	4,8%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	228	256	221	224	228	232	236
WNIIP	13	13	13	14	14	15	16
Rzeczowe aktywa trwałe	137	161	168	171	174	177	180
Pozostałe aktywa trwałe	78	82	40	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	815	703	808	781	850	967	1 003
Zapasy	57	47	69	61	76	95	103
Należności krótkoterminowe	344	217	237	308	385	476	518
Środki pieniężne	405	432	493	403	380	388	373
Pozostałe aktywa obrotowe	9	7	8	8	8	8	8
Aktywa razem	1 044	959	1 028	1 005	1 078	1 199	1 239
Kapitał własny	252	293	408	490	531	586	604
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	793	667	621	516	548	615	635
Rezerwy na zobowiązania	8	26	75	75	75	75	75
Oprocentowane zobowiązania	145	119	97	79	61	43	25
Zobowiązania pozostałe	641	522	449	362	412	497	535
Pasywa razem	1 044	959	1 028	1 005	1 078	1 199	1 239
Dług netto	-260	-313	-396	-324	-320	-345	-348
Dług netto / Kapitał własny	-1,0	-1,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Dług netto / EBITDA	-3,0	-2,5	-1,6	-2,9	-4,8	-4,1	-3,9

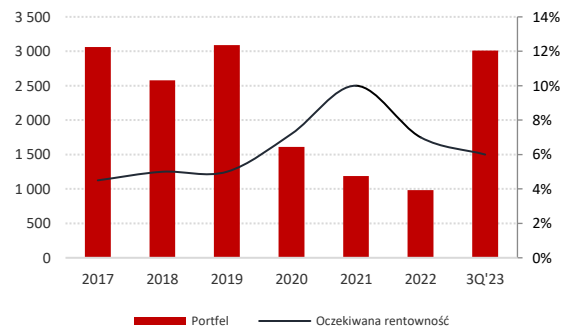
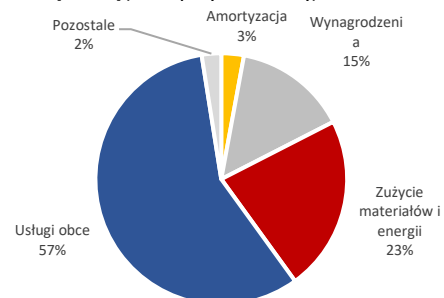
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	289	134	172	-61	13	43	62
CFI	-8	-8	-3	-5	-13	-14	-17
CFF	-77	-99	-108	-25	-22	-22	-61
- w tym dywidenda	21	35	69	0	0	0	41
Przepływy pieniężne netto	204	27	61	-90	-22	8	-15
CAPEX / Amortyzacja	26%	34%	63%	116%	115%	114%	117%

TORPOL

Rekomendacja	Kupuj	www: www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	27,9	
Potencjał zmiany	17,3%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	23,8	4Q'23: b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	1Q'24: b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	545,5	

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody	270	353	212	214	246	285
Zysk brutto ze sprzedaży	56	110	21	40	35	35
SG&A	9	10	10	11	11	11
PPO/PKO	1	-1	0	-2	1	-1
EBITDA	54	104	19	33	32	29
EBIT	48	98	12	27	26	23
Zysk brutto	51	99	18	30	29	26
Zysk netto	41	78	14	24	23	21
Dług netto	-286	-396	-362	-351	-341	-324

Wskaźniki	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody zmiana r/r	-4%	1%	2%	-16%	-9%	-19%
EBITDA zmiana r/r	110%	65%	-35%	-41%	-42%	-72%
Zysk netto zmiana r/r	158%	90%	-29%	-47%	-43%	-73%
Marża brutto na sprzedaży	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%	14,4%	12,2%
Marża EBITDA	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%	12,8%	10,3%
Marża netto	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	9,3%	7,3%

Portfel [mln PLN]

Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	28,1
Wycena metodą porównawczą	20%	26,7
Wycena 1 akcji [PLN]		27,9

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 195,0	1 480,0	1 610,0	1 665,0	1 720,0	1 765,0	1 800,0	1 835,0	1 870,0	1 905,0
EBIT [mln PLN]	40,2	57,3	64,6	68,3	72,2	74,0	70,6	72,0	73,4	74,8
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,6	10,9	12,3	13,0	13,7	14,1	13,4	13,7	13,9	14,2
NOPLAT [mln PLN]	32,6	46,4	52,4	55,4	58,4	60,0	57,2	58,3	59,4	60,6
Amortyzacja [mln PLN]	25,8	26,0	25,3	25,3	25,6	25,6	25,7	25,7	25,7	25,8
CAPEX [mln PLN]	-29,6	-29,6	-29,6	-27,0	-25,7	-25,9	-25,9	-25,9	-25,9	-25,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-43,4	-28,2	-12,9	-5,4	-5,4	-4,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
FCF [mln PLN]	-14,7	14,6	35,1	48,2	52,8	55,2	53,5	54,7	55,8	57,0
DFCF [mln PLN]	-13,0	11,5	24,4	29,6	28,6	26,4	22,6	20,4	18,4	16,6
Suma DFCF [mln PLN]	185,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	470,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	136,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	322,4									
Dług netto 2023P [mln PLN]	-323,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	646,3									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	28,1									

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

Przychody zmiana r/r	24,7%	23,8%	8,8%	3,4%	3,3%	2,6%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-54,4%	42,6%	12,8%	5,7%	5,6%	2,6%	-4,6%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	---	---	140,0%	37,1%	9,6%	4,5%	-3,0%	2,2%	2,1%	2,0%
Marża EBITDA	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,6%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	3,4%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża NOPLAT	2,7%	3,1%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
CAPEX / Przychody	2,5%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	114,9%	113,7%	117,2%	106,9%	100,7%	101,2%	100,9%	100,7%	100,6%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	3,6%	1,9%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,3%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	94,4%	96,4%	98,0%	98,8%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	5,6%	3,6%	2,0%	1,2%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,8%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

Źródło: 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	30,1	30,8	31,7	Premia za ryzyko	6,0%	30,8	31,6	32,6	Premia za ryzyko	6,0%	32,9	31,6	30,4
	0,9	28,8	29,4	30,1		7,0%	29,1	29,7	30,5		7,0%	31,0	29,7	28,6
	1,0	27,6	28,1	28,7		8,0%	27,6	28,1	28,7		8,0%	29,4	28,1	27,1
	1,1	26,6	27,1	27,5		9,0%	26,4	26,8	27,3		9,0%	28,0	26,8	25,8
	1,2	25,8	26,1	26,5		10,0%	25,3	25,7	26,0		10,0%	26,8	25,7	24,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

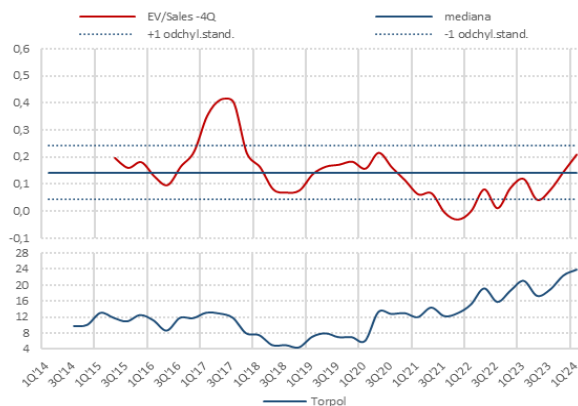
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 26,7 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	18,1	16,0	17,1	10,0	8,4	8,6
Mirbud	5,8	6,9	6,8	3,5	3,9	3,6
Polimex	8,2	8,3	8,1	3,3	2,7	2,0
Trakcja	18,0	14,0	12,3	6,6	5,8	5,4
ZUE	14,7	10,6	7,9	5,5	3,8	2,9
Mediana	14,7	10,6	8,1	5,5	3,9	3,6
Torpol	13,4	10,0	9,1	3,4	2,4	2,2
Premia/dyskonto do spółki	-9%	-6%	13%	-38%	-38%	-39%
Wycena wg wskaźnika	26,1	25,1	21,0	29,8	29,1	29,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	24,1			29,4		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	26,7					

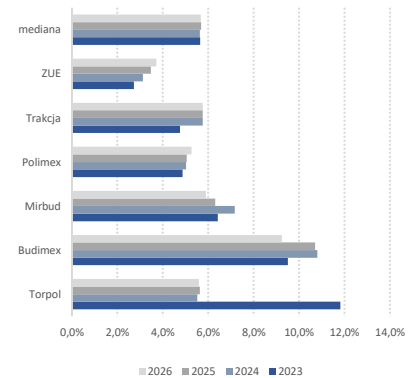
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Torpol EV/Sales (-4Q) oraz kurs w PLN



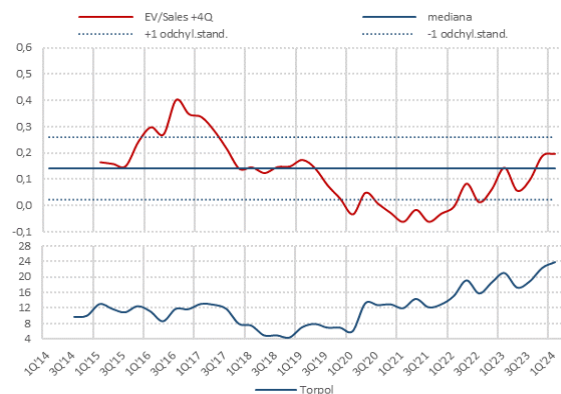
Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

Torpol EV/Sales (+4Q) oraz kurs w PLN



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

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Kontrakty podpisane od początku 2019 roku o wartości >100 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu
2023					
lis 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk (roboty bud.)	572	lis 26	99%
paź 23	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 38 na odcinku Giżycko - Korsze wraz z elektryfikacją	877	kwi 26	100%
sie 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda (roboty bud.)	254	sie 26	85%
maj 23	PKP PLK	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E (P&B)	541	lis 25	126%
kwi 23	PMT LK	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26	b.d.
2022					
sie 22	PGNiG/Orlen	Rozbudowa OC Lubiatów i OG Międzychód (zespół budynków i obiektów wraz z infrastrukturą techn.)	320	sie 24	b.d.
2021					
lis 21	PKP PLK	Modernizacja układu torowo-peronowego i infrastruktury kolejowej na stacji Olsztyn Główny	333	maj 24	267%
paź 21	Miasto Łódź	Budowa i przebudowa linii tramwajowej w ul. Wojska Polskiego	106	maj 23	144%
2019					
lip 19	PKP PLK	Wykonanie prac projektowych i robót budowlanych na stacji Łódź Kaliska	48	mar 24	b.d.
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów i wykonanie robót na Stacji Świnoujście – Zad. 2			
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów i wykonanie robót na Stacji Szczecin Port Centralny – Zad. 1	331	paź 22	b.d.
cze 19	PKP PLK	Roboty bud. na linii 226 i stacji Gdańsk Port Półn. oraz linii 965 i stacji Gdańsk Kanał Kaszubski	508	lut 22	125%
cze 19	PKP PLK	Roboty budowlane na linii 227/249 i stacji Gdańsk Zaspas Towarowa oraz linii 722	936	lut 22	115%
maj 19	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59, odc. granica woj. dolnośl. - Leszno	349	gru 21	170%

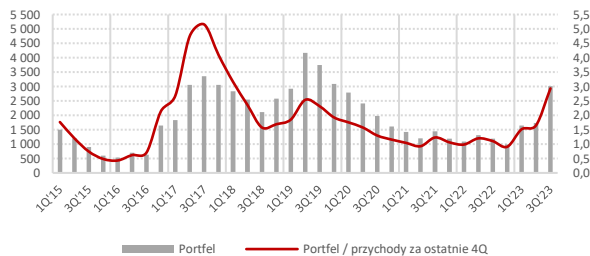
Źródło: BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, ** wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się wobec stanu bieżącego, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym)

Portfel zleceń spółki po 3Q'23 miał wartość 3,01 mld PLN (spółka wlicza także kontrakt na Słupsk podpisany w listopadzie), z czego 2,77 mln PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,24 mld PLN na zależny TOG (przede wszystkim kontrakt dla PGNiG na rozbudowę OC Lubiatów i OG Międzychód, który jest największym tego typu zleceniem w historii spółki). Z pipeline spółki wypadła oferta na obwodnicę Poznania (1,2 mld PLN, tylko 69% budżetu). W pozytywnym scenariuszu możliwe jest zdobycie kontraktu w Katowicach na ok. 3 mld PLN z trzeciego miejsca (PLK odrzuciło dwie pierwsze oferty, na razie nie ma dalszych decyzji).

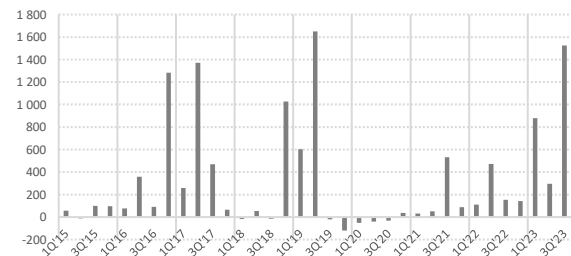
Na początku 2023 roku konsorcjum Torpol-Alstom-BMGS-GE-Bombardier zostało zakwalifikowane do drugiego etapu postępowania na elektryfikację Rail Baltica (870 km linii w krajach bałtyckich). Złożenie ofert planowane jest obecnie w 1Q'24, jednak może się opóźnić ze względu na skomplikowanie techniczne kontraktu. Potencjalna wartość to duże kilka mld PLN (1-2 mld EUR).

Względem części historycznie prowadzonych kontraktów spółka domaga się dopłat/waloryzacji od zamawiającego (PKP PLK). Obecnie jest to 203,9 mln PLN (z czego większość to roszczenia waloryzacyjne złożone w 2022 roku).

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q

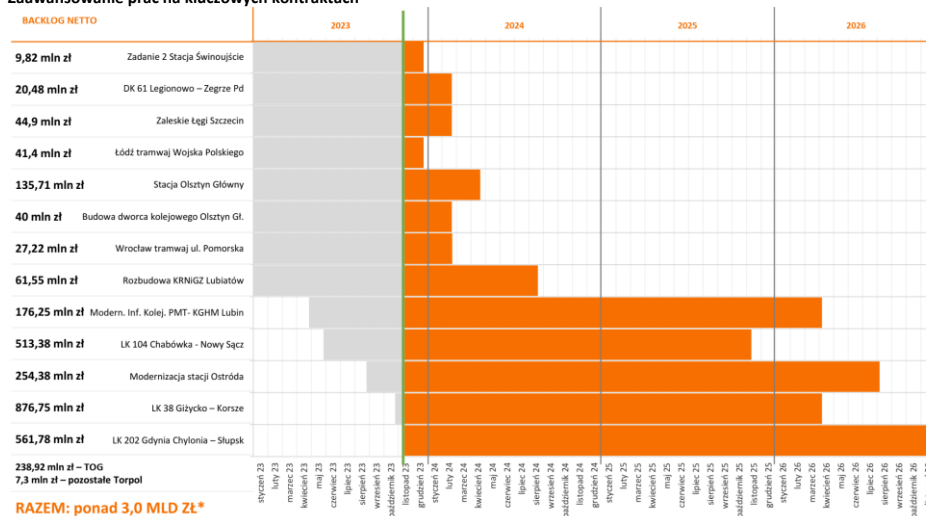


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zaawansowanie prac na kluczowych kontraktach



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

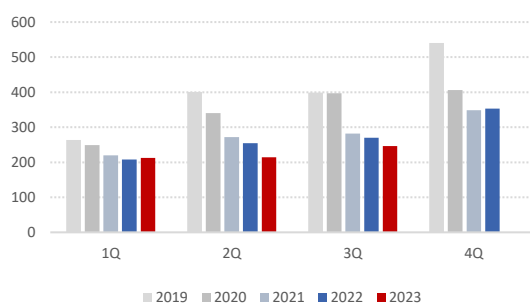
Wyniki za 3Q'2023

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23w	odchyl.	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	269,6	246,3	-8,7%	246,3	0,0%	300,0	-17,9%	---	---	731,8	673,1	-8,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,0	35,4	-36,8%	35,4	0,1%	33,3	6,5%	---	---	149,4	96,8	-35,2%
Zysk na sprzedaży	47,0	24,7	-47,5%	---	---	22,8	8,4%	---	---	121,6	65,6	-46,0%
PPO/PKO	1,4	0,9	-35,3%	---	---	0,0	---	---	---	0,9	-0,6	---
EBITDA	54,5	31,6	-41,9%	---	---	28,6	10,8%	---	---	140,5	83,9	-40,3%
EBIT	48,5	25,6	-47,2%	---	---	22,8	12,6%	---	---	122,5	65,0	-46,9%
Zysk brutto	51,2	29,0	-43,3%	---	---	24,5	18,3%	---	---	132,6	77,7	-41,4%
Zysk netto	40,6	23,0	-43,4%	23,0	-0,1%	19,9	15,8%	---	---	105,8	61,1	-42,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	20,8%	14,4%		14,4%		11,1%		---		20,4%	14,4%	
Marża na sprzedaży	17,4%	10,0%		---		7,6%		---		16,6%	9,8%	
Marża EBIT	20,2%	12,8%		---		9,5%		---		19,2%	12,5%	
Marża zysku netto	18,0%	10,4%		---		7,6%		---		16,7%	9,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

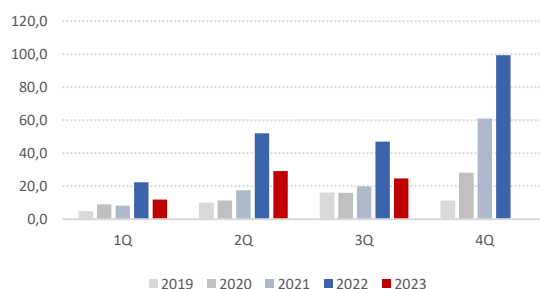
- Wyniki 3Q'23 były wyraźnie słabsze r/r, poniżej naszych założeń na poziomie przychodów, ale o 20% wyższe na poziomie netto. Spółka najpierw opublikowała dane wstępne, następnie finalne.
- Przychody w 3Q'23 spadły o 9% r/r, w tym na poziomie jednostkowym o 24% r/r. Implikowane przychody TOG istotnie wzrosły (ok 63 mln PLN vs 29 mln PLN rok temu), co jest pochodną realizacji dużego kontraktu dla Orlenu (PGNiG).
- Rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 14,4% (vs 20,8% rok temu i 14,4% w 1H'23). Nadal istotną pozytywną kontrybucję do wyniku stanowi zmiana szacunków wyceny kontraktów (mogły nadal kontrybuować finalizowane kontrakty „portowe”). Na poziomie jednostkowym marża 16,6%, na pozostałych jednostkach (TOG): 7,8%.
- Lekko ujemny CF operacyjny (-15 mln PLN). Spółka na koniec 3Q'23 posiadała 340,9 mln PLN gotówki netto (lekki spadek q/q).
- Portfel wynosi 3,01 mld PLN. Rentowność portfela 6% (bez zmian q/q, rok temu było 8%). Historycznie ten wskaźnik był podawany przez zarząd dość konserwatywnie. Rezerwa na straty po 3Q'23 wynosiła 23 mln PLN (vs 30 mln PLN po 2Q'23).
- W całym 1-3Q'23 spółka miała 673 mln PLN przychodów (-8% r/r) oraz 61,1 mln PLN zysku netto (-42% r/r).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



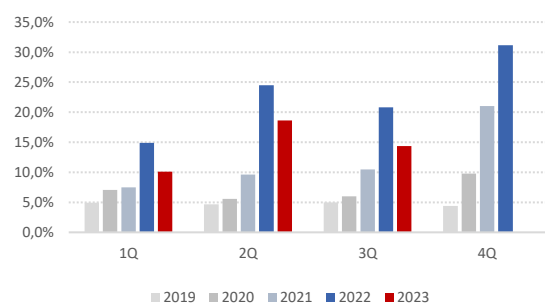
Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]*



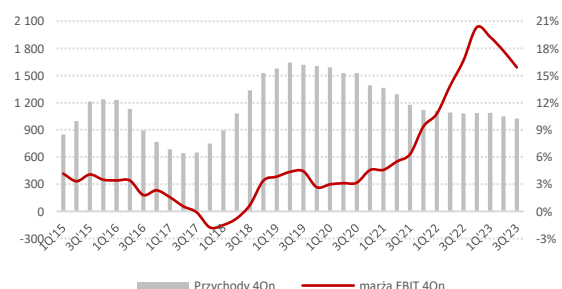
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży

Marża brutto ze sprzedaży

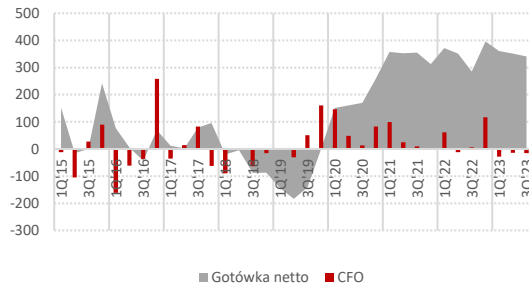


Źródło: BDM S.A., spółka

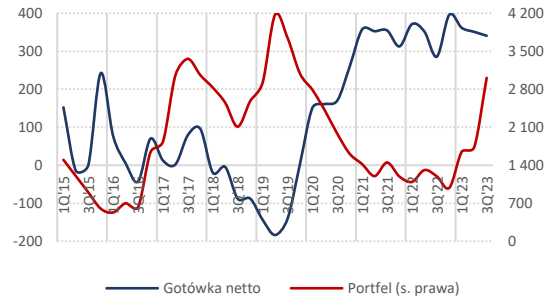
Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowania konferencji wynikowej po 3Q'23 (20 listopada 2023):

Perspektywy wynikowe

- 4Q'23 – przychodowo znaczący, nie powinien odbiegać znacząco po względem marży od 1-3Q'23
- 2024 – na dziś spółka nie może deklarować się w kwestii rentowności, woli zaskakiwać pozytywnie niż negatywnie, marża długoterminowa to 6% na portfelu, wpływ będą mieć tematy, które mogą się dopiero wydarzyć (np. rozstrzygnięcie przetargu w Katowicach)
- rentowności dwucyfrowe nie są czymś normalnym w długim terminie, z drugiej strony spółka ma doświadczenia optymalizacyjne
- nowe kontrakty nie mają lub mają niską zaliczkę, perspektywy zaangażowania w kapitał obrotowy będą bardziej klarowne po wynikach 2023 roku

Portfel

- spółka jest zadowolona z rozbudowy backlogu
- spółka liczy na rozstrzygnięcie przetargu w Katowicach na 3,4 mld PLN (70% udział TOR w konsorcjum), gdzie odrzucone zostały dwie pierwsze oferty (PKP PLK ma zapewnione finansowanie, podpisane zostały umowy na sąsiednie odcinki), oferta Torpolu przekracza nieznacznie budżet, w przypadku rozstrzygnięcia możliwe jest złożenie odwołania przez kolejnego oferenta (ZUE), ale spółka czuje się mocna ze swoją ofertą
- obwodnica Poznania – powodem odrzucenia była rażąco niska cena, okres na odwołanie już minął, spółka nie chciała walczyć za wszelką cenę, obecna skala portfela daje możliwość selektywnego podejścia
- Rail Baltica - złożenie ofert planowe obecnie na 16 stycznia 2024

CAPEX

- plan 29 mln PLN w 2023 roku zostanie zrealizowany
- w 2024 inwestycje mogą być nieco większe ze względu na potrzeby sprzętowe przy rozbudowie backlogu

Strategia

- możliwa aktualizacja w 1H'24
- spółka chce odbudować pozycję na rynku tramwajowym

TOG

- finalne decyzje nie zostały podjęte, TF Silesia kontynuuje proces

Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalnie [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	219,5	271,5	281,7	348,7	207,8	254,4	269,6	353,0	212,4	214,4	246,3	285,0	240,0	280,0	310,0	365,0
jednostkowe	204,5	245,7	251,6	329,3	202,3	239,1	240,7	312,5	188,7	171,0	183,3	225,0	200,0	220,0	260,0	320,0
spółki zależne	15,1	25,8	30,1	19,4	5,5	15,4	28,9	40,5	23,7	43,4	62,9	60,0	40,0	60,0	50,0	45,0
Zysk brutto ze sprzedaży	16,5	26,1	29,5	73,3	31,0	62,3	56,0	110,0	21,5	40,0	35,4	34,7	17,6	20,2	21,7	25,6
jednostkowe	15,3	23,4	27,7	71,6	30,5	61,3	53,1	106,3	19,9	37,0	30,5	29,3	14,0	15,4	18,2	22,4
spółki zależne	1,1	2,7	1,8	1,8	0,4	1,1	2,9	3,6	1,5	3,0	4,9	5,4	3,6	4,8	3,5	3,2
SG&A	8,2	8,7	9,7	12,3	8,5	10,3	9,0	10,5	9,6	10,8	10,7	11,0	9,9	11,2	10,8	11,4
Zysk na sprzedaży	8,3	17,5	19,8	61,1	22,5	52,1	47,0	99,5	11,9	29,1	24,7	23,7	7,7	9,0	10,9	14,2
Saldo PPO/PKO	0,3	1,5	0,2	-3,5	0,6	-1,1	1,4	-1,4	0,5	-2,0	0,9	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	-0,5
EBITDA	14,3	23,9	25,9	63,3	29,1	56,9	54,5	104,4	18,8	33,4	31,6	29,4	13,5	15,0	17,4	20,1
EBIT	8,6	19,0	20,1	57,5	23,0	51,0	48,5	98,1	12,3	27,1	25,6	23,2	7,2	8,5	10,9	13,7
Zysk brutto	8,1	17,6	19,4	56,1	25,2	56,2	51,2	98,9	18,3	30,4	29,0	25,8	10,1	11,3	12,9	16,1
Zysk netto	6,5	13,7	15,7	41,1	20,3	45,0	40,6	78,0	14,4	23,7	23,0	20,9	8,2	9,2	10,5	13,0
Marża brutto ze sprzedaży	7,5%	9,6%	10,5%	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%	14,4%	12,2%	7,3%	7,2%	7,0%	7,0%
jednostkowa	7,5%	9,5%	11,0%	21,7%	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	10,6%	21,6%	16,6%	13,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
spółki zależne	7,6%	10,5%	6,0%	9,0%	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	6,5%	6,8%	7,8%	9,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	6,5%	8,8%	9,2%	18,1%	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%	12,8%	10,3%	5,6%	5,4%	5,6%	5,5%
Marża EBIT	3,9%	7,0%	7,1%	16,5%	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	12,6%	10,4%	8,1%	3,0%	3,0%	3,5%	3,7%
Marża zysku netto	3,0%	5,1%	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	9,3%	7,3%	3,4%	3,3%	3,4%	3,6%
CFO	99,1	24,6	10,0	0,6	61,2	-11,7	5,8	116,6	-28,6	-14,5	-15,3	-2,7	30,0	-30,0	-30,0	42,9
dług netto	-357,5	-352,7	-354,8	-312,8	-371,4	-351,7	-285,9	-396,2	-361,6	-351,1	-340,9	-323,9	-347,6	-311,1	-229,9	-359,8
Portfel	1 420	1 200	1 450	1 190	1 093	1 311	1 194	984	1 650	1 732	3 010	2 725	2 500	2 500	2 750	3 000
rentowność portfela	6,8%	6,8%	8,0%	10,0%	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	---	---	---	---	---

Źródło: DM BDM S.A., spółka, * wskaźnik szacowany przez spółkę

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2023		odchyl.	2024		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	958,1	1 001,3	-4,3%	1 195,0	1 167,3	2,4%
EBITDA	113,2	113,7	-0,4%	66,0	69,8	-5,5%
EBIT	88,2	89,8	-1,8%	40,2	45,7	-12,0%
Zysk (strata) netto	82,0	81,8	0,2%	40,8	42,4	-3,7%
Gotówka (dług) netto	323,9	338,7	-4,4%	319,8	331,0	-3,4%
Marża EBITDA	11,8%	11,4%	5,5%	6,0%		
Marża EBIT	9,2%	9,0%	3,4%	3,9%		
Marża zysku netto	8,6%	8,2%	3,4%	3,6%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2023		zmiana	2024		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 006,8	958,1	-4,8%	1 235,0	1 195,0	-3,2%
EBITDA	100,4	113,2	12,8%	58,0	66,0	13,7%
EBIT	73,3	88,2	20,3%	31,0	40,2	29,7%
Zysk netto	72,5	82,0	13,1%	32,2	40,8	26,7%
Gotówka netto	317,3	323,9	2,1%	272,2	319,8	17,5%
Marża EBITDA	10,0%	11,8%		4,7%	5,5%	
Marża EBIT	7,3%	9,2%		2,5%	3,4%	
Marża zysku netto	7,2%	8,6%		2,6%	3,4%	

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

- Spółka ma za sobą rekordowe kwartały pod kątem marżowości, a harmonogramy zakończenia kontraktów portowych rozciągnęły się ostatecznie w czasie (w realizacji jest jeszcze Świnoujście z kwotą 10 mln PLN w portfelu). Obecnie wskazująca przez spółkę rentowność portfela to 6% (vs 8% rok temu).
- Okres 4Q'22 był rekordowy w historii spółki i zbliżenie się do tych wyników jest obecnie nierealne. Spodziewamy się w 4Q'23 nieco wyższych przychodów q/q, przy niższych marżach. Zakładamy w całym 2023 roku 958 mln PLN przychodów (-12% r/r) oraz 82 mln PLN zysku netto (-56% r/r).
- W 2024 zakładamy wzrost przychodów do 1,20 mld PLN oraz spadek zysku netto do 41 mln PLN (normalizacja marż do poziomów historycznych), natomiast w 2025 estymujemy odpowiednio 1,48 mld PLN i 55 mln PLN zysku netto.
- Podniesienie prognoz w stosunku do naszej poprzedniej rekomendacji to pochodna finalnego podpisania kolejnych umów z PLK na początku 4Q'23, a także wypadnięcia z pipeline kontraktu na obwodnicę Poznania (przy poziomie złożonej przez spółkę oferty był to dla nas kontrakt o podwyższonym ryzyku).
- Zakładamy, że działalność Torpolu będzie nadal głównie opierać się na segmencie kolejowym. Ze względu na brak finalnej decyzji o sprzedaży TOG, w modelu uwzględniamy nadal też spółkę zależną. Spodziewamy się, że przychody TOG będą kształtować się w okolicach 150-200 mln PLN (bliżej dolnej granicy przedziału, po zakończeniu pozyskanego w 2022 roku kontraktu dla PGNiG).
- Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 3,4-3,9%, a w kolejnych latach poprawi się do ok 4%. Są to raczej konserwatywne założenia – w okresie 2017-21 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 3,9% (gdyby rozszerzył cykl o jeszcze rekordowy 2022 rok, byłoby to ok. 6,3%).
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie ujmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych. Obecnie konsorcjum, w którym jest spółka, jest wśród trzech konsorcjów wybranych do ostatniego etapu przetargu na elektryfikację Rail Baltica a krajach bałtyckich (przetarg może być rozstrzygnięty na początku 2024 roku, a jego szacunkowa wartość to 1-2 mld EUR, z czego 20-30% mogłyby przypaść na Torpol). Pozyskanie tego typu zleceń implikowałoby zmianę kluczowych danych jak: przychody, marże, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy czy także prawdopodobnie CAPEX.

- Nie zakładamy obecnie wypłaty dywidendy przez spółkę w okresie najbliższych dwóch lat. Dostrzegamy ryzyko, że przy „jedynie” 38% udziale własnym CPK może nie być skłonne do oddawania znaczącego strumienia gotówki innym akcjonariuszom. Po wynikach wyborów znakiem zapytania jest czy i w jakiej formie spółka CPK będzie funkcjonować w najbliższych latach.
- Spodziewamy się, że w rozpoczęcie nowych kontraktów będzie wymagała zwiększenia zaangażowania w kapitał obrotowy w okresie 2023-24. Zakładamy przy tym, że spółce uda się utrzymać gotówkę netto na poziomie > 300 mln PLN na koniec 2024 roku. Pozyskanie znacząco większej ilości kontraktów wymagałoby jednak większego zaangażowania kapitału obrotowego (ale też implikuje wyższe wyniki finansowe).

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	1 525,7	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 084,8	958,1	1 195,0	1 480,0	1 610,0	1 665,0	1 720,0	1 765,0	1 800,0	1 835,0	1 870,0	1 905,0
jednostkowe	1 499,3	1 567,0	1 318,1	1 031,1	994,6	768,0	1 000,0	1 330,0	1 450,0	1 500,0	1 550,0	1 590,0	1 620,0	1 650,0	1 680,0	1 710,0
spółki zależne	26,4	37,4	74,1	90,4	90,2	190,0	195,0	150,0	160,0	165,0	170,0	175,0	180,0	185,0	190,0	195,0
Zysk brutto ze sprzedaży	83,1	75,4	99,9	145,5	259,3	131,5	85,1	103,6	114,2	119,6	125,1	128,3	126,0	128,5	130,9	133,4
jednostkowe	77,6	70,5	93,3	138,0	251,3	116,7	70,0	93,1	103,0	108,0	113,2	116,1	113,4	115,5	117,6	119,7
spółki zależne	5,5	4,9	6,6	7,4	8,1	14,8	15,1	10,5	11,2	11,6	11,9	12,3	12,6	13,0	13,3	13,7
SG&A	31,7	32,8	35,1	38,8	38,2	42,2	43,3	44,8	48,7	50,4	52,0	53,4	54,5	55,5	56,6	57,6
Zysk na sprzedaży	51,5	42,5	64,8	106,7	221,1	89,3	41,7	58,8	65,4	69,2	73,0	74,9	71,5	72,9	74,3	75,7
Saldo PPO/PKO	0,2	0,4	-1,1	-1,5	-0,5	-1,1	-1,5	-1,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
EBITDA	67,9	64,7	86,4	127,3	244,8	113,2	66,0	83,4	89,9	93,6	97,7	99,6	96,3	97,7	99,1	100,5
EBIT	51,7	42,9	63,6	105,1	220,6	88,2	40,2	57,3	64,6	68,3	72,2	74,0	70,6	72,0	73,4	74,8
Zysk brutto	48,4	36,8	58,8	101,3	231,5	103,5	50,4	67,2	73,7	77,7	82,0	84,2	80,8	82,0	83,2	84,4
Zysk netto	19,2	29,1	48,6	77,1	183,8	82,0	40,8	54,5	59,7	63,0	66,4	68,2	65,4	66,4	67,4	68,4
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	13,7%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
jednostkowa	5,2%	4,5%	7,1%	13,4%	25,3%	15,2%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
spółki zależne	20,8%	13,2%	8,9%	8,2%	8,9%	7,8%	7,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	4,5%	4,0%	6,2%	11,4%	22,6%	11,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,6%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	3,4%	2,7%	4,6%	9,4%	20,3%	9,2%	3,4%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża zysku netto	1,3%	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	8,6%	3,4%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CFO	-166,5	178,8	289,3	134,4	171,9	-61,0	12,9	42,8	62,3	71,8	75,0	77,3	75,5	76,6	77,8	78,9
dług netto	87,7	-2,9	-260,2	-312,8	-396,2	-323,9	-319,8	-345,3	-348,2	-359,8	-373,9	-378,1	-371,9	-369,6	-367,3	-365,1

Źródło: DM BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	221	224	228	232	236	238	238	238	239	239	239	239
Wartości niematerialne i prawne	13	14	14	15	16	16	17	17	17	17	17	18
Rzeczowe aktywa trwałe	168	171	174	177	180	182	182	182	182	182	182	182
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	808	781	850	967	1 003	1 026	1 052	1 070	1 075	1 086	1 097	1 109
Zapasy	69	61	76	95	103	107	110	113	115	117	120	122
Należności krótkoterminowe	237	308	385	476	518	536	554	568	579	591	602	613
Inwestycje krótkoterminowe	496	406	384	391	376	378	383	384	375	373	371	368
- w tym środki pieniężne*	493	403	380	388	373	375	379	381	372	370	367	365
Pozostałe aktywa obrotowe	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa razem	1 028	1 005	1 078	1 199	1 239	1 264	1 290	1 308	1 314	1 325	1 336	1 348
Kapitał (fundusz) własny	408	490	531	586	604	623	642	650	647	648	649	650
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	621	516	548	615	635	642	649	659	667	677	688	698
Rezerwy na zobowiązania	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Zobowiązania długoterminowe	86	71	56	41	26	20	20	20	20	20	20	20
- w tym zobowiązania oprocentowane	67	52	37	22	7	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	422	331	379	460	496	509	516	526	534	545	555	565
- w tym zobowiązania oprocentowane	30	27	24	21	18	15	6	3	0	0	0	0
Pozostałe	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Pasywa razem	1 028	1 005	1 078	1 199	1 239	1 264	1 290	1 308	1 314	1 325	1 336	1 348
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	1 085	958	1 195	1 480	1 610	1 665	1 720	1 765	1 800	1 835	1 870	1 905
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	259	131	85	104	114	120	125	128	126	128	131	133
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	38	42	43	45	49	50	52	53	54	56	57	58
Zysk (strata) na sprzedaży	221	89	42	59	65	69	73	75	72	73	74	76
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	-1	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	245	113	66	83	90	94	98	100	96	98	99	101
EBIT	221	88	40	57	65	68	72	74	71	72	73	75
Saldo działalności finansowej	11	15	10	10	9	9	10	10	10	10	10	10
Zysk (strata) brutto	232	104	50	67	74	78	82	84	81	82	83	84
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	184	82	41	54	60	63	66	68	65	66	67	68
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	172	-61	13	43	62	72	75	77	75	77	78	79
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3	-5	-13	-14	-17	-15	-13	-13	-13	-14	-14	-14
Przepływy z działalności finansowej	-108	-25	-22	-22	-61	-56	-57	-63	-71	-65	-66	-67
Przepływy pieniężne netto	61	-90	-22	8	-15	2	5	1	-9	-2	-2	-2
Środki pieniężne na początek okresu	432	493	403	380	388	373	375	379	381	372	370	367
Środki pieniężne na koniec okresu	493	403	380	388	373	375	379	381	372	370	367	365
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	-3%	-12%	25%	24%	9%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	92%	-54%	-42%	26%	8%	4%	4%	2%	-3%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	138%	-55%	-50%	34%	10%	6%	6%	3%	-4%	1%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	23,9%	13,7%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	22,6%	11,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,6%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża EBIT	20,3%	9,2%	3,4%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża netto	16,9%	8,6%	3,4%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
SG&A / przychody	3,5%	4,4%	3,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
ROE	45,0%	16,7%	7,7%	9,3%	9,9%	10,1%	10,4%	10,5%	10,1%	10,2%	10,4%	10,5%
ROA	17,9%	8,2%	3,8%	4,5%	4,8%	5,0%	5,2%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%
Dług	97	79	61	43	25	15	6	3	0	0	0	0
D / (D+E)	19,1%	13,8%	10,3%	6,8%	3,9%	2,3%	0,8%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	23,7%	16,0%	11,4%	7,3%	4,1%	2,4%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	23,7%	16,0%	11,4%	7,3%	4,1%	2,4%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-396	-324	-320	-345	-348	-360	-374	-378	-372	-370	-367	-365
Dług netto / kapitał własny	-1,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Dług netto / EBITDA	-1,6	-2,9	-4,8	-4,1	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	-3,8	-3,7	-3,6
EV	149	222	226	200	197	186	172	167	174	176	178	180
Dług / EV	64,7%	35,5%	26,9%	21,3%	12,5%	8,0%	3,2%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,4%	3,0%	2,5%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	62,9%	115,7%	114,9%	113,7%	117,2%	106,9%	100,7%	101,2%	100,9%	100,7%	100,6%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	3,8%	15,6%	3,6%	1,9%	0,8%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-113,1%	-118%	18,3%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
P/E*	3,0	6,7	13,4	10,0	9,1	8,7	8,2	8,0	8,3	8,2	8,1	8,0
P/BV*	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA*	0,6	2,0	3,4	2,4	2,2	2,0	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
EV/EBIT*	0,7	2,5	5,6	3,5	3,1	2,7	2,4	2,3	2,5	2,4	2,4	2,4
EV/S*	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	3,0	0,0	0,0	0,0	1,8	1,9	2,1	2,6	3,0	2,8	2,9	2,9
Payout ratio	89,4%	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 23,75 PLN



ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRIEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 8,43 PLN

4 STYCZNIA 2024, 09:55 CEST

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

Wyniki za ostatnie okresy

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

Portfel

Portfel ZUE wynosił po 3Q'23 2,05 mld PLN. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział (ok. połowa) mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). Pozostałą część stanowią kontrakty utrzymaniowe oraz zamówienia spółki handlowej. W portfelu znajdują się nadal kontrakty dla PKP PLK podpisane w 2017 roku (szacujemy, że wartość prac na tych kontraktach może wynosić jeszcze małe kilkadziesiąt mln PLN).

Pozycjonowanie segmentowe

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

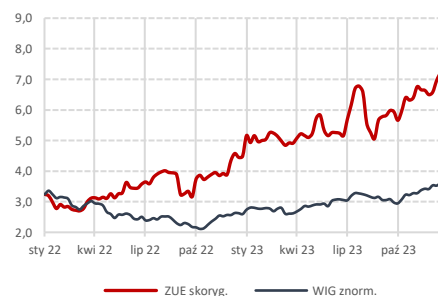
Prognozy wyników, wskaźniki

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

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

Wycena DCF [PLN]	8,21
Wycena porównawcza [PLN]	9,28
Wycena końcowa [PLN]	8,43
Potencjał do wzrostu / spadku	7,2%
Koszt kapitału	14,8%
Cena rynkowa [PLN]	7,86
Kapitalizacja [mln PLN]	181,0
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,22
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,06
Stopa zwrotu za 3 mc	36,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	51,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	53,5%
Struktura akcjonariatu:	
Nowak Wiesław	62,5%
Bankowy OFE	7,7%
Generali OFE	6,3%
ZUE	1,1%
Pozostali	22,2%
<i>stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend</i>	

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



Raport 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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport 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.

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	42,5	15,4	11,0	11,6	14,7	10,6	7,9
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	8,2	3,7	5,2	5,5	5,5	3,8	2,9
EV/EBIT	18,5	7,1	9,2	9,4	10,4	6,4	4,4
EV/S	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	6,7	7,2	7,8	8,4	8,8	9,4	10,0
EPS	0,2	0,5	0,7	0,7	0,5	0,7	1,0
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4
Payout ratio	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,5

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	901	851	921	1 260	985	1 071	1 178
Budownictwo	845	781	831	1 178	915	998	1 097
Handel	47	63	78	77	70	73	81
Projektowanie	9	7	8	4	0	0	0
Wyłączenia	0	0	4	0	0	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	31,3	35,0	42,8	44,8	45,3	52,0	58,3
Budownictwo	28,0	29,9	31,1	38,7	41,6	48,1	54,0
Handel	2,5	3,9	10,9	4,8	3,9	4,1	4,5
Projektowanie	1,1	1,5	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,3	-0,3	-0,5	0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	23,4	25,1	26,2	29,8	29,0	29,7	29,4
PPO/PKO	2,7	4,3	1,5	5,3	0,0	0,0	0,0
EBITDA	23,9	27,1	31,9	34,4	30,7	37,1	43,7
EBIT	10,6	14,2	18,1	20,3	16,3	22,3	28,9
Zysk brutto	10,0	15,4	22,1	20,7	15,9	21,9	28,4
Zysk netto	4,3	11,8	16,4	15,6	12,3	17,1	23,0
Dług netto	15,6	-80,2	-14,6	9,7	-11,5	-38,7	-55,4

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-10%	-6%	8%	37%	-22%	9%	10%
EBITDA zmiana r/r	14%	13%	18%	8%	-11%	21%	18%
Zysk netto zmiana r/r	14%	176%	39%	-5%	-21%	39%	35%
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	4,1%	4,6%	3,6%	4,6%	4,9%	4,9%
Marża EBITDA	2,7%	3,2%	3,5%	2,7%	3,1%	3,5%	3,7%
Marża netto	0,5%	1,4%	1,8%	1,2%	1,3%	1,6%	2,0%
ROE	2,8%	7,1%	9,1%	8,1%	6,1%	7,9%	10,0%
ROA	0,8%	2,0%	2,4%	1,9%	1,7%	2,2%	2,8%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	171,9	178,9	199,4	198,2	204,2	203,8	203,8
WNiP	33,2	33,9	33,7	33,6	33,5	33,4	33,4
Rzeczowe aktywa trwałe	105,5	106,2	105,4	104,3	110,3	110,0	110,1
Pozostałe aktywa trwałe	33,1	38,7	60,4	60,3	60,3	60,3	60,3
Aktywa obrotowe	353,1	398,7	475,3	628,8	507,4	558,2	617,8
Zapasy	25,3	37,8	81,7	111,6	87,3	94,9	104,4
Należności krótkoterminowe	303,6	251,4	327,5	480,4	367,2	388,1	426,5
Środki pieniężne	23,5	108,7	63,3	34,0	50,1	72,3	84,0
Pozostałe aktywa obrotowe	0,7	0,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aktywa razem	525,0	577,5	674,7	827,0	711,6	762,0	821,6

Kapitał własny	154,5	166,2	179,4	193,4	201,8	215,8	230,2
Udziały mniejszości	0,2	0,2	1,4	1,8	2,2	2,6	2,6
Zobowiązania i rezerwy	370,3	411,1	493,9	631,9	507,6	543,5	588,7
Rezerwy na zobowiązania	26,5	35,8	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5
Oprocentowane zobowiązania	39,1	28,5	48,7	43,7	38,7	33,7	28,7
Zobowiązania pozostałe	304,7	346,8	408,8	551,7	432,4	473,4	523,6
Pasywa razem	525,0	577,5	674,7	827,0	711,6	762,0	821,6

Dług netto	15,6	-80,2	-14,6	9,7	-11,5	-38,7	-55,4
Dług netto / Kapitał własny	0,1	-0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	0,7	-3,0	-0,5	0,3	-0,4	-1,0	-1,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	16,3	109,8	-42,6	-9,9	45,5	44,7	40,7
CFI	-6,1	-4,0	-11,5	-13,0	-20,4	-14,4	-13,2
CFF	-17,2	-20,6	8,6	-6,6	-8,9	-8,1	-15,7
- w tym dywidenda	0,0	0,0	3,4	1,6	3,9	3,1	8,5
Przepływy pieniężne netto	-6,9	85,2	-45,5	-29,4	16,2	22,2	11,7
CAPEX / Amortyzacja	55%	47%	35%	92%	142%	97%	100%

ZUE

Rekomendacja	Akumuluj	www: www: www.grupazue.pl
Wycena końcowa [PLN]	8,43	
Potencjał zmiany	7,2%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	7,86	4Q'23: b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	1Q'24: b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	181,0	

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody	256,0	292,2	249,3	292,4	359,0	358,9
Budownictwo	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	341,0
Handel	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	18,0
Projektowanie	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0
Wyłączenia	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	-0,1
Zysk brutto ze sprzedaży	9,0	12,8	8,5	10,3	11,4	14,7
Budownictwo	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	13,6
Handel	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	1,1
Projektowanie	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0
Wyłączenia	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	-0,1
SG&A	6,3	7,4	6,8	7,5	8,0	7,6
PPO/PKO	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	0,0
EBITDA	6,4	9,8	5,5	7,8	11,0	10,1
EBIT	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	7,1
Zysk brutto	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	7,2
Zysk netto	1,6	5,5	1,1	3,0	5,9	5,5
Dług netto	2,3	-14,6	17,3	20,1	50,5	9,7

Wskaźniki	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
Przychody zmiana r/r	11,0%	13,1%	62,3%	33,1%	40,2%	22,8%
EBITDA zmiana r/r	-19,2%	-11,3%	-21,3%	-9,7%	70,3%	2,7%
Zysk netto zmiana r/r	-52,2%	-28,6%	-70,4%	-45,2%	280,2%	-1,0%
Marża brutto na sprzedaży	3,5%	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,1%
Marża EBITDA	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	2,8%
Marża netto	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,5%

Wskaźniki II	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,51	0,71	0,68	0,53	0,74	1,00
Revenue [mln PLN]	851,5	921,4	1 259,6	984,6	1 070,6	1 177,7
Gross Margin %	4,1%	4,6%	3,6%	4,6%	4,9%	4,9%
EBIT [mln PLN]	14,2	18,1	20,3	16,3	22,3	28,9
EBITDA [mln PLN]	27,1	31,9	34,4	30,7	37,1	43,7
Net Income Adj+ [mln PLN]	11,8	16,4	15,6	12,3	17,1	23,0
Net Debt [mln PLN]	-80,2	-14,6	9,7	-11,5	-38,7	-55,4
BPS	7,22	7,79	8,40	8,76	9,37	10,00
DPS	0,00	0,15	0,07	0,17	0,13	0,37
Return on Equity %	7,1%	9,1%	8,1%	6,1%	7,9%	10,0%
Return on Assets %	2,0%	2,4%	1,9%	1,7%	2,2%	2,8%
Depreciation [mln PLN]	9,0	9,9	11,1	11,5	11,9	11,9
Amortization [mln PLN]	0,3	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Free Cash Flow [mln PLN]	105,8	-54,1	-22,8	25,1	30,3	27,4
CAPEX [mln PLN]	6,0	4,8	12,9	20,4	14,4	14,9

Główne czynniki ryzyka:

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 4 stycznia 2024.

Model DCF

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

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Udział kapitału własnego	94,6%	95,6%	96,5%	97,3%	97,8%	98,2%	98,8%	99,4%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	5,4%	4,4%	3,5%	2,7%	2,2%	1,8%	1,2%	0,6%	0,0%	0,0%
WACC	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%	14,5%	14,6%	14,6%	14,7%	14,8%	14,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

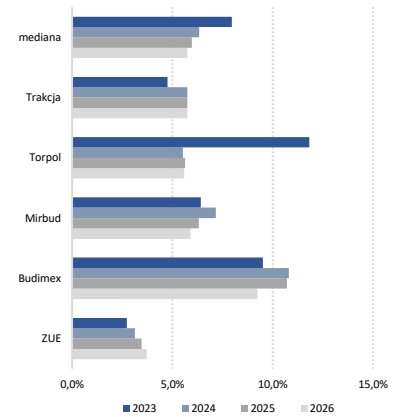
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%.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

Wycena porównawcza

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

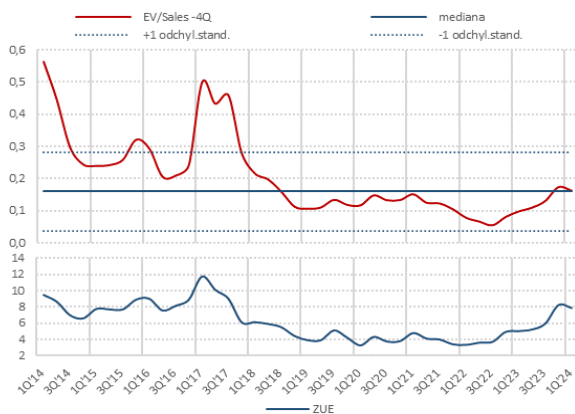
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowności EBITDA



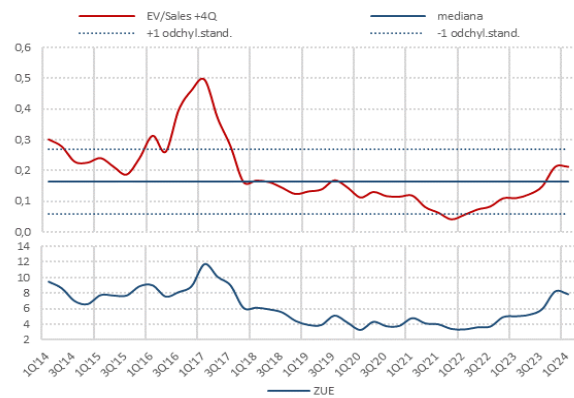
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

ZUE EV/Sales (-4Q) oraz kurs w PLN



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

ZUE EV/Sales (+4Q) oraz kurs w PLN



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

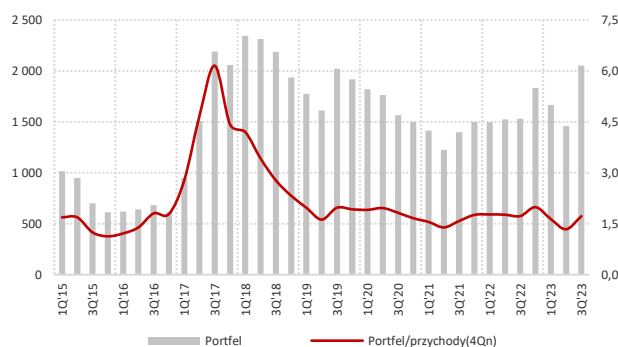
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2023					
gru 23	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	nko (26M)	131%
gru 23	PKP Intercity	Przebudowa bocznicy kolejowej Przemysł Bakończyce	219,3	nko (24M)	70%
paź 23	PKP PLK	Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe	785,1	cze 27	99%
sie 23	ZDM Kraków	Przebudowa torowiska ul. Zwierzyniecka/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”	76,5	sie 24	150%
2022					
gru 22	C.F.R.	SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów)	345,5	mar 25	106%
gru 22	C.F.R.	SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)	144,0	sie 24	113%
wrz 22	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej: Körnicka – os. Lecha (Odcinek I)	58,7	lut 24	---
wrz 22	Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025	120,6	wrz 25	---
lip 22	PKP Cargo	Budowa terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach	100,0	paź 23	182%
mar 22	Dąbr. Górn.	Przebudowa torowiska tramwajowego w ciągu ul. Sobieskiego i ul. Królowej Jadwigi	61,8	gru 23	---
2021					
gru 21	Warszawa	Budowa zajezdni Annapol	266,3	kwi 24	161%
lis 21	Szczecin	Przebudowa torowiska z trakcją z rozbudową pętli Pomorzany w Szczecinie	213,0	lis 23****	96%
wrz 21	Dąbr. Górn.	Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka)	62,0	gru 22	149%
2020					
gru 20	Szczecin	Przebudowa torowiska wraz z siecią od pl. Żołnierza do pętli Niebuszewo /ul. Matejki/Piłsudskiego	141,8	lip 23	---
kwi 20	Gorzów Wlkp.	Przebudowa drogi wraz z torowiskiem w ul. Chrobrego i ul. Mieszka I	53,3	maj 22	---
2019					
wrz 19	PKP PLK	Projektuj i buduj na odcinku Rusiec Łódzki – Zduńska Wola Karsznice	582,7	gru 23	180%
wrz 19	ZDM Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i tacji tramwajowych w Krakowie w latach 2019-2022	91,4	wrz 22	---
sty 19	ZDM Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk tramwajowych w Krakowie w latach 2019 roku	16,9	wrz 19	---
2018					
wrz 18	ZIKIT	Przebudowa ul. Królewska, Podchorążych, Bronowicka w Krakowie wraz z przebudową tor. tramwaj.	62,6	wrz 19	110%
lip 18	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej na odcinku od os. Lecha do ronda Żegrze odcinek II	82,6	lis 19	102%
cze 18	Bydgoszcz	Przebudowa infrastruktury transportu szynowego w ciągu ul. Wojska Polskiego	52,8	paź 19	201%
mar 18	PKP PLK	Prace na odcinku linii kolejowej nr 99 Chabówka - Zakopane	366,8	gru 23	109%
2017					
paź 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna - Sandomierz	378,8	gru 23****	105%
paź 17	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej Trzebinia – Oświęcim	303,1	wrz 23	94%
sie 17	PKP PLK	Projektuj i Buduj: Warszawa – Granica LCS Łowicz	91,8	lis 22****	89%
lip 17	PKP PLK	Projekt i wykonanie robót budowlanych: Częstochowa - Zawiercie	371,6	gru 20	76%
cze 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew	209,3	mar 20	71%
kwi 17	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)	71,9	lis 20	74%
kwi 17	ZIKIT	Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2	49,5	gru 22	55%
kwi 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	264,1	paź 20***	88%
mar 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola	281,0	gru 21	60%
lut 17	PKP PLK	Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)	52,7	lis 19	62%
sty 17	PKP PLK	Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze	124,5	paź 19	76%

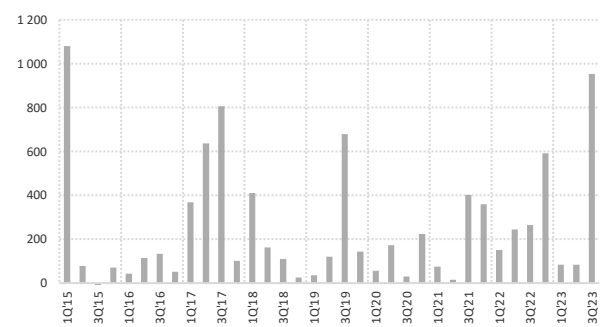
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, **wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się w obecny stan bieżący, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym), nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, *** kontrakt nadal w realizacji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

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

- Portfel ZUE wynosił po 3Q'23 2,05 mld PLN. Na przyrost q/q portfela wpłynęło przede wszystkim podpisanie umowy z PKP PLK o wartości 0,79 mld PLN na odcinek Katowice – Będzin. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział (około połowa) mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). Pozostałą część stanowią kontrakty utrzymaniowe oraz zamówienia spółki handlowej.
- Zwracamy uwagę, że w portfelu realizacyjnym spółki znajdują się nadal jeszcze cztery duże kontrakty z 2017, z okresu kiedy konkurencja na przetargach była wymagająca. Umowy te mają także znaczne opóźnienie w stosunku do pierwotnych harmonogramów (m.in. kwestia opóźnień administracyjnych czy zmian zakresu prac), co generuje dodatkowe koszty stałe w stosunku do pierwotnych budżetów.

- Na koniec 3Q'23 z umów podpisanych w 2017 roku w realizacji były: LCS Kutno (planowany koniec w 2H'23 – [link](#)), Warszawa – LCS Łowicz (Ożarów – projekt właśnie ukończony, [link](#), przyczyną opóźnień były m.in. niewybuchy), Skarżysko – Sandomierz (planowany do ukończony do końca roku, potencjalnie największe ryzyko kolejnego opóźnienia, problemem był gorszy niż zakładano stan wielu obiektów inżynierskich, [link](#)) oraz Trzebinia – Oświęcim (kontrakt na ukończeniu, [link](#))
- W końcówki 2021 pochodzą dwa duże kontrakty tramwajowe (zajezdnia Annopol wygrana wyraźnie powyżej budżetu oraz kontrakt w Szczecinie podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Oba kontrakty mogą potencjalnie podlegać waloryzacji, biorąc pod uwagę termin, w jakim były podpisywane.
- Kontrakty na rynku rumuńskim spółka podpisała na początku grudnia 2022 (oferty na przetargach były składane w 3Q'22) oraz w marcu 2023 (dwa małe odcinki). W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE w konsorcjum (obecnie nieco mniej ze względu na lekkie umocnienie PLN vs RON). W sumie są to 64 kontrakty na prace Quick Wins (47 kontraktów poprzez oddział CF Cluj, odcinki: Apahida-Baia Mare, Razboieni-Episcopia Bihor i Arad-Oradea oraz 17 poprzez CF Brasov, odcinki: Bucuresti-Brasov-Cluj; [link1](#), [link2](#), [link3](#)) mające na celu zniesienie ograniczeń prędkości i przywrócenie parametrów technicznych kolei (głównie w efekcie wymiany elementów nawierzchni torowej, jak szyny, podkłady, urządzenie torowe i kruszywo). Prace finansowane są ze środków rumuńskiego KPO. Prace na kontraktach potrwają do 3Q'24 (Brasov) a na części do 1Q'25 (Cluj).
- **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzytelności (spółka wnioskuję o dopłaty do kontraktów; brak obecnie sporów po stronie zobowiązań), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte przez ZUE wyniki finansowe czy cash flow.

Istotne sprawy sądowe

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

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

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

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 3Q'23 [mln PLN]

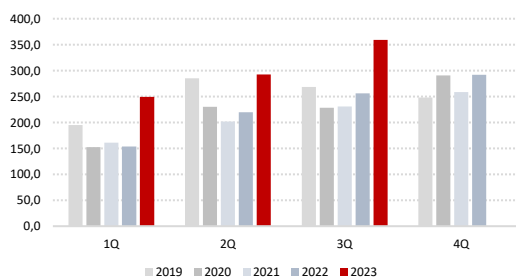
	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23W spółka	odchyl	3Q'23P BDM	odchyl	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody	256,0	359,0	40,2%	359,0	0,0%	263,6	36,2%	629,3	900,7	43,1%
Wynik brutto na sprzedaży	9,0	11,4	26,0%	11,3	0,5%	10,4	9,5%	30,0	30,2	0,4%
Wynik na sprzedaży	2,8	3,4	23,1%	---	---	3,6	-7,0%	11,3	7,9	-29,9%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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

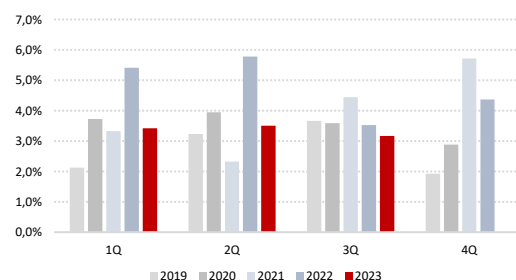
Podsumowując, wyniki za 3Q'23 odbieramy neutralnie. Były sporo wyższe niż zakładaliśmy, m.in. ze względu na istotny wzrost przychodów r/r oraz jednorazowy wynik na sprzedaży środków trwałych. Na marży brutto ze sprzedaży spółka nadal odczuwa efekt końcowej fazy starych kontraktów z 2017 roku. Wyraźniej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

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



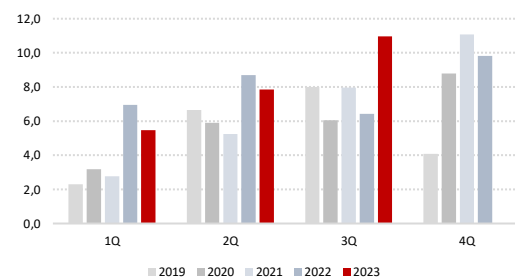
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



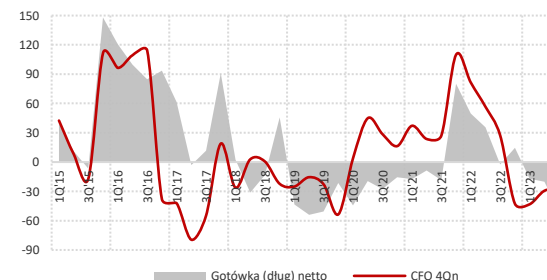
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 2Q'23 (23/08/2023, brak konferencji po 3Q23)**1H'23**

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

Portfel

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

Waloryzacja

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

Rewizje marż

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

Rumunia

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

Energopol

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

BPK Poznań

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

CAPEX

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

Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

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

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

- Spółka ma za sobą mocny przychodowo okres 1-3Q'23 (przychody na poziomie prawie całego 2022 roku), spodziewamy się także sezonowo mocnego 4Q'23. Na marży brutto ze sprzedaży w 3Q'23 (3,2%) spółka nadal odczuwała m.in. efekt dużej puli nisko marżowych kontraktów. Zakładamy, że część negatywnych czynników może odwrócić się w 4Q'23 (np. koszty stałe ponoszone przed podpisaniem kontraktu Katowice-Będzin; nadal w grze są końcowe dopłaty na kontraktach kolejowych czy waloryzacje zleceń tramwajowych).
- W ostatnich miesiącach backlog spółki został w końcu wzmocniony przez duży kontrakt dla PKP PLK (Katowice-Będzin). Należy brać jednak pod uwagę, że po rekordowym dla spółki przerobie w 2023 (wyższym od naszych wcześniejszych oczekiwań), kolejny rok na tym polu może być dla spółki słabszy (mniej dostępnego backlogu na 2024 roku). Część tej luki mogą uzupełnić potencjalnie umowy z przetargów, na których spółka ma najkorzystniejsze oferty.
- Natomiast dostrzegamy szansę na poprawę po stronie rentowności, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów czy potencjalne waloryzacje i dopłaty.
- Zakładamy, że w 2023 roku spółka wypracuje 1,26 mld PLN przychodów oraz 15,6 mln PLN zysku netto. W 2024 spodziewamy się spadku przychodów do 0,98 mld PLN. Szacujemy, że spółka ma pokryty portfel na przyszły rok <80%. Zakładamy 12,3 mln PLN zysku netto w 2024 roku (zwracamy uwagę, że 5,3 mln PLN w 2023 stanowi w prognozie dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej, w kolejnych latach założylimy 0 mln PLN na tym poziomie, więc efektywnie zakładana jest poprawa w 2024 roku na skoryg. EBIT).
- Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscyluje w okolicy 4% (wyłączając dużą stratę w 2018 roku, średnia ważona marża za ostatnie 10 lat to 4,6%). Zakładamy 3,6% marży 2023 (rok pod znakiem finalizacji słabych kontraktów z lat 2016-17). W kolejnych latach zakładamy stopniową odbudowę marży w kierunku 5%. Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągnąć 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży.

- Oceniamy, że ostrożnie podchodzimy do portfela na 2024-25. Uruchomienie środków unijnych powinno rozwiązać worek z procedurami przetargowymi na rynku tramwajowym ze strony samorządów oraz istotnie przyspieszyłyby rozstrzygnięcie przetargów ze strony PKP PLK. W latach 2019-21 spółka realizowała po ok. 600 mln PLN przychodów z kontaktów dla PKP PLK, co dawało ok 6% udział w rynku (w 2022 udział spadł do ok. 4%). W latach 2024-28 wg nowego KPK wydatki PKP PLK mają sięgać rocznie średnio 15 mld PLN, co dawałoby potencjał generowania ok. 600-1 000 mln PLN z samego PKP PLK, gdyby spółka chciała utrzymać udziały rynkowe w widełkach 4-6%. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok, Energopol oraz Railway gft – każdy po kilkadziesiąt mln PLN przychodów. Do tego należy dodać rynki zagraniczne – zakładamy, że wejście do Rumunii nie jest jednorazowe, a raczej w końcu na poważnie otworzyło spółkę na rynki zagraniczne. Zwracamy dodatkowo uwagę, że nowy obszar rynku w Polsce może otworzyć CPK (w optymistycznym scenariuszu docelowo nawet porównywalny z PKP PLK).
- Przez ostatnie cztery lata nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. Zakładamy, że 2023 i 2024 przyniosą wzrost nakładów względem poprzednich lat związany m.in. z ekspansją zagraniczną. W dłuższym terminie przyjmujemy CAPEX na poziomie zbliżonym do amortyzacji.
- Zakładamy, że na koniec 2023 roku spółka będzie miała 10 mln PLN długu netto, a na koniec każdego kolejnego roku w szczegółowej prognozie będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Bilans [mln PLN]	199	198	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204
Aktywa trwałe	199	198	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204
Wartości niematerialne i prawne	34	34	34	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	105	104	110	110	110	110	110	110	110	111	111	111
Nieruchomości inwestycyjne	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Pozostałe aktywa trwałe	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
Aktywa obrotowe	475	629	507	558	618	655	679	680	682	683	684	691
Zapasy	82	112	87	95	104	110	112	113	114	115	116	117
Należności krótkoterminowe	328	480	367	388	427	448	457	461	466	470	475	479
Inwestycje krótkoterminowe	64	35	51	74	85	96	109	105	100	96	92	92
- w tym środki pieniężne	63	34	50	72	84	95	108	103	99	95	90	91
Pozostałe aktywa obrotowe	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Aktywa razem	675	827	712	762	822	859	883	884	886	887	888	895
Kapitał (fundusz) własny	179	193	202	216	230	245	261	260	261	261	262	263
Kapitał mniejszości	1	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	494	632	508	546	589	611	619	621	622	623	624	630
Rezerwy na zobowiązania	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
Zobowiązania długoterminowe	40	36	32	28	24	20	16	16	16	16	16	16
- w tym zobowiązania oprocentowane	24	20	16	12	8	4	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	417	559	439	479	528	555	567	568	569	570	571	577
- w tym zobowiązania oprocentowane	25	24	23	22	21	20	20	16	11	6	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	675	827	712	762	822	859	883	884	886	887	888	895
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	921	1 260	985	1 071	1 178	1 237	1 261	1 274	1 287	1 300	1 313	1 326
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	43	45	45	52	58	62	65	64	65	65	66	67
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	26	30	29	30	29	30	30	30	30	30	30	31
Zysk (strata) na sprzedaży	17	15	16	22	29	32	35	34	34	35	35	36
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	32	34	31	37	44	47	50	49	49	50	50	51
EBIT	18	20	16	22	29	32	35	34	34	35	35	36
Saldo działalności finansowej	4	0	0	-1	0	1	1	1	1	2	2	2
Zysk (strata) brutto	22	21	16	22	28	33	35	35	36	36	37	38
Zysk (strata) netto mniejszości	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	16	16	12	17	23	26	29	28	29	29	30	31
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływ z działalności operacyjnej	-43	-10	45	45	41	43	44	42	43	43	44	44
Przepływ z działalności inwestycyjnej	-11	-13	-20	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13
Przepływ z działalności finansowej	9	-7	-9	-8	-16	-18	-19	-34	-34	-34	-35	-30
Przepływy pieniężne netto	-45	-29	16	22	12	11	12	-4	-4	-4	-5	1
Środki pieniężne na początek okresu	109	63	34	50	72	84	95	107	103	99	95	90
Środki pieniężne na koniec okresu	63	34	50	72	84	95	107	103	99	95	90	91
Wskaźniki	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	8%	37%	-22%	9%	10%	5%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	18%	8%	-11%	21%	18%	8%	5%	-2%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	39%	-5%	-21%	39%	35%	15%	9%	-2%	2%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	4,6%	3,6%	4,6%	4,9%	4,9%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża EBITDA	3,5%	2,7%	3,1%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża EBIT	2,0%	1,6%	1,7%	2,1%	2,5%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Marża netto	1,8%	1,2%	1,3%	1,6%	2,0%	2,1%	2,3%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
SG&A / przychody	2,8%	2,4%	2,9%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%
ROE	9,1%	8,1%	6,1%	7,9%	10,0%	10,8%	11,0%	10,9%	11,1%	11,3%	11,5%	11,7%
ROA	2,4%	1,9%	1,7%	2,2%	2,8%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Dług	49	44	39	34	29	24	20	16	11	6	0	0
D / (D+E)	21,3%	18,4%	16,1%	13,5%	11,1%	8,8%	7,0%	5,7%	3,9%	2,1%	0,0%	0,0%
D / E	27,1%	22,6%	19,2%	15,6%	12,4%	9,6%	7,5%	6,0%	4,1%	2,2%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	27,1%	22,6%	19,2%	15,6%	12,4%	9,6%	7,5%	6,0%	4,1%	2,2%	0,0%	0,0%
Dług netto	-15	10	-11	-39	-55	-72	-88	-88	-89	-90	-90	-91
Dług netto / kapitał własny	-81,38	50,16	-56,95	-179,27	-240,59	-292,65	-337,55	-337,35	-339,83	-342,44	-345,12	-347,63
Dług netto / EBITDA	-0,5	0,3	-0,4	-1,0	-1,3	-1,5	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
EV	166	191	170	142	126	109	93	93	92	91	91	90
Dług / EV	29,2%	22,9%	22,8%	23,6%	22,8%	21,5%	21,1%	16,8%	11,5%	6,2%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	1,0%	2,1%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	35,0%	91,8%	141,5%	97,2%	100,4%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,2%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	5,6%	3,4%	-2,1%	-1,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	73,3%	12,8%	7,7%	-13,4%	-1,2%	-1,5%	-2,1%	-1,1%	-1,2%	-1,3%	-1,4%	-1,5%
P/E*	11,0	11,6	14,7	10,6	7,9	6,9	6,3	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9
P/BV*	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA*	5,2	5,5	5,5	3,8	2,9	2,3	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
EV/EBIT*	9,2	9,4	10,4	6,4	4,4	3,4	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,6	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Payout ratio	29,2%	9,7%	25,0%	25,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 7,86 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl[gry komputerowe](#)**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl**Piotr Dedećjus**

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

Budimex - Historia rekomendacji:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	530,8	redukuj	376,5	04.01.2024	09:55 CEST	618,0	77 054
redukuj	376,5	akumuluj	300,4	18.07.2023	14:15 CEST	412,0	71 046
akumuluj	300,4	kupuj	272,5	29.12.2022	14:15 CEST	280,0	57 285
kupuj	272,5	akumuluj	300,2	26.10.2022	13:45 CEST	233,0	48 343
akumuluj	300,2	wznowienie	---	05.08.2022	16:05 CEST	266,0	53 701
redukuj	118,2	redukuj	121,3	12.08.2019	15:19 CEST	128,2	55 891
redukuj	121,3	redukuj	118,5	11.03.2019	14:15 CEST	130,6	59 489
redukuj	118,5	redukuj	108,7	11.12.2018	08:47 CEST	130,0	57 385
redukuj	108,7	redukuj	115,2	30.08.2018	14:35 CEST	116,8	60 808
redukuj	115,2	redukuj	171,3	12.07.2018	10:15 CEST	123,4	56 650
redukuj	171,3	redukuj	192,3	11.05.2018	12:25 CEST	184,4	60 420
redukuj	192,3	redukuj	170,1	18.04.2018	12:40 CEST	209,0	60 157
redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196,0	47 654
trzymaj	125,6	trzymaj	128,9	8.09.2014		124,1	54 380
trzymaj	128,9	redukuj	69,9	5.06.2014		131,7	52 892
redukuj	69,9	redukuj	70,4	9.05.2013		77,9	44 970
redukuj	70,4	redukuj	82,6	21.10.2011		74,0	39 045
redukuj	82,6	redukuj	64,5	11.06.2010		91,8	40 840
redukuj	64,5	-	-	19.05.2009		73,0	30 300

Elektrotim - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	19,1	Kupuj	17,1	04.01.2024*	09:55 CEST	17,48	77 054
Kupuj	17,1	Kupuj	15,8	10.10.2023*	11:20 CEST	14,70	66 149
Kupuj	15,8	Kupuj	13,0	13.06.2023*	08:30 CEST	13,26	66 298
Kupuj	13,0	Akumuluj	8,17	10.05.2023*	09:22 CEST	10,60	63 285
Akumuluj	8,17	Trzymaj	6,79	09.12.2022*	16:00 CEST	7,16	55 651
Trzymaj	6,79	Kupuj	11,0	18.10.2022*	12:00 CEST	6,48	47 309
Kupuj	11,0	Kupuj	10,2	15.06.2022*	07:00 CEST	6,50	53 247
Kupuj	10,2	---	---	23.08.2021*	07:00 CEST	6,54	67 966

*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.
- autorem raportów nt. Elektrotimu w okresie 2021-06'2022 był Krystian Brymora

Erbud - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	41,1	wznowienie	---	04.01.2024	09:55 CEST	41,9	77 054
Trzymaj	15,6	Redukuj	13,5	25.09.2019	12:00 CEST	14,95	56 942
Redukuj	13,5	Kupuj	32,0	26.07.2018	08:50 CEST	14,9	58 630
Kupuj	32,0	Akumuluj	35,0	6.09.2017	10:50 CEST	26,5	65 115
Akumuluj	35,0	Akumuluj	32,3	3.03.2017	13:50 CEST	30,9	59 304
Akumuluj	32,3	Akumuluj	37,7	3.01.2017	11:09 CEST	29,0	52 313
Akumuluj	37,7	Akumuluj	28,4	1.06.2015		33,7	55 641
Akumuluj	28,4	-	-	27.05.2014		25,2	52 515

Instal Kraków - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	50,0	wznowienie	---	04.01.2024	09:55 CEST	42,7	77 054
Kupuj	20,9	Kupuj	20,1	18.04.2018	13:45 CEST	13,5	60 351
Kupuj	20,1	Kupuj	20,0	29.11.2017	12:32 CEST	12,2	63 767
Kupuj	20,0	Kupuj	19,9	16.05.2017	09:12 CEST	14,6	61 795
Kupuj	19,9	Kupuj	19,1	29.09.2016	09:39 CEST	12,6	47 644
Kupuj	19,1	Kupuj	18,6	16.05.2016		11,9	46 064
Kupuj	18,6	Kupuj	22,9	19.10.2015		11,3	51 475
Kupuj	22,9	-	-	5.08.2014		16,0	50 807

Mirbud - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Akumuluj	9,09	kupuj	8,90	04.01.2024	09:55 CEST	8,30	77 054
kupuj	8,90	kupuj	6,30	11.04.2023	11:30 CEST	7,70	59 275
kupuj	6,30	---	---	16.01.2023	08:58 CEST	5,00	61 566

MS Zabrze - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	4,85	kupuj	3,69	04.01.2024	09:55 CEST	4,14	77 054
kupuj	3,69	kupuj	2,74	05.06.2023	08:05 CEST	3,20	65 654
kupuj	2,74	kupuj	2,31	08.02.2023	15:10 CEST	2,30	61 186
kupuj	2,31	Wznowienie	---	27.09.2022	10:00 CEST	1,92	49 089
Redukuj	0,88	Redukuj	1,00	15.05.2017	08:40 CEST	0,99	61 595
Redukuj	1,00	Kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700
Kupuj	1,40	Trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901
Trzymaj	2,32	Akumuluj	2,53	28.04.2015		2,39	56 969
Akumuluj	2,53	Akumuluj	2,23	17.09.2014		2,25	55 030
Akumuluj	2,23	-	-	27.05.2014		1,92	52 515

*ceny do 2017 roku nie uwzględniają resplitu 2:1 przeprowadzonego w 2019 roku

Pekabex - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	27,3	---	---	04.01.2024	09:55 CEST	23,3	77 054

Torpol - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	27,9	trzymaj	19,3	04.01.2024	09:55 CEST	23,75	77 054
trzymaj	19,3	trzymaj	22,0	12.09.2023	13:35 CEST	18,50	66 241
trzymaj	22,0	akumuluj	22,8	14.04.2023	14:50 CEST	21,15	61 305
akumuluj	22,8	---	---	16.01.2023	12:40 CEST	21,00	61 324

ZUE - Historia rekomendacji

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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 (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'24*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	40%	0	0%
Akumuluj	3	30%	0	0%
Trzymaj	1	10%	0	0%
Redukuj	2	20%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

dotyczy: Budimex, Erbud, Instal Kraków, Mirbud, Mostostal Zabrze, Pekabex, Torpol

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.

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.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-01-04

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

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-01-11 (00:01 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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.

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 poszczególne założenia 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 instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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 wahanom 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 instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 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:

dotyczy: Budimex, Erbud, Instal Kraków, Mirbud, Mostostal Zabrze, Pekabex, Torpol

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-01-04:

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

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki MOSTOSTAL ZABRZE

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 zaistnieć 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.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**dotyczy: Elektrotim, ZUE**

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2024-01-04

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

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy 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 jakakolwiek 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 wahanom 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może zredukować 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 portfelową inwestycji i jakakolwiek 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:

dotyczy: Elektrotim, ZUE

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-01-04:

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

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

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM, 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.