

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Torpol ma obecnie rekordowy portfel w historii, zbudowany w otoczeniu raczej niewymagającej presji konkurencyjnej (oferty z 2022 roku, kiedy oczekiwania inflacyjne osiągały swoje apogeum). Równocześnie bieżąca rentowność będzie się normalizować vs okres 2021-23, jako pochodna wyczerpania się efektu przeszacowań w górę marż budżetowych starych kontraktów i konserwatywnego podejścia do marż na początku realizacji nowych. Jednocześnie uważamy, że ten scenariusz jest uwzględniany przez rynek. Uważamy, że istotniejsze znaczenie ma wysoki portfel, który powinien pozwolić spółce na selektywne podejście do kolejnych przetargów i brak konieczności uczestnictwa w możliwej wojnie cenowej, jeśli luka w postępowaniach PKP PLK będzie się przeciągać (powtórka scenariusza z lata 2016-17?). Cenę docelową akcji Torpolu ustalamy na poziomie 35,6 PLN (poprzednio 27,9 PLN, wzrost w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest pochodną m.in. ujęcia kontraktu katowickiego). Jednocześnie obecna cena docelowa implikuje obniżenie zalecenia do Akumuluj (poprzednio Kupuj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 2023 roku spółka miała blisko 1,1 mld PLN przychodów (+1% r/r) oraz 102 mln PLN zysku netto (-45% r/r). W samym 4Q'23 było to 419 mln PLN przychodów, 14,6% marży brutto ze sprzedaży oraz 42 mln PLN zysku netto. Spółka podtrzymała marżowość z 1-3Q'23 i osiągnęła najwyższe kwartalne przychody od 4 lat, czym pozytywnie zaskoczyła konsensusu. Wyniki były słabsze r/r ze względu na wysoką bazę z 2H'22. Spółka na koniec 4Q'23 posiadała 433 mln PLN gotówki netto (historyczny rekord, blisko 60% obecnej kapitalizacji).

Portfel

Po 4Q'23 portfel Torpolu wynosił 2,44 mld PLN (vs 1,0 mld PLN na koniec 2022 roku). Spółce udało się podpisać w 2023 roku cztery istotne umowy z PKP PLK (opiewały one średnio na 104% budżetu inwestora). Dodatkowo na początku 2Q'24 pozyskano finalnie kontrakt w Katowicach na 3,4 mld PLN (2,4 mld PLN dla spółki) z trzeciego miejsca (106% budżetu). W 2Q'24 spółka może wejść więc z rekordowym portfelem na poziomie ok 4,5 mld PLN (3,9x szacowane przychody za ostatnie 4Q; w rekordowym dotychczas 2Q'19 backlog wynosił 4,2 mld PLN). Konsorcjum spółki nie złożyło natomiast oferty w postępowaniu na elektryfikację Rail Baltica (870 km linii, wycofał się jeden z partnerów). Spółka w najbliższych kwartałach nie będzie pod presją budowy portfela i może naszym zdaniem przeczekać pierwszą falę istotnego wzrostu konkurencji jesienią.

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka jest mocno eksponowana na napływ środków unijnych na obszar infrastruktury szynowej (zarówno KPO, jak i FENIKS czy CEF). W obecnej strukturze portfela >90% to kontrakty kolejowe, reszta to małe zlecenia tramwajowe i obszar oil&gas (wydaje się, że obecnie pomysł odkupu TOG przez TF Silesia został odłożony na boczną półkę).

Wydarzenia korporacyjne

W spółce nadal funkcjonuje „stara” RN, nie ma także prezesa. Spodziewamy się, że po ustabilizowaniu się nowego zarządu CPK, zmiany w perspektywie kilku tygodni/miesięcy nastąpią także w Torpolu. Spółka zapowiedziała publikację strategii na kolejny okres (2024-28). Na razie brakuję jasnych deklaracji „co dalej z CPK”, nie będziemy zaskoczeni, jeśli ten stan utrzyma się dłuższy czas. Niewiadomą jest dalsze zaangażowanie Mirbudu u akcjonariacie spółki (na początku kwietnia, w pobliżu historycznych szczytów kursu, przedstawiciel MRB określił w mediach wycenę TOR jako „mało atrakcyjną”).

Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy w całym 2024 roku 1,34 mld PLN przychodów (+23% r/r, przy normalizacji marży brutto do 7%) oraz 48 mln PLN zysku netto (-53% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,55 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 60 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=5,0x oraz 3,7x w kolejnym roku. Rekomendacja wypłaty dywidendy przez zarząd jest dla nas obecnie scenariuszem bazowym (na poziomie 50% zysku netto), aczkolwiek potencjalnym ryzykiem jest podejście do tego tematu przez CPK na WZA.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1 121,4	1 084,8	1 091,8	1 340,0	1 545,0	1 810,0
EBITDA [mln PLN]	127,3	244,8	138,7	71,7	88,8	99,7
EBIT [mln PLN]	105,1	220,6	113,9	46,4	60,9	72,2
Zysk netto [mln PLN]	77,1	183,8	101,9	47,9	60,4	67,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-312,8	-399,5	-432,7	-385,3	-410,3	-432,4
P/BV	2,5	1,8	1,5	1,5	1,4	1,3
P/E	9,6	4,0	7,3	15,5	12,3	11,0
EV/EBITDA	3,4	1,4	2,2	5,0	3,7	3,1
EV/EBIT	4,1	1,6	2,7	7,7	5,5	4,3
DPS [PLN/akcję]	1,5	3,0	0,0	2,2	1,0	1,3

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 35,6 PLN

22 KWIECIEŃ 2024, 14:25 CEST

Wycena DCF [PLN]	35,5
Wycena porównawcza [PLN]	36,1
Wycena końcowa [PLN]	35,6
Potencjał do wzrostu / spadku	10,1%
Koszt kapitału	13,9%
Cena rynkowa [PLN]	32,35
Kapitalizacja [mln PLN]	743,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	38,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,1
Stopa zwrotu za 3 mc	22,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	60,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	83,0%
Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
PKO TFI	7,9%
Mirbud	6,9%
NN PTE	5,0%
Pozostali	42,2%
<i>stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend</i>	

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	9
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	13
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	9,6	4,0	7,3	15,5	12,3	11,0	10,1
P/BV	2,5	1,8	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	3,4	1,4	2,2	5,0	3,7	3,1	2,8
EV/EBIT	4,1	1,6	2,7	7,7	5,5	4,3	3,8
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
BVPS	12,8	17,8	22,2	22,1	23,7	25,3	26,3
EPS	3,4	8,0	4,4	2,1	2,6	2,9	3,2
DPS (w danym roku)	1,53	3,00	0,00	2,22	1,04	1,32	2,21
Payout ratio	72%	89%	0%	50%	50%	50%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 121	1 085	1 092	1 340	1 545	1 810	1 865
Zysk brutto ze sprzedaży	145	259	158	93	110	129	137
SG&A	39	38	44	45	48	56	58
PPO/PKO	-2	0	0	-2	-2	-1	-1
EBITDA	127	245	139	72	89	100	106
EBIT	105	221	114	46	61	72	79
Zysk brutto	101	232	129	59	75	83	91
Zysk netto	77	184	102	48	60	68	73
Dług netto	-313	-399	-433	-385	-410	-432	-442

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-19%	-3%	1%	23%	15%	17%	3%
EBITDA zmiana r/r	47%	92%	-43%	-48%	24%	12%	7%
Zysk netto zmiana r/r	59%	138%	-45%	-53%	26%	12%	8%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	23,9%	14,5%	7,0%	7,1%	7,1%	7,4%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	12,7%	5,3%	5,8%	5,5%	5,7%
Marża netto	6,9%	16,9%	9,3%	3,6%	3,9%	3,7%	3,9%
ROE	26,3%	45,0%	20,0%	9,5%	11,1%	11,6%	12,2%
ROA	8,0%	18,8%	9,0%	4,0%	4,7%	4,9%	5,3%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	256	221	229	254	256	258	260
WNIp	13	13	12	13	14	15	16
Rzeczowe aktywa trwałe	161	168	173	196	197	198	200
Pozostałe aktywa trwałe	82	40	44	44	44	44	44
Aktywa obrotowe	703	758	906	940	1 020	1 118	1 136
Zapasy	47	69	122	149	172	202	208
Należności krótkoterminowe	217	187	257	329	379	444	457
Środki pieniężne	432	496	516	451	458	462	460
Pozostałe aktywa obrotowe	7	5	11	11	11	11	11
Aktywa razem	959	978	1 135	1 193	1 275	1 376	1 396
Kapitał własny	293	408	510	507	543	581	603
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	667	571	626	687	733	796	793
Rezerwy na zobowiązania	26	75	49	49	49	49	49
Oprocentowane zobowiązania	119	97	83	65	47	29	18
Zobowiązania pozostałe	522	399	493	573	636	718	726
Pasywa razem	959	978	1 135	1 193	1 275	1 376	1 396
Dług netto	-313	-399	-433	-385	-410	-432	-442
Dług netto / Kapitał własny	-1,1	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-2,5	-1,6	-3,1	-5,4	-4,6	-4,3	-4,2

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	134	175	47	39	62	68	75
CFI	-8	-3	-1	-32	-10	-14	-14
CFF	-99	-108	-26	-72	-46	-50	-63
- w tym dywidenda	35	69	0	51	24	30	51
Przepływy pieniężne netto	27	64	20	-65	7	4	-2
CAPEX / Amortyzacja	34%	63%	109%	198%	106%	108%	107%

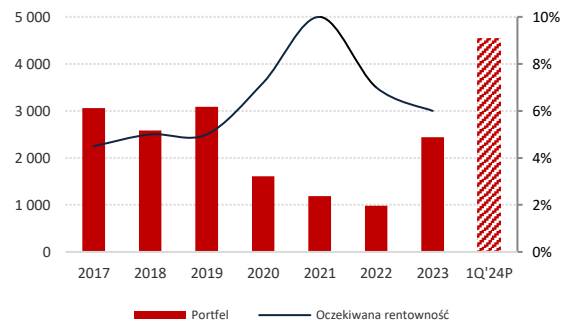
TORPOL

Rekomendacja	Akumuluj	www: www: www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	35,6	
Potencjał zmiany	10,1%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	32,4	1Q'24: 24 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	2Q'24: 06 wrz
Kapitalizacja [mln PLN]	743,1	

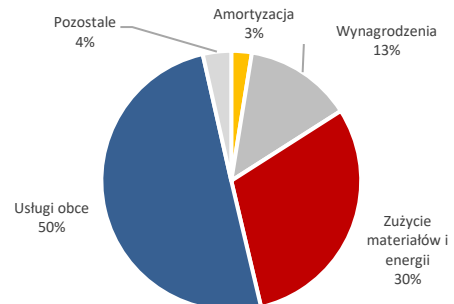
Wyniki Q [mln PLN]	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
Przychody	353	212	214	246	419	270
Zysk brutto ze sprzedaży	110	21	40	35	61	20
SG&A	10	10	11	11	13	10
PPO/PKO	-1	0	-2	1	1	-1
EBITDA	104	19	33	32	55	15
EBIT	98	12	27	26	49	9
Zysk brutto	99	18	30	29	51	12
Zysk netto	78	14	24	23	41	9
Dług netto	-399	-362	-351	-341	-433	-386

Wskaźniki	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
Przychody zmiana r/r	1%	2%	-16%	-9%	19%	27%
EBITDA zmiana r/r	65%	-35%	-41%	-42%	-47%	-18%
Zysk netto zmiana r/r	90%	-29%	-47%	-43%	-48%	-35%
Marża brutto na sprzedaży	31,2%	10,1%	18,6%	14,4%	14,6%	7,2%
Marża EBITDA	29,6%	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,7%
Marża netto	22,1%	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	3,5%

Portfel [mln PLN]



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	35,5
Wycena metodą porównawczą	20%	36,1
Wycena 1 akcji [PLN]		35,6

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 (5,85%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 22 kwietnia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 340,0	1 545,0	1 810,0	1 865,0	1 895,0	1 925,0	1 955,0	1 985,0	2 015,0	2 045,0
EBIT [mln PLN]	46,4	60,9	72,2	78,7	88,5	85,5	82,4	79,2	77,9	79,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	8,8	11,6	13,7	14,9	16,8	16,3	15,7	15,0	14,8	15,0
NOPLAT [mln PLN]	37,6	49,3	58,5	63,7	71,7	69,3	66,8	64,1	63,1	64,0
Amortyzacja [mln PLN]	25,3	28,0	27,4	27,5	27,7	27,8	27,9	28,0	28,0	28,0
CAPEX [mln PLN]	-50,2	-29,6	-29,6	-29,5	-28,1	-28,2	-28,2	-28,2	-28,2	-28,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-22,0	-11,9	-15,8	-11,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
FCF [mln PLN]	-9,3	35,8	40,6	49,9	70,4	67,9	65,5	62,9	61,9	62,9
DFCF [mln PLN]	-8,6	28,9	28,8	31,1	38,6	32,7	27,7	23,4	20,2	18,0
Suma DFCF [mln PLN]	240,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	495,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	142,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	383,1									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-432,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	815,8									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	35,5									

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

Przychody zmiana r/r	22,7%	15,3%	17,2%	3,0%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-59,3%	31,3%	18,6%	8,9%	12,6%	-3,4%	-3,6%	-3,9%	-1,6%	1,5%
FCF zmiana r/r	-40,5%	-483,0%	13,3%	22,9%	41,2%	-3,5%	-3,6%	-3,9%	-1,6%	1,6%
Marża EBITDA	5,3%	5,8%	5,5%	5,7%	6,1%	5,9%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%
Marża EBIT	3,5%	3,9%	4,0%	4,2%	4,7%	4,4%	4,2%	4,0%	3,9%	3,9%
Marża NOPLAT	2,8%	3,2%	3,2%	3,4%	3,8%	3,6%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%
CAPEX / Przychody	3,7%	1,9%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	198,4%	105,9%	107,8%	107,3%	101,2%	101,4%	101,1%	100,9%	100,7%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	0,8%	0,9%	0,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,9%	5,8%	6,0%	21,6%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Udział kapitału własnego	94,5%	96,3%	97,9%	98,7%	99,2%	99,4%	99,6%	99,8%	99,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	5,5%	3,7%	2,1%	1,3%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%
WACC	13,4%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,9%

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	37,5	38,3	39,1	Premia za ryzyko	6,0%	38,3	39,1	40,0	Premia za ryzyko	6,0%	40,4	39,1	37,9
	0,9	36,2	36,8	37,5		7,0%	36,5	37,1	37,9		7,0%	38,5	37,1	36,0
	1,0	35,0	35,5	36,1		8,0%	35,0	35,5	36,1		8,0%	36,8	35,5	34,4
	1,1	34,0	34,4	34,9		9,0%	33,7	34,1	34,6		9,0%	35,4	34,1	33,0
	1,2	33,0	33,4	33,8		10,0%	32,6	32,9	33,3		10,0%	34,1	32,9	31,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

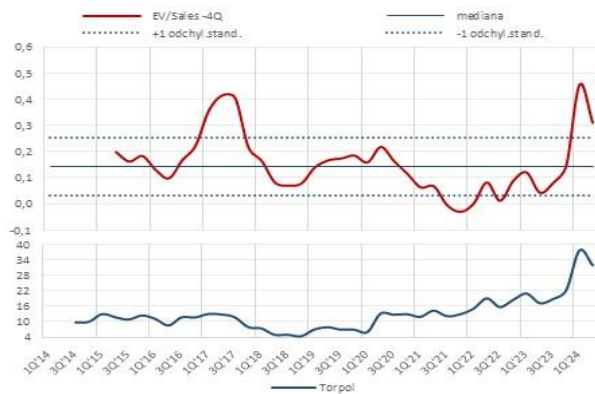
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (33% wagi dla poszczególnych lat 2024-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 36,1 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	20,9	19,1	22,2	12,2	10,9	12,1
Mirbud	6,2	6,9	7,0	3,7	3,8	3,6
Polimex	10,4	7,8	8,1	5,2	3,5	2,8
Trakcja	21,2	18,0	15,5	8,5	7,6	6,9
ZUE	16,0	13,9	12,4	5,8	5,0	4,4
Mediana	16,0	13,9	12,4	5,8	5,0	4,4
Torpol	15,5	12,3	11,0	5,0	3,7	3,1
Premia/dyskonto do spółki	-3%	-11%	-11%	-14%	-25%	-30%
Wycena wg wskaźnika	33,5	36,5	36,5	34,9	37,2	38,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	35,5			36,7		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	36,1					

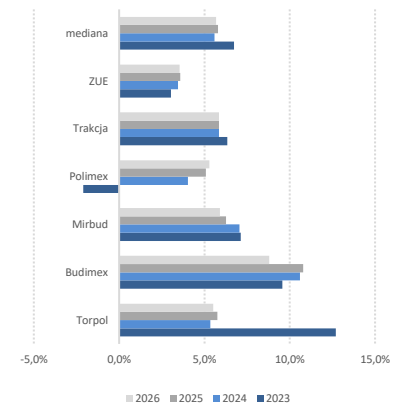
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

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



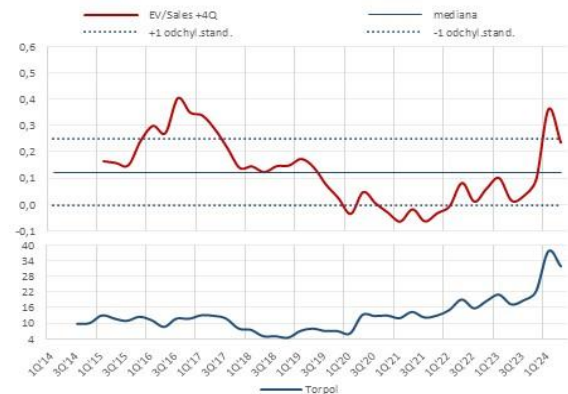
Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

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

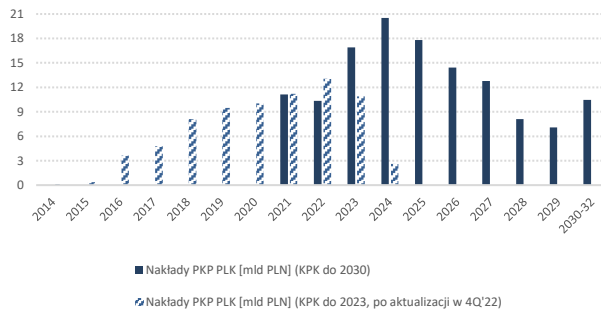


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

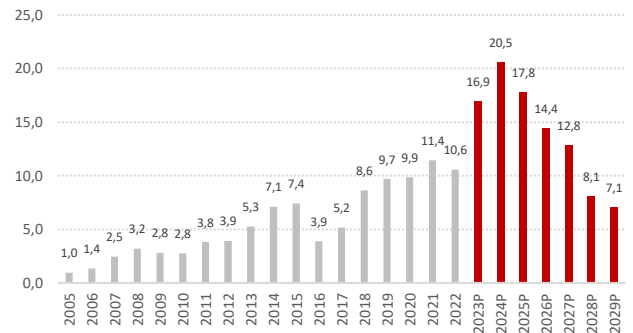
W połowie sierpnia 2023 Rada Ministrów przyjęła uchwałę w sprawie ustanowienia Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku (z perspektywą do roku 2032). Nowy KPK zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN. Przyjęto plan, że rekordowy będzie 2024 rok na poziomie 20,5 mld PLN. Uważamy, że należy bardzo ostrożnie podchodzić do planowanych nakładów – historycznie plany w ramach KPK zawsze były przesuwane w czasie, dodatkowo nowe władze MI i PKP PLK zapowiedziały już rewizje planów inwestycyjnych i biorąc pod uwagę wartość rozstrzygniętych przetargów należy raczej znacznie w dół zrewidować plany na 2024 rok.

Nakłady PKP PLK zapisane w KPK do 2030 roku [mld PLN netto] – prawdopodobna aktualizacja w 2024?



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

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto] – prawdopodobna aktualizacja w 2024?



Źródło: DM BDM S.A., PKP PLK

Warto pamiętać, że obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle mogą pojawić się w kolejnych latach pojawić się środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych (strona internetowa CPK podaje, że chodzi o 1981 km nowych linii do 2034 roku). Natomiast dostosowanie istniejącej infrastruktury kolejowej do potrzeb zharmonizowania z koncepcją CPK będzie realizowane przez PKP PLK. W listopadzie 2022 CPK podpisała umowy na projektowanie odcinka szybkiej kolei na linii Warszawa – Łódź za 300 mln PLN, które mają być zrealizowane do połowy 2024 roku. Projektowany jest także linia Łódź-Wrocław (5 odcinków za 507 mln PLN netto).

W najbliższych miesiącach spodziewamy się przeglądu strategii CPK i ewentualnych decyzji kierunkowych – czy i w jakim zakresie projekt będzie kontynuowany. Dodatkowo pojawiają się pomysły, aby rozważyć zmiany organizacyjne. Wiceminister infrastruktury (odpowiedzialny za kolej) P. Malepszak w jednym z wywiadów ([link](#)) przedstawił scenariusz, aby CPK był podmiotem odpowiedzialnym za wszystkie inwestycje kolejowe, a PKP PLK miała zająć się jedynie utrzymaniem i nadzór nad infrastrukturą kolejową. Wiceminister zapowiedział też przegląd wszystkich głównych, wieloletnich programów inwestycyjnych.

Z konferencji wynikowych spółek infrastrukturalnych po 4Q'23 wynika, że obecnie PKP PLK w zasadzie nie ogłasza większych postępowań na kontrakty budowlane (z strony Platformy Zakupowej PKP PLK wynika, że przed złożeniem ofert są obecnie cztery przetargi). Nie można wykluczyć, że obecna sytuacja będzie coraz bardziej przypominać okres przełomu 2015-16, kiedy także na rynku kolejowym panowała posucha w zakresie nowych kontraktów (brak nowych przetargów po zakończeniu perspektywy UE 2007-13, zmiany w kadrach po wyborach z 2015 roku, braki w projektach nowych kontraktów). Wysyp przetargów nastąpił dopiero w 2H'16 – kontrakty podpisywane były już głównie w 2017 roku (umowy te odbiły się później negatywnie na kondycji spółek wykonawczych). Kolejna „hossa” przetargowa nastąpiła w 2019 roku. Konkurencja wtedy była wtedy dużo niższa, ponieważ wiele podmiotów było w słabej kondycji po kontraktach z 2017 roku.

Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2024 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)

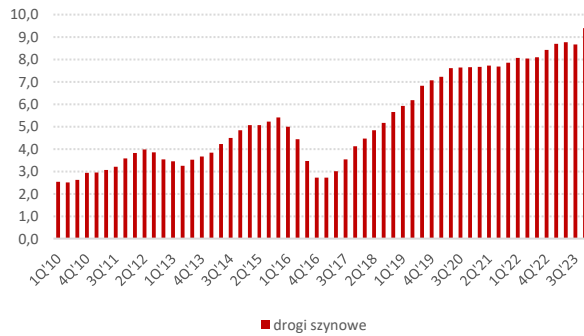
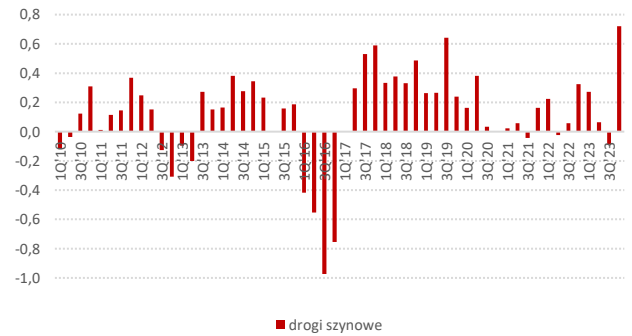
data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	budżet	II oferta	I/II	liczba ofert	nko	podpis
kwi 24	Pisarzowa i Limanowa LK 104	93,7	PNiUIK/Grinea	98%	95,8	100,4	93%	5	---
kwi 24	Przymylynie LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	39,6	Natipol	79%	50,0	42,4	93%	8	---
mar 24	LK 4 (Dostosowanie CMK do prędkości 250 km/h)	178,0	SBM	113%	157,0	189,7	94%	8	---
lut 24	LK 3 odc. Poznań Górczyn - Zbąszynek	153,7	DOM	72%	214,0	168,3	91%	14	---
sty 24	Jedlicze – Szebnie LK 108	219,8	Nowak-Mosty	72%	306,7	240,7	91%	12	---
sty 24	Odcinek C2 stacja Limanowa LK 104	288,4	Track-Tec/Polbud	172%	168,0	301,8	96%	9	---
sty 24	Przebudowa stacji Częstochowa Towarowa	113,7	Porr/Trakcja S.	81%	140,0	117,6	97%	12	Porr/Trakcja S.
suma/średnia		1 086,9		96%	1 131,5	1 160,8	94%	9,7	

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto

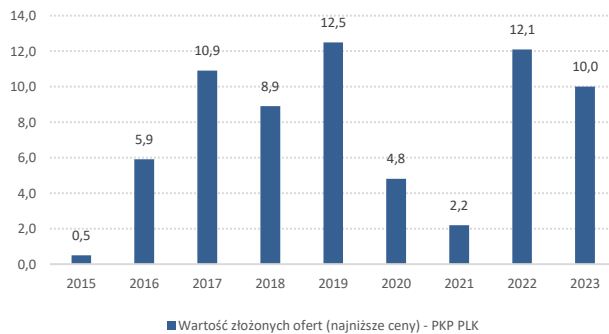
Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2023 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)

data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	budżet inwestora	II oferta	I/II	liczba ofert	nko	podpis		
gru 23	Odcinek B LK 201 odc. Somonino – Gdańsk Osowa	1 251,4	PPMT/Trakcja/DOM	72%	1 746,8	1 288,4	1 288,4	97%	9	---	---
gru 23	Gliwice – Ruda Kochłowice – Katowice	366,6	Torkol	138%	265,3	383,8	383,8	96%	10	---	---
lis 23	Budowa zachodniego przejścia Warszawa Gdańska	79,9	Porr	106%	75,6	89,6	89,6	89%	7	---	Porr
wrz 23	Stacja Rypin	40,4	DOM	81%	50,1	42,9	42,9	94%	14	---	b.d.
wrz 23	Stacja Olkusz	109,6	Swietelsky	89%	122,7	114,6	114,6	96%	16	---	---
wrz 23	LK 104 odc. D Limanova - bocznicą Kłęczany	1 929,8	Budimex/Gulermak	114%	1 694,5	1 993,2	1 993,2	97%	3	---	BDX/Gulermak
sie 23	LK 97 Żywiec – Sucha Beskidzka	358,1	Swietelsky	97%	369,9	360,1	360,1	99%	11	---	---
sie 23	LK 104 odc. A2 Rabka Zaryte – Mszana Dolna	424,4	Strabag	82%	520,7	442,8	442,8	96%	6	---	Strabag
lip 23	Podstacje na LK 38 na odcinku Elk – Korsze	257,4	Grinea/PNIUIK	188%	137,0	263,8	263,8	98%	3	---	Budimex/Victor
lip 23	Ostrów Mazowiecka – Małkinia	228,5	Track-Tec	86%	266,9	256,2	256,2	89%	9	Track-Tec	---
lip 23	granica woj. – Kozłów / Sędziszów - granica woj.	307,2	PNIUIK	100%	308,6	314,7	314,7	98%	13	---	---
cze 23	LK 148 na odc. Pszczyna – Żory	257,3	Budimex	69%	371,1	274,5	274,5	94%	11	---	Budimex
cze 23	Rewitalizacja LK 360 Gostyń - Kąkolewo	138,6	Track-Tec	123%	112,7	148,6	148,6	93%	11	---	DOM
cze 23	LK 355 Ostrów Wielkopolski - Grabowo Wielkie	68,1	DOM	85%	80,5	75,9	75,9	90%	8	DOM	---
cze 23	Rewitalizacja LK Sokółów Podlaski - Siedlce	231,5	DOM/Trakcja/Intop	93%	249,0	284,8	284,8	81%	8	---	DOM/Trakcja/Intop
cze 23	Legnica – Złotoryja – Jerzmanice-Zdrój	171,4	Infracol/LWZ	80%	213,3	179,8	179,8	95%	10	---	b.d.
maj 23	LK 181 Kępno - Oleśnica z elektryfikacją	534,1	PNIUIK	74%	723,0	544,9	544,9	98%	12	---	PNIUIK
kwi 23	Zabrzeg - Zebrzydowice - granica państwa	1 659,7	Trakcja/PPM-T/Alst.	87%	1 904,2	1 666,4	1 666,4	100%	8	---	Trakcja/PPM-T/Alst.
kwi 23	Stacja Gliwice Łabędy	425,5	Trakcja	84%	506,6	429,0	429,0	99%	10	---	Trakcja
mar 23	LK 274 Marciszów - Sędziszów, Wałbrzych	124,9	Porr	75%	166,9	125,9	125,9	99%	8	---	---
mar 23	Prace na obwodnicy towarowej Poznania	1 192,6	Torpol	69%	1 722,3	1 396,0	1 396,0	85%	8	DOM/Alusta/Intop	---
mar 23	Tunel LK 2 m. Sulejówek	80,4	Intop	90%	89,7	88,3	88,3	91%	12	---	DOM/Probudowa
suma/średnia		10 237,3		88%	11 697,5	10 764,2	10 764,2	95%	9,4		

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto

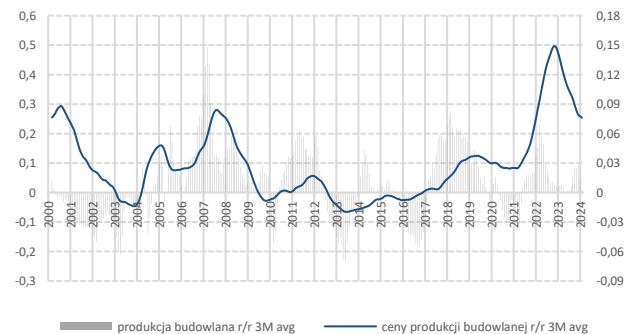
Nakłady na drogi szynowe (4Qn) [mld PLN]

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


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


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

Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Infrastruktura tramwajowa w Polsce

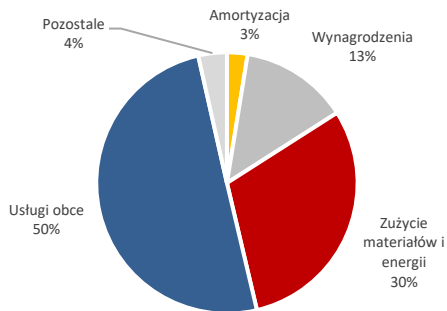


Inwestycje tramwajowe w Polsce

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

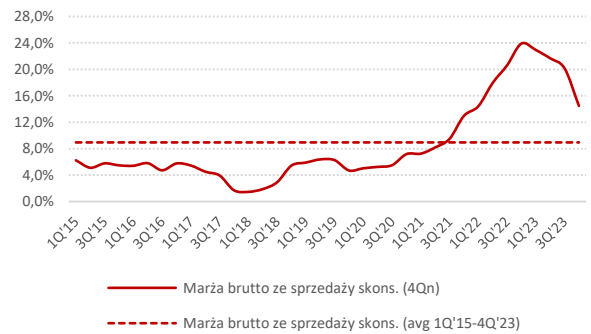
STRONA KOSZTOWA

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

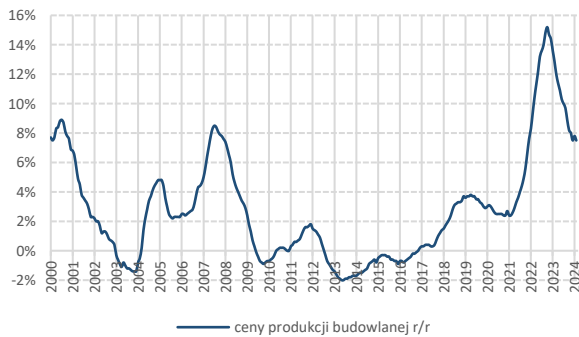
Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

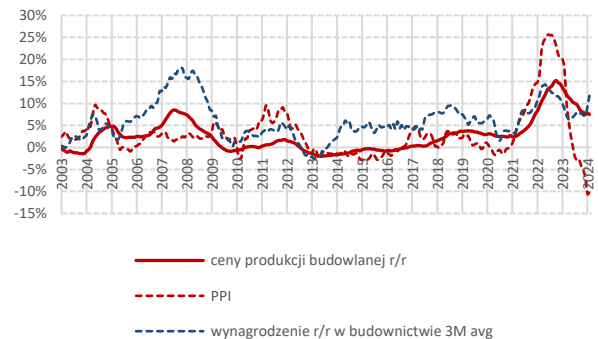


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża, przy czym dynamika w ujęciu m/m cały czas pozostaje dodatnia. W lutym 2024 odnotowano wzrost r/r o 7,5% (+0,3% m/m). Od 2Q'23 ceny napędza głównie segment inżynieryjny (wcześniej wyższe wzrosty cen notowano w obszarze budynków).

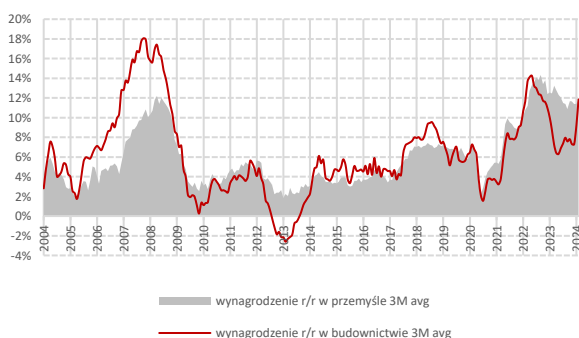
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już o blisko połowę w ciągu roku, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy (np. w 2007 roku były to maksymalne poziomy w całym cyklu). W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niższe odczyty PPI, z drugiej jednak strony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

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



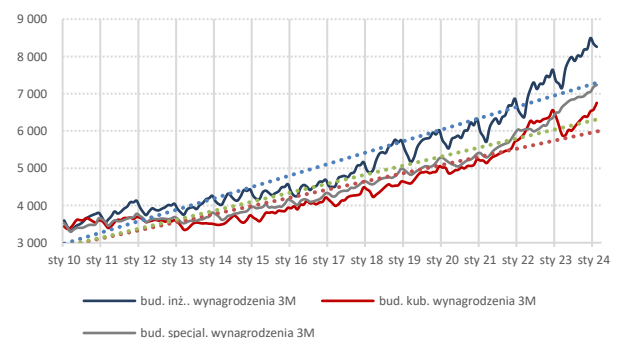
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

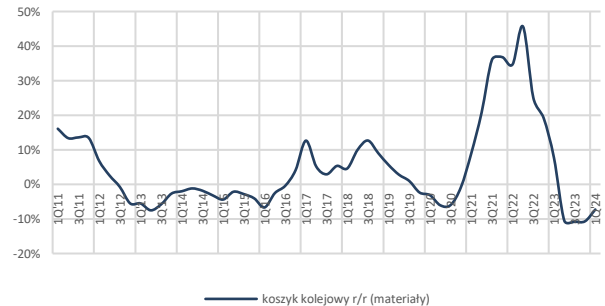
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

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

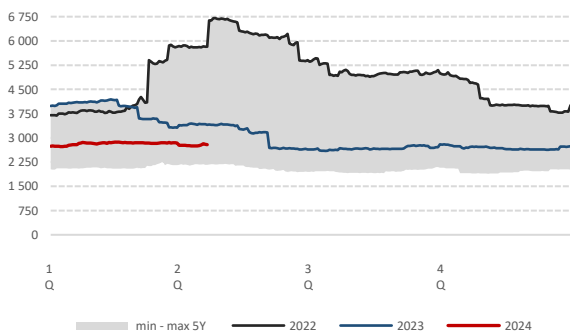


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za początek 1Q'24 wykazały -7% spadek r/r (-11% w 4Q'23). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK pierwsze dane za 1Q'24 (styczeń) wykazały -1% zmianę r/r (w 4Q'23: -2% r/r).

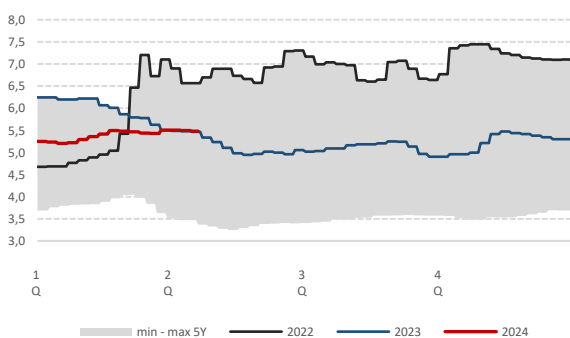
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu (obecnie tylko miedź notuje wyraźniejsze odbicie). Problematyczne pozostają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

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



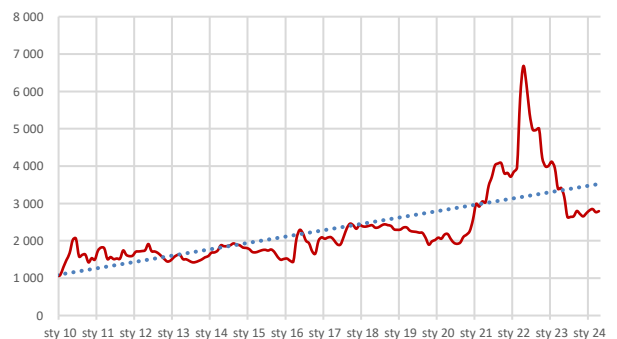
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



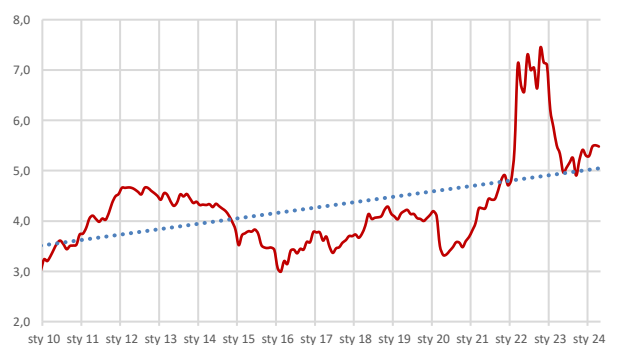
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



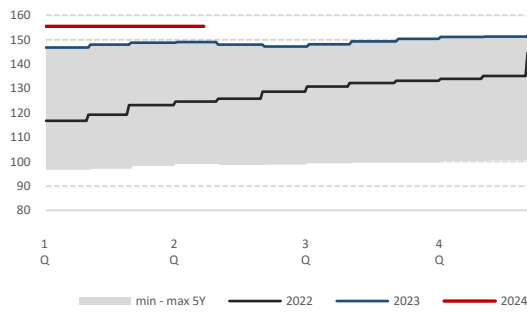
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



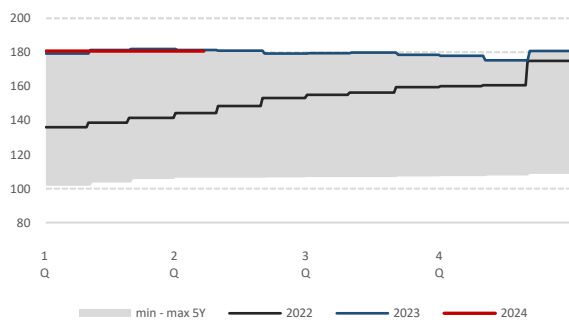
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



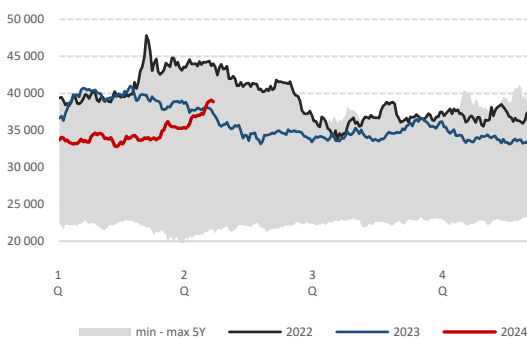
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za I'24

Cement – indeks GUS*



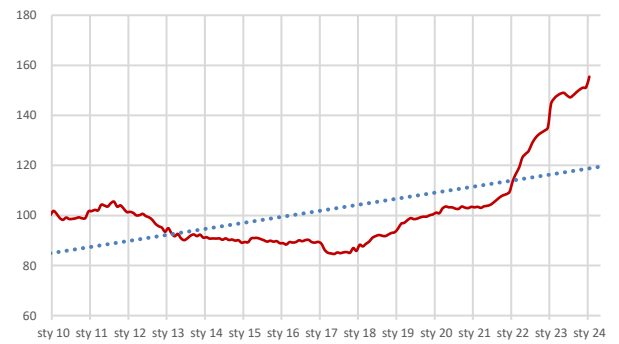
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za I'24

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



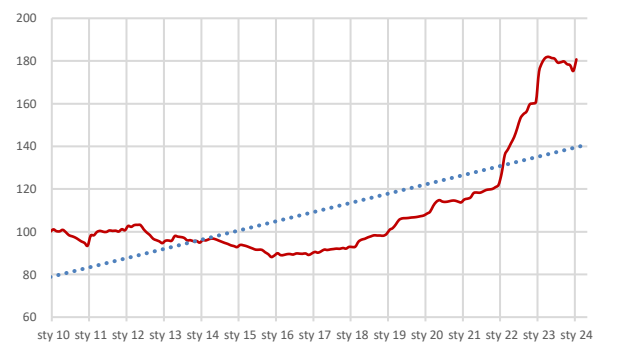
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



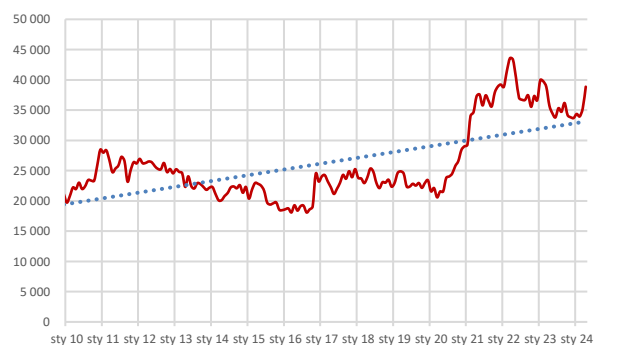
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



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

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZAMÓWIENÍ

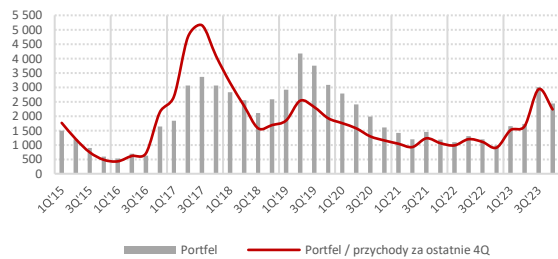
Kontrakty podpisane od początku 2019 roku o wartości >100 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu
2024					
kwi 24	PKP PLK	Modernizacja E 65 na odcinku Katowice Szopienice Płd. - Katowice - Katowice Piotrowice	2 362	kwi 28	106%
2023					
lis 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk (roboty bud.)	572	lis 26	99%
paź 23	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 38 na odcinku Giżycko - Korsze wraz z elektryfikacją	877	kwi 26	100%
sie 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda (roboty bud.)	254	sie 26	85%
maj 23	PKP PLK	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E (P&B)	541	lis 25	126%
kwi 23	PMT LK	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26	b.d.
2022					
sie 22	PGNiG/Orlen	Rozbudowa OC Lubiatów i OG Międzychód (zespół budynków i obiektów wraz z infrastrukturą techn.)	320	sie 24	b.d.
2021					
lis 21	PKP PLK	Modernizacja układu torowo-peronowego i infrastruktury kolejowej na stacji Olsztyn Główny	333	maj 24	267%
paź 21	Miasto Łódź	Budowa i przebudowa linii tramwajowej w ul. Wojska Polskiego	106	maj 23	144%
2019					
lip 19	PKP PLK	Wykonanie prac projektowych i robót budowlanych na stacji Łódź Kaliska	331	paź 22	b.d.
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów wykonawczych i wykonanie robót budowlanych na Stacji Świnoujście	508	lut 22	125%
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów wykonawczych i wykonanie robót budowlanych na Stacji Szczecin Port Cent.	936	lut 22	115%
cze 19	PKP PLK	LK 226 i stacji Gdańsk Port Północny 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 układów torowych na E59, odcinek granica województwa dolnośląskiego - Leszno	462	gru 20	b.d.

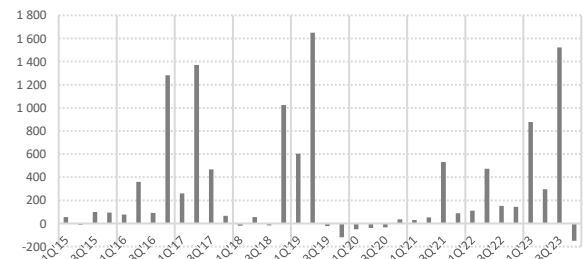
Źródło: BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, **wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się wobec stanu bieżącego, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym)

Portfel zleceń spółki po 4Q'23 miał wartość 2,44 mld PLN, z czego 2,27 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,17 mld PLN na zależny TOG (przede wszystkim kontrakt dla PGNiG, który jest największym tego typu zleceniem w historii spółki). Na początku 2Q'24 spółka pozyskała kontrakt w Katowicach na 2,4 mld PLN (3,4 mld PLN jako konsorcjum) z trzeciego miejsca. Względem części historycznie prowadzonych kontraktów spółka domaga się dopłat/waloryzacji od zamawiającego (PKP PLK). Obecnie jest to 149,3 mln PLN.

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q

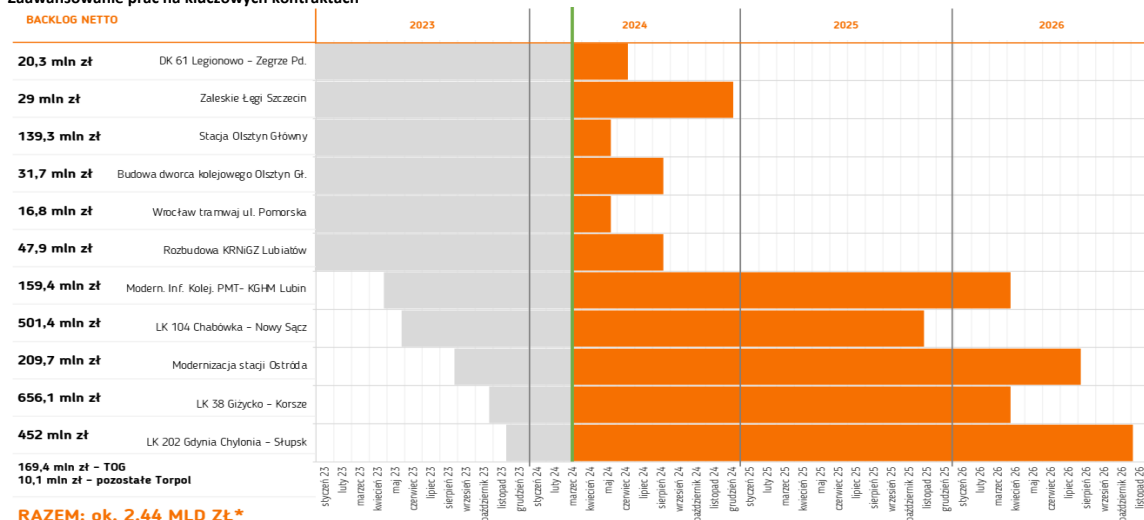


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zaawansowanie prac na kluczowych kontraktach



Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

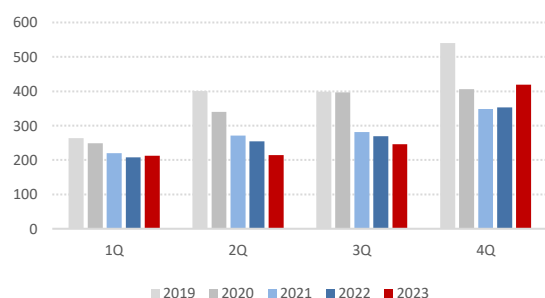
Wyniki za 4Q'2023

	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	4Q'23w	odchyl	4Q'23P BDM	odchyl.	4Q'23P kons.	odchyl.	2022	2023	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	353,0	418,7	18,6%	419,1	-0,1%	285,0	46,9%	339,9	23,2%	1 084,8	1 091,8	0,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	110,0	61,2	-44,4%	61,2	0,0%	34,7	76,5%	---	---	259,3	158,0	-39,1%
Zysk na sprzedaży	99,5	48,2	-51,6%	---	---	23,7	103,8%	---	---	221,1	113,8	-48,5%
PPO/PKO	-1,4	0,7	---	---	---	-0,5	---	---	---	-0,5	0,1	---
EBITDA	104,4	54,8	-47,5%	---	---	29,4	86,7%	---	---	244,8	138,7	-43,4%
EBIT	98,1	48,9	-50,2%	48,9	0,0%	23,2	111,2%	26,5	84,5%	220,6	113,9	-48,4%
Zysk brutto	98,9	51,5	-47,9%	---	---	25,8	99,5%	---	---	231,5	129,2	-44,2%
Zysk netto	78,0	40,9	-47,6%	40,9	-0,2%	20,9	95,4%	23,1	76,8%	183,8	101,9	-44,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	31,2%	14,6%		14,6%		12,2%		---		23,9%	14,5%	
Marża na sprzedaży	28,2%	11,5%		---		8,3%		---		20,4%	10,4%	
Marża EBIT	29,6%	13,1%		---		10,3%		---		22,6%	12,7%	
Marża zysku netto	27,8%	11,7%		11,7%		8,1%		7,8%		20,3%	10,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

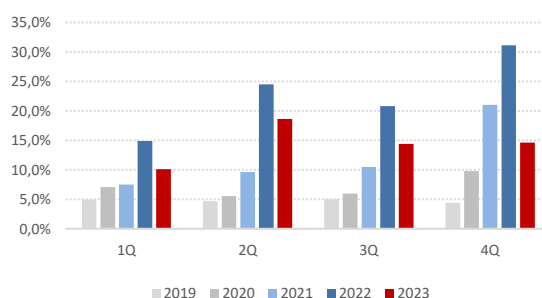
- Wyniki 4Q'23 były dużo słabsze r/r na poziomie rentowności, ale wyraźnie powyżej naszych założeń i konsensusu. Spółka najpierw opublikowała dane wstępne, następnie finalne.
- W 4Q'23 na poziomie przychodów Torpol miał 419 mln PLN (+19% r/r) – sporo powyżej naszych założeń (spółka podobnie jak kilka innych spółek budowlanych mocno zaskoczyła in plus rozpoznanymi przychodami w 4Q'23). Przychody kwartalnie były najwyższe od 4Q'19.
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła w 4Q'23 14,6% (vs 31,2% rok temu, kiedy bardzo duży wpływ miała zmiana szacunkowej marży kontraktów, głównie na kontraktach „portowych”). Marża była porównywalna z 3Q'23, powyżej naszych oczekiwań (zakładaliśmy 12,2%). Na poziomie jednostkowym marża 15,4%, na pozostałych jednostkach (TOG): 9,9%.
- Wpływ zmiany szacunków wyceny kontraktów w 4Q'23 na poziomie: +52,6 mln PLN (+119,7 mln PLN w całym roku). Wpływ miało przede wszystkim uzyskanie formalnych akceptacji rozwiązań zamiennych pozwalających na zniwelowanie części kosztu realizacyjnego robót oraz kontrakcja zakresów robót dodatkowych. Ponadto spółka uzyskała niższe koszty realizacji robót wykonywanych siłami własnymi, przede wszystkim w obszarze optymalizacji wykorzystania sprzętu własnego.
- EBIT wyniósł w 4Q'23 48,9 mln PLN (-50% r/r, ale ponad dwukrotnie powyżej naszych założeń). Zysk netto na poziomie 40,9 mln PLN (-48% r/r, ale wyraźnie wyżej niż w 3Q'23 i powyżej naszych oczekiwań).
- Dodatni CF operacyjny (+105,3 mln PLN). Spółka na koniec 4Q'23 posiadała 432,7 mln PLN gotówki netto (wzrost q/q, rekordowy poziom w historii).
- Portfel wynosi 2,44 mld PLN. Spółka nie podała tym razem w prezentacji bazowej rentowności portfela, poprzednio było to 6% (zakładamy, że poziom ten pozostał bez zmian). Historycznie ten wskaźnik był podawany przez zarząd dość konserwatywnie. Rezerwa na straty po 4Q'23 wynosiła 14 mln PLN (vs 23 mln PLN po 3Q'23).
- W całym 2023 roku spółka miała 1,09 mld PLN przychodów (+1% r/r) oraz 101,9 mln PLN zysku netto (-45% r/r). Zarząd podał, że bardzo dobre wyniki 2023 roku to efekt „realizacji bieżących projektów będących w końcowej fazie realizacji oraz kontraktów już zakończonych w 2023 roku, ze średnią rentownością na sprzedaży brutto powyżej pierwotnie planowanych budżetów”.
- Na 2024 roku spółka zakłada 50,4 mln PLN CAPEX (w tym 2,9 mln PLN w TOG).
- Spółka jest w trakcie opracowywania strategii na lata 2024-28.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



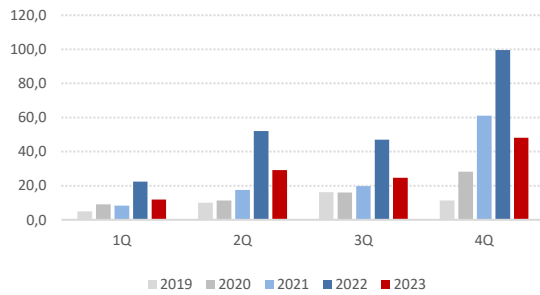
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



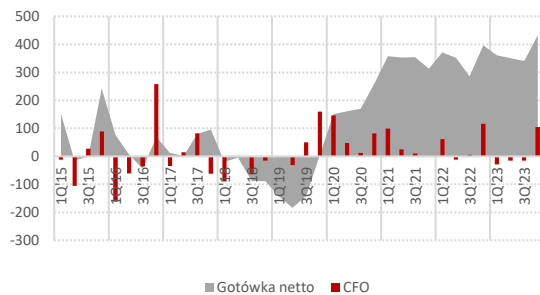
Źródło: BDM S.A., spółka

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

Podsumowania konferencji wynikowej po 4Q'23 (25 marca 2024):

Perspektywy wynikowe

- w 2022 i 2023 znaczenie miały kontrakty portowe (w 2023 znacząco mniejsze niż w 2022)
- średnia rentowność brutto kontraktów w portfelu to 6%, czynniki optymalizacyjne wychodzą zazwyczaj dopiero przy większym zaawansowaniu, w 2024 dużo kontraktów dopiero wchodzi do realizacji
- szansa na poprawę bazowej rentowności np. w zwiększeniu waloryzacji np. na kontrakcie Olsztyn
- niewielka szansa na zwiększenie bazowej rentowności w 2024, ale nie można jej wykluczać (waloryzacje, prac dodatkowe)
- spółka nie chce określać czy możliwe są dwucyfrowe marże w 2024
- nie ma istotnych kontraktów które kończą się w 1H'24
- należy zakładać sezonowość w marży w 2024 roku
- spory sądowe – raczej sprawy długoterminowe

Portfel

- ok. 1,1 mld PLN przypada na 2024 rok (bez Katowic i ewentualnych mniejszych kontraktów)
- spółka ma możliwość selektywnego podchodzenie do przetargów
- spółka ma zabezpieczony 2024 rok oraz znaczną część 2025
- celem jest odbudowa pozycji na rynku tramwajowym, trudny rynek ze względu na rozdrobnienie zamawiających

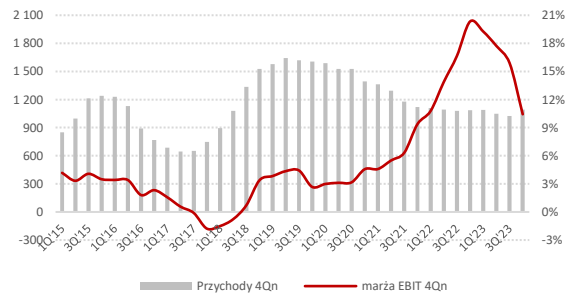
Zaangażowanie w kapitał obrotowy

- przepływy operacyjne w 2024 roku powinny być dodatnie,
- część kontraktów nie ma zaliczkowania (Słupsk), ale część ma je na istotnym poziomie (Ostróda -10%; Elk-Korsze 108 mln PLN – turbulencje po stronie PLK, aby zaliczka została wypłacona; duża zaliczka na Katowice, w przypadku podpisania umowy)

Przetarg w Katowicach

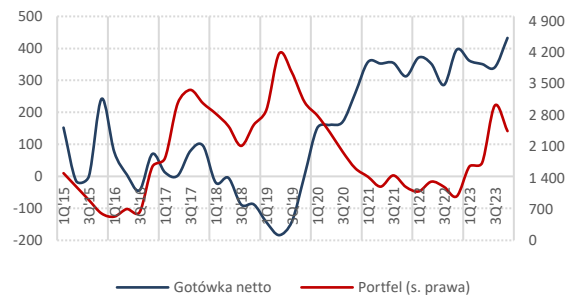
- największy przetarg infrastrukturalny w Polsce
- finansowany w ramach CEF (jest ono przyznane)
- sąd odrzucił odwołania, wybór Torpolu jest „utrwalony”
- ZUE odwołał się nieskutecznie do KIO, obecnie sprawa w sądzie (nie wstrzymuje to podpisania kontraktu, zamawiający może już formalnie podpisać umowę)
- spółka nie ma wiedzy czy i kiedy umowa zostanie podpisana (realizacja sąsiedniego odcinka wzmacnia presję, by umowę podpisać)
- 10% zaliczki (podzielona na 3+7%), ok 290 mln PLN teoretycznie dla Torpolu (II część zaliczki po około roku)

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

PKP PLK

- minie sporo czasu od uruchomienia środków UE do podpisania umów
- obecnie brak dużych przetargów w toku poza pojedynczymi (LK201 Kościerzyna - Somonino, 2x podstacje trakcyjne na pld. Polski)
- chwilowo okres jest „fatalny”
- spółka obawia się sytuacji, w której wiele przetargów będzie ogłoszonych w krótkim okresie czasu – ryzyko walki cenowej
- spółka ma możliwość selektywnego podejścia do przetargów
- PLK częściowo odeszła od systemu aukcyjnego
- są rozmowy w branży w kwestii podniesienia progu waloryzacyjnego
- spółka ma nadzieję, że przetargi ruszą po wakacjach, może się przedłużyć w wyniku weryfikacji planu inwestycyjnego PKP PLK

Tramwaje

- są ciekawe zapowiedzi, miasta są uzależnione od finansowania UE
 - spółka z optymizmem patrzy np. na Wrocław (potencjalnie 2 przetargi)
- Rail Baltica**
- konsorcjum Torpolu nie złożyło finalnej oferty (GE wycofał się z oferty – odpowiadał za podstacje)
 - została złożona tylko 1 oferta (konsorcjum hiszpańskie), nie można wykluczyć, że będzie powtórzony

Zagranica

- spółka w 2024 nie skupia się na rynkach zagranicznych, spółka nadal obserwuje rynki bałtyckie

CAPEX

- plan 50 mln PLN

Strategia

- niebługo powinny zakończyć się prace nad nową strategią (2024-28)

TOG

- rozmowy o sprzedaży spółki uciły, nie ma konkretów

Mirbud

- nie ma relacji bieżących

Dywidenda

- zarząd podkreśla, że spółka co do zasady jest spółką dywidendową
- za wcześniej obecnie mówić czy i ile dywidendy będzie w 2024 roku
- RN na przetomie IV/V'24 – rada będzie opiniowała materiały na WZA

Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalnie [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	207,8	254,4	269,6	353,0	212,4	214,4	246,3	418,7	270,0	325,0	350,0	395,0	330,0	375,0	410,0	430,0
jednostkowe	202,3	239,1	240,7	312,5	188,7	171,0	183,3	361,2	240,0	275,0	300,0	350,0	300,0	330,0	370,0	390,0
spółki zależne	5,5	15,4	28,9	40,5	23,7	43,4	62,9	57,5	30,0	50,0	50,0	45,0	30,0	45,0	40,0	40,0
Zysk brutto ze sprzedaży	31,0	62,3	56,0	110,0	21,5	40,0	35,4	61,2	19,5	23,3	23,8	26,8	23,1	26,3	29,6	31,1
jednostkowe	30,5	61,3	53,1	106,3	19,9	37,0	30,5	55,5	16,8	19,3	20,3	23,6	21,0	23,1	26,8	28,3
spółki zależne	0,4	1,1	2,9	3,6	1,5	3,0	4,9	5,7	2,7	4,0	3,5	3,2	2,1	3,2	2,8	2,8
SG&A	8,5	10,3	9,0	10,5	9,6	10,8	10,7	13,0	9,9	11,2	10,8	13,4	10,4	11,8	11,4	14,1
Zysk na sprzedaży	22,5	52,1	47,0	99,5	11,9	29,1	24,7	48,2	9,6	12,1	12,9	13,4	12,7	14,5	18,2	17,0
Saldo PPO/PKO	0,6	-1,1	1,4	-1,4	0,5	-2,0	0,9	0,7	-0,5	-0,5	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	-0,5
EBITDA	29,1	56,9	54,5	104,4	18,8	33,4	31,6	54,8	15,4	17,9	19,2	19,3	18,9	21,0	25,2	23,7
EBIT	23,0	51,0	48,5	98,1	12,3	27,1	25,6	48,9	9,1	11,6	12,9	12,9	12,2	14,0	18,2	16,5
Zysk brutto	25,2	56,2	51,2	98,9	18,3	30,4	29,0	51,5	11,6	15,2	16,1	16,3	16,0	17,8	21,1	19,6
Zysk netto	20,3	45,0	40,6	78,0	14,4	23,7	23,0	40,9	9,4	12,3	13,0	13,2	13,0	14,4	17,1	15,9
Marża brutto ze sprzedaży	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%	14,4%	14,6%	7,2%	7,2%	6,8%	6,8%	7,0%	7,0%	7,2%	7,2%
jednostkowa	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	10,6%	21,6%	16,6%	15,4%	7,0%	7,0%	6,8%	6,8%	7,0%	7,0%	7,3%	7,3%
spółki zależne	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	6,5%	6,8%	7,8%	9,9%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,7%	5,5%	5,5%	4,9%	5,7%	5,6%	6,2%	5,5%
Marża EBIT	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	12,6%	10,4%	11,7%	3,4%	3,6%	3,7%	3,3%	3,7%	3,7%	4,4%	3,8%
Marża zysku netto	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	3,5%	3,8%	3,7%	3,3%	3,9%	3,8%	4,2%	3,7%
CFO	61,2	-11,7	5,8	119,9	-28,6	-14,5	-15,3	105,3	-40,0	20,0	-30,0	88,5	30,0	-30,0	-30,0	92,4
dług netto	-371,4	-351,7	-285,9	-399,5	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-386,4	-400,1	-313,2	-441,7	-464,9	-427,9	-313,5	-465,6
Portfel	1 093	1 311	1 194	984	1 650	1 732	3 010	2 440	4 530	4 205	3 855	3 460	3 130	3 130	3 130	3 130
rentowność portfela	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	---	---	---	---	---	---	---	---

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

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2024		odchyl.	2025		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 340,0	1 302,0	2,9%	1 545,0	1 621,8	-4,7%
EBITDA	71,7	73,5	-2,4%	88,8	100,1	-11,3%
EBIT	46,4	47,9	-3,2%	60,9	73,6	-17,3%
Zysk (strata) netto	47,9	46,0	4,3%	60,4	62,3	-3,0%
Gotówka (dług) netto	385,3	342,3	12,5%	410,3	333,7	23,0%
Marża EBITDA	5,3%	5,6%		5,8%	6,2%	
Marża EBIT	3,5%	3,7%		3,9%	4,5%	
Marża zysku netto	3,6%	3,5%		3,9%	3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 195,0	1 340,0	12,1%	1 480,0	1 545,0	4,4%
EBITDA	66,0	71,7	8,7%	83,4	88,8	6,6%
EBIT	40,2	46,4	15,4%	57,3	60,9	6,2%
Zysk netto	40,8	47,9	17,5%	54,5	60,4	10,9%
Gotówka netto	319,8	385,3	20,5%	345,3	410,3	18,8%
Marża EBITDA	5,5%	5,3%		5,6%	5,8%	
Marża EBIT	3,4%	3,5%		3,9%	3,9%	
Marża zysku netto	3,4%	3,6%		3,7%	3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *z 04/01/2024

Prognozy wyników na 1Q'2024

	1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	212,4	270,0	27,1%	1 091,8	1 340,0	22,7%	1 545,0	15,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	19,5	-9,2%	158,0	93,3	-41,0%	110,1	18,0%
Zysk na sprzedaży	11,9	9,6	-19,4%	113,8	47,9	-57,9%	62,4	30,3%
EBITDA	18,8	15,4	-18,3%	138,7	71,7	-48,3%	88,8	23,9%
EBIT	12,3	9,1	-26,5%	113,9	46,4	-59,3%	60,9	31,3%
Zysk brutto	18,3	11,6	-36,8%	129,2	59,2	-54,2%	74,6	26,1%
Zysk netto	14,4	9,4	-35,1%	101,9	47,9	-53,0%	60,4	26,1%
Marża brutto ze sprzedaży	10,1%	7,2%		14,5%	7,0%		7,1%	
Marża na sprzedaży	5,6%	3,5%		10,4%	3,6%		4,0%	
marża EBITDA	8,8%	5,7%		12,7%	5,3%		5,8%	
marża EBIT	5,8%	3,4%		10,4%	3,5%		3,9%	
marża netto	6,8%	3,5%		9,3%	3,6%		3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spółka ma za sobą rekordowe kwartały pod kątem marżowości, a harmonogramy zakończenia kontraktów portowych rozciągnęły się ostatecznie w czasie (obecnie nie ma już ich w portfelu spółki).
- Po 4Q'23 portfel Torpolu wynosił 2,44 mld PLN (vs 1,0 mld PLN na koniec 2022 roku). Dodatkowo na początku 2Q'24 pozyskano finalnie kontrakt w Katowicach (2,4 mld PLN dla spółki) z trzeciego miejsca. W 2Q'24 spółka może wejść więc z rekordowym portfelem na poziomie ok 4,5 mld PLN (3,9x szacowane przychody za ostatnie 4Q; w rekordowym dotychczas 2Q'19 backlog wynosił 4,2 mld PLN). Obecnie wskazywana przez spółkę rentowność portfela to 6%.

- Spodziewamy się w 1Q'24 wyższych przychodów r/r, przy niższych marżach. Zakładamy, że 1Q'24 będzie przychodowo ok 27% wyższy r/r (270 mln PLN), EBIT spadnie do 9,1 mln PLN a zysk netto do 9,4 mln PLN (wynik powinien być wspierany przez dodatnie saldo finansowe – odsetki od lokat).
- Oczekujemy nieco niższej pozycji gotówkowej vs 4Q'23 (spółka miała wtedy 433 mln PLN gotówki netto).
- Zakładamy w całym 2024 roku 1,34 mld PLN przychodów (+23% r/r, przy normalizacji marży brutto do 7%) oraz 48 mln PLN zysku netto (-53% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,55 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 60 mln PLN. Powyższe założenia przyjęte są przy konsolidacji TOG.
- Podniesienie prognoz w stosunku do naszej poprzedniej rekomendacji to pochodna finalnego podpisania umowy w Katowicach (wcześniej przyjmowaliśmy ten scenariusz z częściowym prawdopodobieństwem).
- Zakładamy, że działalność Torpolu będzie nadal głównie opierać się na segmencie kolejowym. Ze względu na brak finalnej decyzji o sprzedaży TOG, w modelu uwzględniamy nadal też spółkę zależną. Spodziewamy się, że przychody TOG będą kształtować się w okolicach 150-200 mln PLN (bliżej dolnej granicy przedziału, po zakończeniu pozyskanego w 2022 roku kontraktu dla PGNiG).
- Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna osiągnie swój cykliczny dółek w okolicy 3,5-3,9%, a w kolejnych latach poprawi się do >4%. Są to raczej konserwatywne założenia – w okresie 2019-23 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 8,7% (natomiast w ostatnich 10 latach było to 6,0%).
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie obejmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych (zakładamy, że nie będzie to obecnie dla spółki priorytetem ze względu na znaczący portfel w kraju).
- Zakładamy, że spółka wróci do wypłaty dywidendy. Dostrzegamy przy tym ryzyko, że przy „jedynie” 38% udziale własnym CPK może nie być skłonne do oddawania znaczącego strumienia gotówki innym akcjonariuszom. Po wyborach nadal znakiem zapytania jest czy i w jakiej formule spółka CPK będzie funkcjonować w najbliższych latach.
- Spodziewamy się, że w rozpoczęcie nowych kontraktów będzie wymagała zwiększenia zaangażowania w kapitał obrotowy w okresie 2024-25, jednocześnie zwracamy uwagę na znaczącą zaliczkę, którą spółka ma otrzymać na kontrakcie w Katowicach (3+7% wartości kontraktu brutto w podziale na II transze). Zakładamy przy tym, że spółce uda się utrzymać gotówkę netto na poziomie w pobliżu 400 mln PLN.

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 084,8	1 091,8	1 340,0	1 545,0	1 810,0	1 865,0	1 895,0	1 925,0	1 955,0	1 985,0	2 015,0	2 045,0
jednostkowe	1 567,0	1 318,1	1 031,1	994,6	904,2	1 165,0	1 390,0	1 650,0	1 700,0	1 725,0	1 750,0	1 775,0	1 800,0	1 825,0	1 850,0
spółki zależne	37,4	74,1	90,4	90,2	187,6	175,0	155,0	160,0	165,0	170,0	175,0	180,0	185,0	190,0	195,0
Zysk brutto ze sprzedaży	75,4	99,9	145,5	259,3	158,0	93,3	110,1	129,0	137,1	147,9	145,9	143,7	141,4	141,1	143,2
jednostkowe	70,5	93,3	138,0	251,3	142,9	79,9	99,2	117,8	125,6	136,0	133,6	131,1	128,5	127,8	129,5
spółki zależne	4,9	6,6	7,4	8,1	15,1	13,4	10,9	11,2	11,6	11,9	12,3	12,6	13,0	13,3	13,7
SG&A	32,8	35,1	38,8	38,2	44,2	45,4	47,7	55,8	57,5	58,5	59,4	60,3	61,2	62,2	63,1
Zysk na sprzedaży	42,5	64,8	106,7	221,1	113,8	47,9	62,4	73,1	79,6	89,5	86,5	83,4	80,2	78,9	80,1
Saldo PPO/PKO	0,4	-1,1	-1,5	-0,5	0,1	-1,5	-1,5	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBITDA	64,7	86,4	127,3	244,8	138,7	71,7	88,8	99,7	106,1	116,3	113,4	110,3	107,1	105,9	107,1
EBIT	42,9	63,6	105,1	220,6	113,9	46,4	60,9	72,2	78,7	88,5	85,5	82,4	79,2	77,9	79,0
Zysk brutto	36,8	58,8	101,3	231,5	129,2	59,2	74,6	83,4	90,5	101,1	98,6	95,5	92,2	90,7	91,8
Zysk netto	29,1	48,6	77,1	183,8	101,9	47,9	60,4	67,6	73,3	81,9	79,9	77,4	74,6	73,5	74,4
Marża brutto ze sprzedaży	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	14,5%	7,0%	7,1%	7,1%	7,4%	7,8%	7,6%	7,4%	7,1%	7,0%	7,0%
jednostkowa	4,5%	7,1%	13,4%	25,3%	15,8%	6,9%	7,1%	7,1%	7,4%	7,9%	7,6%	7,4%	7,1%	7,0%	7,0%
spółki zależne	13,2%	8,9%	8,2%	8,9%	8,0%	7,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	4,0%	6,2%	11,4%	22,6%	12,7%	5,3%	5,8%	5,5%	5,7%	6,1%	5,9%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%
Marża EBIT	2,7%	4,6%	9,4%	20,3%	10,4%	3,5%	3,9%	4,0%	4,2%	4,7%	4,4%	4,2%	4,0%	3,9%	3,9%
Marża zysku netto	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	9,3%	3,6%	3,9%	3,7%	3,9%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%
CFO	178,8	289,3	134,4	175,2	47,0	38,5	62,4	68,3	75,2	93,9	91,4	88,9	86,3	85,3	86,2
dług netto	-2,9	-260,2	-312,8	-399,5	-432,7	-385,3	-410,3	-432,4	-441,7	-467,6	-472,7	-469,2	-465,6	-463,5	-463,6

Źródło: DM BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	221	229	254	256	258	260	260	260	261	261	261	261
Wartości niematerialne i prawne	13	12	13	14	15	16	16	17	17	17	17	17
Rzeczowe aktywa trwałe	168	173	196	197	198	200	200	200	200	200	200	200
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	40	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
Aktywa obrotowe	758	906	940	1 020	1 118	1 136	1 166	1 179	1 183	1 188	1 194	1 204
Zapasy	69	122	149	172	202	208	211	215	218	221	225	228
Należności krótkoterminowe	187	257	329	379	444	457	465	472	479	487	494	501
Inwestycje krótkoterminowe	496	518	452	459	464	462	481	483	477	471	466	466
- w tym środki pieniężne*	496	516	451	458	462	460	479	481	475	469	464	464
Pozostałe aktywa obrotowe	5	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Aktywa razem	978	1 135	1 193	1 275	1 376	1 396	1 426	1 439	1 444	1 449	1 455	1 465
Kapitał (fundusz) własny	408	510	507	543	581	603	630	636	634	631	630	631
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	571	626	687	733	796	793	796	803	811	818	826	835
Rezerwy na zobowiązania	75	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
Zobowiązania długoterminowe	86	72	57	42	27	18	18	18	18	18	18	18
- w tym zobowiązania oprocentowane	67	53	38	23	8	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	372	421	497	557	636	641	644	651	659	666	674	683
- w tym zobowiązania oprocentowane	30	30	27	24	21	18	11	8	6	3	1	0
Pozostałe	38	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
Pasywa razem	978	1 135	1 193	1 275	1 376	1 396	1 426	1 439	1 444	1 449	1 455	1 465
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	1 085	1 092	1 340	1 545	1 810	1 865	1 895	1 925	1 955	1 985	2 015	2 045
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	259	158	93	110	129	137	148	146	144	141	141	143
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	38	44	45	48	56	58	58	59	60	61	62	63
Zysk (strata) na sprzedaży	221	114	48	62	73	80	89	87	83	80	79	80
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	0	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	245	139	72	89	100	106	116	113	110	107	106	107
EBIT	221	114	46	61	72	79	89	86	82	79	78	79
Saldo działalności finansowej	11	15	13	14	11	12	13	13	13	13	13	13
Zysk (strata) brutto	232	129	59	75	83	91	101	99	96	92	91	92
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	184	102	48	60	68	73	82	80	77	75	73	74
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	175	47	39	62	68	75	94	91	89	86	85	86
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3	-1	-32	-10	-14	-14	-12	-12	-12	-12	-13	-13
Przepływy z działalności finansowej	-108	-26	-72	-46	-50	-63	-63	-77	-83	-80	-77	-74
Przepływy pieniężne netto	64	20	-65	7	4	-2	19	2	-6	-6	-5	-1
Środki pieniężne na początek okresu	432	496	516	451	458	462	460	479	481	475	469	464
Środki pieniężne na koniec okresu	496	516	451	458	462	460	479	481	475	469	464	464
Wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	-3%	1%	23%	15%	17%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
EBITDA zmiana r/r	92%	-43%	-48%	24%	12%	7%	10%	-3%	-3%	-3%	-1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	138%	-45%	-53%	26%	12%	8%	12%	-2%	-3%	-4%	-2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	23,9%	14,5%	7,0%	7,1%	7,1%	7,4%	7,8%	7,6%	7,4%	7,1%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	22,6%	12,7%	5,3%	5,8%	5,5%	5,7%	6,1%	5,9%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%
Marża EBIT	20,3%	10,4%	3,5%	3,9%	4,0%	4,2%	4,7%	4,4%	4,2%	4,0%	3,9%	3,9%
Marża netto	16,9%	9,3%	3,6%	3,9%	3,7%	3,9%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,6%	3,6%
SG&A / przychody	3,5%	4,0%	3,4%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
ROE	45,0%	20,0%	9,5%	11,1%	11,6%	12,2%	13,0%	12,6%	12,2%	11,8%	11,7%	11,8%
ROA	18,8%	9,0%	4,0%	4,7%	4,9%	5,3%	5,7%	5,6%	5,4%	5,2%	5,1%	5,1%
Dług	97	83	65	47	29	18	11	8	6	3	1	0
D / (D+E)	19,1%	14,0%	11,4%	8,0%	4,8%	2,9%	1,8%	1,3%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%
D / E	23,7%	16,3%	12,9%	8,7%	5,0%	3,0%	1,8%	1,3%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%
Dług / kapitał własny	23,7%	16,3%	12,9%	8,7%	5,0%	3,0%	1,8%	1,3%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%
Dług netto	-399	-433	-385	-410	-432	-442	-468	-473	-469	-466	-464	-464
Dług netto / kapitał własny	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-1,6	-3,1	-5,4	-4,6	-4,3	-4,2	-4,0	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,3
EV	344	310	358	333	311	301	276	270	274	278	280	279
Dług / EV	28,1%	26,8%	18,2%	14,2%	9,4%	6,0%	4,1%	3,1%	2,1%	1,2%	0,3%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,4%	2,5%	3,7%	1,9%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	62,9%	109,2%	198,4%	105,9%	107,8%	107,3%	101,2%	101,4%	101,1%	100,9%	100,7%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	3,8%	9,5%	1,6%	0,8%	0,9%	0,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-113,1%	1479,8%	8,9%	5,8%	6,0%	21,6%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
P/E*	4,0	7,3	15,5	12,3	11,0	10,1	9,1	9,3	9,6	10,0	10,1	10,0
P/BV*	1,8	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA*	1,4	2,2	5,0	3,7	3,1	2,8	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6
EV/EBIT*	1,6	2,7	7,7	5,5	4,3	3,8	3,1	3,2	3,3	3,5	3,6	3,5
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	3,0	0,0	2,2	1,0	1,3	2,2	2,4	3,2	3,5	3,4	3,2	3,2
Payout ratio	89,4%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenie przy cenie 32,35 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

Piotr Dedejusz

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedejusz@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
akumuluj	35,6	kupuj	27,9	22.04.2024	14:25 CEST	32,35	84 109
kupuj	27,9	trzymaj	19,3	04.01.2024	09:55 CEST	23,75	77 054
trzymaj	19,3	trzymaj	22,0	12.09.2023	13:35 CEST	18,50	66 241
trzymaj	22,0	akumuluj	22,8	14.04.2023	14:50 CEST	21,15	61 305
akumuluj	22,8	---	---	16.01.2023	12:40 CEST	21,00	61 324

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 2Q'24*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	50%	0	0%
Akumuluj	2	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	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: 2024-04-22

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-04-22 (14:25 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-04-29 (00:01 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie 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 redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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 2024-04-22:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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.