

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 19,3 PLN

12 WRZESIEŃ 2023, 13:35 CEST

Torpol od 1Q'23 znajduje się w słabszym momencie wynikowym, które może potrwać w naszej ocenie jeszcze przez najbliższy rok. Spodziewamy, że efekt nowych kontraktów po stronie przychodowej pojawi się na przełomie 2023/24 roku, jednocześnie dłużej w trendzie spadkowym może pozostawać rentowność. Równocześnie 83% obecnej kapitalizacji Torpolu stanowi gotówka netto posiadana przez spółkę. W tej sytuacji (oraz biorąc pod uwagę raczej solidny track-record w spółki w generowaniu pozytywnych wyników nawet w trudniejszym otoczeniu konkurencyjnym) obecna wycena powinna zachęcać do pozytywnego nastawienia. W lipcu odejście z zarządu ogłosił jednak długoletni prezes. Ryzykiem dla akcjonariuszy mniejszościowych jest brak przejrzystej strategii CPK wobec spółki, a także jej ewentualnej polityki dywidendowej czy akwizycyjnej (w 2023 roku spółka po raz pierwszy od 2018 roku nie podzieliła się zyskiem). Także sama strategia CPK może się zmienić w zależności od układu sił po wyborach parlamentarnych. Czynnikiem stabilizującym kurs może być jednocześnie popyt zgłaszany przez Mirbud (który deklaruje zainteresowanie długofalowym zwiększaniem zaangażowania w akcjonariacie Torpolu). **Pozostajemy przy naszym zaleceniu Trzymaj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 19,3 PLN (spadek w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest pochodną m.in. wyższego kosztu kapitału).**

Po przejściu pakietu akcji przez CPK od TF Silesia rynek mógł mieć początkowo nadzieję na scenariusz wezwania na 100% akcji, ale wydaje się, że w krótkim terminie nie ma takich intencji. W dłuższym terminie nie wykluczamy jednak takiego scenariusza, ponieważ strategicznie może on być korzystniejszy dla CPK w kontekście kontroli nad pozycją gotówkową spółki, niż utrzymywanie presji ze strony akcjonariuszy mniejszościowych na wypłatę dywidendy (na WZA w maju pojawiły się dwa wnioski o 2,0/5,0 PLN/akcję, zostały one jednak odrzucone). Mało klarowne jest dla nas na ten moment, jaką rolę w akcjonariacie chciałby odegrać Mirbud. Prezes tej spółki deklaruje chęć dalszego zwiększania udziałów w Torpolu z obecnych >5% do co najmniej 10%, jednak nawet taki pakiet akcji nie będzie dawał realnego wpływu na decyzje WZA. Zespół możliwych scenariuszy dla spółki zwiększają zbliżające się wybory parlamentarne. Dotychczas główna partia opozycyjna krytykowała projekt CPK. Ewentualna zmiana układu sił politycznych po wyborach może mieć wpływ na przyszły akcjonariat Torpolu.

Rynek kolejowy od końcówki 2022 zaczął znów pokładać nadzieje na odblokowanie procesu podpisywania dużych umów wykonawczych przez PKP PLK. Jednak proces legislacyjny zmian w sądownictwie (oczekiwanych przez KE do odblokowania środków z KPO) utknął w TK, a środki pomostowe stara się organizować PFR. Postępuje to wolniej od oczekiwań, aczkolwiek Torpolowi udało się podpisać w 2023 roku dwie umowy z PKP PLK na łącznie 0,8 mld PLN, co zwiększyły wyraźnie backlog. Spółka ma także dwie najkorzystniejsze oferty na łącznie 1,4 mld PLN oraz najniższą cenę w jednym przetargu na 1,2 mld PLN. Jeżeli spółka podpisałaby wspomniane kontrakty do końca roku, jej portfel mógłby szacunkowo po 4Q'23 wynosić ok 3,8 mld PLN z terminem realizacji na ok. 3,5 roku (średnio po ok. 1,1 mld PLN/rok). Rekordowy w historii portfel spółka posiadała po 2Q'19, kiedy wynosił 4,2 mld PLN. Zwracamy uwagę, że w obecnej perspektywie unijnej spółka będzie prawdopodobnie miała dość szybko bardzo wysoki portfel zleceń, w poprzedniej perspektywie najlepsze marże dały kontrakty dopiero ze środkowego okresu, kiedy konkurencja nie była już tak nasiloną jak na początku cyklu. Spółka (w konsorcjum) jest także nadal w postępowaniu na elektryfikację Rail Baltica (870 km linii). Złożenie ofert planowane jest obecnie w 4Q'23, jednak może się opóźnić ze względu na skomplikowanie techniczne kontraktu.

Po 1H'23 spółka ma 427 mln PLN przychodów (-8% r/r) oraz 39,1 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że dynamiki przychodów w 2H'23 mogą być jeszcze ujemne, trudno będzie powtórzyć ubiegłoroczne rentowności, także w porównaniu do 1H'23 mogą one być niższe, ze względu na zmianę struktury portfela. Spodziewamy się w całym 2023 roku 1,0 mld PLN przychodów (-7% r/r) oraz 72,5 mln PLN zysku netto. W 2024 zakładamy wzrost przychodów do 1,24 mld PLN oraz spadek zysku netto do 32,2 mln PLN (normalizacja marż do poziomów historycznych). Uważamy, że wzrost przychodów będzie wiązał się z przyrostem zapotrzebowania na kapitał obrotowy (jeden z powodów, który był argumentowany przez zarząd przy rekomendacji braku dywidendy w 2023 roku).

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1 392,2	1 121,4	1 084,8	1 006,8	1 235,0	1 480,0
EBITDA [mln PLN]	86,4	127,3	244,8	100,4	58,0	61,8
EBIT [mln PLN]	63,6	105,1	220,6	73,3	31,0	35,8
Zysk netto [mln PLN]	48,6	77,1	183,8	72,5	32,2	33,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-260,2	-312,8	-396,2	-317,3	-272,2	-274,0
P/BV	1,7	1,5	1,0	0,9	0,8	0,8
P/E	8,7	5,5	2,3	5,9	13,2	12,9
EV/EBITDA	1,9	0,9	0,1	1,1	2,6	2,4
EV/EBIT	2,6	1,1	0,1	1,5	4,9	4,2
DPS [PLN/akcję]	0,9	1,5	3,0	0,0	0,0	0,0

Wycena DCF [PLN]	19,5
Wycena porównawcza [PLN]	18,7
Wycena końcowa [PLN]	19,3
Potencjał do wzrostu / spadku	4,2%
Koszt kapitału	13,5%
Cena rynkowa [PLN]	18,50
Kapitalizacja [mln PLN]	424,9
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	21,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,8
Stopa zwrotu za 3 mc	16,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-15,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	1,6%
Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
NN PTE	9,9%
PKO TFI	7,9%
Mirbud	5,1%
Pozostali	39,1%
<i>stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend</i>	

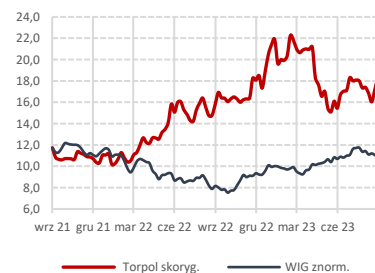
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
SYTUACJA SPÓŁKI PO PRZEJĘCIE 38% AKCJI PRZEZ CPK	7
PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	9
STRONA KOSZTOWA	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	8,7	5,5	2,3	5,9	13,2	12,9	10,5
P/BV	1,7	1,5	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	1,9	0,9	0,1	1,1	2,6	2,4	2,2
EV/EBIT	2,6	1,1	0,1	1,5	4,9	4,2	3,6
EV/S	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	11,0	12,8	17,8	20,9	22,3	23,8	24,4
EPS	2,1	3,4	8,0	3,2	1,4	1,4	1,8
DPS (w danym roku)	0,90	1,53	3,00	0,00	0,00	0,00	1,08
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	1 007	1 235	1 480	1 610
Zysk brutto ze sprzedaży	100	145	259	118	77	84	95
SG&A	35	39	38	43	45	46	50
PPO/PKO	-1	-2	0	-2	-2	-2	-1
EBITDA	86	127	245	100	58	62	69
EBIT	64	105	221	73	31	36	43
Zysk brutto	59	101	232	91	40	41	50
Zysk netto	49	77	184	72	32	33	40
Dług netto	-260	-313	-396	-317	-272	-274	-271

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-13%	-19%	-3%	-7%	23%	20%	9%
EBITDA zmiana r/r	34%	47%	92%	-59%	-42%	7%	12%
Zysk netto zmiana r/r	67%	59%	138%	-61%	-56%	2%	22%
Marża brutto na sprzedaży	7,2%	13,0%	23,9%	11,7%	6,3%	5,7%	5,9%
Marża EBITDA	6,2%	11,4%	22,6%	10,0%	4,7%	4,2%	4,3%
Marża netto	3,5%	6,9%	16,9%	7,2%	2,6%	2,2%	2,5%
ROE	19,3%	26,3%	45,0%	15,1%	6,3%	6,0%	7,2%
ROA	4,7%	8,0%	17,9%	7,2%	3,0%	2,8%	3,4%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	228	256	221	222	225	229	233
WNIp	13	13	13	14	14	15	16
Rzeczowe aktywa trwałe	137	161	168	169	171	173	177
Pozostałe aktywa trwałe	78	82	40	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	815	703	808	789	847	931	963
Zapasy	57	47	69	64	79	95	103
Należności krótkoterminowe	344	217	237	320	427	511	556
Środki pieniężne	405	432	493	396	333	317	296
Pozostałe aktywa obrotowe	9	7	8	8	8	8	8
Aktywa razem	1 044	959	1 028	1 011	1 072	1 160	1 196
Kapitał własny	252	293	408	481	513	546	562
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	793	667	621	531	560	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	377	424	497	535
Pasywa razem	1 044	959	1 028	1 011	1 072	1 160	1 196
Dług netto	-260	-313	-396	-317	-272	-274	-271
Dług netto / Kapitał własny	-1,0	-1,1	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	-3,0	-2,5	-1,6	-3,2	-4,7	-4,4	-3,9

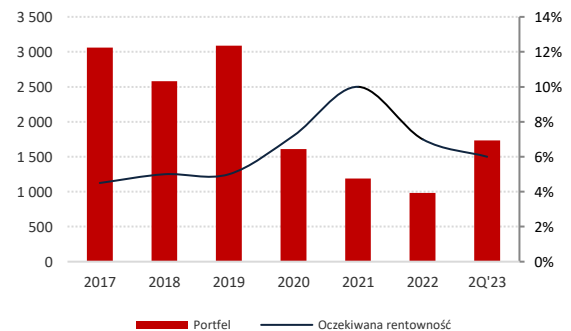
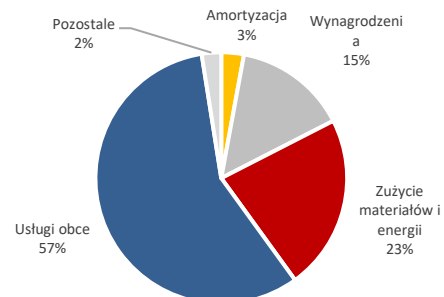
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	289	134	172	-70	-27	24	43
CFI	-8	-8	-3	-3	-15	-19	-19
CFF	-77	-99	-108	-24	-22	-22	-44
- w tym dywidenda	21	35	69	0	0	0	25
Przepływy pieniężne netto	204	27	61	-97	-63	-16	-21
CAPEX / Amortyzacja	26%	34%	63%	107%	110%	114%	116%

TORPOL

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	19,3		
Potencjał zmiany	4,2%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	18,5	3Q'23:	17 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	4Q'23:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	424,9		

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23
Przychody	208	254	270	353	212	214
Zysk brutto ze sprzedaży	31	62	56	110	21	40
SG&A	8	10	9	10	10	11
PPO/PKO	1	-1	1	-1	0	-2
EBITDA	29	57	54	104	19	33
EBIT	23	51	48	98	12	27
Zysk brutto	25	56	51	99	18	30
Zysk netto	20	45	41	78	14	24
Dług netto	-371	-352	-286	-396	-362	-351

Wskaźniki	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23
Przychody zmiana r/r	-5%	-6%	-4%	1%	2%	-16%
EBITDA zmiana r/r	104%	138%	110%	65%	-35%	-41%
Zysk netto zmiana r/r	211%	227%	158%	90%	-29%	-47%
Marża brutto na sprzedaży	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%
Marża EBITDA	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%
Marża netto	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%

Portfel [mln PLN]

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 19,5 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 18,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 19,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	19,5
Wycena metodą porównawczą	30%	18,7
Wycena 1 akcji [PLN]		19,3

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 (5,5%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%, na co składa się bazowa premia za ryzyko na poziomie 6,5% oraz 1,5% premii za płynność obrotu*) oraz współczynnika beta = 1,0.

*przyjmujemy 0,0% dla spółek wchodzących w skład WIG20/mWIG40 1,5% dla spółek wchodzących w skład sWIG80 oraz 3,0% dla pozostałych spółek

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Spodziewamy się, że w 2023 roku spółka wypracuje przychody na poziomie o kilka procent niższym od ubiegłorocznych (ok. 1,0 mld PLN). W 2024 roku zakładamy wzrost do 1,24 mld PLN. W kolejnych latach przyjmujemy, że będą stopniowo rosnąć do ok. 1,6 mld PLN w 2026 roku i 1,7-1,8 mld PLN rocznie w długim terminie.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki wyniesie 2,5-3% w długim terminie. Jednocześnie zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 2,4-2,5%.
- Założenia w modelu nie obejmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych. Pozyskanie takich zleceń implikowałoby zmianę kluczowych danych jak: przychody, marże, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy czy także prawdopodobnie CAPEX.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów (jednostka dominująca oraz TOG) przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2032.
- Model nie zakłada realizacji przez spółkę akwizycji innych podmiotów czy bezpośredniego zaangażowania kapitałowego w projekty infrastrukturalne. Model nie uwzględnia także potencjalnego sprzedania TOG.
- Wycena została sporządzona na dzień 12.09.2023 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 448,6 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 19,5 PLN

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 006,8	1 235,0	1 480,0	1 610,0	1 615,0	1 670,0	1 725,0	1 755,0	1 785,0	1 815,0
EBIT [mln PLN]	73,3	31,0	35,8	43,3	44,2	46,5	48,8	50,4	52,1	53,0
Stopa podatkowa	20,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,0	5,9	6,8	8,2	8,4	8,8	9,3	9,6	9,9	10,1
NOPLAT [mln PLN]	58,3	25,1	29,0	35,1	35,8	37,6	39,5	40,8	42,2	42,9
Amortyzacja [mln PLN]	27,1	27,0	26,0	25,6	25,6	25,6	25,8	26,1	26,3	26,6
CAPEX [mln PLN]	-29,0	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-148,7	-76,9	-30,0	-15,9	-0,6	-6,7	-6,7	-3,7	-3,7	-3,7
FCF [mln PLN]	-92,3	-54,5	-4,7	15,2	31,2	26,9	29,0	33,6	35,3	36,3
DFCF [mln PLN]	-89,0	-46,4	-3,5	10,1	18,3	13,9	13,2	13,5	12,5	11,3
Suma DFCF [mln PLN]	-46,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	317,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	98,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	52,4									
Dług netto 2022P [mln PLN]	-396,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	448,6									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	19,5									

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

Przychody zmiana r/r	-7,2%	22,7%	19,8%	8,8%	0,3%	3,4%	3,3%	1,7%	1,7%	1,7%
EBIT zmiana r/r	-66,8%	-57,7%	15,5%	21,1%	2,1%	5,1%	4,9%	3,4%	3,3%	1,7%
FCF zmiana r/r	---	---	---	---	105,6%	-13,5%	7,6%	16,0%	4,8%	2,8%
Marża EBITDA	10,0%	4,7%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT	7,3%	2,5%	2,4%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża NOPLAT	5,8%	2,0%	2,0%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%
CAPEX / Przychody	2,9%	2,4%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	107,1%	109,7%	113,8%	115,5%	115,8%	115,4%	114,5%	113,5%	112,4%	111,3%
Zmiana KO / Przychody	14,8%	6,2%	2,0%	1,0%	0,0%	0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-190,6%	33,7%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
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	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Udział kapitału własnego	92,2%	94,3%	96,3%	97,9%	98,8%	99,5%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	7,8%	5,7%	3,7%	2,1%	1,2%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,9%	13,1%	13,2%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

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	20,6	21,2	21,8	Premia za ryzyko	6,0%	21,1	21,6	22,3	Premia za ryzyko	6,0%	22,5	21,6	20,9
	0,9	19,9	20,3	20,8		7,0%	20,0	20,5	21,0		7,0%	21,3	20,5	19,8
	1,0	19,2	19,5	20,0		8,0%	19,2	19,5	20,0		8,0%	20,3	19,5	18,9
	1,1	18,6	18,9	19,2		9,0%	18,4	18,7	19,1		9,0%	19,4	18,7	18,1
	1,2	18,1	18,3	18,6		10,0%	17,8	18,1	18,3		10,0%	18,7	18,1	17,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych (Budimex i ZUE, które mających ekspozycję na sektor kolejowy/tramwajowy, Mirbud mający ambicje wejścia na rynek kolejowy oraz Polimex, który w akcjonariacie, podobnie jak Torpol, posiada podmioty kontrolowane przez Skarb Państwa, silna pozycja gotówkową oraz powraca w ostatnich okresach na rynek infrastruktury). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla 2023 roku i po 40% dla poszczególnych lat 2024-25).

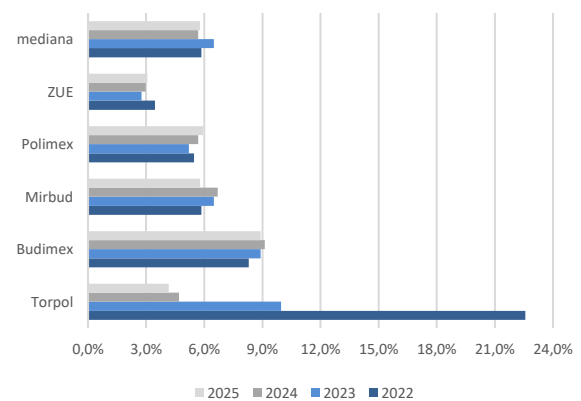
Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 18,7 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	16,4	16,8	17,4	8,3	7,3	6,8
Mirbud	6,2	5,5	7,1	3,6	3,0	3,4
Polimex	10,8	6,8	6,6	3,1	2,3	1,6
ZUE	10,9	9,8	8,3	3,5	3,0	2,3
Mediana	10,8	8,3	7,7	3,5	3,0	2,8
Torpol	5,9	13,2	12,9	1,1	2,6	2,4
Premia/dyskonto do spółki	-46%	59%	68%	-69%	-12%	-14%
Wycena wg wskaźnika	34,2	11,6	11,0	29,1	19,4	19,5
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	15,9			21,4		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	18,7					

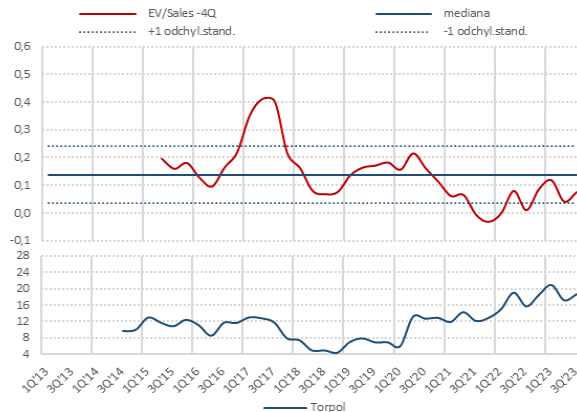
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

Porównanie rentowność EBITDA



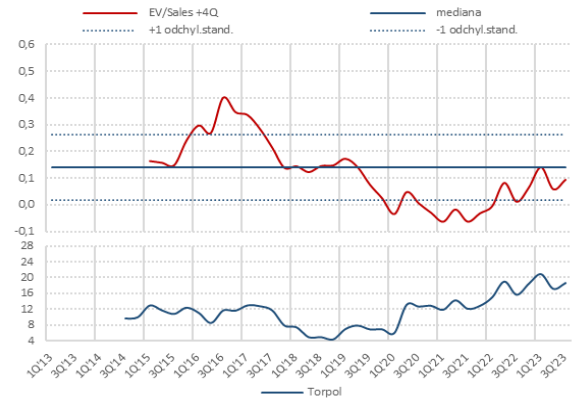
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

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



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

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)

SYTUACJA SPÓŁKI PO PRZEJĘCIU 38% AKCJI PRZEZ CPK

Struktura akcjonariatu

	akcje	% akcji	głosy	% głosów
CPK	8 728 600	38,0%	8 728 600	38,0%
NN OFE	2 266 962	9,9%	2 266 962	9,9%
PKO TFI	1 818 191	7,9%	1 818 191	7,9%
Mirbud	1 170 722	5,1%	1 170 722	5,1%
Pozostali	8 985 525	39,1%	8 985 525	39,1%
Razem	22 970 000	100,0%	22 970 000	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Umowa kupna akcji od TF Silesia przez CPK

W dniu 24 stycznia 2023 Torpol poinformował, że w kwietniu 2022 otrzymał od CPK pismo, w którym wskazano, że CPK rozważa nabycie, bezpośrednio przez CPK lub poprzez podmiot kontrolowany przez CPK, do 100% akcji spółki. Na początku kwietnia'23 CPK nabył cały pakiet 8,7 mln akcji (38%) należący do TF Silesia w cenie 21,0 PLN/akcję (łącznie 183 mln PLN). W kolejnych komunikatach związanych z transakcją nie pojawiło się odniesienie do wcześniejszego zainteresowania zakupem do 100% akcji spółki. Z informacji jaką uzyskała w styczniu od biura prasowego CPK gazeta „Parkiet” wynika, że „CPK nie przewiduje w najbliższym czasie przejmowania dodatkowych pakietów” ale nie wyklucza takich działań w przyszłości. Obecny kształt ustawy o obrocie wskazuje jako próg wezwania dopiero poziom 50%. Jednocześnie CPK może być naszym zdaniem trudno w pełni kontrolować spółkę nie posiadając większościowego udziału (pozostałe udziały należą w dużej mierze do OFE/TFI, z czego jednak część jest własnością banków, kontrolowanych przez Skarb Państwa).

Możliwość sprzedaży TOG

W ostatnich okresach rośnie znaczenie TOG w biznesie skonsolidowanym Torpolu. Z kwietniowego komunikatu wynika, że w krótkim terminie prawdopodobnie może zostać on odsprzedany do TF Silesia. TOG w 2022 roku miał 90,4 mln PLN przychodów, 0,6 mln PLN zysku netto oraz 4,6 mln PLN kapitału własnego, w 2023 przychodowo spodziewamy się 75-100% więcej ze względu na realizację kontraktu dla PGNiG. Posiadające podobnych klientów Tesgas czy Mostostal Płock wyceniane są na poziomie 0,2-0,3x EV/Sales, zwracamy jednocześnie jednak uwagę, że pozyskanie dużego kontraktu dla PGNiG było możliwe m.in. dzięki gwarancjom Torpolu (TOG samodzielnie nie byłby w stanie pozyskać prawdopodobnie takiego zlecenia).

Pojawianie się w akcjonariacie Torpolu spółki Mirbud

Na początku czerwca'23 w akcjonariacie Torpolu pojawił się Mirbud z 5,1% pakietem akcji (1,17 mln szt, w końcówce maja 1,13 mln akcji zmieniło właściciela w transakcji pakietowej po kursie 20,95 PLN). W kolejnych miesiącach miały miejsce jeszcze co najmniej trzy transakcje pakietowe na w sumie 0,41 mln akcji (w przedziale 20,8-20,9 PLN/szt, ok. 1,8% akcji ogółem). Z deklaracji zarządu Mirbudu na ostatniej konferencji wynikowej można wnioskować, że spółka jest zainteresowana dalszym, systematycznym zwiększaniem swojego zaangażowania w akcjonariacie Torpolu. Z informacji przekazywanych przez zarządy na konferencjach wynika, że spółki na razie nie nawiązały relacji biznesowych.

Na 28 września na wniosek PKO TFI zwołane jest NWZA (powołanie członka RN oraz zmiany w statucie), które może bardziej przybliżyć obecną strukturę akcjonariatu poza CPK (pod próg 5% schodził kilka miesięcy temu OFE PKO BP). Ostatnie WZA odbyło się w końcówce maja i dotyczyło wypłaty dywidendy. Zarząd proponował wcześniej brak jej wypłaty, co też przegłosowano ostatecznie na WZA (głosami głównie CPK), przy czym głosowane były także bez powodzenia wnioski o wypłatę 2,0 PLN/akcję oraz 5,0 PLN/akcję.

Rezygnacja prezesa Torpolu i powołanie wiceprezesa ds. strategii

W końcówce lipca rezygnację, z zachowaniem 3-miesięcznego terminu wypowiedzenia, ze stanowiska prezesa Torpolu złożył Grzegorz Grabowski. Pełnił stanowisko prezesa Torpolu od 2016 roku (wcześniej był związany z PKP i PKP Energetyką). Z dniem 15 września do zarządu (jako wiceprezes ds. strategii) dołączy natomiast Jaromira Falandysz (przewodniczący RN CPK, wcześniej m.in. wiceprezes w Lotos Kolej oraz radny w Gdańsku).

Stanowisko głównych partii politycznych względem projektu CPK

CPK to flagowy pomysł obecnego rządu. PiS podtrzymuje także w kampanii chęć kontynuacji projektu po wyborach. Ze strony Koalicji Obywatelskiej płyną natomiast niejednoznaczne sygnały. Na początku września obecni posłowie KO zapowiedzieli bilans otwarcia CPK w przypadku wygrania wyborów, nie wykluczają także pozostawienia w planach inwestycyjnych komponentu kolejowego, a rezygnacji z samego lotniska.

Przyszłość CPK może okazać się kluczowa dla przyszłego akcjonariatu Torpolu. Uważamy, że przy realizacji projektu w zapowiadanej wersji przez obecny rząd podstawowe scenariusze to zachowanie status quo lub próba zwiększenia jednak udziałów w Torpolu (uzyskanie jednoznacznej kontroli nad spółką). W przypadku zaniechania lub ograniczenia inwestycji w CPK uważamy, że należy także brać pod uwagę scenariusz sprzedaży akcji Torpolu przez CPK (formuła SPO? negocjacje z inwestorem prywatnym? „przeniesienie” akcji do PKP PLK?)

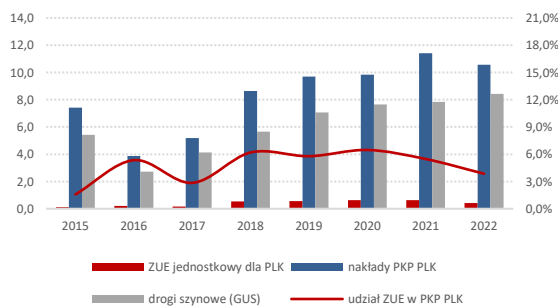
PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH

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 (Fundusze Europejskie na Infrastrukturę, Klimat, Środowisko – [link](#) i CEF (Łącząc Europę, [link](#)). Uważamy, że należy bardzo ostrożnie podchodzić do planowanych nakładów w 2024 roku – historycznie plany w ramach KPK zawsze były przesuwane w czasie, dodatkowo obecnie żaden z programów unijnych nie funkcjonuje w zakresie w jakim to zakładano (także prefinansowanie przez PFR środków z KPO jest naszej w opinii dużo wolniejsze niż to zakładano przy ogłoszaniu tych działań).

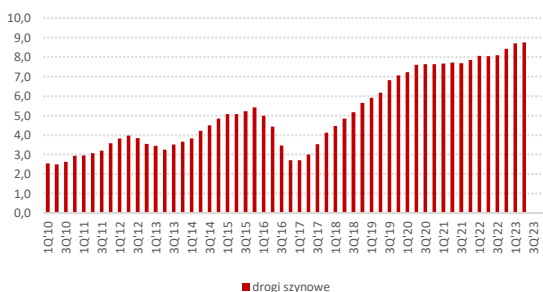
Warto pamiętać, że obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny w kolejnych latach pojawić się środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych (strona internetowa CPK podaje, że chodzi 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 ([link](#)).

Obecna sytuacja przypomina okres przełomu 2015-16, kiedy także na rynku kolejowym panowała posucha w zakresie nowych kontraktów (brak nowych przetargów po zakończeniu perspektywy UE 2007-13, zmiany w kadrach po wyborach z 2015 roku, braki w projektach nowych kontraktów). Wysyp przetargów nastąpił dopiero w 2H'16 – kontrakty podpisywane były już głównie w 2017 roku (umowy te odbiły się później negatywnie na kondycji spółek wykonawczych). Kolejna „hossa” przetargowa nastąpiła w 2019 roku. Konkurencja wtedy była wtedy dużo niższa, ponieważ wiele podmiotów było w słabej kondycji po kontraktach z 2017 roku (to wtedy mocną pozycję na rynku zbudował sobie nieuczestniczący we wcześniej wojnie cenowej Budimex, a Torpol był w dobrej kondycji po realizacji Jaworzna dla Tauronu). Obecnie po stronie projektowej PKP PLK jest lepiej przygotowana niż przed startem poprzedniej perspektywy unijnej, natomiast problemem jest zapewnienie finansowania i realne odblokowanie środków UE.

Nakłady inwest. PKP PLK, wydatki na drogi szynowe (wg GUS) [mln PLN]

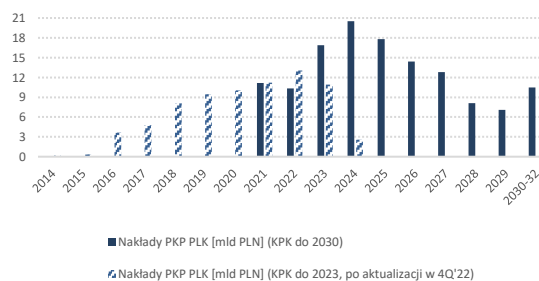


Źródło: DM BDM S.A., spółka, GUS, PKP PLK
Wydatki na drogi szynowe (4Qn) [mld PLN]



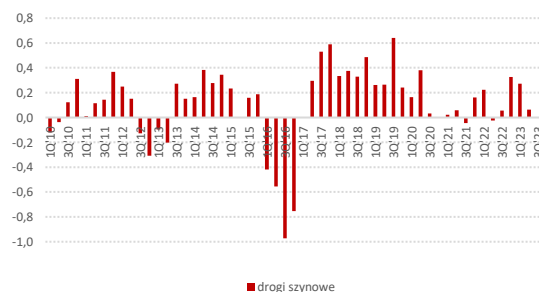
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



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

Wydatki na drogi szynowe r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

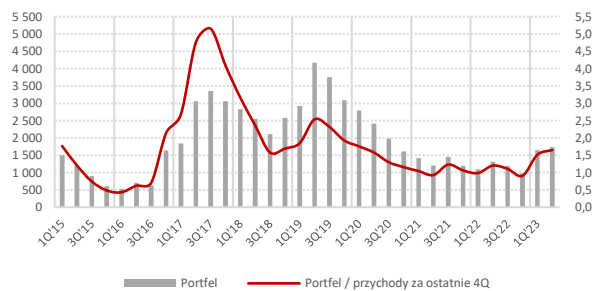
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty podpisane od początku 2017 roku o wartości >100 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu
2023					
sie 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda (roboty bud.)	254	sie 26	85%
nko	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 38 na odcinku Giżycko - Korsze wraz z elektryfikacją	877	30 mcy	100%
maj 23	PKP PLK	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E (P&B)	541	lis 25	126%
kwi 23	PMT (KGHM)	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26	b.d.
nc	PKP PLK	Projekt i budowa obwodnicy Poznań	1 192	43 mce	69%
2022					
nko	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk	562	36 mcy	97%
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	331	paź 22	b.d.
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów i wykonanie robót na Stacji Świnoujście – Zad. 2	508	lut 22	125%
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów i wykonanie robót na Stacji Szczecin Port Centralny – Zad. 1	936	lut 22	115%
cze 19	PKP PLK	Roboty bud. na linii 226 i stacji Gdańsk Port Półn. oraz linii 965 i stacji Gdańsk Kanał Kaszubski	349	gru 21	170%
cze 19	PKP PLK	Roboty budowlane na linii 227/249 i stacji Gdańsk Zaspas Towarowa oraz linii 722	274	gru 21	231%
maj 19	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59, odc. granica woj. dolnośl. - Leszno	462	gru 20	b.d.
2017					
gru 17	Tauron	Projekt i budowa układu torowego w ramach projektu Jaworzno III	367	lis 19	204%
paź 17	PKP PLK	Modernizacja odcinka Trzebinia – Krzeszowice	298	gru 19	77%
wrz 17	PKP PLK	Projekt i budowa Warszawa - Mińsk Mazowiecki, etap I	126	lis 19	125%
wrz 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 31, na odcinku gr. województwa Czeremcha – Hajnówka	173	paź 20	110%
wrz 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 216 na odcinku Działdowo – Olsztyn	246	cze 19	119%
sie 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 219 na odcinku Szczytno-Ełk	290	sie 19	90%
lip 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 289 na odcinku Legnica – Rudna Gwizdanów	190	lip 19	78%
maj 17	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59 odcinek Leszno-Czempiń	395	cze 21	63%
mar 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Konin – odcinek Barłogi – Swarzędz	838	sie 20	74%

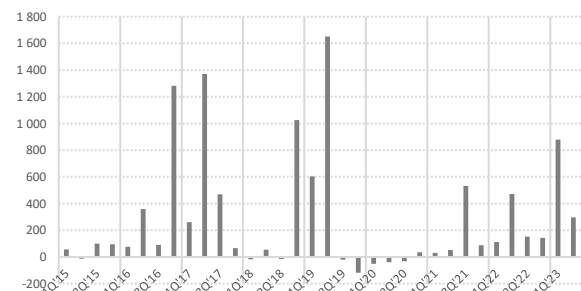
Źródło: BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, ** wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się wobec stanu bieżącego, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym)

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



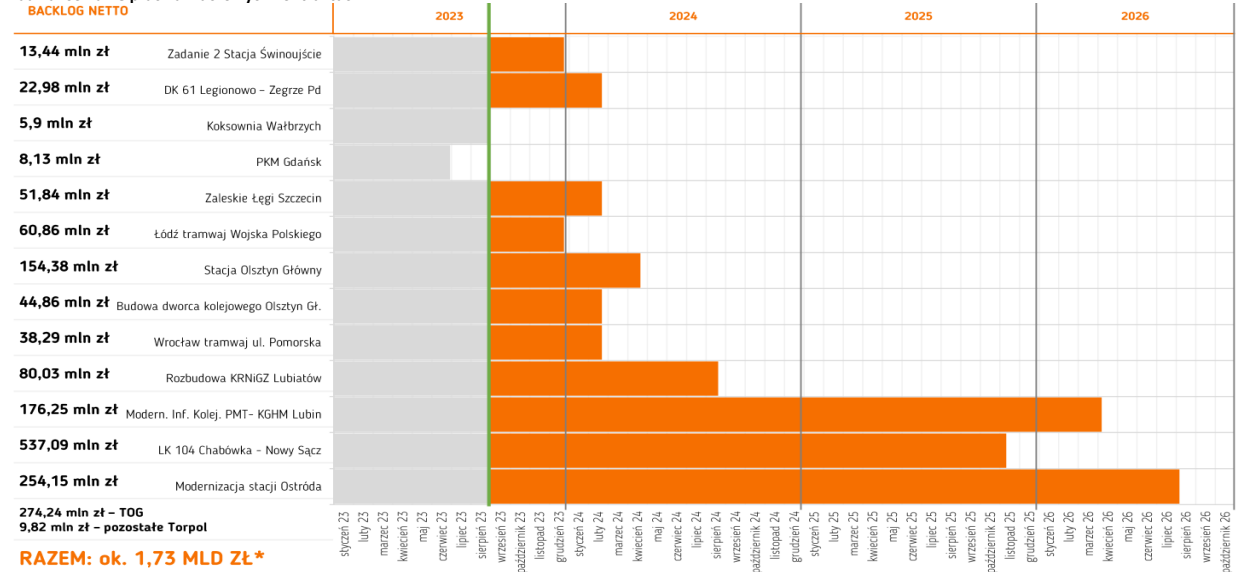
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

Zaawansowanie prac na kluczowych kontraktach



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel zleceń spółki po 2Q'23 miał wartość 1,73 mld PLN (spółka wlicza także kontrakt na Ostródę podpisany w sierpniu), z czego 1,46 mln PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,27 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).

W przypadku portfela kolejowego jego wypełnienie w 1H'23 poprawiło względem końcówki 2022 roku (wtedy portfel spadł <1,0 mld PLN) i jest najwyższe od 3 lat. Spółka w ostatnich miesiącach podpisała umowy na: linię Chabówka – Nowy Sącz (541 mln PLN, 126% budżetu inwestora), stację Ostróda (254 mln PLN, 85% budżetu) oraz modernizację infrastruktury kolejowej dla KGHM (176 mln PLN).

Potencjalnie do portfela spółki z dużych kontraktów mogą wpaść jeszcze dwie duże umowy, gdzie spółka ma najkorzystniejsze oferty w postępowaniach PKP PLK (stacja Słupsk – 562 mln PLN, 97% budżetu; odcinek Giżycko-Korsze – 877 mln PLN, 100% budżetu) oraz jedna umowa gdzie spółka ma złożoną najniższą cenę (Poznań, 1,19 mld PLN, 69% budżetu). Podpisanie kontraktów jest w zawieszeniu po stronie PKP PLK ze względu na brak zapewnionego dofinansowania unijnego (do podpisu trafiają kontrakty, które zakwalifikują się do prefinansowania przez PFR, jednak kryteria nie są tu jasne).

Ze względu na niepewność rynku polskiego w 2022 roku spółka podjęła działania zmierzające do ponownego zaistnienia na rynkach zagranicznych. W połowie poprzedniej dekady Torpol działał na rynku norweskim, jednak m.in. brak nowych projektów na rynku przełożył się na rezygnację z tego kierunku. Obecnie w kręgu zainteresowań spółki są Niemcy, kraje bałtyckie oraz potencjalnie Ukraina.

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, spółka nie uczestniczy natomiast w postępowaniach przetargowych na układ torowy). Konkurencją stanowią będą konsorcja Cobra-Elecnor oraz Colas-Siemems-TSO. Złożenie ofert planowane jest obecnie w 4Q'23, 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).

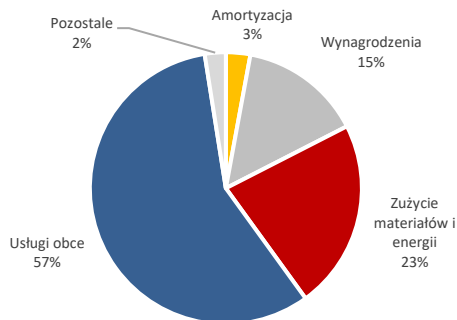
Istotne sprawy sądowe

sprawa	data	kwota wnioskowana przez Torpol [mln PLN]*
Łódź Fabryczna	2017	19,3
Łódź Fabryczna	2017	13,6
Działdowo – Olsztyn	2020	24,7
Trzebinia – Krzeszowice	2021	13,3
7 odcinków - waloryzacje	2022	74,6
2 odcinki - waloryzacje	2022	58,4
suma		203,9

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

STRONA KOSZTOWA

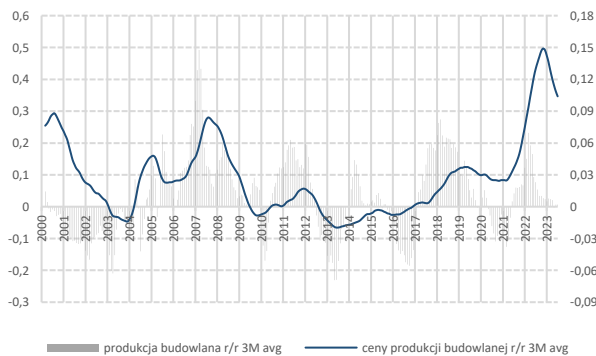
Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



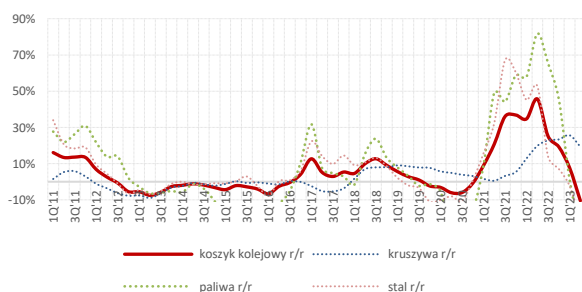
Źródło: DM BDM S.A., spółka
Produkcja budowlana w Polsce r/r



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS
Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)

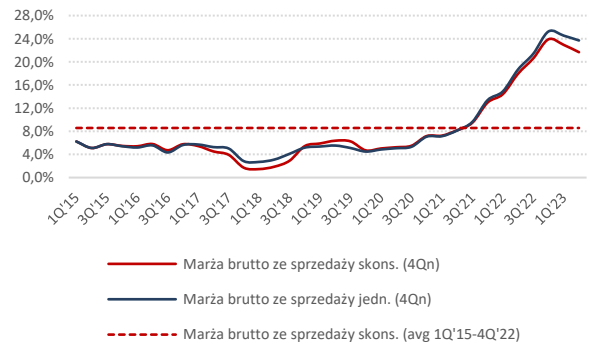


Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]*

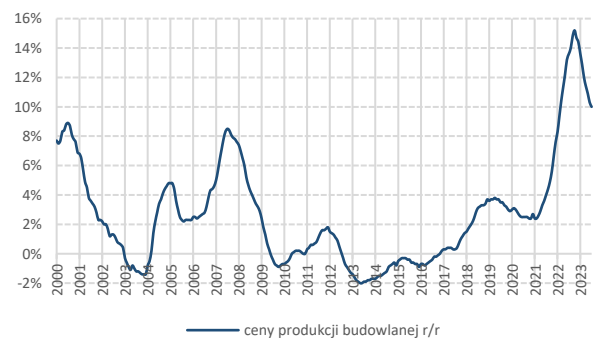


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów, Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest wg udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

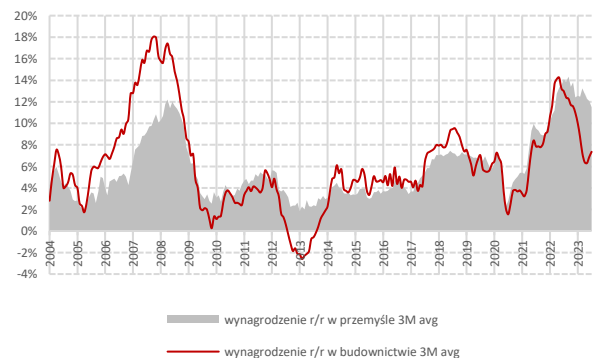
Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

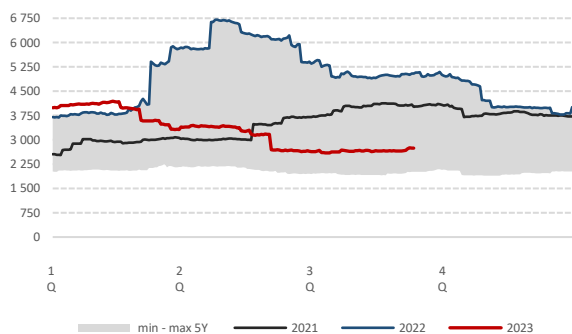


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS
Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce

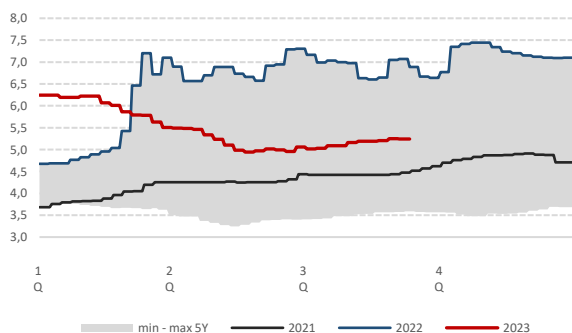


Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom, ponad 15% r/r w październiku. W następnych miesiącach zaczęła się powoli obniżać. Obecnie trend jest już wyraźnie opadający, w sierpniu dynamika spowolniła do 10,0% (najniżej od lutego 2022). Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to za 2Q'23 wykazał -3% spadek r/r. Są to tylko materiały, wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI i wartość stałą, ale wskazuje to z jak zaawansowanym już spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia.

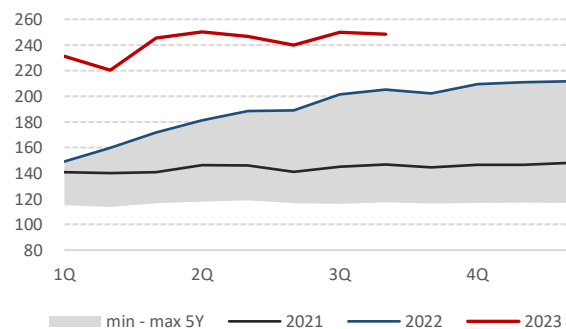
Wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej która w ostatnich miesiącach oscyluje w okolicy zerowej realnej dynamiki r/r. Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej

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


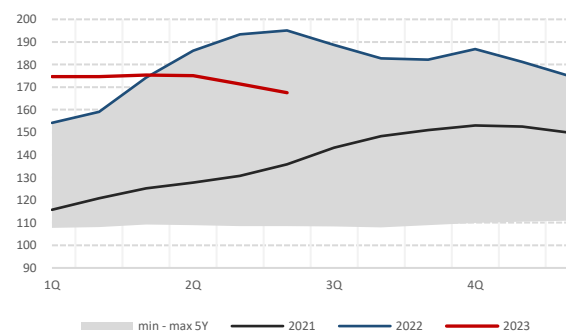
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cement – indeks PSB*


Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, *100= koniec 2010 roku

Kruszywa – indeks GUS*


Źródło: DM BDM S.A., GUS (kamień, piasek, glina), *100= koniec 2009 roku

koniunktury w budownictwie, jest zazwyczaj korzystny dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane duże portfele zleceń). Słabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration. Jednocześnie obecnie zdobywane kontrakty (cykliczny dołek) stają się coraz bardziej ryzykowne pod kątem przyszłych marż (perspektywa odbicia popytu na materiały w przypadku odbudowy rynku).

Z informacji prasowych wynika, że w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%). Dotychczas Torpol nie poinformował o żadnym aneksie w tym zakresie.

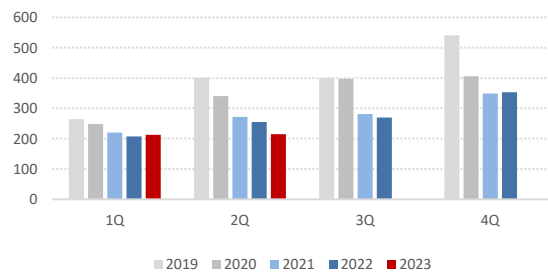
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane [mln PLN]

	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	2020	2021	2022
Przychody	249,0	340,1	397,2	405,9	219,5	271,5	281,7	348,7	207,8	254,4	269,6	353,0	212,4	214,4	1 392,2	1 121,4	1 084,8
jednostkowe	243,6	328,8	373,8	371,8	204,5	245,7	251,6	329,3	202,3	239,1	240,7	312,5	188,7	171,0	1 318,1	1 031,1	994,6
spółki zależne	5,3	11,2	23,4	34,1	15,1	25,8	30,1	19,4	5,5	15,4	28,9	40,5	23,7	43,4	74,1	90,4	90,2
Zysk brutto ze sprzedaży	17,6	18,9	23,7	39,6	16,5	26,1	29,5	73,3	31,0	62,3	56,0	110,0	21,5	40,0	99,9	145,5	259,3
jednostkowe	17,1	17,6	21,7	36,9	15,3	23,4	27,7	71,6	30,5	61,3	53,1	106,3	19,9	37,0	93,3	138,0	251,3
spółki zależne	0,5	1,3	2,1	2,7	1,1	2,7	1,8	1,8	0,4	1,1	2,9	3,6	1,5	3,0	6,6	7,4	8,1
SG&A	8,5	7,5	7,6	11,4	8,2	8,7	9,7	12,3	8,5	10,3	9,0	10,5	9,6	10,8	35,1	38,8	38,2
Zysk na sprzedaży	9,1	11,4	16,1	28,2	8,3	17,5	19,8	61,1	22,5	52,1	47,0	99,5	11,9	29,1	64,8	106,7	221,1
Saldo PPO/PKO	0,7	-1,2	0,6	-1,3	0,3	1,5	0,2	-3,5	0,6	-1,1	1,4	-1,4	0,5	-2,0	-1,1	-1,5	-0,5
EBITDA	15,4	16,0	22,1	32,9	14,3	23,9	25,9	63,3	29,1	56,9	54,5	104,4	18,8	33,4	86,4	127,3	244,8
EBIT	9,8	10,2	16,7	27,0	8,6	19,0	20,1	57,5	23,0	51,0	48,5	98,1	12,3	27,1	63,6	105,1	220,6
Zysk brutto	9,1	8,3	15,4	26,0	8,1	17,6	19,4	56,1	25,2	56,2	51,2	98,9	18,3	30,4	58,8	101,3	231,5
Zysk netto	7,1	6,8	12,4	22,3	6,5	13,7	15,7	41,1	20,3	45,0	40,6	78,0	14,4	23,7	48,6	77,1	183,8
Marża brutto ze sprzedaży	7,1%	5,6%	6,0%	9,8%	7,5%	9,6%	10,5%	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%	7,2%	13,0%	23,9%
jednostkowa	7,0%	5,3%	5,8%	9,9%	7,5%	9,5%	11,0%	21,7%	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	10,6%	21,6%	7,1%	13,4%	25,3%
spółki zależne	9,5%	12,0%	8,9%	7,9%	7,6%	10,5%	6,0%	9,0%	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	6,5%	6,8%	8,9%	8,2%	8,9%
Marża EBITDA	6,2%	4,7%	5,6%	8,1%	6,5%	8,8%	9,2%	18,1%	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%	6,2%	11,4%	22,6%
Marża EBIT	3,9%	3,0%	4,2%	6,6%	3,9%	7,0%	7,1%	16,5%	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	12,6%	4,6%	9,4%	20,3%
Marża zysku netto	2,9%	2,0%	3,1%	5,5%	3,0%	5,1%	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	3,5%	6,9%	16,9%
CFO	146,0	48,2	13,0	82,1	99,1	24,6	10,0	0,6	61,2	-11,7	5,8	116,6	-28,6	-14,5	289,3	134,4	171,9
dług netto	-151,1	-160,9	-170,2	-260,2	-357,5	-352,7	-354,8	-312,8	-371,4	-351,7	-285,9	-396,2	-361,6	-351,1	-260,2	-312,8	-396,2
Portfel	2 790	2 410	1 980	1 610	1 420	1 200	1 450	1 190	1 093	1 311	1 194	984	1 650	1 732	1 610	1 190	984
rentowność portfela*	5,0%	5,3%	5,8%	7,2%	6,8%	6,8%	8,0%	10,0%	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	7,2%	10,0%	7,0%

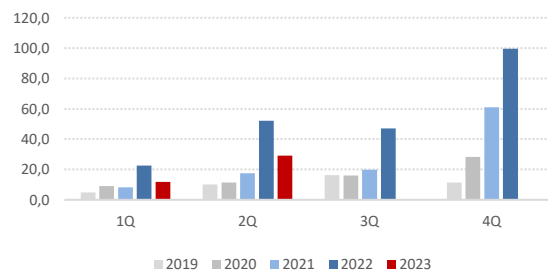
Źródło: DM BDM S.A., spółka, * wskaźnik szacowany przez spółkę

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



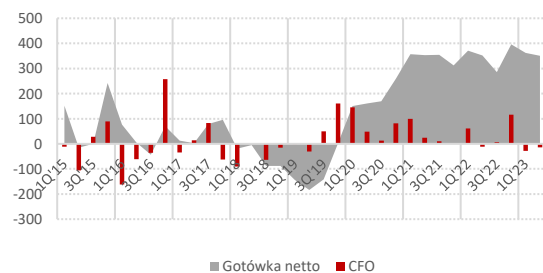
Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]*



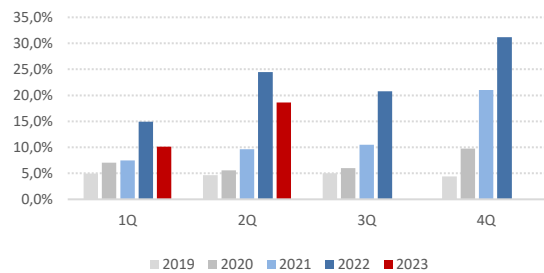
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży

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



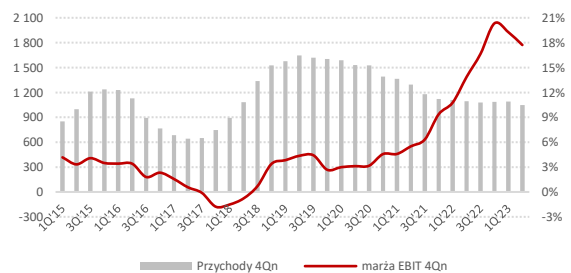
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



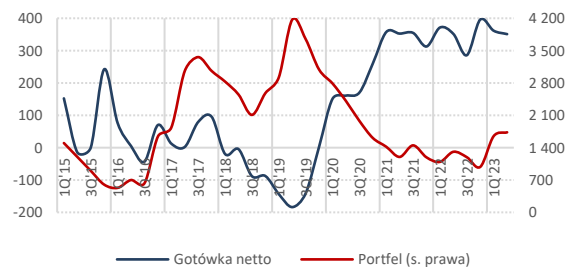
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki za 2Q'23 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23	zmiana r/r	2Q'23W	odchyl.	2Q'23P BDM	odchyl.	2Q'23P kons	odchyl.	1H'22	1H'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	254,4	214,4	-15,7%	214,4	0,0%	225,0	-4,7%	223,7	-4,2%	462,2	426,8	-7,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	62,3	40,0	-35,9%	39,9	0,1%	43,1	-7,3%	---	---	93,3	61,4	-34,2%
Wynik na sprzedaży	52,1	29,1	-44,1%	---	---	31,8	-8,4%	---	---	74,5	41,0	-45,0%
PPO/PKO	-1,1	-2,0	84,0%	---	---	-0,5	---	---	---	-0,5	-1,6	---
EBITDA	56,9	33,4	-41,2%	---	---	37,1	-9,9%	---	---	86,0	52,2	-39,3%
EBIT	51,0	27,1	-46,8%	---	---	31,3	-13,5%	---	---	74,0	39,4	-46,7%
Zysk (strata) brutto	56,2	30,4	-45,9%	---	---	35,8	-15,0%	---	---	81,5	48,7	-40,2%
Zysk (strata) netto	45,0	23,7	-47,3%	23,7	0,0%	29,0	-18,4%	23,7	-0,1%	65,2	38,1	-41,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,5%	18,6%		18,6%		19,2%		---		20,2%	14,4%	
Marża EBITDA	22,4%	15,6%		---		16,5%		---		18,6%	12,2%	
Marża EBIT	20,0%	12,6%		---		13,9%		---		16,0%	9,2%	
Marża zysku netto	17,7%	11,0%		11,0%		12,9%		10,6%		14,1%	8,9%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Wyniki 2Q'23 były wyraźnie słabsze r/r, zgodnie z konsensusem, poniżej naszych założeń o 18% na poziomie netto. Spółka najpierw opublikowała dane wstępne, następnie finalne.
- Przychody w 2Q'23 spadły o 16% r/r, w tym na poziomie jednostkowym o 28% r/r. Implikowane przychody TOG istotnie wzrosły (ok 43 mln PLN vs 15 mln PLN rok temu), co jest pochodną realizacji dużego kontraktu dla Orlenu (PGNiG).
- Rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 18,6% (vs 24,5% rok temu i 10,1% w 1Q'23). Do wyniku nadal w istotnym stopniu mogły kontrybuować finalizowane kontrakty „portowe”. Na poziomie jednostkowym marża 21,6%, na pozostałych jednostkach (TOG): 6,8%.
- Lekko ujemny CF operacyjny (-14,5 mln PLN). Gotówka netto na poziomie 351 mln PLN
- Portfel wynosi 1,73 mld PLN (w tym 1,46 mld PLN jedn. dominująca). Rentowność portfela 6% (bez zmian q/q, rok temu było 10%). Historycznie ten wskaźnik był podawany przez zarząd dość konserwatywnie. Termin realizacji najdłuższych zleceń przypada obecnie na 2026 rok.
- W 2Q'23 q/q spadła nadwyżka zobowiązań z tytułu wyceny kontraktów nad aktywami z tytułu umów z klientami. Po 1Q'23 było to 98 mln PLN, a obecnie 48 mln PLN (rok temu 229 mln PLN). W zobowiązaniach z tytułu wyceny kontraktów spółka księguje możliwe do zmaterializowania się w przyszłości koszty kontraktowe, ale są tu także „zaszyte” potencjalne ryzyka, które nie muszą się zrealizować (np. rezerwy kosztowe).
- Rezerwa na straty po 2Q'23 wynosiła 30 mln PLN (vs 33 mln PLN po 1Q'23 oraz= 37 mln PLN po 4Q'22).
- Spółka oczekuje rozstrzygnięcia 2 postępowań przetargowych (łącznie 1,44 mld PLN), w których oferty zostały wybrane przez zamawiającego jako najkorzystniejsze. Dodatkowo spółka oczekuje rozstrzygnięcia postępowania przetargowego, w którym oferta za 1,19 mld PLN netto ma najniższą cenę (szerzej opisane w rozdziale dotyczącym portfela).

Podsumowania konferencji wynikowej po 2Q'23 (4 września 2023):

- **2Q'23/2H'23**
 - pojawili się pozytywne one-off'owe kwestie, domykanie kontraktów (Łódź Kaliska), brak materializacji ryzyk
- **Perspektywy wynikowe**
 - marża brutto ze sprzedaży w 2H'23 może być nadal dwucyfrowa, pozytywnie dodatkowo mogą wpływać kwestie waloryzacyjne
- **Portfel**
 - spółka oczekuje podpisanie w IX/X'23 umów na stację Słupsk oraz odcinek Girzycko-Korsze (KIO podtrzymało wybór)
 - obwodnica Poznania – na razie spółka ma najkorzystniejszą cenę po aukcji (nie zostało formalnie wybrana najkorzystniejsza oferta, brak na razie decyzji o finansowaniu)
- **PKP PLK**
 - nadal brak docelowo określonego finansowania dla nowych projektów, zamrożenie rynku po stronie podpisywania nowych umów
- **Rail Baltica**
 - prowadzone przygotowania do złożenia oferty jesienią, spółka jest na etapie analizy dokumentacji (projekt do 2030 roku, formuła P&B).
- **CAPEX**
 - plan 29 mln PLN w 2023
- **Strategia**
 - spółka jest w trakcie opracowania strategii na lata 2023-27, termin publikacji zależy od otoczenia rynkowego (m.in. rozstrzygnięcia kwestii finansowania projektów kolejowych ze środków UE)
- **Rezygnacja prezesa**
 - decyzja osobista
 - nie należy doszukiwać się drugiego dna, spółka jest w dobrej kondycji

Perspektyw na kolejne okresy

Prognozy wyników 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'23P	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	250,0	330,0	240,0	300,0	330,0	365,0
jednostkowe	204,5	245,7	251,6	329,3	202,3	239,1	240,7	312,5	188,7	171,0	200,0	270,0	200,0	240,0	280,0	320,0
spółki zależne	15,1	25,8	30,1	19,4	5,5	15,4	28,9	40,5	23,7	43,4	50,0	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	29,5	27,0	15,6	19,2	20,3	22,4
jednostkowe	15,3	23,4	27,7	71,6	30,5	61,3	53,1	106,3	19,9	37,0	25,0	21,6	12,0	14,4	16,8	19,2
spółki zależne	1,1	2,7	1,8	1,8	0,4	1,1	2,9	3,6	1,5	3,0	4,5	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	10,6	11,6	10,4	11,7	10,9	11,9
Zysk na sprzedaży	8,3	17,5	19,8	61,1	22,5	52,1	47,0	99,5	11,9	29,1	19,0	15,5	5,2	7,5	9,4	10,4
Saldo PPO/PKO	0,3	1,5	0,2	-3,5	0,6	-1,1	1,4	-1,4	0,5	-2,0	0,0	-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	24,8	23,4	10,6	12,7	15,2	19,4
EBIT	8,6	19,0	20,1	57,5	23,0	51,0	48,5	98,1	12,3	27,1	19,0	15,0	4,7	7,0	9,4	9,9
Zysk brutto	8,1	17,6	19,4	56,1	25,2	56,2	51,2	98,9	18,3	30,4	23,4	19,1	7,3	9,5	11,3	11,7
Zysk netto	6,5	13,7	15,7	41,1	20,3	45,0	40,6	78,0	14,4	23,7	18,9	15,4	5,9	7,7	9,2	9,5
Marża brutto ze sprzedaży	7,5%	9,6%	10,5%	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%	11,8%	8,2%	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%
jednostkowa	7,5%	9,5%	11,0%	21,7%	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	10,6%	21,6%	12,5%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
spółki zależne	7,6%	10,5%	6,0%	9,0%	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	6,5%	6,8%	9,0%	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%	9,9%	7,1%	4,4%	4,2%	4,6%	5,3%
Marża EBIT	3,9%	7,0%	7,1%	16,5%	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	12,6%	7,6%	4,5%	1,9%	2,3%	2,9%	2,7%
Marża zysku netto	3,0%	5,1%	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	7,6%	4,7%	2,5%	2,6%	2,8%	2,6%
CFO	99,1	24,6	10,0	0,6	61,2	-11,7	5,8	116,6	-28,6	-14,5	-20,0	-7,1	30,0	-30,0	-30,0	3,4
dług netto	-357,5	-352,7	-354,8	-312,8	-371,4	-351,7	-285,9	-396,2	-361,6	-351,1	-325,3	-317,3	-341,3	-305,6	-239,6	-277,3

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- 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 13 mln PLN w portfelu). Obecnie wskazywana przez spółkę rentowność portfela to 6% (vs 10% rok temu).
- 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 spółkę. 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).
- Portfel grupy po 2Q'23 wynosi 1,73 mld PLN. Termin realizacji najdłuższych zleceń przypada obecnie na 2026 rok. Spółka oczekuje rozstrzygnięcia 3 postępowań przetargowych (1,44 mld PLN w najkorzystniejszych ofertach plus 1,19 mld z najniższą ceną). Jeżeli spółka podpisałaby wspomniane wyżej kontrakty do końca roku, jej portfel mógłby szacunkowo po 4Q'23 wynosić ok 3,8 mld PLN (uwzględniając obecny stan minus przerw w 2H'23), z terminem realizacji na ok. 3,5 roku (średnio po 1,1 mld PLN/rok). Rekordowy w historii portfel spółka posiadała po 2Q'19, kiedy wynosił 4,17 mld PLN (2019 rok to także rekordowy rok pod względem przychodów na poziomie 1,60 mld PLN).
- W 2023 roku spodziewamy się 1,0 mld PLN przychodów oraz 72,5 mln PLN zysku netto. W 2024 oczekujemy wzrostu sprzedaży do 1,24 mld PLN (efekt nowych zleceń pozyskanych w ostatnich miesiącach) przy spadku zysku netto do 32 mln PLN (efekt m.in. słabszego salda finansowego oraz niższych marż na kontraktach). W 2025 spodziewamy się 1,5 mld PLN przychodów.
- Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 2,4-2,5%, a w kolejnych latach poprawi się do 2,5-2,9%. Są to raczej konserwatywne założenia – w okresie 2017-21 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 3,9% (gdymby 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 w końcu 2023 roku, a jego szacunkowa wartość to 1-2 mld EUR, z czego 20-30% mogłoby 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. Zwracamy uwagę, że CPK może np. mieć chęć zbudować zasoby wykonawcze także w innych zakresach robót budowlanych (kubatura, drogi), a Torpol może posłużyć jako „platforma” do ich zbudowania przez akwizycje.
- 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 ok. 270 mln PLN na koniec 2024 roku. Pozyskanie znacząco większej ilości kontraktów wymagałoby jednak większego zaangażowania kapitału obrotowego (ale też implikuje wyższe wyniki finansowe).

- Nasze prognozy na 2023 rok są na poziomie przychodów/netto dość zbliżone do konsensusu Bloomberga. Natomiast na 2024 jesteśmy z założeniami nieco powyżej konsensusu, odwrotnie natomiast odnośnie 2025 (uważamy, że w tamtym momencie rynek będzie na fali wznoszącej pod względem kosztów, a spółka będzie miała duży portfel zbudowany w 2023 roku, kiedy rynek był „głodny” nowych zleceń).

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2023		odchylenie	2024		odchylenie	2025		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 006,8	999,0	0,8%	1 235,0	1 128,0	9,5%	1 480,0	1 516,0	-2,4%
EBITDA	100,4	98,0	2,4%	58,0	55,0	5,4%	61,8	83,0	-25,6%
EBIT	73,3	73,5	-0,3%	31,0	29,5	5,0%	35,8	57,5	-37,8%
Zysk (strata) netto	72,5	70,5	2,8%	32,2	28,0	15,0%	33,0	46,5	-29,1%
Gotówka netto	317,3	331,0	-4,1%	272,2	294,5	-7,6%	274,0	216,0	26,9%
Marża EBITDA	10,0%	9,8%		4,7%	4,9%		4,2%	5,5%	
Marża EBIT	7,3%	7,4%		2,5%	2,6%		2,4%	3,8%	
Marża zysku netto	7,2%	7,1%		2,6%	2,5%		2,2%	3,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2023		zmiana	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 030,0	1 006,8	-2,3%	1 125,0	1 235,0	9,8%	1 250,0	1 480,0	18,4%
EBITDA	66,2	100,4	51,7%	54,2	58,0	6,9%	57,6	61,8	7,2%
EBIT	39,1	73,3	87,5%	27,2	31,0	13,9%	31,6	35,8	13,2%
Zysk netto	45,5	72,5	59,3%	31,5	32,2	2,3%	34,6	33,0	-4,7%
Gotówka (dług) netto	273,0	317,3	16,2%	272,4	272,2	-0,1%	270,7	274,0	1,2%
Marża EBITDA	6,4%	10,0%		4,8%	4,7%		4,6%	4,2%	
Marża EBIT	3,8%	7,3%		2,4%	2,5%		2,5%	2,4%	
Marża zysku netto	4,4%	7,2%		2,8%	2,6%		2,8%	2,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 14/04/2023

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	1 525,7	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 084,8	1 006,8	1 235,0	1 480,0	1 610,0	1 615,0	1 670,0	1 725,0	1 755,0	1 785,0	1 815,0
jednostkowe	1 499,3	1 567,0	1 318,1	1 031,1	994,6	829,7	1 040,0	1 330,0	1 450,0	1 450,0	1 500,0	1 550,0	1 575,0	1 600,0	1 625,0
spółki zależne	26,4	37,4	74,1	90,4	90,2	177,1	195,0	150,0	160,0	165,0	170,0	175,0	180,0	185,0	190,0
Zysk brutto ze sprzedaży	83,1	75,4	99,9	145,5	259,3	117,9	77,5	83,7	94,6	95,7	99,7	103,7	106,3	109,0	110,8
jednostkowe	77,6	70,5	93,3	138,0	251,3	103,5	62,4	73,2	83,4	84,1	87,8	91,5	93,7	96,0	97,5
spółki zależne	5,5	4,9	6,6	7,4	8,1	14,4	15,1	10,5	11,2	11,6	11,9	12,3	12,6	13,0	13,3
SG&A	31,7	32,8	35,1	38,8	38,2	42,6	45,0	46,4	50,5	50,6	52,3	54,1	55,0	56,0	56,9
Zysk na sprzedaży	51,5	42,5	64,8	106,7	221,1	75,4	32,5	37,3	44,1	45,0	47,3	49,6	51,3	53,0	53,9
Saldo PPO/PKO	0,2	0,4	-1,1	-1,5	-0,5	-2,1	-1,5	-1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
EBITDA	67,9	64,7	86,4	127,3	244,8	100,4	58,0	61,8	68,9	69,8	72,1	74,6	76,5	78,4	79,6
EBIT	51,7	42,9	63,6	105,1	220,6	73,3	31,0	35,8	43,3	44,2	46,5	48,8	50,4	52,1	53,0
Zysk brutto	48,4	36,8	58,8	101,3	231,5	91,1	39,8	40,7	49,7	50,9	53,3	55,6	57,1	58,5	59,2
Zysk netto	19,2	29,1	48,6	77,1	183,8	72,5	32,2	33,0	40,3	41,2	43,2	45,0	46,2	47,4	47,9
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	11,7%	6,3%	5,7%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
jednostkowa	5,2%	4,5%	7,1%	13,4%	25,3%	12,5%	6,0%	5,5%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%
spółki zależne	20,8%	13,2%	8,9%	8,2%	8,9%	8,1%	7,7%	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%	10,0%	4,7%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT	3,4%	2,7%	4,6%	9,4%	20,3%	7,3%	2,5%	2,4%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża zysku netto	1,3%	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	7,2%	2,6%	2,2%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%	2,6%
CFO	-166,5	178,8	289,3	134,4	171,9	-70,1	-26,6	24,0	42,8	57,5	53,6	55,6	60,0	61,6	62,6
dług netto	87,7	-2,9	-260,2	-312,8	-396,2	-317,3	-272,2	-274,0	-270,9	-277,3	-279,5	-275,7	-270,0	-264,5	-258,6

Źródło: DM BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Aktywa trwałe	256	221	222	225	229	233	237	241	244	248	251	254
Wartości niematerialne i prawne	13	13	14	14	15	16	16	17	17	17	17	17
Rzeczowe aktywa trwałe	161	168	169	171	173	177	180	184	187	191	194	197
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	82	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	703	808	789	847	931	963	962	977	993	997	1 004	1 010
Zapasy	47	69	64	79	95	103	103	107	110	112	114	116
Należności krótkoterminowe	217	237	320	427	511	556	558	577	596	606	617	627
Inwestycje krótkoterminowe	432	496	399	336	320	299	296	288	282	273	268	262
- w tym środki pieniężne*	432	493	396	333	317	296	292	285	278	270	264	259
Pozostałe aktywa obrotowe	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa razem	959	1 028	1 011	1 072	1 160	1 196	1 199	1 218	1 237	1 245	1 255	1 264
Kapitał (fundusz) własny	293	408	481	513	546	562	573	585	591	592	593	594
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	667	621	531	560	615	635	627	634	647	654	662	671
Rezerwy na zobowiązania	26	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Zobowiązania długoterminowe	101	86	71	56	41	26	20	20	20	20	20	20
- w tym zobowiązania oprocentowane	83	67	52	37	22	7	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	481	422	347	390	460	496	494	501	514	521	530	539
- w tym zobowiązania oprocentowane	37	30	27	24	21	18	15	6	3	0	0	0
Pozostałe	59	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Pasywa razem	959	1 028	1 011	1 072	1 160	1 196	1 199	1 218	1 237	1 245	1 255	1 264
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	1 121	1 085	1 007	1 235	1 480	1 610	1 615	1 670	1 725	1 755	1 785	1 815
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	145	259	118	77	84	95	96	100	104	106	109	111
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	39	38	43	45	46	50	51	52	54	55	56	57
Zysk (strata) na sprzedaży	107	221	75	32	37	44	45	47	50	51	53	54
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2	0	-2	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	127	245	100	58	62	69	70	72	75	77	78	80
EBIT	105	221	73	31	36	43	44	46	49	50	52	53
Saldo działalności finansowej	-4	11	18	9	5	6	7	7	7	7	6	6
Zysk (strata) brutto	101	232	91	40	41	50	51	53	56	57	59	59
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	77	184	72	32	33	40	41	43	45	46	47	48
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	134	172	-70	-27	24	43	57	54	56	60	62	63
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8	-3	-3	-15	-19	-19	-20	-20	-20	-21	-21	-21
Przepływy z działalności finansowej	-99	-108	-24	-22	-22	-44	-41	-41	-42	-48	-46	-47
Przepływy pieniężne netto	27	61	-97	-63	-16	-21	-3	-7	-8	-5	-6	-6
Środki pieniężne na początek okresu	405	432	493	396	333	317	296	292	285	278	270	264
Środki pieniężne na koniec okresu	432	493	396	333	317	296	292	285	278	270	264	259
Wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	-19%	-3%	-7%	23%	20%	9%	0%	3%	3%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	47%	92%	-59%	-42%	7%	12%	1%	3%	3%	3%	3%	1%
Zysk netto zmiana r/r	59%	138%	-61%	-56%	2%	22%	2%	5%	4%	3%	3%	1%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	23,9%	11,7%	6,3%	5,7%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	10,0%	4,7%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%
Marża EBIT	9,4%	20,3%	7,3%	2,5%	2,4%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża netto	6,9%	16,9%	7,2%	2,6%	2,2%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%	2,6%
SG&A / przychody	3,5%	3,5%	4,2%	3,6%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
ROE	26,3%	45,0%	15,1%	6,3%	6,0%	7,2%	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%	8,0%	8,1%
ROA	8,0%	17,9%	7,2%	3,0%	2,8%	3,4%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%
Dług	119	97	79	61	43	25	15	6	3	0	0	0
D / (D+E)	28,9%	19,1%	14,1%	10,6%	7,2%	4,2%	2,5%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	40,6%	23,7%	16,4%	11,8%	7,8%	4,4%	2,6%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	40,6%	23,7%	16,4%	11,8%	7,8%	4,4%	2,6%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-313	-396	-317	-272	-274	-271	-277	-279	-276	-270	-264	-259
Dług netto / kapitał własny	-1,1	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	-2,5	-1,6	-3,2	-4,7	-4,4	-3,9	-4,0	-3,9	-3,7	-3,5	-3,4	-3,2
EV	112	29	108	153	151	154	148	145	149	155	160	166
Dług / EV	106,2%	336,0%	73,1%	39,7%	28,3%	16,0%	10,1%	3,8%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,7%	1,4%	2,9%	2,4%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	34,2%	62,9%	107,1%	109,7%	113,8%	115,5%	115,8%	115,4%	114,5%	113,5%	112,4%	111,3%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	3,8%	14,8%	6,2%	2,0%	1,0%	0,0%	0,4%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11,4%	-113%	-190,6%	33,7%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
P/E*	5,5	2,3	5,9	13,2	12,9	10,5	10,3	9,8	9,4	9,2	9,0	8,9
P/BV*	1,5	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA*	0,9	0,1	1,1	2,6	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
EV/EBIT*	1,1	0,1	1,5	4,9	4,2	3,6	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
EV/S*	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	1,5	3,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,3	1,3	1,7	2,0	2,0	2,1
Payout ratio	72,3%	89,4%	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 18,5 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 32
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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'23*:
, 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	5	56%	0	0%
Akumuluj	2	22%	0	0%
Trzymaj	1	11%	0	0%
Redukuj	1	11%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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: 2023-09-12

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-09-12 (13:35 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-09-19 (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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 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 portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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/analiza-i-informacje/analiza/historia-rekomendacji>

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2023-09-12:

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

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.