

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 22,8 PLN

16 STYCZEŃ 2023, 12:40 CEST

Spółka ma za sobą rekordowy 2022 rok, który może okazać się trudny do powtórzenia przez wiele lat. Rynek uwzględniła w obecnej wycenie brak powtarzalności wyników za ostatnie okresy. Po 1-3Q'22 marża brutto ze sprzedaży sięgała ponad 20%, gdy standardem w branży budowlanej są marże o przynajmniej połowę niższe (dla Torpolu średnia za poprzednie okres 2017-21 wynosiła 6,5%). Obecnie spółka jest wyceniana na 470 mln PLN, posiadając po 3Q'22 286 mln PLN gotówki netto, co implikuje EV na poziomie 196 mln PLN (przy 204 mln PLN EBITDA za ostatnie cztery kwartały). Uważamy, że EBITDA w latach 2023-24 spadnie w okolicę 55 mln PLN rocznie (nieco poniżej poziomów z lat 2018-19), co i tak czyni, w naszej opinii, wycenę spółki nadal atrakcyjną (EV/EBITDA < 5x oraz perspektywa nadal dobrej dywidendy). Portfel Torpolu po 3Q'22 wynosił 1,2 mld PLN (na podobnym poziomie utrzymuje się od ponad roku). Jednocześnie spółka ma najkorzystniejsze oferty na trzech dużych przetargach PKP PLK za w sumie 1,3 mld PLN (wygrane naszym zdaniem na górze kosztowej), które czekają na uruchomienie finansowania ze strony rządowej. W przypadku odblokowania funduszy unijnych spółka będzie jednym z beneficjentów takiego ruchu. Jednocześnie nie będzie w 2023 roku odczuwać presji na agresywne ofertowanie w przetargach, jeśli nastąpi ich wysyp ze strony PKP PLK. Zwracamy także uwagę, że spółka jest wśród trzech konsorcjów wybranych do ostatniego etapu przetargu na Rail Baltica, który może być wart szacunkowo ok. 1-2 mld EUR. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dotyczących Torpolu od zalecenia Akumuluj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 22,8 PLN.

Rok 2021 był w PKP PLK okresem dużego spowolnienia w rozstrzygnięciu nowych przetargów, natomiast w 2022 roku uruchomiono postępowanie przetargowe na kilkanaście mld PLN. Jednocześnie PKP PLK nie rozstrzyga ich ze względu na brak zapewnionego finansowania unijnego (programy infrastrukturalne z perspektywy 2021-27 oraz KPO), co jest pochodną braku uzgodnień politycznych związanych z m.in. z sądownictwem na linii rząd-UE. Od grudnia 2022 strona rządowa wysyłała punktowe sygnały wskazujące na przekonanie, że środki unijne zostaną uruchomione (np. wpisanie wydatków KPO do bieżącego Krajowego Planu Kolejowego). Obecnie w parlamencie trwa procedowanie ustaw sądowych, która mają być głównym krokiem milowym do ostatecznego odblokowania środków unijnych

Wydatki inwestycyjne PKP PLK w nowym horyzoncie inwestycyjnym mają opierać się na trzech unijnych źródłach finansowania (KPO, CEF2 – Łącząc Europę oraz FeNIKS, czyli sztandarowy program znany wcześniej pod nazwą POIIS). Brak zagwarantowanego finansowania wiąże się także z brakiem nowego programu inwestycji kolejowych (obecnie obowiązujący, już kilkakrotnie aktualizowany, Krajowy Program Kolejowy, ma co prawda wydatki rozpisane nawet na 2024 rok oraz zarys inwestycji finansowanych z KPO na 11 mld PLN, ale opiera się przede wszystkim na poprzedniej perspektywie budżetowej UE). Jednocześnie zwracamy uwagę, że w tle toczą się prace związane z projektem kolejowym CPK. 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.

Obecnie po stronie projektowej PKP PLK jest lepiej przygotowana niż przed startem poprzedniej perspektywy unijnej, natomiast warunkiem jest zapewnienie finansowania. Jednocześnie luka w rozstrzygnięciu przetargów prowadzi do ryzyka powtórzenia scenariusza z 2016-17 (niskie ofertowanie, które odbiło się później na kondycji m.in. Trakcji czy ZUE), tym bardziej, że pojawiła się agresywniejsza konkurencja zagraniczna, a format aukcji na przetargach oznacza walkę cenową.

Sytuacja Torpolu na tym tle może być na tyle korzystniejsza, że spółka wygrała przetargi w 2022 na górze kosztowej i w przypadku podpisania umów nie musiałaby uczestniczyć w walce cenowej w 2023 roku. Potencjalnie do portfela spółki z dużych kontraktów mogą wpaść jeszcze trzy duże umowy, gdzie spółka złożyła najkorzystniejsze oferty w postępowaniach PKP PLK (ich łączna wartość przypadająca na Torpol to 1,36 mld PLN). Podpisanie kontraktów jest jednak w zawieszaniu po stronie PKP PLK ze względu na brak zapewnionego dofinansowania unijnego. Oferty na aukcjach cenowych dotyczących wspomnianych przetargach składane były maju oraz sierpniu i wrześniu 2022.

Oczekiwania wynikowe konsensusu na 2023 są niskie. Obecny konsensus na lata 2023-24 zakłada wypracowanie po ok. 22 mln PLN zysku netto. Nasze założenia w modelu są wyższe (uważamy, że w 2023 roku spółka będzie nadal mieć możliwość rozwiązania pewnych rezerw na kontraktach). Natomiast w 2024 spółka może już być w realizacji kontraktów pozyskanych w 2022 roku na górze kosztowej.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 006,8	940,0	1 075,0
EBITDA [mln PLN]	64,7	86,4	127,3	181,8	55,4	53,1
EBIT [mln PLN]	42,9	63,6	105,1	157,9	31,7	29,6
Zysk netto [mln PLN]	29,1	48,6	77,1	137,2	35,2	30,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-2,9	-260,2	-312,8	-290,3	-220,5	-227,8
P/BV	2,2	1,9	1,6	1,3	1,5	1,5
P/E	16,6	9,9	6,3	3,5	13,7	15,7
EV/EBITDA	7,4	2,6	1,3	1,1	4,7	4,8
EV/EBIT	11,2	3,5	1,6	1,2	8,3	8,6
DPS [PLN/akcję]	0,3	0,9	1,5	3,0	3,0	1,4

Wycena DCF [PLN]	24,2
Wycena porównawcza [PLN]	19,4
Wycena końcowa [PLN]	22,8
Potencjał do wzrostu / spadku	8,3%
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	21,0
Kapitalizacja [mln PLN]	482,4
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	21,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,2
Stopa zwrotu za 3 mc	28,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	40,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	72,6%
Struktura akcjonariatu:	
TF Silesia	38,0%
NN PTE	11,2%
PKO TFI	7,9%
Bankowy PTE	5,0%*
Pozostali	37,9%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend
*poniżej progu 5,0% od 03/01/2022

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
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	7
PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	9
PROGRAM INWESTYCYJNY PKP PLK	10
STRONA KOSZTOWA	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	14
DANE FINANSOWE	18

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	16,6	9,9	6,3	3,5	13,7	15,7	14,5
P/BV	2,2	1,9	1,6	1,3	1,5	1,5	1,4
EV/EBITDA	7,4	2,6	1,3	1,1	4,7	4,8	4,5
EV/EBIT	11,2	3,5	1,6	1,2	8,3	8,6	7,9
EV/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
BVPS	9,7	11,0	12,8	15,7	14,3	14,4	14,5
EPS	1,3	2,1	3,4	6,0	1,5	1,3	1,4
DPS (w danym roku)	0,25	0,90	1,53	3,00	3,00	1,38	1,20
Payout ratio	30%	71%	72%	89%	50%	90%	90%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 604	1 392	1 121	1 007	940	1 075	1 195
Zysk brutto ze sprzedaży	75	100	145	198	76	75	78
SG&A	33	35	39	41	43	44	45
PPO/PKO	0	-1	-2	0	-2	-2	-2
EBITDA	65	86	127	182	55	53	55
EBIT	43	64	105	158	32	30	31
Zysk brutto	37	59	101	171	43	38	41
Zysk netto	29	49	77	137	35	31	33
Dług netto	-3	-260	-313	-290	-221	-228	-234

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	5%	-13%	-19%	-10%	-7%	14%	11%
EBITDA zmiana r/r	-5%	34%	47%	43%	-70%	-4%	3%
Zysk netto zmiana r/r	52%	67%	59%	78%	-74%	-13%	8%
Marża brutto na sprzedaży	4,7%	7,2%	13,0%	19,7%	8,1%	7,0%	6,6%
Marża EBITDA	4,0%	6,2%	11,4%	18,1%	5,9%	4,9%	4,6%
Marża netto	1,8%	3,5%	6,9%	13,6%	3,7%	2,9%	2,8%
ROE	13,0%	19,3%	26,3%	38,0%	10,7%	9,3%	9,9%
ROA	2,3%	4,7%	8,0%	15,0%	4,2%	3,5%	3,6%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	207	228	256	257	261	265	269
WNIp	12	13	13	13	14	14	14
Rzeczowe aktywa trwałe	142	137	161	162	165	169	173
Pozostałe aktywa trwałe	53	78	82	82	82	82	82
Aktywa obrotowe	1 077	815	703	657	581	612	642
Zapasy	45	57	47	43	40	46	51
Należności krótkoterminowe	819	344	217	214	226	259	287
Środki pieniężne	201	405	432	394	309	301	297
Pozostałe aktywa obrotowe	12	9	7	7	7	7	7
Aktywa razem	1 284	1 044	959	914	842	877	911
Kapitał własny	224	252	293	361	328	331	334
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	1 061	793	667	554	515	547	578
Rezerwy na zobowiązania	9	8	26	26	26	26	26
Oprocentowane zobowiązania	198	145	119	104	88	74	63
Zobowiązania pozostałe	854	641	522	424	401	447	489
Pasywa razem	1 284	1 044	959	914	842	877	911
Dług netto	-3	-260	-313	-290	-221	-228	-234
Dług netto / Kapitał własny	0,0	-1,0	-1,1	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	0,0	-3,0	-2,5	-1,6	-4,0	-4,3	-4,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	179	289	134	55	13	52	52
CFI	-20	-8	-8	-4	-10	-13	-12
CFF	8	-77	-99	-89	-88	-50	-42
- w tym dywidenda	6	21	35	69	69	32	28
Przepływy pieniężne netto	167	204	27	-38	-85	-11	-2
CAPEX / Amortyzacja	84%	26%	34%	103%	117%	117%	119%

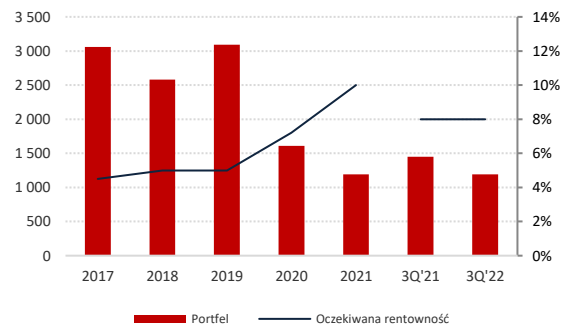
TORPOL

Rekomendacja	Akumuluj	www: www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	22,8	
Potencjał do wzrostu /	8,3%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	21,0	4Q'22: b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	1Q'22: b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	482,4	

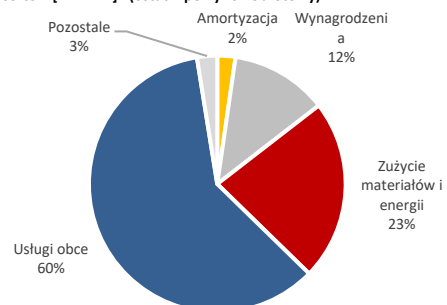
Wyniki Q [mln PLN]	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody	282	349	208	254	270	275
Zysk brutto ze sprzedaży	30	73	31	62	56	49
SG&A	10	12	8	10	9	13
PPO/PKO	0	-4	1	-1	1	-1
EBITDA	26	63	29	57	54	41
EBIT	20	58	23	51	48	35
Zysk brutto	19	56	25	56	51	39
Zysk netto	16	41	20	45	41	31
Dług netto	-355	-313	-371	-352	-286	-290

Wskaźniki	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody zmiana r/r	-29%	-14%	-5%	-6%	-4%	-21%
EBITDA zmiana r/r	17%	92%	104%	138%	110%	-35%
Zysk netto zmiana r/r	27%	84%	211%	227%	158%	-24%
Marża brutto na sprzedaży	10,5%	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	17,7%
Marża EBITDA	9,2%	18,1%	14,0%	22,4%	20,2%	15,0%
Marża netto	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	11,4%

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 24,2 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 19,4 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 22,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	24,2
Wycena metodą porównawczą	30%	19,4
Wycena 1 akcji [PLN]		22,8

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 (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

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 kolejnych latach przyjmujemy, że będą stopniowo rosnąć do ok. 1,4 mld PLN rocznie w długim terminie.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki wyniesie nieco ponad 3% w długim terminie. Jednocześnie zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 2,6-2,8%.
- 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 prognozowanym przez nas na koniec 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.
- Wycena została sporządzona na dzień 16.01.2023 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 556,0 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 24,2 PLN

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	940,0	1 075,0	1 195,0	1 305,0	1 360,0	1 415,0	1 470,0	1 500,0	1 530,0	1 560,0
EBIT [mln PLN]	31,7	29,6	31,5	41,1	42,8	44,5	46,3	47,2	48,1	49,1
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]	6,0	5,6	6,0	7,8	8,1	8,5	8,8	9,0	9,1	9,3
NOPLAT [mln PLN]	25,7	24,0	25,5	33,3	34,7	36,1	37,5	38,2	39,0	39,8
Amortyzacja [mln PLN]	23,7	23,5	23,2	23,1	23,1	23,3	23,5	23,7	24,0	24,3
CAPEX [mln PLN]	-27,6	-27,6	-27,6	-27,6	-27,6	-27,6	-27,6	-27,6	-27,6	-27,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-31,4	6,9	6,2	5,7	2,8	2,8	2,8	1,5	1,5	1,5
FCF [mln PLN]	-9,6	26,8	27,3	34,4	33,0	34,6	36,2	35,9	37,0	38,0
DFCF [mln PLN]	-8,7	21,5	19,5	22,0	18,8	17,5	16,4	14,5	13,3	12,2
Suma DFCF [mln PLN]	146,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	371,4									
Zdykontowana wart. rezydualna [mln PLN]	118,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	265,7									
Dług netto 2022P [mln PLN]	-290,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	556,0									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	24,2									

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

Przychody zmiana r/r	-6,6%	14,4%	11,2%	9,2%	4,2%	4,0%	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	-79,9%	-6,7%	6,4%	30,5%	4,2%	4,0%	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%
FCF zmiana r/r	-126,3%	-378,7%	1,5%	26,2%	-4,0%	4,7%	4,7%	-0,7%	2,9%	2,8%
Marża EBITDA	5,9%	4,9%	4,6%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża EBIT	3,4%	2,8%	2,6%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża NOPLAT	2,7%	2,2%	2,1%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
CAPEX / Przychody	2,9%	2,6%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	116,6%	117,2%	119,0%	119,6%	119,4%	118,6%	117,5%	116,3%	114,9%	113,6%
Zmiana KO / Przychody	3,3%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-47,0%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
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	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	89,5%	91,6%	93,1%	94,7%	95,0%	95,2%	95,4%	95,5%	95,7%	95,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	10,5%	8,4%	6,9%	5,3%	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%
WACC	11,8%	12,0%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%

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	25,3	25,9	26,7	Premia za ryzyko	5,5%	24,9	25,5	26,2	Premia za ryzyko	5,5%	26,3	25,5	24,8
	0,9	24,5	25,0	25,7		6,0%	24,3	24,8	25,5		6,0%	25,6	24,8	24,1
	1,0	23,7	24,2	24,8		6,5%	23,7	24,2	24,8		6,5%	25,0	24,2	23,5
	1,1	23,1	23,5	24,0		7,0%	23,2	23,6	24,1		7,0%	24,4	23,6	22,9
	1,2	22,5	22,8	23,2		7,5%	22,7	23,1	23,6		7,5%	23,9	23,1	22,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

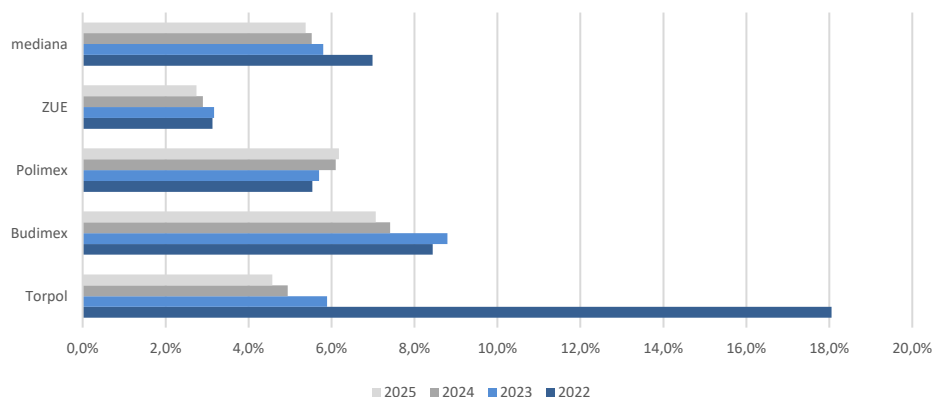
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych (Budimex i ZUE, które mających ekspozycję na sektor kolejowy/tramwajowy oraz Polimex, który w akcjonariacie, podobnie jak Torpol, posiada podmioty kontrolowane przez Skarb Państwa, silna pozycja gotówkową 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 (33% wagi dla poszczególnych lat 2023-25). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 19,4 PLN/akcję.

Wycena porównawcza na bazie wybranych spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	12,9	14,9	16,1	5,3	5,4	5,2
Polimex	12,8	12,6	12,4	5,2	4,5	3,9
ZUE	7,9	8,9	8,9	2,7	2,6	2,4
Mediana	12,8	12,6	12,4	5,2	4,5	3,9
Torpol	13,7	15,7	14,5	4,7	4,8	4,5
Premia / dyskonto	6,9%	24,7%	17,7%	-8,6%	6,6%	17,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	19,7	16,8	17,8	22,1	20,3	19,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		18,1			20,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	19,4					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Uzależnienie od głównych odbiorców (82% przychodów w 2021 od PKP PLK).** Spółka działa w dużej mierze w obszarze zamówień publicznych związanych z budową infrastruktury szynowej (głównie kolejowej). Głównym zleceniodawcą jest PKP PLK (w mniejszym stopniu także samorządy terytorialne lub spółki posiadające zaplecze kolejowe). Zmiany w strategii inwestycyjnej tego podmiotu, w harmonogramach przetargów czy problemy z pozyskaniem finansowania (czy to ze źródeł krajowych czy unijnych) mogą mieć bezpośredni wpływ na generowane wyniki. Spółka stara się dywersyfikować działalność wychodząc na rynki zagraniczne (co także wiąże się z ryzykami specyficznymi dla konkretnych rynków) oraz rozwijając działalność w obszarze budowy/remontów infrastruktury wydobywczej/przetwórczej w sektorze oil&gas (spółka zależna Torpol Oil&Gas, dla której głównym klientem jest obecnie PKN Orlen).
- **Ryzyko związane z dofinansowaniem realizacji projektów kolejowych z funduszy unijnych.** Przedłużające się procedury dotyczące uregulowania finansowania lub upolitycznienie warunkowości wypłat, mogą negatywnie wpłynąć na jego dostępność, co z kolei może się przełożyć na zmniejszenie podaży projektów na rynku.
- **Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.** Duże projekty budowlane finansowane ze środków publicznych realizowane są przez firmy wyłonione w przetargach, często długotrwałych (dodatkowo decyzje mogą być oprotestowane). W konsekwencji istnieje ryzyko zmiany w tym czasie (a także w czasie samej realizacji kontraktów) przyjętych przez spółkę założeń dotyczących cen materiałów, kursów walutowych, usług podwykonawczych czy kosztów wynagrodzeń. W czasie realizacji kontraktów należy mieć na uwadze także szereg innych czynników ryzyka, m.in.: ryzyko przekroczenia terminów umownych, upadłości kontrahentów/partnerów, ryzyko związane z procesem uzyskiwania decyzji administracyjnych, ryzyko związane z odpowiedzialnością za podwykonawców oraz członków konsorcjów budowlanych.
- **Bariery wejścia/konkurencja.** Bariery wejścia na rynek budowlany w Polsce nie są wysokie. Atrakcyjne budżety programów inwestycyjnych w różnych obszarach rynku przyciągają do przetargów nowe podmioty, która są skłonne oferować niskie ceny, by zaistnieć na rynku.
- **Ryzyko związane z akcjonariatem.** Głównym akcjonariuszem spółki jest TF Silesia (38% głosów na WZA), podmiot inwestycyjny kontrolowany przez Skarb Państwa. Nie można wykluczyć, że w przyszłości Skarb Państwa może dążyć do konsolidacji różnych podmiotów budowlanych, które kontroluje w bezpośredni lub pośredni sposób (np. spółki wykonawcze z obszaru kolejowego), co w zależności do warunków takich transakcji mogłoby niekorzystnie odbić się na wycenie rynkowej Torpolu.

PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI

Struktura akcjonariatu

	akcje	% akcji	głosy	% głosów
TF Silesia	8 728 600	38,0%	8 728 600	38,0%
NN OFE	2 572 850	11,2%	2 572 850	11,2%
PKO TFI	1 818 191	7,9%	1 818 191	7,9%
Bankowy OFE	1 141 404	5,0%*	1 141 404	5,0%*
Pozostali	8 708 955	37,9%	8 708 955	37,9%
Razem	22 970 000	100,0%	22 970 000	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *zejście <5,0% w styczniu'23

Założenia strategii 2019-23

	Strategia 2019-23P	2019	2020	2021	1-3Q'22	suma do 3Q'22
Przychody	8 800	1 604	1 392	1 121	732	4 850
Zysk brutto ze sprzed.	440	75	100	145	149	470
rentowność	5%	4,7%	7,2%	13,0%	20,4%	9,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Torpol prowadzi działalność od 1991 roku i działa na rynku budownictwa infrastruktury kolejowej i tramwajowej głównie w charakterze generalnego wykonawcy.

Spółka zależna Torpol Oil&Gas specjalizuje się w projektowaniu i budowie instalacji do oczyszczania i uzdatniania ropy naftowej i gazu ziemnego oraz budownictwie przemysłowym (dla branży energetycznej i chemicznej). Spółka zależna Torpol d.o.o. znajduje się w likwidacji (utworzona była w związku z planowanymi inwestycjami kolejowymi w infrastrukturę w Chorwacji, jednak ilość ogłaszanych postępowań jest niewielka). W listopadzie'22, w związku z zakończeniem okresów gwarancyjnych, z rejestru został wykreślony odział Torpol Norge NUF, który odpowiadał za zobowiązania z tytułu rękojmi za wady i usterki na zakończonych projektach na rynku norweskim

Torpol zadebiutował na GPW w 2014 roku. Cena emisyjna nowych akcji wynosiła 8,0 PLN (spółka pozyskała 59 mln PLN) a swój pakiet akcji sprzedawał Polimex-Mostostal, który przed IPO kontrolował 100% akcji spółki. Największym akcjonariuszem spółki jest obecnie TF Silesia - podmiot historycznie powołany do restrukturyzacji państwowego hutnictwa, później także uczestniczył m.in. w restrukturyzacji grupy Polimex.

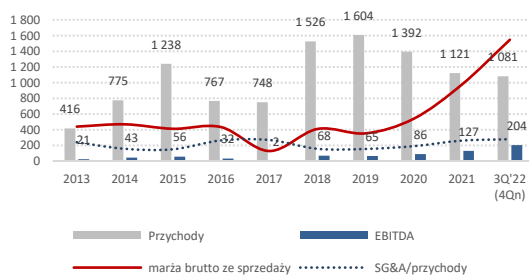
Strategia 2019-23

W 2019 roku spółka przedstawiła strategię na lata 2019-23. Zaznaczono w niej, że dotychczasowe działania pozwoliły na uzyskanie silnej pozycji jednego z wiodących podmiotów na rynku budownictwa kolejowego w Polsce. Jednocześnie zwrócono uwagę, że istnieje ryzyko spadku przychodów z rynku kolejowego w dłuższym terminie, co skłania spółkę do rozbudowy innych obszarów działalności i dywersyfikacji branżowej i geograficznej (rynek kubaturowy, rynek konstrukcji inżynierskich, rynek tramwajowy, rynek budownictwa w obszarze ropy naftowej i gazu ziemnego).

W ramach okresu 2019-23 celem spółki było:

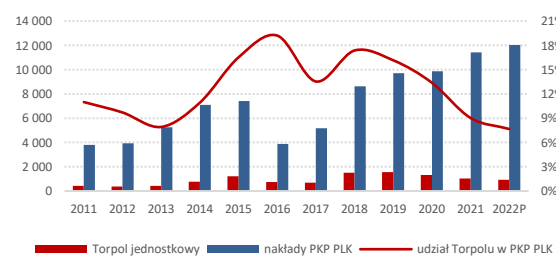
- wygenerowanie 8,8 mld PLN przychodów (w tym m.in. 7,5 mld PLN z projektów kolejowych, 0,5 mld PLN z rynku kubaturowego, 0,25 mld PLN przez TOG, 0,15 mld PLN z projektów tramwajowych),
- przy średniej marży brutto na sprzedaży nieznacznie powyżej 5%.
- utrzymanie udziałów rynkowych w modernizacji i rewitalizacji polskich linii kolejowych na poziomie 15-16% (liczonych do rocznych nakładów inwestycyjnych PKP PLK).

Przychody, EBITDA i marża brutto ze sprzedaży [mln PLN]



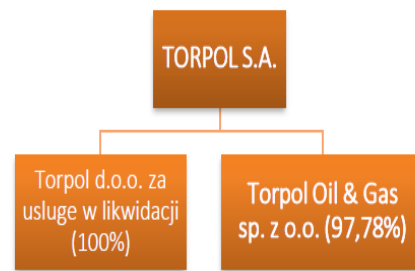
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



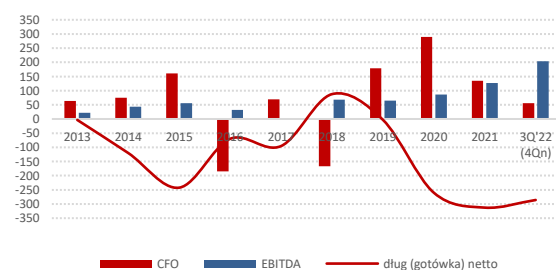
Źródło: DM BDM S.A., spółka, GUS, PKP PLK

Struktura grupy Torpol



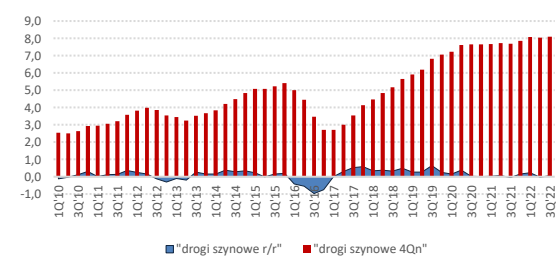
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto i cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

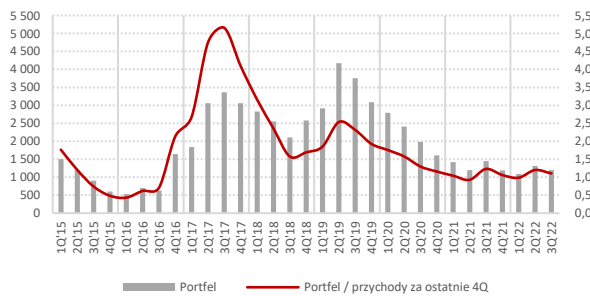
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

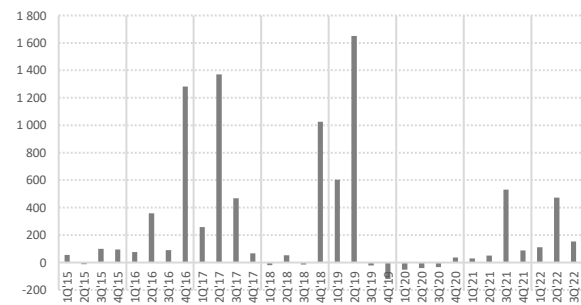
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**
2022				
nko	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk	562	36 mcy
nko	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda	254	36 mcy
nko	PKP PLK	linia kolejowa nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E	541	30 mcy
sie 22	PGNiG/Orlen	Rozbudowa OC Lubiatów i OG Międzychód (zespół budynków i obiektów wraz z infrastrukturą techn.)	320	sie 24
2021				
lis 21	PKP PLK	Modernizacja układu torowo-peronowego i infrastruktury kolejowej na stacji Olsztyn Główny	333	maj 24
paź 21	Miasto Łódź	Budowa i przebudowa linii tramwajowej w ul. Wojska Polskiego	106	maj 23
2019				
lip 19	PKP PLK	Wykonanie prac projektowych i robót budowlanych na stacji Łódź Kaliska	331	paź 22
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów i wykonanie robót na Stacji Świnoujście – Zad. 2	508	lut 22
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów i wykonanie robót na Stacji Szczecin Port Centralny – Zad. 1	936	lut 22
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
cze 19	PKP PLK	Roboty budowlane na linii 227/249 i stacji Gdańsk Zaspas Towarowa oraz linii 722	274	gru 21
maj 19	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59, odc. granica woj. dolnośl. - Leszno	462	gru 20
2017				
gru 17	Tauron	Projekt i budowa układu torowego w ramach projektu Jaworzno III	367	lis 19
paź 17	PKP PLK	Modernizacja odcinka Trzebinia – Krzeszowice	298	gru 19
wrz 17	PKP PLK	Projekt i budowa Warszawa - Mińsk Mazowiecki, etap I	126	lis 19
wrz 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 31, na odcinku gr. województwa Czeremcha – Hajnówka	173	paź 20
wrz 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 216 na odcinku Działdowo – Olsztyn	246	cze 19
sie 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 219 na odcinku Szczytno-Elk	290	sie 19
lip 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 289 na odcinku Legnica – Rudna Gwizdanów	190	lip 19
maj 17	PKP PLK	Przebudowa linii kolejowej E59 odcinek Leszno-Czempiń	395	cze 21
mar 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Konin – odcinek Barłogi – Swarzędz	838	sie 20

Źródło: BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, *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

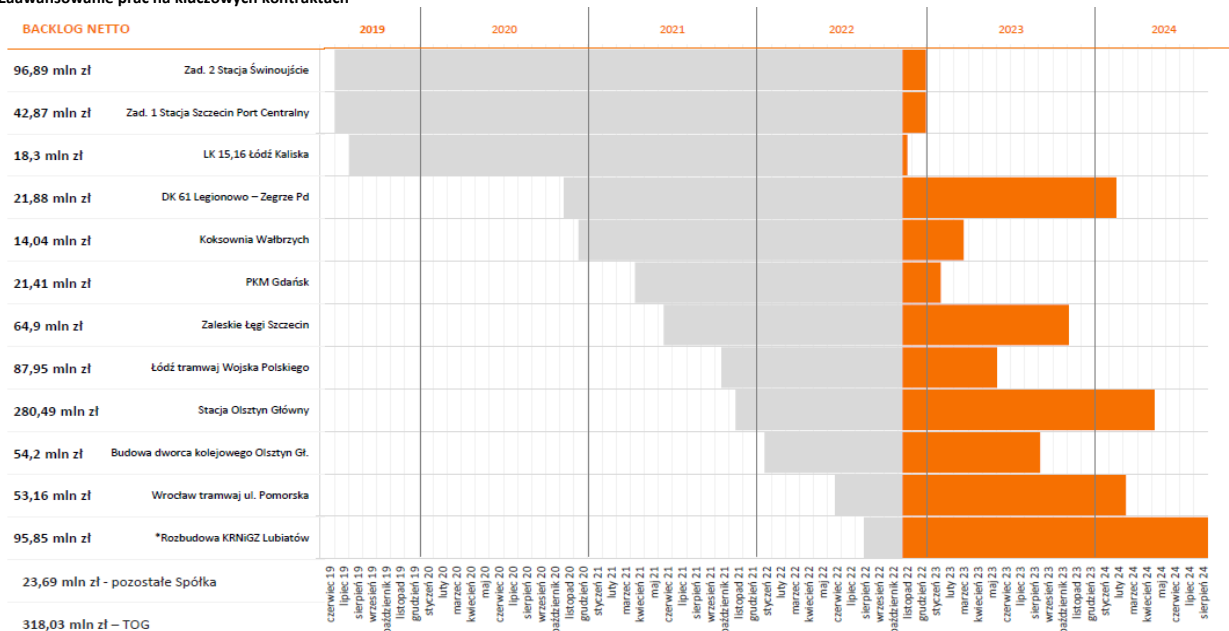


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zaawansowanie prac na kluczowych kontraktach



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

Portfel zleceń spółki po 3Q'22 miał wartość ok. 1,2 mld PLN, z czego 876 mln PLN przypadało na jednostkę dominującą a 318 mln 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 jest najniższe od lat 2015-16 (na początku 2015 roku spadł do jedynie 0,5 mld PLN), kiedy branża doświadczyła poprzedniego długiego przestoju w rozstrzygnięciu przetargów przez PKP PLK (przyczyną wtedy był brak gotowych projektów, obecnie brak finansowania). Ostatni znaczący kontrakt w branży kolejowej (>100 mln PLN) spółka podpisała w 4Q'21 i dotyczy on stacji Olsztyn Główny.

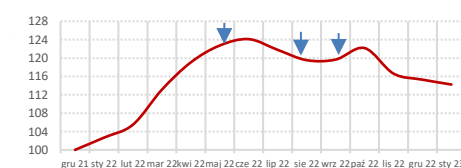
Potencjalnie do portfela spółki z dużych kontraktów mogą wpaść jeszcze trzy duże umowy, gdzie spółka złożyła najkorzystniejsze oferty w postępowaniach PKP PLK. Dotyczą one modernizacji stacji Słupsk, stacji Ostróda oraz linii kolejowej Chabówka – Nowy Sącz (odc. E). Ich łączna wartość przypadająca na Torpol to 1,36 mld PLN (szczegóły prezentujemy poniżej). Podpisanie kontraktów jest jednak w zawieszeniu po stronie PKP PLK ze względu na brak zapewnionego dofinansowania unijnego. Oferty na aukcjach cenowych dotyczących wspomnianych przetargach składane były maju oraz sierpniu i wrześniu 2022.

Najkorzystniejsze oferty złożone w aukcjach PKP PLK przez Torpol w 2022 roku [mln PLN netto]

Złożenie oferty	Kontrakt	Wartość netto	Budżet PKP PLK	% budżetu
2022-09-22	Modernizacja stacji Słupsk	562	578	97%
2022-08-04	Modernizacja stacji Ostróda	254	300	85%
2022-05-27	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E	773*	614	126%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *konsorcjant Intop W-wa (30%)

Szacunkowy indeks cen materiałów i robocizny koszyka kolejowego vs terminy złożonych ofert



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ze względu na niepewność rynku polskiego w 2022 roku spółka podejmuje 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 przetożył 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). Konkurencją stanowią będą konsorcja Cobra-Elecnor oraz Colas-Siemens-TSO. Podpisanie umowy planowane jest w 2023 roku. Jej potencjalna wartość to duże kilka mld PLN. Z informacji przedstawianych na ostatniej konferencji kwartalnej wynika, że spółka nie uczestniczy natomiast w postępowaniach przetargowych na układ torowy Rail Baltica.

PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH

Obecnie PKP PLK jest w końcowej fazie realizacyjnej programu KPK (Krajowy Program Kolejowy, [link](#)) na lata 2015-23 (obecnie program został rozciągnięty na rok 2024; łącznie ponad 74 mld PLN – z tego 39% inwestycji zastało zakończonych, a 59% jest w trakcie realizacji), który opierała się głównie na finansowaniu unijnym z perspektywy 2014-20. Według pierwotnego szczyt wydatków miał przypaść na lata 2019-20 i wynosić nawet >16 mld PLN, a następnie w kolejnych latach drastycznie spaść (przy czym należy zakładać, że miały być już teraz w realizacji kolejne projekty z nowej perspektywy UE, a więc także nowy KPK). Według aktualnego planu rok 2022 ma być szczytowym rokiem wydatków PKP PLK, przy czym 2023 nie będzie mu w dużej mierze ustępować, dopiero na 2024 następuję znaczący spadek wydatków. Docelowo powinien pojawić się wcześniej nowy KPK (zakładamy, że dopiero wtedy, gdy rozstrzygnięta będzie kwestia finansowania unijnego). PKP PLK ma opracowany kierunkowy program „Zamierzenia inwestycyjne PKP PLK 2021-2030 z perspektywą 2040”, które będzie zapewne bazą nowego KPK.

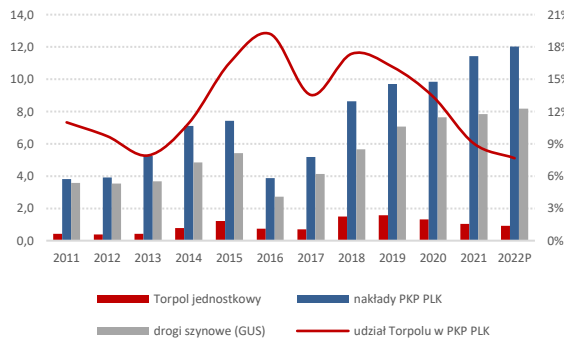
Rok 2021 był w PKP PLK okresem dużego spowolnienie w rozstrzygnięciu nowych przetargów, natomiast w 2022 roku uruchomiono postępowanie przetargowe na kilkanaście mld PLN (głównie w formie aukcji, których formuła jest krytykowana przez branżę, ponieważ znów prowadzi głębokiej licytacji na bazie kryterium cenowego, od czego próbowano przez wiele lat odchodzić). Jednocześnie PKP PLK nie rozstrzyga ich ze względu na brak zapewnionego finansowania unijnego (programy infrastrukturalne z perspektywy 2021-27 oraz KPO), co jest pochodną braku uzgodnień politycznych związanych z m.in. z sądownictwem na linii rząd-UE. Wydatki inwestycyjne PKP PLK w nowym horyzoncie inwestycyjnym mają opierać się na trzech unijnych źródłach finansowania:

- program KPO - w ostatniej (grudniowej) aktualizacji KPK zapisano już, że wydatki PKP PLK finansowane przez KPO mają wynieść 1,6 mld PLN w 2023, 3,7 mld PLN w 2024, 4,2 mld PLN w 2025 i 1,6 mld PLN w 2026, a finansowanie inwestycji w ramach KPO zostanie zapewnione przez PFR do wysokości środków alokowanych na określone inwestycje w KPO.
- program FeNIKS (Fundusze Europejskie na Infrastrukturę, Klimat, Środowisko – [link](#)) – program zakłada łącznie 4,8 mld EUR dofinansowania do projektów kolejowych
- program CEF 2 (Łącząc Europę, [link](#)) – cały program infrastrukturalny (drogi + kolej) to 24,7 mld EUR, z czego ok 10% powinno przypaść na Polskę

W program „Zamierzenia inwestycyjne PKP PLK 2021-2030 z perspektywą 2040” wpisano także komponent kolejowy związany z CPK (Centralny Port Komunikacyjny). Przy tym proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych obsługiwany będzie przez spółkę celową CPK (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 „Zamierzeniach...” zapisano, że wstępnie przewidywane źródło

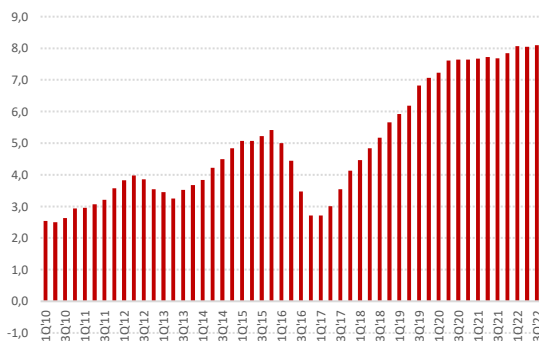
finansowania to fundusze europejskie. W listopadzie 2022 CPK podpisała umowy na projektowanie odcinka szybkiej kolei na linii Warszawa – Łódź za 300 mln PLN, które mają być zrealizowane do połowy 2024 roku ([link](#)).

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



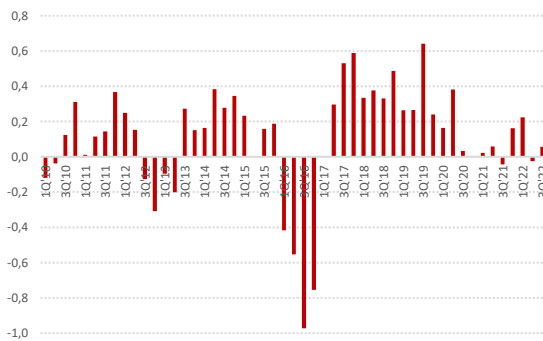
Źródło: DM BDM S.A., spółka, GUS, PKP PLK

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



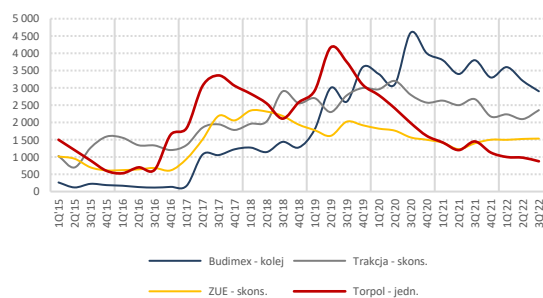
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Wydatki na drogi szynowe r/r [mld PLN]



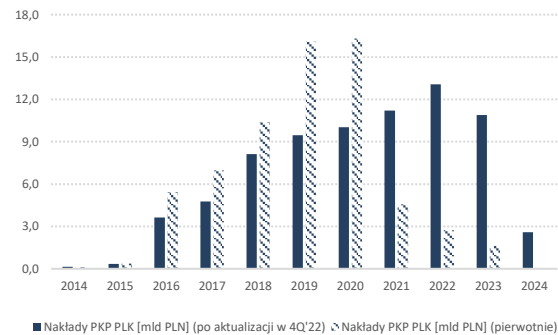
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Portfele spółek działających w obszarze kolejowym [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki, portfel Trakcji uwzględnia także działalność drogową i tramwajową (brak danych pozwalających wyodrębnić portfel kolejowy), natomiast portfel ZUE działalność tramwajową

Nakłady PKP PLK zapisane w KPK 2015-23 [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., KPK

Obecna sytuacja bardzo przypomina okres przetomu 2015-16, kiedy także na rynku kolejowym panowała posucha (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).

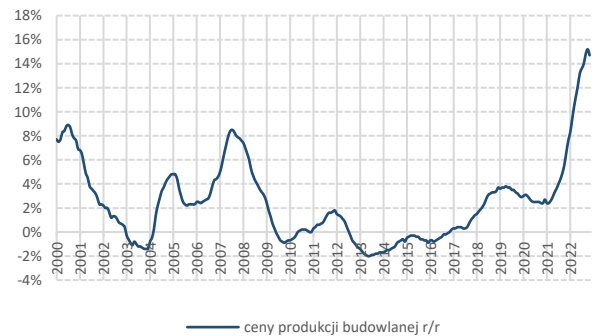
Obecnie po stronie projektowej PKP PLK jest lepiej przygotowana niż przed startem poprzedniej perspektywy unijnej, natomiast warunkiem jest zapewnienie finansowania. Jednocześnie luka w rozstrzygnięciu przetargów prowadzi do ryzyka powtórzenia scenariusza z 2016-17, tym bardziej, że pojawiła się agresywniejsza konkurencja zagraniczna, a format aukcji na przetargach oznacza walkę cenową. Sytuacja Torpolu na tym tle może być na tyle korzystniejsza, że spółka wygrała przetargi w 2022 na górze kosztowej i w przypadku podpisania umów nie musiałaby uczestniczyć w walce cenowej w 2023 roku.

STRONA KOSZTOWA

Produkcja budowlana w Polsce r/r

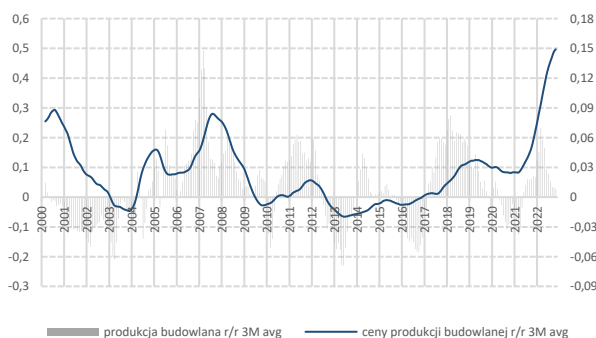


Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



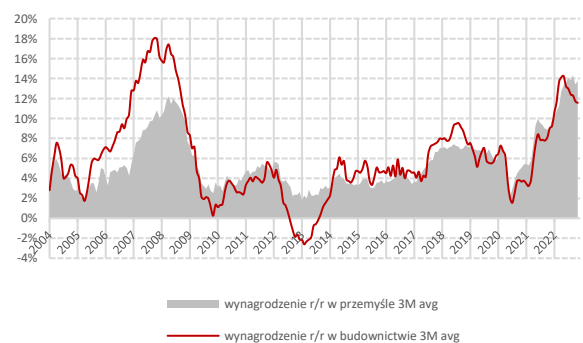
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



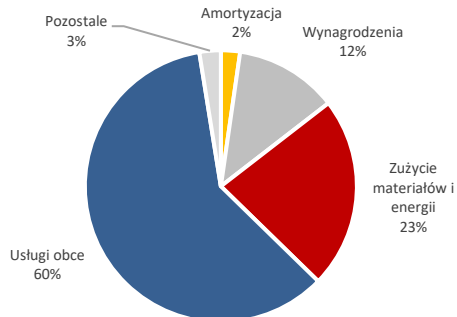
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



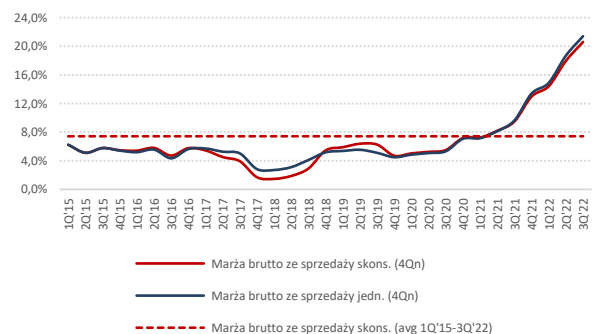
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



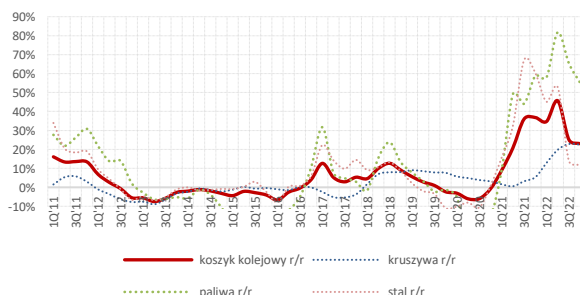
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

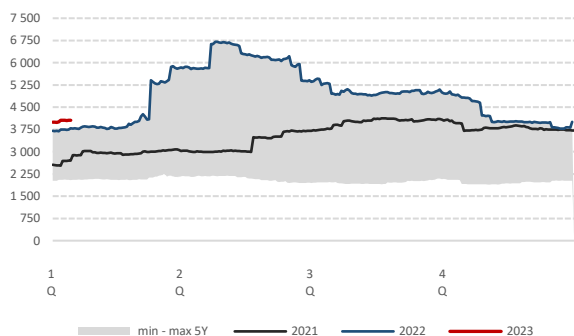


Źródło: DM BDM S.A., spółka

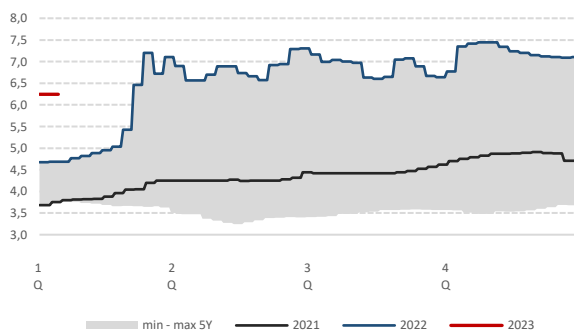
Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom (ponad 15% r/r w październiku i powrót poniżej tego poziomu w listopadzie, co oznacza pierwsze złamanie trendu coraz wyższych odczytów trwającego od 1Q'21). Jednocześnie wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej (w listopadzie w ujęciu realnym mieliśmy pierwszy od roku spadek r/r w obszarze kubatury), co historycznie zwykle zwiastowało spadek presji na ceny.

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

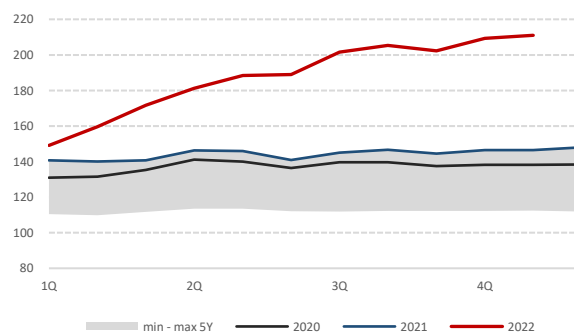
Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej koniunktury w budownictwie (czy w całej gospodarce), jest zazwyczaj korzystny (w perspektywie kilku kwartałów) dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane

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


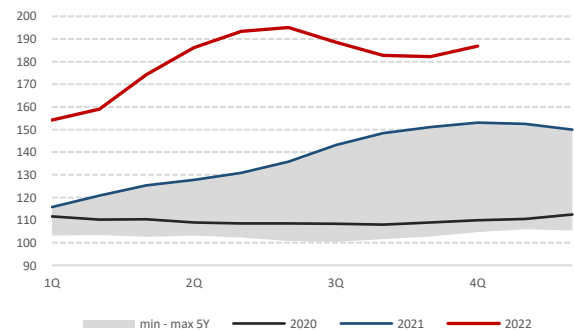
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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

duże portfele zleceń). Słabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration (wymusza to szybką rotację zleceń, o której ciężiej przy słabszej koniunkturze, co przekłada się na presję na marżę).

Zwracamy uwagę, że od 2Q'22 zarysowuje się stabilizacja a nawet spadek presji ze strony podstawowych surowców używanych w budownictwie, co z czasem przełoży się też na potencjalnie niższe koszty bardziej przetworzonych wyrobów czy ceny tych wyrobów zaszytych w kosztach usług podwykonawców.

Z informacji prasowych wynika, że prowadzone w grudniu były nadal rozmowy o rozszerzeniu zasad waloryzacji z PKP PLK (z 5% do 10%). W naszej opinii szanse na rozszerzenie waloryzacji na realizowanych już kontraktach są naszym zdaniem mniejsze niż w przypadku GDDKiA – większość kontraktów jest w końcowej fazie realizacji, a samo finansowanie jest bardziej skomplikowane. Jednocześnie MF zadeklarowało, że w nowym programie inwestycji kolejowych, będzie przewidziana „waloryzacja obecnych kontraktów” ([link](#))

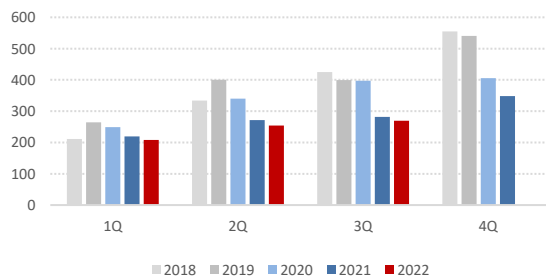
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	2019	2020	2021
Przychody	264,0	400,8	399,1	540,5	249,0	340,1	397,2	405,9	219,5	271,5	281,7	348,7	207,8	254,4	269,6	1 604,4	1 392,2	1 121,4
jednostkowe	256,2	389,3	388,1	533,5	243,6	328,8	373,8	371,8	204,5	245,7	251,6	329,3	202,3	239,1	240,7	1 567,0	1 318,1	1 031,1
spółki zależne	7,8	11,5	11,0	7,0	5,3	11,2	23,4	34,1	15,1	25,8	30,1	19,4	5,5	15,4	28,9	37,4	74,1	90,4
Zysk brutto ze sprzedaży	13,0	18,7	19,9	23,7	17,6	18,9	23,7	39,6	16,5	26,1	29,5	73,3	31,0	62,3	56,0	75,4	99,9	145,5
jednostkowe	12,1	17,2	18,8	22,4	17,1	17,6	21,7	36,9	15,3	23,4	27,7	71,6	30,5	61,3	53,1	70,5	93,3	138,0
spółki zależne	0,9	1,5	1,1	1,3	0,5	1,3	2,1	2,7	1,1	2,7	1,8	1,8	0,4	1,1	2,9	4,9	6,6	7,4
SG&A	8,1	8,7	3,7	12,4	8,5	7,5	7,6	11,4	8,2	8,7	9,7	12,3	8,5	10,3	9,0	32,8	35,1	38,8
Zysk na sprzedaży	4,9	10,0	16,2	11,3	9,1	11,4	16,1	28,2	8,3	17,5	19,8	61,1	22,5	52,1	47,0	42,5	64,8	106,7
Saldo PPO/PKO	0,2	0,1	-0,3	0,4	0,7	-1,2	0,6	-1,3	0,3	1,5	0,2	-3,5	0,6	-1,1	1,4	0,4	-1,1	-1,5
EBITDA	10,2	15,5	21,3	17,7	15,4	16,0	22,1	32,9	14,3	23,9	25,9	63,3	29,1	56,9	54,5	64,7	86,4	127,3
EBIT	5,1	10,1	15,9	11,7	9,8	10,2	16,7	27,0	8,6	19,0	20,1	57,5	23,0	51,0	48,5	42,9	63,6	105,1
Zysk brutto	5,6	8,0	14,0	9,2	9,1	8,3	15,4	26,0	8,1	17,6	19,4	56,1	25,2	56,2	51,2	36,8	58,8	101,3
Zysk netto	3,9	6,2	12,0	7,0	7,1	6,8	12,4	22,3	6,5	13,7	15,7	41,1	20,3	45,0	40,6	29,1	48,6	77,1
Marża brutto ze sprzedaży	4,9%	4,7%	5,0%	4,4%	7,1%	5,6%	6,0%	9,8%	7,5%	9,6%	10,5%	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	4,7%	7,2%	13,0%
jednostkowa	4,7%	4,4%	4,8%	4,2%	7,0%	5,3%	5,8%	9,9%	7,5%	9,5%	11,0%	21,7%	15,1%	25,6%	22,1%	4,5%	7,1%	13,4%
spółki zależne	11,9%	13,1%	10,4%	18,9%	9,5%	12,0%	8,9%	7,9%	7,6%	10,5%	6,0%	9,0%	8,0%	7,0%	10,1%	13,2%	8,9%	8,2%
Marża EBITDA	3,9%	3,9%	5,3%	3,3%	6,2%	4,7%	5,6%	8,1%	6,5%	8,8%	9,2%	18,1%	14,0%	22,4%	20,2%	4,0%	6,2%	11,4%
Marża EBIT	1,9%	2,5%	4,0%	2,2%	3,9%	3,0%	4,2%	6,6%	3,9%	7,0%	7,1%	16,5%	11,1%	20,0%	18,0%	2,7%	4,6%	9,4%
Marża zysku netto	1,5%	1,5%	3,0%	1,3%	2,9%	2,0%	3,1%	5,5%	3,0%	5,1%	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	1,8%	3,5%	6,9%
CFO	-1,1	-30,6	50,3	160,3	146,0	48,2	13,0	82,1	99,1	24,6	10,0	0,6	61,2	-11,7	5,8	178,8	289,3	134,4
dług netto	143,4	183,7	141,3	-2,9	-151,1	-160,9	-170,2	-260,2	-357,5	-352,7	-354,8	-312,8	-371,4	-351,7	-285,9	-2,9	-260,2	-312,8
Portfel	2 920	4 170	3 750	3 090	2 790	2 410	1 980	1 610	1 420	1 200	1 450	1 190	1 093	1 310	1 194	3 090	1 610	1 190
rentowność portfela*	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,3%	5,8%	7,2%	6,8%	6,8%	8,0%	10,0%	15,0%	10,0%	8,0%	5,0%	7,2%	10,0%

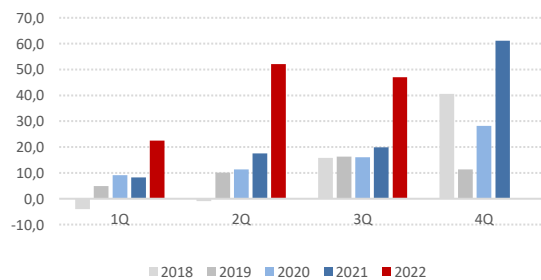
Źródło: DM BDM S.A., spółka, * wskaźnik szacowany przez spółkę

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



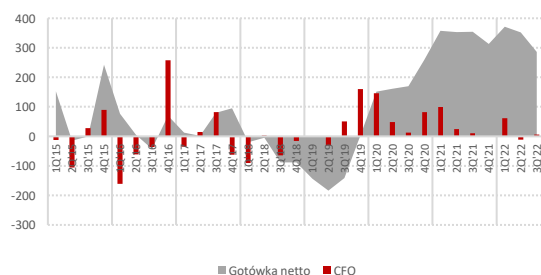
Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]*



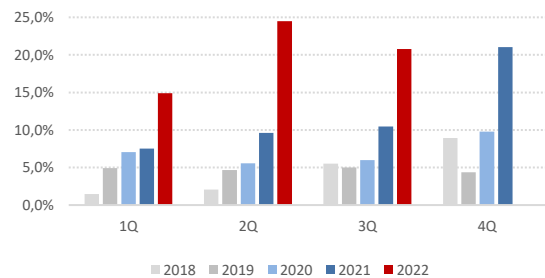
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży

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



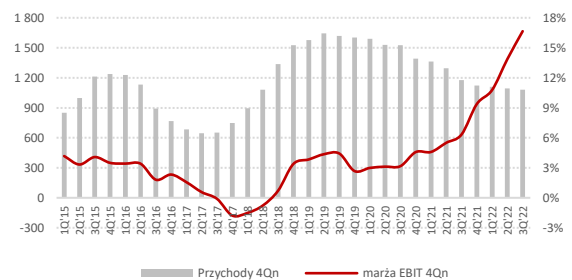
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



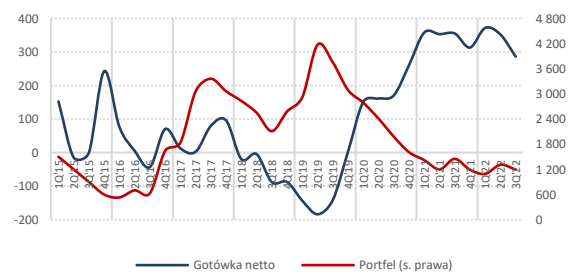
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Spółka od przełomu 2019/20 notuje spadek przychodów r/r w każdym kolejnym kwartale - jest to pochodną spadającego portfela zleceń (obecnie 1,2 mld PLN), który swój szczyt (>4 mld PLN) zanotował w połowie 2019 roku
- Jednocześnie systematycznie poprawiała się rentowność brutto ze sprzedaży - w 2Q'22 osiągnęła poziom 24,5% na poziomie skonsolidowanym (25,6% na poziomie jednostkowym).
- Jak informowała spółka wysoka marża jest efektem rozpoznania średniej rentowności na sprzedaży brutto powyżej pierwotnie planowanych budżetów dla części kontraktów będących w końcowej fazie realizacji (wyższa marża jest konsekwencją braku materializacji istotnych ryzyk uwzględnionych w pierwotnych wycenach).
- W 3Q'22 marża spadła q/q po raz pierwszy od 1Q'21, ale nadal była na ponadprzeciętnie wysokim poziomie 20,8% (średnia ważona za 2015-3Q'21 wynosi 7,4%).
- Spółka podaje, że rentowność bieżącego portfela to 8%. Po 1Q'22 wynosił „kilkanaście %”, a po 2Q'22 ok 10%. Historycznie ten wskaźnik był podawany przez zarząd dość konserwatywnie.
- Na koniec 3Q'22 spółka miała 286 mln PLN gotówki netto (jeszcze 3 lata temu spółka miała 141 mln PLN długu netto, a tym czasie wypłaciła także jeszcze 125 mln PLN dywidend)
- Jednocześnie nadwyżka zobowiązań z tytułu wyceny kontraktów nad aktywami z tytułu umów z klientami była o 3Q'22 nadal znacząca i wynosiła 137 mln PLN (przy czym jeszcze po 1Q'22 wynosiła +315 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). Cash flow operacyjny spółki za 2-3Q'22 był bliski zera, natomiast EBITDA wyniosła 111 mln PLN, co może wskazywać na obecnie niegotówkowy charakter wyniku (gotówkowo spółka zarabiała w 2020-21, kiedy dług netto zamieniła w pokaźną nadwyżkę gotówkową).
- Portfel po 3Q'22 wynosił 1,2 mld PLN (0,9 mld PLN jednostkowy), rok wcześniej było to prawie 1,5 mld PLN (w zdecydowanej większości na poziomie jednostkowym, kontrakt dla PGNiG, realizowany głównie przez TOG, został pozyskany dopiero na przełomie 2/3Q'22). Dodatkowo (jak opisywaliśmy w rozdziale dotyczącym portfela) spółka jest obecnie po wyborze najkorzystniejszych ofert na 3 znaczących postępowaniach przetargowych (za łącznie prawie 1,4 mld PLN), których podpisanie jest wstrzymywane przez brak zapewnionego finansowania po stronie PKP PLK.

Prognozy na 4Q'22

Prognozy wyników na 4Q'22 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	2021	2022	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	348,7	275,0	-21,1%	1 121,4	1 006,8	-10,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	73,3	48,8	-33,5%	145,5	198,1	36,2%
Zysk na sprzedaży	61,1	36,0	-41,1%	106,7	157,5	47,7%
Saldo PPO/PKO	-3,5	-0,5	---	-1,5	0,4	---
EBITDA	63,3	41,3	-34,7%	127,3	181,8	42,8%
EBIT	57,5	35,5	-38,4%	105,1	157,9	50,2%
Zysk (strata) brutto	56,1	38,8	-30,9%	101,3	171,4	69,3%
Zysk (strata) netto	41,1	31,4	-23,6%	77,1	137,2	78,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,0%	17,7%		13,0%	19,7%	
Marża EBITDA	18,1%	15,0%		11,4%	18,1%	
Marża EBIT	16,5%	12,9%		9,4%	15,7%	
Marża zysku netto	11,8%	11,4%		6,9%	13,6%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Zakładamy, że 4Q'22 będzie przychodowo zbliżony do 3Q'22 i wyraźnie niższy r/r co jest konsekwencją obecnie posiadanego (dość niskiego) portfela zleceń.
- Wskazywana przez spółkę po 3Q'22 średnia rentowność portfela zleceń ma wynosić 8%. Ale zakładamy, że są dość wyraźne różnice w rentowności kontaktów pozyskanych w 2019 roku (m.in. zakończone kontrakty portowe) a tym z 2020-2021). Tym samym oczekujemy w 4Q'22 marży brutto ze sprzedaży na poziomie 17,5% (po 1-3Q'22 było to >20%).
- Na poziomie EBIT spodziewamy się 35,5 mln PLN, natomiast na zysku netto ok. 31 mln PLN (wynik powinien być wspierany przez dodatnie saldo finansowe – odsetki od lokat).
- Spodziewamy się utrzymania pozycji gotówkowej zbliżonej do poziomu z 3Q'22 (spółka miała wtedy 286 mln PLN gotówki netto).
- W całym 2022 roku oczekujemy 1,0 mld PLN przychodów oraz 137 mln PLN zysku netto, co stanowi rekordowe wyniki w historii spółki.

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'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23PP
Przychody	219,5	271,5	281,7	348,7	207,8	254,4	269,6	275,0	175,0	225,0	250,0	290,0
jednostkowe	204,5	245,7	251,6	329,3	202,3	239,1	240,7	240,0	145,0	180,0	200,0	240,0
spółki zależne	15,1	25,8	30,1	19,4	5,5	15,4	28,9	35,0	30,0	45,0	50,0	50,0
Zysk brutto ze sprzedaży	16,5	26,1	29,5	73,3	31,0	62,3	56,0	48,2	18,7	18,5	18,5	21,3
jednostkowe	15,3	23,4	27,7	71,6	30,5	61,3	53,1	45,0	16,0	14,4	14,0	16,8
spółki zależne	1,1	2,7	1,8	1,8	0,4	1,1	2,9	3,2	2,7	4,1	4,5	4,5
SG&A	8,2	8,7	9,7	12,3	8,5	10,3	9,0	12,8	9,0	10,9	9,7	13,2
Zysk na sprzedaży	8,3	17,5	19,8	61,1	22,5	52,1	47,0	35,4	9,7	7,6	8,8	8,1
Saldo PPO/PKO	0,3	1,5	0,2	-3,5	0,6	-1,1	1,4	-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	40,7	15,2	12,9	14,6	13,7
EBIT	8,6	19,0	20,1	57,5	23,0	51,0	48,5	34,9	9,2	7,1	8,8	7,6
Zysk brutto	8,1	17,6	19,4	56,1	25,2	56,2	51,2	38,2	13,0	10,8	11,2	9,5
Zysk netto	6,5	13,7	15,7	41,1	20,3	45,0	40,6	30,9	10,5	8,7	9,1	7,7
Marża brutto ze sprzedaży	7,5%	9,6%	10,5%	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	17,5%	10,7%	8,2%	7,4%	7,3%
jednostkowa	7,5%	9,5%	11,0%	21,7%	15,1%	25,6%	22,1%	18,8%	11,0%	8,0%	7,0%	7,0%
spółki zależne	7,6%	10,5%	6,0%	9,0%	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża EBITDA	6,5%	8,8%	9,2%	18,1%	14,0%	22,4%	20,2%	14,8%	8,7%	5,7%	5,8%	4,7%
Marża EBIT	3,9%	7,0%	7,1%	16,5%	11,1%	20,0%	18,0%	12,7%	5,2%	3,1%	3,5%	2,6%
Marża zysku netto	3,0%	5,1%	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	11,2%	6,0%	3,9%	3,6%	2,6%
CFO	99,1	24,6	10,0	0,6	61,2	-11,7	5,8	-0,7	30,0	-30,0	-40,0	53,4
dług netto	-357,5	-352,7	-354,8	-312,8	-371,4	-351,7	-285,9	-289,8	-313,8	-278,0	-163,3	-220,8

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Spółka ma za sobą rekordowe kwartały pod kątem marżowości. Uważamy, że wraz z zakończeniem bardzo dobrych kontraktów portowych (Gdańsk skończył się w 3Q'22, Szczecin i Świnoujście miały zakończyć się w 4Q'22) rentowność będzie wracać do „normalności”.
- W 2023 roku spodziewamy się 940 mln PLN przychodów oraz 35 mln PLN zysku netto. W 2024 oczekujemy wzrostu sprzedaży do 1,08 mld PLN (zakładamy podpisanie nowych kontrakt kolejowych w 2H'23) przy spadku zysku netto do 31 mln PLN (efekt głównie słabszego salda finansowego).
- Zakładamy, że działalność spółki będzie nadal głównie opierać się na segmencie kolejowym. Spodziewamy się, że przychody TOG będą kształtować się w okolicach 150-200 mln PLN (bliżej dolnej granicy przedziału, po zakończeniu pozyskanego w 2022 roku kontraktu dla PGNiG).
- Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 2,5-3%, a w kolejnych latach poprawi się do ponad 3%. Są to raczej konserwatywne założenia – w okresie 2017-21 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 3,9% (gdyby rozszerzyć cykl o jeszcze rekordowy 2022 rok, byłoby to ok. 5,5%).
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie obejmują 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 powinien być rozstrzygnięty w 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.
- Zakładamy wypłatę dywidendy w 2023 roku na poziomie podobnym jak w 2022 roku (3,0 PLN/akcję). Uważamy, że mimo rekordowego zysku netto podejście zarządu w tym zakresie będzie konserwatywne, co pokazało już sytuacja w propozycję NN OFE dotyczącą wypłatą dodatkowej dywidendy w 2022 roku.
- Spodziewamy się, że w latach 2023-24, przy naszych założeniach dywidendowych i przychodowych spółce uda się utrzymać gotówkę netto na poziomie >200 mln PLN. Pozyskanie znaczącej większej ilości kontraktów (np. powrót portfela >3 mld PLN) będzie wymagało większego zaangażowania kapitału obrotowego (ale też implikuje wyższe wyniki finansowe).
- Nasze prognozy na 2022 rok są na poziomie przychodów/EBIT w zasadzie na poziomie konsensusu Bloomberg.
- Natomiast bardziej pozytywnie podchodzimy do lata 2023-24. Konsensusu na poziomie zysku netto to okolice 22 mln PLN, natomiast nasze prognozy to 35 / 31 mln PLN wyniku netto.

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2022		odchylenie	2023		odchylenie	2024		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 006,8	1 018,5	-1,1%	940,0	983,0	-4,4%	1 075,0	1 089,0	-1,3%
EBITDA	181,8	180,0	1,0%	55,4	48,0	15,4%	53,1	48,7	9,0%
EBIT	157,9	157,3	0,4%	31,7	24,5	29,5%	29,6	25,1	17,9%
Zysk (strata) netto	137,2	134,0	2,4%	35,2	22,4	57,4%	30,6	21,5	42,5%
Gotówka netto	290,3	312,0	-7,0%	220,5	181,0	21,8%	227,8	190,7	19,5%
Marża EBITDA	18,1%	17,7%		5,9%	4,9%		4,9%	4,5%	
Marża EBIT	15,7%	15,4%		3,4%	2,5%		2,8%	2,3%	
Marża zysku netto	13,6%	13,2%		3,7%	2,3%		2,9%	2,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2024P
Przychody	1 525,7	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 006,8	940,0	1 075,0	1 195,0	1 305,0	1 360,0	1 415,0	1 470,0	1 500,0	1 530,0	1 560,0
jednostkowe	1 499,3	1 567,0	1 318,1	1 031,1	922,1	765,0	885,0	1 045,0	1 145,0	1 195,0	1 245,0	1 295,0	1 320,0	1 345,0	1 370,0
spółki zależne	26,4	37,4	74,1	90,4	84,8	175,0	190,0	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	198,1	76,0	75,2	78,4	91,4	95,2	99,1	102,9	105,0	107,1	109,2
jednostkowe	77,6	70,5	93,3	138,0	190,5	60,2	60,5	67,9	80,2	83,7	87,2	90,7	92,4	94,2	95,9
spółki zależne	5,5	4,9	6,6	7,4	7,6	15,8	14,7	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	40,6	42,7	44,1	45,5	49,6	51,7	53,8	55,9	57,1	58,2	59,3
Zysk na sprzedaży	51,5	42,5	64,8	106,7	157,5	33,2	31,1	33,0	41,7	43,5	45,2	47,0	47,9	48,9	49,9
Saldo PPO/PKO	0,2	0,4	-1,1	-1,5	0,4	-1,5	-1,5	-1,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
EBITDA	67,9	64,7	86,4	127,3	181,8	55,4	53,1	54,7	64,1	65,9	67,8	69,7	70,9	72,2	73,4
EBIT	51,7	42,9	63,6	105,1	157,9	31,7	29,6	31,5	41,1	42,8	44,5	46,3	47,2	48,1	49,1
Zysk brutto	48,4	36,8	58,8	101,3	171,4	43,4	37,8	40,9	46,5	48,4	50,1	51,8	52,6	53,5	54,3
Zysk netto	19,2	29,1	48,6	77,1	137,2	35,2	30,6	33,2	37,6	39,2	40,6	41,9	42,6	43,3	44,0
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	4,7%	7,2%	13,0%	19,7%	8,1%	7,0%	6,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
jednostkowa	5,2%	4,5%	7,1%	13,4%	20,7%	7,9%	6,8%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
spółki zależne	20,8%	13,2%	8,9%	8,2%	9,0%	9,0%	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%	18,1%	5,9%	4,9%	4,6%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża EBIT	3,4%	2,7%	4,6%	9,4%	15,7%	3,4%	2,8%	2,6%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża zysku netto	1,3%	1,8%	3,5%	6,9%	13,6%	3,7%	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%
CFO	-166,5	178,8	289,3	134,4	55,1	12,7	51,8	51,9	60,5	58,4	59,9	61,4	60,9	61,9	62,9
dług netto	87,7	-2,9	-260,2	-312,8	-290,3	-220,5	-227,8	-234,1	-240,1	-242,9	-246,0	-245,3	-243,3	-241,5	-240,1

Źródło: DM BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Bilans [mln PLN]	256	257	261	265	269	274	278	282	287	290	294	297
Aktywa trwałe	13	13	14	14	14	14	14	15	15	15	15	15
Wartości niematerialne i prawne	13	13	14	14	14	14	14	15	15	15	15	15
Rzeczowe aktywa trwałe	161	162	165	169	173	178	182	186	190	194	198	201
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
Aktywa obrotowe	703	657	581	612	642	665	683	700	714	720	725	731
Zapasy	47	43	40	46	51	55	58	60	62	64	65	66
Należności krótkoterminowe	217	214	226	259	287	314	327	340	354	361	368	375
Inwestycje krótkoterminowe	432	394	309	302	297	290	292	294	292	289	286	284
- w tym środki pieniężne*	432	394	309	301	297	289	291	293	292	288	286	283
Pozostałe aktywa obrotowe	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Aktywa razem	959	914	842	877	911	939	961	983	1 001	1 010	1 019	1 029
Kapitał (fundusz) własny	293	361	328	331	334	338	342	346	346	346	346	346
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	667	554	515	547	578	602	620	638	656	665	674	684
Rezerwy na zobowiązania	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
Zobowiązania długoterminowe	101	87	73	60	60	60	60	60	60	60	60	60
- w tym zobowiązania oprocentowane	83	69	55	42	42	42	42	42	42	42	42	42
Zobowiązania krótkoterminowe	481	382	357	402	433	457	475	493	511	520	529	539
- w tym zobowiązania oprocentowane	37	35	34	32	21	8	7	6	5	4	3	2
Pozostałe	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59	59
Pasywa razem	959	914	842	877	911	939	961	983	1 001	1 010	1 019	1 029
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	1 121	1 007	940	1 075	1 195	1 305	1 360	1 415	1 470	1 500	1 530	1 560
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	145	198	76	75	78	91	95	99	103	105	107	109
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	39	41	43	44	45	50	52	54	56	57	58	59
Zysk (strata) na sprzedaży	107	158	33	31	33	42	43	45	47	48	49	50
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2	0	-2	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	127	182	55	53	55	64	66	68	70	71	72	73
EBIT	105	158	32	30	31	41	43	45	46	47	48	49
Saldo działalności finansowej	-4	13	12	8	9	5	6	6	6	5	5	5
Zysk (strata) brutto	101	171	43	38	41	46	48	50	52	53	53	54
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	77	137	35	31	33	38	39	41	42	43	43	44
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	134	55	13	52	52	60	58	60	61	61	62	63
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8	-4	-10	-13	-12	-18	-18	-18	-18	-18	-18	-18
Przepływy z działalności finansowej	-99	-89	-88	-50	-42	-47	-38	-39	-40	-45	-46	-47
Przepływy pieniężne netto	27	-38	-85	-11	-2	-4	3	2	3	-2	-2	-2
Środki pieniężne na początek okresu	405	432	394	309	297	295	291	294	297	301	299	296
Środki pieniężne na koniec okresu	432	394	309	297	295	291	294	297	301	299	296	295
Wskaźniki	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	-19%	-10%	-7%	14%	11%	9%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	47%	43%	-7%	-4%	3%	17%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	59%	78%	-74%	-13%	8%	14%	4%	4%	3%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	19,7%	8,1%	7,0%	6,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	11,4%	18,1%	5,9%	4,9%	4,6%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża EBIT	9,4%	15,7%	3,4%	2,8%	2,6%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża netto	6,9%	13,6%	3,7%	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%
SG&A / przychody	3,5%	4,0%	4,5%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
ROE	26,3%	38,0%	10,7%	9,3%	9,9%	11,1%	11,5%	11,7%	12,1%	12,3%	12,5%	12,7%
ROA	8,0%	15,0%	4,2%	3,5%	3,6%	4,0%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%
Dług	119	104	88	74	63	49	48	47	46	45	44	43
D / (D+E)	28,9%	22,3%	21,2%	18,2%	15,8%	12,7%	12,4%	12,0%	11,8%	11,6%	11,3%	11,1%
D / E	40,6%	28,7%	26,9%	22,2%	18,8%	14,6%	14,1%	13,7%	13,4%	13,1%	12,8%	12,5%
Dług / kapitał własny	40,6%	28,7%	26,9%	22,2%	18,8%	14,6%	14,1%	13,7%	13,4%	13,1%	12,8%	12,5%
Dług netto	-313	-290	-221	-228	-234	-240	-243	-246	-245	-243	-242	-240
Dług netto / kapitał własny	-1 067,44	-803,24	-673,11	-688,95	-700,91	-710,86	-710,95	-711,59	-709,46	-703,63	-698,60	-694,37
Dług netto / EBITDA	-2,5	-1,6	-4,0	-4,3	-4,3	-3,7	-3,7	-3,6	-3,5	-3,4	-3,3	-3,3
EV	170	192	262	255	248	242	239	236	237	239	241	242
Dług / EV	70,2%	53,9%	33,6%	28,9%	25,3%	20,4%	20,2%	20,0%	19,5%	18,9%	18,3%	17,8%
CAPEX / Przychody	0,7%	2,4%	2,9%	2,6%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	34,2%	103,0%	116,6%	117,2%	119,0%	119,6%	119,4%	118,6%	117,5%	116,3%	114,9%	113,6%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	8,8%	3,3%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11,4%	-77,7%	-47,0%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%
P/E*	6,3	3,5	13,7	15,7	14,5	12,8	12,3	11,9	11,5	11,3	11,1	11,0
P/BV*	1,6	1,3	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA*	1,3	1,1	4,7	4,8	4,5	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3
EV/EBIT*	1,6	1,2	8,3	8,6	7,9	5,9	5,6	5,3	5,1	5,1	5,0	4,9
EV/S*	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	1,5	3,0	3,0	1,4	1,2	1,3	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9
Payout ratio	72,3%	89,4%	50,2%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 21,0 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**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@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**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	22,8	---	---	16.01.2023	12:40 CEST	21,0	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

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).

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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'23*:

	Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'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	1	50%	0	0%
Akumuluj	1	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: 2023-01-16

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-01-16 (12:40 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-01-23 (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 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 dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ 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 2023-01-16:

- 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.