

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

|              |       |           | 2022 | 2023 | 2024 |                         |
|--------------|-------|-----------|------|------|------|-------------------------|
| Kurs [PLN]   | 9,0   | P/E       | 12,6 | 9,9  | 19,3 | <b>Analitik:</b>        |
| MC [mln PLN] | 207,3 | EV/EBITDA | 6,0  | 1,6  | 6,7  | Krzysztof Pado          |
|              |       | EV/EBIT   | 10,6 | 2,4  | 12,3 | krzysztof.pado@bdm.pl   |
|              |       | P/BV      | 1,2  | 1,0  | 1,0  | tel.: (+48) 512 338 250 |

**Ostatnia rekomendacja BDM: TRZYMAJ z ceną docelową 11,0 PLN/akcję (19.02.2025) [LINK](#)**

**Wyniki za 4Q'24 [mln PLN]**

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka przedstawiła pełny raport za 4Q'24. W połowie marca spółka podawała już wstępne wyniki, do których odnosiliśmy się w osobnym komentarzu ([link](#)).
- Finalne wyniki są bez większych odchyleń.
- W 4Q'24 na poziomie przychodów ZUE miało 298 mln PLN (-49% r/r). Spadek przychodów r/r, jest głównie konsekwencją niższego portfela (po 3Q'24 wyniósł 1,23 mld PLN, co dawało -40% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży w 4Q'24 (5,4%) zaskoczyła na plus i jest lepsza q/q oraz r/r (2,3% w 3Q'24 i 4,3% rok temu).
- EBIT wyniósł 5,6 mln PLN (vs 17,2 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 3,8 mln PLN (vs 10,9 mln PLN w 4Q'23). Saldo pozostałej działalności operacyjnej było minimalnie ujemne (-0,5 mln PLN). Saldo finansowe także było ujemne (-1,5 mln PLN). Stopa podatkowa wyniosła 6%. Spadek wyników r/r jest konsekwencją wspomnianego niższego backlogu. Należy także pamiętać, że 4Q'23 był mocno wsparty na przychodach przez końcówkę okresu rozliczenia środków unijnych z perspektywy 2014-20
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 4Q'24 37 mln PLN (vs 49 mln PLN w 4Q'23, w całym 2024 na poziomie 155 mln PLN).
- W całym 2024 roku PKP PLK odpowiadała za 29% przychodów grupy (37% rok wcześniej).
- Dług netto po 4Q'24 wyniósł 26 mln PLN (rok temu była gotówka netto na poziomie 134 mln PLN - ponadnormatywny poziomu gotówki oraz zobowiązań handlowych). CF operacyjny w 4Q'24 był zgodnie z wzorcem sezonowym dodatni (+49 mln PLN).
- Backlog wynosi aktualnie 1 079 mln PLN. Spółka ma także złożone najlepsze oferty w przetargach na 850 mln PLN (dwa postępowanie dla PKP PLK, jedno w Rumunii oraz trzy mniejsze na rynku tramwajowym).
- W lutym spółka nabyła podmiot NTB Systemy za 1,3 mln PLN (spółka ma wnieść know-how w zakresie torowisk tramwajowych opartych na konstrukcjach wykorzystujących w swoim składzie materiały chemiczne).
- W liście do akcjonariuszy prezes podkreślił kolejny raz, że ZUE szuka swoich szans biznesowych poza granicami kraju (m.in. Rumunia, Niemcy). Spółka oczekuje ożywienia w przetargach kolejowych i tramwajowych w Polsce w 2025 roku.

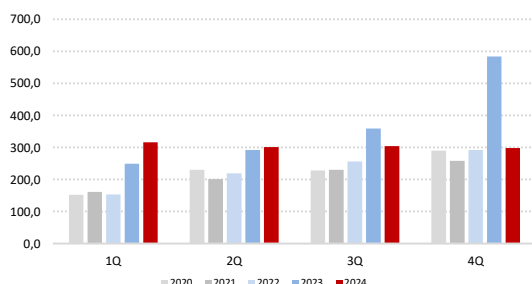
**Komentarz BDM:** Wstępne wyniki za 4Q'24 były już opublikowane kilka tygodni temu, więc finalne nie są zaskoczeniem. Są one powyżej naszych oczekiwań na rentowności. Pozwoliło to na wypracowanie wyższego od naszych prognoz zysku netto, mimo głębszego spadku przychodów. Ujemna dynamikę przychodów r/r utrzyma się w naszej ocenie przez kilka najbliższych kwartałów. Relacja portfela do przychodów jest najniższa od kilkunastu lat. Perspektywy jego wzmocnienia zaczęły się poprawiać w ostatnich miesiącach, przy czym tempo procedowania przetargów kolejowych wskazuje, że nowe umowy mogą mieć już jedynie niewielki wpływ na przychody 2025 roku. Więcej informacji w kwestii perspektyw wynikowych może przynieść dzisiejsza telekonferencja wynikowa (12:00).

**Wyniki za ostatnie kwartały [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'23         | 1Q'24         | 2Q'24        | 3Q'24        | 4Q'24        |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>    | <b>160,9</b> | <b>201,5</b> | <b>230,6</b> | <b>258,4</b> | <b>153,6</b> | <b>219,6</b> | <b>256,0</b> | <b>292,2</b> | <b>249,3</b> | <b>292,4</b> | <b>359,0</b> | <b>583,5</b>  | <b>316,2</b>  | <b>301,0</b> | <b>304,3</b> | <b>297,9</b> |
| Budownictwo                      | 141,1        | 190,9        | 211,8        | 237,0        | 140,8        | 191,5        | 236,1        | 262,6        | 223,8        | 273,2        | 340,6        | 567,6         | 305,4         | 282,0        | 286,4        | 277,9        |
| Handel                           | 8,1          | 18,7         | 16,5         | 20,0         | 11,1         | 26,2         | 17,5         | 23,0         | 23,5         | 17,2         | 18,0         | 15,8          | 10,8          | 19,0         | 17,9         | 20,0         |
| 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           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>  | <b>5,4</b>   | <b>4,7</b>   | <b>10,2</b>  | <b>14,8</b>  | <b>8,3</b>   | <b>12,7</b>  | <b>9,0</b>   | <b>12,8</b>  | <b>8,5</b>   | <b>10,3</b>  | <b>11,4</b>  | <b>25,8</b>   | <b>12,6</b>   | <b>14,9</b>  | <b>7,0</b>   | <b>16,0</b>  |
| Budownictwo                      | 4,8          | 2,8          | 8,8          | 13,4         | 7,4          | 8,6          | 5,7          | 9,4          | 6,4          | 8,6          | 10,0         | 24,9          | 11,7          | 13,7         | 5,8          | 14,8         |
| Handel                           | 0,5          | 1,0          | 1,0          | 1,5          | 1,0          | 4,1          | 3,0          | 2,9          | 1,8          | 0,9          | 1,1          | 0,8           | 0,8           | 1,3          | 1,3          | 1,2          |
| 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           | 0,0           | -0,1         | 0,0          | 0,0          |
| SG&A                             | 6,2          | 5,5          | 6,4          | 7,0          | 5,3          | 7,2          | 6,3          | 7,4          | 6,8          | 7,5          | 8,0          | 8,1           | 7,9           | 8,1          | 8,0          | 9,9          |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>         | <b>-0,8</b>  | <b>-0,8</b>  | <b>3,8</b>   | <b>7,7</b>   | <b>3,1</b>   | <b>5,5</b>   | <b>2,8</b>   | <b>5,3</b>   | <b>1,7</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,4</b>   | <b>17,6</b>   | <b>4,7</b>    | <b>6,8</b>   | <b>-1,0</b>  | <b>6,1</b>   |
| Saldo PPO/PKO                    | 0,6          | 2,9          | 0,8          | -0,1         | 0,6          | -0,1         | 0,2          | 0,9          | 0,2          | 1,3          | 3,9          | -0,5          | 1,0           | -0,2         | 2,2          | -0,5         |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>2,8</b>   | <b>5,2</b>   | <b>8,0</b>   | <b>11,1</b>  | <b>7,0</b>   | <b>8,7</b>   | <b>6,4</b>   | <b>9,8</b>   | <b>5,5</b>   | <b>7,8</b>   | <b>11,0</b>  | <b>20,9</b>   | <b>9,5</b>    | <b>10,3</b>  | <b>5,2</b>   | <b>9,7</b>   |
| EBIT                             | -0,3         | 2,2          | 4,7          | 7,6          | 3,6          | 5,3          | 3,0          | 6,2          | 1,9          | 4,1          | 7,2          | 17,2          | 5,7           | 6,6          | 1,2          | 5,6          |
| 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          | 15,4          | 3,0           | 6,3          | -1,3         | 4,1          |
| <b>Zysk (strata) netto</b>       | <b>-0,7</b>  | <b>1,4</b>   | <b>3,3</b>   | <b>7,8</b>   | <b>3,8</b>   | <b>5,5</b>   | <b>1,6</b>   | <b>5,5</b>   | <b>1,1</b>   | <b>3,0</b>   | <b>5,9</b>   | <b>10,9</b>   | <b>1,0</b>    | <b>6,2</b>   | <b>-0,2</b>  | <b>3,8</b>   |
| <b>Marża brutto ze sprzedaży</b> | <b>3,3%</b>  | <b>2,3%</b>  | <b>4,4%</b>  | <b>5,7%</b>  | <b>5,4%</b>  | <b>5,8%</b>  | <b>3,5%</b>  | <b>4,4%</b>  | <b>3,4%</b>  | <b>3,5%</b>  | <b>3,2%</b>  | <b>4,4%</b>   | <b>4,0%</b>   | <b>5,0%</b>  | <b>2,3%</b>  | <b>5,4%</b>  |
| Budownictwo                      | 3,4%         | 1,5%         | 4,2%         | 5,7%         | 5,2%         | 4,5%         | 2,4%         | 3,6%         | 2,9%         | 3,1%         | 2,9%         | 4,4%          | 3,8%          | 4,9%         | 2,0%         | 5,3%         |
| Handel                           | 5,7%         | 5,6%         | 5,8%         | 7,4%         | 9,0%         | 15,5%        | 17,1%        | 12,5%        | 7,7%         | 5,0%         | 5,9%         | 5,1%          | 7,5%          | 6,9%         | 7,1%         | 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%         | 3,6%          | 3,0%          | 3,4%         | 1,7%         | 3,3%         |
| Marża EBIT                       | -0,2%        | 1,1%         | 2,0%         | 2,9%         | 2,3%         | 2,4%         | 1,2%         | 2,1%         | 0,8%         | 1,4%         | 2,0%         | 2,9%          | 1,8%          | 2,2%         | 0,4%         | 1,9%         |
| Marża netto                      | -0,4%        | 0,7%         | 1,4%         | 3,0%         | 2,4%         | 2,5%         | 0,6%         | 1,9%         | 0,4%         | 1,0%         | 1,7%         | 1,9%          | 0,3%          | 2,0%         | -0,1%        | 1,3%         |
| <b>CFO</b>                       | <b>-0,6</b>  | <b>15,3</b>  | <b>-6,7</b>  | <b>101,8</b> | <b>-28,9</b> | <b>-9,5</b>  | <b>-35,9</b> | <b>31,8</b>  | <b>-29,6</b> | <b>4,2</b>   | <b>-34,1</b> | <b>196,9</b>  | <b>-180,6</b> | <b>9,0</b>   | <b>6,7</b>   | <b>49,3</b>  |
| <b>Dług netto</b>                | <b>17,6</b>  | <b>8,7</b>   | <b>18,6</b>  | <b>-80,2</b> | <b>-49,5</b> | <b>-35,5</b> | <b>2,3</b>   | <b>-14,6</b> | <b>17,3</b>  | <b>20,1</b>  | <b>50,5</b>  | <b>-134,2</b> | <b>50,2</b>   | <b>75,8</b>  | <b>73,0</b>  | <b>26,3</b>  |
| <b>Backlog [mln PLN]</b>         | <b>1 413</b> | <b>1 226</b> | <b>1 398</b> | <b>1 500</b> | <b>1 498</b> | <b>1 523</b> | <b>1 532</b> | <b>1 832</b> | <b>1 666</b> | <b>1 458</b> | <b>2 053</b> | <b>1 731</b>  | <b>1 647</b>  | <b>1 467</b> | <b>1 227</b> | <b>1 079</b> |

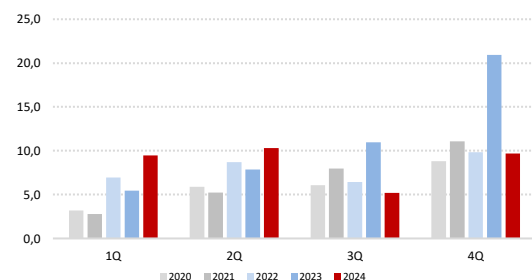
Źródło: BDM S.A., spółka

**Przychody wg kwartałów [mln PLN]**



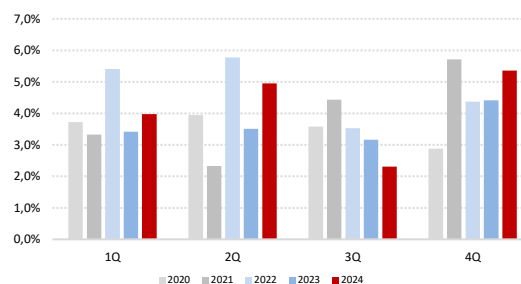
Źródło: BDM S.A., spółka

**EBITDA wg kwartałów [mln PLN]**



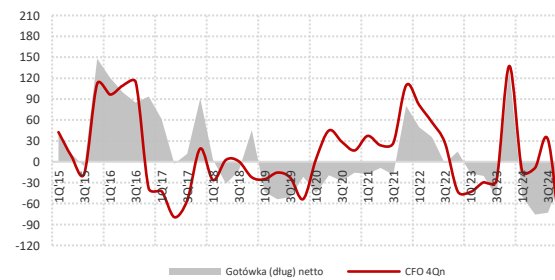
Źródło: BDM S.A., spółka

**Marża brutto ze sprzedaży**



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

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

**Anna Tobiasz**

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

**Andrzej Wodecki**

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);  
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
Cena docelowa – teoretyczna cena jaką 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.

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data        | godzina publikacji | kurs  | WIG    |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|-------------|--------------------|-------|--------|
| Trzymaj   | 11,0          | Trzymaj                 | 11,0                     | 19.02.2025* | 08:48 CEST         | 11,20 | 94 651 |
| Trzymaj   | 11,0          | Trzymaj                 | 11,1                     | 22.08.2024* | 11:55 CEST         | 10,60 | 84 528 |
| Trzymaj   | 11,1          | Akumuluj                | 8,43                     | 22.04.2024* | 14:28 CEST         | 11,10 | 84 109 |
| Akumuluj  | 8,43          | Kupuj                   | 7,76                     | 04.01.2024* | 09:55 CEST         | 7,86  | 77 054 |
| Kupuj     | 7,76          | wznowienie              | ---                      | 12.09.2023* | 13:45 CEST         | 5,62  | 66 241 |
| Kupuj     | 11,8          | ---                     | ---                      | 17.02.2017  | 14:39 CEST         | 9,94  | 58 348 |

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

**Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'25\*:**

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

|          | liczba | %  | liczba | %  |
|----------|--------|----|--------|----|
| Kupuj    | 0      | 0% | 0      | 0% |
| Akumuluj | 0      | 0% | 0      | 0% |
| Trzymaj  | 0      | 0% | 0      | 0% |
| Redukuj  | 0      | 0% | 0      | 0% |
| Sprzedaj | 0      | 0% | 0      | 0% |

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

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

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

**Data sporządzenia materiału: 2025-04-11**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-04-11 (07:40 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-04-11 (07:40 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 odpowiednio dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. 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 wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (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 2025-04-11:**

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

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

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.