

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 22,0 PLN

14 KWIECIEŃ 2023, 14:50 CEST

Torpol obecnie wchodzi w słabsze momentum wynikowe w 2023 roku a proces pozyskiwania nowych kontraktów kolejowych przedłuża się. Jednym z głównych motywów inwestycyjnych dotyczących spółki była dotychczas jej niska wycena wskaźnikowa oraz perspektywa wypłaty wysokiej dywidendy. Uważamy, że przejście pakietu akcji od TF Silesia przez CPK, wprowadza na tę płaszczyźnie element ryzyka. Podejście CPK do polityki dywidendowej Torpolu nie zostało dotychczas jasno wyartykułowane, a perspektywy ściągnięcia spółki z GPW także wydają się na razie dość mgliste. Niski bieżący backlog oraz finalizacja wysokomarżowych kontraktów „portowych” będą w najbliższych kwartałach wpływać negatywnie na dynamikę wyników, co powinno być już zauważalne od 1Q'23. Obniżamy nasze zalecenie dotyczące Torpolu do Trzymaj (z Akumuluj). Cenę docelową ustalamy na poziomie 22,0 PLN.

Od czasu wydania naszej poprzedniej rekomendacji w styczniu'23 (Akumuluj z ceną docelową 22,8 PLN) strumień nowych wiadomości dotyczących Torpolu był istotny. Kurs po informacji o zamiarze zakupu pakietu 38% akcji przez CPK od TF Silesia został wywindowany chwilowo do historycznego maksimum na poziomie ponad 24 PLN. Do finalizacji transakcji doszło na początku kwietnia (po 21 PLN/akcję). Rynek mógł mieć początkowo nadzieję na scenariusz wezwania na 100% akcji, ale wydaje się, że w krótkim terminie nie ma takich intencji. W dłuższym terminie nie wykluczamy jednak takiego scenariusza ponieważ strategicznie może on być korzystniejszy dla CPK w kontekście kontroli nad pozycją gotówkową spółki, niż utrzymywanie presji ze strony akcjonariuszy mniejszościowych na wypłatę dywidendy.

Scenariuszem bazowym w naszym modelu jest wypłata w 2023 dywidendy na poziomie podobnym jak rok temu, czyli 3,0 PLN/akcję (37,5% skonsolidowanego zysku netto za 2022 rok). Wyższy poziom odbierzemy jako pozytywne zaskoczenie (szczególnie jeśli wypłata przekroczyłaby 50% zysku), natomiast niższe odebralibyśmy negatywnie.

Informacje o możliwym odkupie przez TF Silesia spółki TOG (spółka zależna Torpolu w obszarze oil&gas) postrzegamy jako sygnalizację skupienia się na infrastrukturze szynowej (strategia z 2019 roku zakładała kierunek dywersyfikacji biznesu). Z drugiej strony jesteśmy w stanie brać pod uwagę scenariusz, że CPK w średnim terminie może np. planować pozyskać zasoby wykonawcze także w innych zakresach robót budowlanych okolicznościowych (kubatura, drogi), a Torpol może posłużyć jako „platforma” do ich budowania przez akwizycję (zgody WZA wymagają transakcje nabycie udziałów o wartości >100 mln PLN lub >10% aktywów spółki).

Rynek kolejowy od końcówki 2022 zaczął znów pokładać nadzieje na odblokowanie procesu podpisywania dużych umów wykonawczych przez PKP PLK. Przyspieszeniu uległ proces legislacyjny zmian w sądownictwie oczekiwanych przez KE do odblokowania środków z KPO. Jednak od lutego proces utknął w TK (kluczowa ustawa o SN została tam skierowana przez prezydenta). Podpisana została umowa przez Min. Inf. na prefinansowanie środków KPO przez PFR (założono 11 mld PLN na kolej w 2023 roku), jednak sytuacja nadal wydaje się zamrożona (zarząd Torpolu na ostatniej konferencji wynikowej oczekiwał podpisania pierwszych umów przez PKP PLK na przełomie III/IV, jednak nic dotychczas się nie zmaterializowało - Torpol ma trzy wygrane przetargi z 2022 roku).

Spółka ma za sobą rekordowy 2022 rok (184 mln PLN netto), który pod względem rentowności może okazać się trudny do powtórzenia przez wiele lat. W 2022 roku spółka miała blisko 24% rentowności brutto ze sprzedaży, gdy średnia za 2017-21 wynosiła 6,5%. Backlog po 4Q'22 wynosił niespełna 1,0 mld PLN netto. W 1Q'23 nie zawarto istotnych umów. Na początku 2Q'23 spółka podpisała umowę na projekt dla KGHM, który dokłada do portfela ok. 0,18 mld PLN (przy czym kontrakt jest aż trzyletni). Prognozujemy, że w 2023 spółka wypracuje 1,03 mld PLN przychodów (-5% r/r) oraz 46 mln PLN wyniku netto. Przyjmujemy, że w 1H'23 marże mogą być jeszcze ponadprzeciętne, ale jednak wyraźnie niższe r/r. Zakładamy, że w bardziej 2024 będzie charakterystyczny dla dalszą „normalizacją” marży brutto w kierunku 6%. Strona przychodowa jest w dużej mierze uzależniona od podpisania nowych umów z PKP PLK. W „poczekalni” spółka ma 1,36 mld PLN w wygranych przetargach z 2022 roku. W 1Q'23 złożono także najniższą ceną w przetargu na kolejową obwodnicę Poznania za 1,19 mld PLN. Zwracamy jednocześnie uwagę, że oferta ta opiewa jedynie na 69% budżetu PLK, podczas gdy przetargi z 2022 wygrano na średnio 91% budżetu (spadła presja kosztowa a lokalizacja kontraktu jest korzystna dla spółki, ale druga w kolejności oferta była o ponad 200 mln PLN netto wyższa). Z potencjalnych istotnych postępowań spółka jest także wśród trzech konsorcjów wybranych do ostatniego etapu przetargu na Rail Baltica, który może być wart szacunkowo ok. 1-2 mld EUR (złożenie ofert spodziewane w 3/4Q'23).

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1 392,2	1 121,4	1 084,8	1 030,0	1 125,0	1 250,0
EBITDA [mln PLN]	86,4	127,3	244,8	66,2	54,2	57,6
EBIT [mln PLN]	63,6	105,1	220,6	39,1	27,2	31,6
Zysk netto [mln PLN]	48,6	77,1	183,8	45,5	31,5	34,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-260,2	-312,8	-396,2	-273,0	-272,4	-270,7
P/BV	1,9	1,7	1,2	1,3	1,3	1,2
P/E	10,0	6,3	2,6	10,7	15,4	14,0
EV/EBITDA	2,6	1,4	0,4	3,2	3,9	3,7
EV/EBIT	3,5	1,6	0,4	5,4	7,8	6,8
DPS [PLN/akcję]	0,9	1,5	3,0	3,0	1,8	1,2

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

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

Wycena DCF [PLN]	23,9
Wycena porównawcza [PLN]	17,7
Wycena końcowa [PLN]	22,0
Potencjał do wzrostu / spadku	4,1%
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	21,15
Kapitalizacja [mln PLN]	485,8
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	22,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	15,9
Stopa zwrotu za 3 mc	3,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	29,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	44,5%
Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
NN PTE	9,9%
PKO TFI	7,9%
Pozostali	44,2%
<i>stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend</i>	

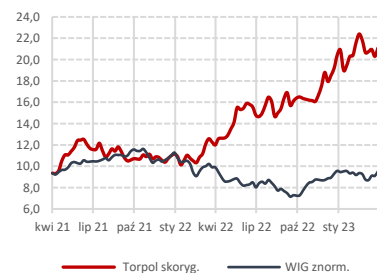
Krzysztof Pado

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
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
UMOWA ZAKUPU PAKIETU AKCJI PRZEZ CPK	7
PROGRAM INWESTYCJI KOLEJOWYCH	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	9
STRONA KOSZTOWA	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	14
DANE FINANSOWE	19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	16,7	10,0	6,3	2,6	10,7	15,4	14,0
P/BV	2,2	1,9	1,7	1,2	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,5	2,6	1,4	0,4	3,2	3,9	3,7
EV/EBIT	11,3	3,5	1,6	0,4	5,4	7,8	6,8
EV/S	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
BVPS	9,7	11,0	12,8	17,8	16,8	16,9	17,1
EPS	1,3	2,1	3,4	8,0	2,0	1,4	1,5
DPS (w danym roku)	0,25	0,90	1,53	3,00	3,00	1,78	1,24
Payout ratio	30%	71%	72%	89%	37%	90%	90%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 604	1 392	1 121	1 085	1 030	1 125	1 250
Zysk brutto ze sprzedaży	75	100	145	259	81	71	77
SG&A	33	35	39	38	41	42	43
PPO/PKO	0	-1	-2	0	-2	-2	-2
EBITDA	65	86	127	245	66	54	58
EBIT	43	64	105	221	39	27	32
Zysk brutto	37	59	101	232	56	39	43
Zysk netto	29	49	77	184	46	32	35
Dług netto	-3	-260	-313	-396	-273	-272	-271

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	5%	-13%	-19%	-3%	-5%	9%	11%
EBITDA zmiana r/r	-5%	34%	47%	92%	-73%	-18%	6%
Zysk netto zmiana r/r	52%	67%	59%	138%	-75%	-31%	10%
Marża brutto na sprzedaży	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	7,9%	6,3%	6,1%
Marża EBITDA	4,0%	6,2%	11,4%	22,6%	6,4%	4,8%	4,6%
Marża netto	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	4,4%	2,8%	2,8%
ROE	13,0%	19,3%	26,3%	45,0%	11,8%	8,1%	8,8%
ROA	2,3%	4,7%	8,0%	17,9%	4,8%	3,2%	3,5%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	207	228	256	221	222	225	229
WNIp	12	13	13	13	14	14	15
Rzeczowe aktywa trwałe	142	137	161	168	169	171	173
Pozostałe aktywa trwałe	53	78	82	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	1 077	815	703	808	732	747	773
Zapasy	45	57	47	69	66	72	80
Należności krótkoterminowe	819	344	217	237	306	334	371
Środki pieniężne	201	405	432	493	352	333	313
Pozostałe aktywa obrotowe	12	9	7	8	8	8	8
Aktywa razem	1 284	1 044	959	1 028	954	973	1 002
Kapitał własny	224	252	293	408	385	388	392
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	1 061	793	667	621	570	585	611
Rezerwy na zobowiązania	9	8	26	75	75	75	75
Oprocentowane zobowiązania	198	145	119	97	79	61	43
Zobowiązania pozostałe	854	641	522	449	416	449	493
Pasywa razem	1 284	1 044	959	1 028	954	973	1 002
Dług netto	-3	-260	-313	-396	-273	-272	-271
Dług netto / Kapitał własny	0,0	-1,0	-1,1	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	0,0	-3,0	-2,5	-1,6	-4,1	-5,0	-4,7

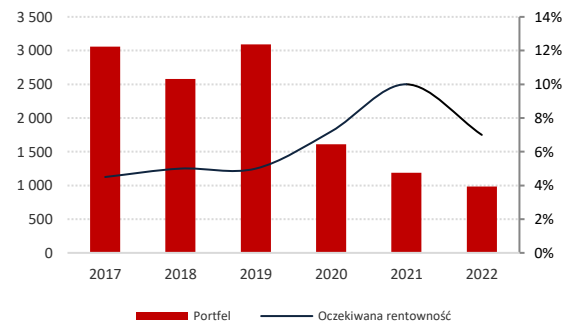
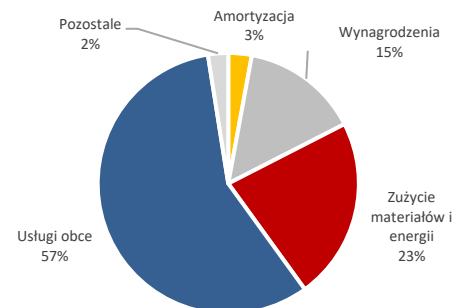
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	179	289	134	172	-45	43	46
CFI	-20	-8	-8	-3	-6	-12	-12
CFF	8	-77	-99	-108	-91	-63	-50
- w tym dywidenda	6	21	35	69	69	41	28
Przepływy pieniężne netto	167	204	27	61	-141	-31	-17
CAPEX / Amortyzacja	84%	26%	34%	63%	107%	110%	114%

TORPOL

Rekomendacja	Trzymaj	www: www: www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	22,0	
Potencjał do wzrostu /	4,6%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	21,1	1Q'23: 19 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	2Q'23: 1 wrz
Kapitalizacja [mln PLN]	483,5	

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P
Przychody	349	208	254	270	353	190
Zysk brutto ze sprzedaży	73	31	62	56	110	21
SG&A	12	8	10	9	10	9
PPO/PKO	-4	1	-1	1	-1	-1
EBITDA	63	29	57	54	104	17
EBIT	58	23	51	48	98	11
Zysk brutto	56	25	56	51	99	16
Zysk netto	41	20	45	41	78	13
Dług netto	-313	-371	-352	-286	-396	-390

Wskaźniki	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P
Przychody zmiana r/r	-14%	-5%	-6%	-4%	1%	-9%
EBITDA zmiana r/r	92%	104%	138%	110%	65%	-41%
Zysk netto zmiana r/r	84%	211%	227%	158%	90%	-34%
Marża brutto na sprzedaży	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,8%
Marża EBITDA	18,1%	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	9,0%
Marża netto	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	7,0%

Portfel [mln PLN]

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 23,9 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 17,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 22,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	23,9
Wycena metodą porównawczą	30%	17,7
Wycena 1 akcji [PLN]		22,0

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (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. 1,6-1,7 mld PLN rocznie w długim terminie.
- W modelu przyjmujemy, że oczyszczona marża operacyjna spółki wyniesie 2,5-3% w długim terminie. Jednocześnie zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 2,4-2,5%.
- Założenia w modelu nie obejmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych. Pozyskanie takich zleceń implikowałoby zmianę kluczowych danych jak: przychody, marże, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy czy także prawdopodobnie CAPEX.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów (jednostka dominująca oraz TOG) przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2032.
- Model nie zakłada realizacji przez spółkę akwizycji innych podmiotów czy bezpośredniego zaangażowania kapitałowego w projekty infrastrukturalne. Model nie uwzględnia także potencjalnego sprzedania TOG.
- Wycena została sporządzona na dzień 14.04.2023 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 548,0 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 23,9 PLN

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 030,0	1 125,0	1 250,0	1 410,0	1 465,0	1 520,0	1 575,0	1 605,0	1 635,0	1 665,0
EBIT [mln PLN]	39,1	27,2	31,6	36,5	37,9	39,4	40,8	41,6	42,4	43,2
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,4	5,2	6,0	6,9	7,2	7,5	7,7	7,9	8,0	8,2
NOPLAT [mln PLN]	31,7	22,0	25,6	29,6	30,7	31,9	33,0	33,7	34,3	35,0
Amortyzacja [mln PLN]	27,1	27,0	26,0	25,6	25,6	25,6	25,8	26,1	26,3	26,6
CAPEX [mln PLN]	-29,0	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6	-29,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-97,3	-2,1	-2,8	-3,6	-1,2	-1,2	-1,2	-0,7	-0,7	-0,7
FCF [mln PLN]	-67,5	17,3	19,2	22,0	25,5	26,7	28,0	29,5	30,4	31,3
DFCF [mln PLN]	-62,3	14,2	14,1	14,4	14,8	13,8	12,9	12,0	11,0	10,1
Suma DFCF [mln PLN]	54,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	301,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	97,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	151,9									
Dług netto 2022P [mln PLN]	-396,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	548,1									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	23,9									

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

Przychody zmiana r/r	-5,1%	9,2%	11,1%	12,8%	3,9%	3,8%	3,6%	1,9%	1,9%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-82,3%	-30,5%	16,1%	15,6%	3,9%	3,7%	3,6%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-1	-	11,0%	14,7%	15,6%	4,9%	5,0%	5,1%	3,1%	3,0%
Marża EBITDA	6,4%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	3,8%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża NOPLAT	3,1%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
CAPEX / Przychody	2,8%	2,6%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	107,1%	109,7%	113,8%	115,5%	115,8%	115,4%	114,5%	113,5%	112,4%	111,3%
Zmiana KO / Przychody	9,4%	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

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	91,8%	93,8%	95,7%	97,6%	98,6%	99,5%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%
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	8,2%	6,2%	4,3%	2,4%	1,4%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,0%	12,1%	12,2%	12,3%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	0,9	1,0	1,1					
beta	0,8	24,7	25,3	25,9	Premia za ryzyko	5,5%	24,4	24,9	25,5	Premia za ryzyko	5,5%	25,6	24,9	24,3
	0,9	24,1	24,5	25,0		6,0%	23,9	24,4	24,9		6,0%	25,0	24,4	23,8
	1,0	23,5	23,9	24,3		6,5%	23,5	23,9	24,3		6,5%	24,5	23,9	23,3
	1,1	23,0	23,3	23,7		7,0%	23,1	23,4	23,8		7,0%	24,1	23,4	22,8
	1,2	22,5	22,8	23,1		7,5%	22,7	23,0	23,3		7,5%	23,6	23,0	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 pozycje 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).

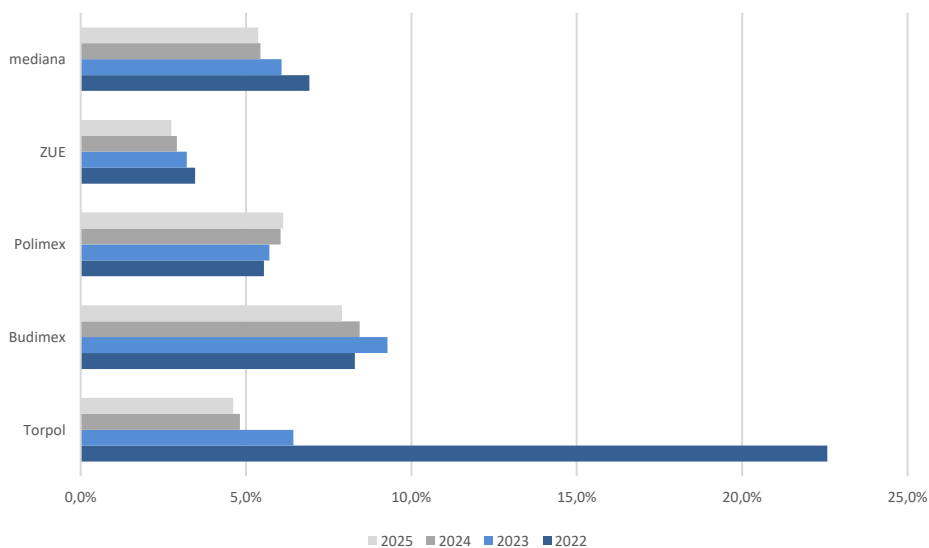
Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 17,7 PLN/akcję.

Wycena porównawcza na bazie wybranych spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	14,8	15,5	16,8	6,7	6,1	5,8
Polimex	9,9	9,9	9,7	3,5	2,9	2,2
ZUE	7,5	8,8	8,7	2,7	2,6	2,4
Mediana	9,9	9,9	9,7	3,5	2,9	2,4
Torpol	10,7	15,4	14,0	3,2	3,9	3,7
Premia / dyskonto	7,4%	54,9%	44,1%	-7,2%	37,9%	53,0%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	19,7	13,7	14,7	21,9	18,6	17,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		16,0			19,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	17,7					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

UMOWA ZAKUPU PAKIETU AKCJI PRZEZ CPK

Struktura akcjonariatu

	akcje	% akcji	głosy	% głosów
CPK	8 728 600	38,0%	8 728 600	38,0%
NN OFE	2 266 962	9,9%	2 266 962	9,9%
PKO TFI	1 818 191	7,9%	1 818 191	7,9%
Pozostali	10 156 247	44,2%	10 156 247	44,2%
Razem	22 970 000	100,0%	22 970 000	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rys historyczny

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 została wtedy TF Silesia - podmiot historycznie powołany do restrukturyzacji państwowego hutnictwa, później także uczestniczył m.in. w restrukturyzacji grupy Polimex.

Umowa kupna akcji od TF Silesia przez CPK

W dniu 24 stycznia 2023 Torpol poinformował (w formule publikacji opóźnionej informacji poufnej), że w kwietniu 2022 otrzymał od CPK pismo, w którym wskazano, że CPK rozważa nabycie, bezpośrednio przez CPK lub poprzez podmiot kontrolowany przez CPK, do 100% akcji spółki. Wyrażono wtedy także zgodę na przeprowadzenie badania due diligence spółki.

W kolejnym komunikacie tego samego dnia poinformowano, że w dniu 24 stycznia Centralny Port Komunikacyjny zawarł przedwstępną umowę kupna od TF Silesia 8,7 mln akcji, stanowiących 38% kapitału Torpolu. Zamknięcie transakcji nastąpiło relatywnie szybko – na początku kwietnia CPK nabył cały pakiet akcji należący do TF Silesia w cenie 21,0 PLN/akcję (łącznie 183 mln PLN). Jak podano w styczniowym komunikacie CPK, transakcja była prowadzona według standardów rynkowych oraz została poddana analizie rentowności i otrzymała pozytywny wynik tzw. testu prywatnego inwestora.

W kolejnych komunikatach związanych z transakcją nie pojawiło się odniesienie do wcześniejszego zainteresowania zakupem do 100% akcji spółki. Z informacji jaką uzyskała w styczniu od biura prasowego CPK gazeta „Parkiet” wynika, że „CPK nie przewiduje w najbliższym czasie przejmowania dodatkowych pakietów” ale nie wyklucza takich działań w przyszłości. Prezes Torpolu w komunikacie prasowym stwierdził, że nabycie przez CPK akcji od TFS, ze względu na taki sam poziom powiązania tych spółek ze Skarbem Państwa, nie wpłynie w praktyce ani na strukturę akcjonariatu ani na zakres kontroli nad spółką jej przyszłego głównego akcjonariusza, co można w naszej opinii odczytać jako przewidywanie braku wezwania na pozostałe akcje przynajmniej w krótkim terminie. Mikołaj Wild, prezes CPK, ocenił podczas konferencji, że Torpol uzyskuje stabilnego inwestora strategicznego. Marcin Horała, pełnomocnik rządu ds. CPK, powiedział na konferencji prasowej, że przejście Torpolu nie będzie oznaczać uprzywilejowania tej firmy i o zlecenia będzie się ona starać jak inni gracze, w ramach przetargów.

Uważamy, że materializacja transakcji w obecnej formule z jednej strony może dawać jakąś formę przewagi (np. lepsze rozpoznanie strategii inwestycyjnej CPK, która zakłada budowę prawie 2,0 tys km linii kolejowych do 2034 roku), jednocześnie dla akcjonariuszy mniejszościowych oznacza ona w krótkim terminie wzrost niepewności w kwestii polityki dywidendowej, składu zarządu czy dywersyfikacji biznesu. Obecny kształt ustawy o obrocie wskazuje jako próg wezwania dopiero poziom 50%. Jednocześnie CPK może być naszym zdaniem trudno w pełni kontrolować spółkę nie posiadając większościowego udziału (pozostałe udziały należą w dużej mierze do OFE, z czego jednak część jest własnością banków, kontrolowanych przez Skarb Państwa).

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

Uważamy, że należy brać pod uwagę scenariusz, że CPK może np. planować pozyskać zasoby wykonawcze także w innych zakresach robót budowlanych okołolotniskowych (kubatura, drogi), a Torpol, ze względu na wysoką pozycję gotówkową, może posłużyć jako „platforma” do ich zbudowania przez akwizycje (zgody WZA wymaga nabycie udziałów w innych podmiotach o wartości >100 mln PLN lub >10% aktywów Torpolu).

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), 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 miał 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 (wg ostatnich zapowiedzi w 2Q'23). PKP PLK ma opracowany kierunkowy program „Zamierzenia inwestycyjne PKP PLK 2021-2030 z perspektywą 2040”, które będzie zapewne bazą nowego KPK.

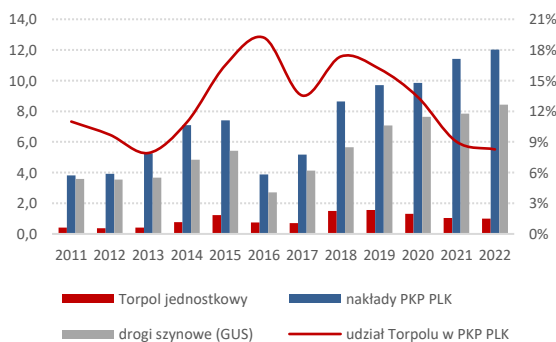
Rok 2021 był w PKP PLK okresem dużego spowolnienia w rozstrzyganiu nowych przetargów, natomiast w 2022 roku uruchomiono postępowanie przetargowe na 18 mld PLN (głównie w formie aukcji, których formuła była krytykowana przez branżę - wg wprowadzonych w 2023 roku zmian przetargi nie będą wchodzić w fazę aukcyjną, gdy co najmniej dwie najniższe oferty będą mieścić się w budżecie). W 2023 plany obejmują 15-20 mld PLN nowych przetargów. 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 finalnych rozwiązań politycznych związanych z m.in. z sądownictwem na linii rząd-UE. Sytuację ma poprawić prefinansowanie ze strony PFR, które ogłoszono w lutym/marcu - spółki nadal jednak czekają na podpisanie umów.

Wydatki inwestycyjne PKP PLK w nowym horyzoncie inwestycyjnym mają opierać się na trzech unijnych źródłach finansowania:

- program KPO - w ostatniej (grudniowej) aktualizacji KPK zapisano, 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

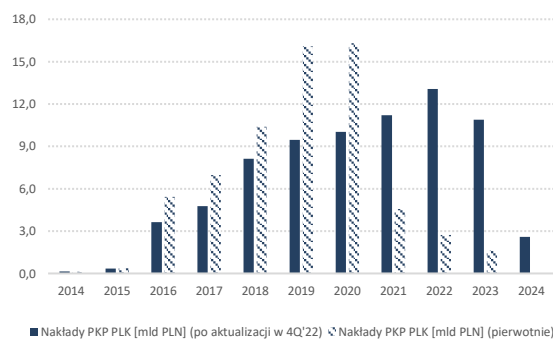
W program „Zamierzenia inwestycyjne PKP PLK 2021-2030 z perspektywą 2040” wpisano także komponent kolejowy związany z CPK. Przy tym proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych obsługiwany będzie przez spółkę celową CPK (strona internetowa CPK podaje, że chodzi o 1981 km nowych linii 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]

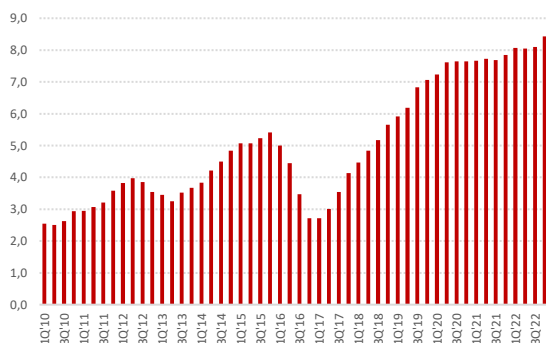


Źródło: DM BDM S.A., spółka, GUS, PKP PLK

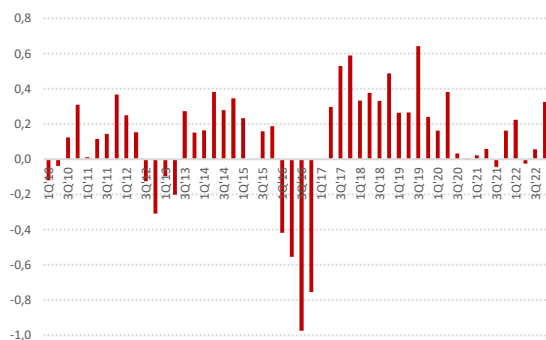
Nakłady PKP PLK zapisane w KPK 2015-23 [mld PLN]



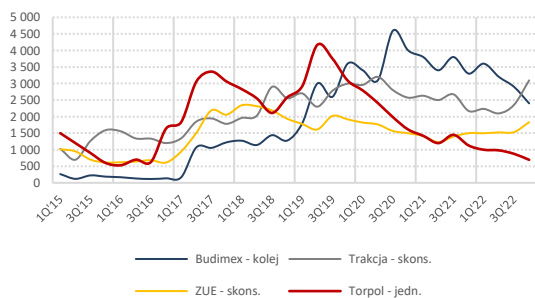
Źródło: DM BDM S.A., KPK

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 i zagraniczną

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 oznaczał walkę cenową (tu sytuację mogą poprawić zmiany w formule przetargowej wprowadzone w 2023 roku, o których wspomnieliśmy wcześniej). Sytuacja Torpolu na tym tle może być na tyle korzystniejsza, że spółka wygrała przetargi w 2022 na górcie kosztowej i w przypadku podpisania umów nie musiałaby agresywnie uczestniczyć w walce cenowej w 2023 roku.

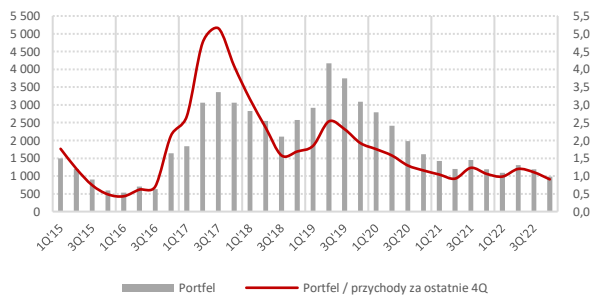
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

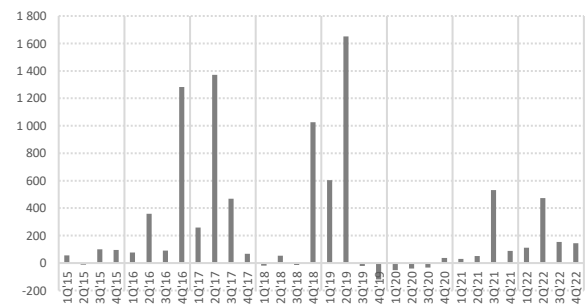
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**
2023				
kwi 23	PMT LK	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26
nc	PKP PLK	Projekt i budowa obwodnicy Poznania	1 192	43 mce
2022				
nko	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk	562	36 mcy
nko	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda	254	36 mcy
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 Zaspą 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, nc – najniższa cena, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, ** wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się wobec stanu bieżącego, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym)

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q

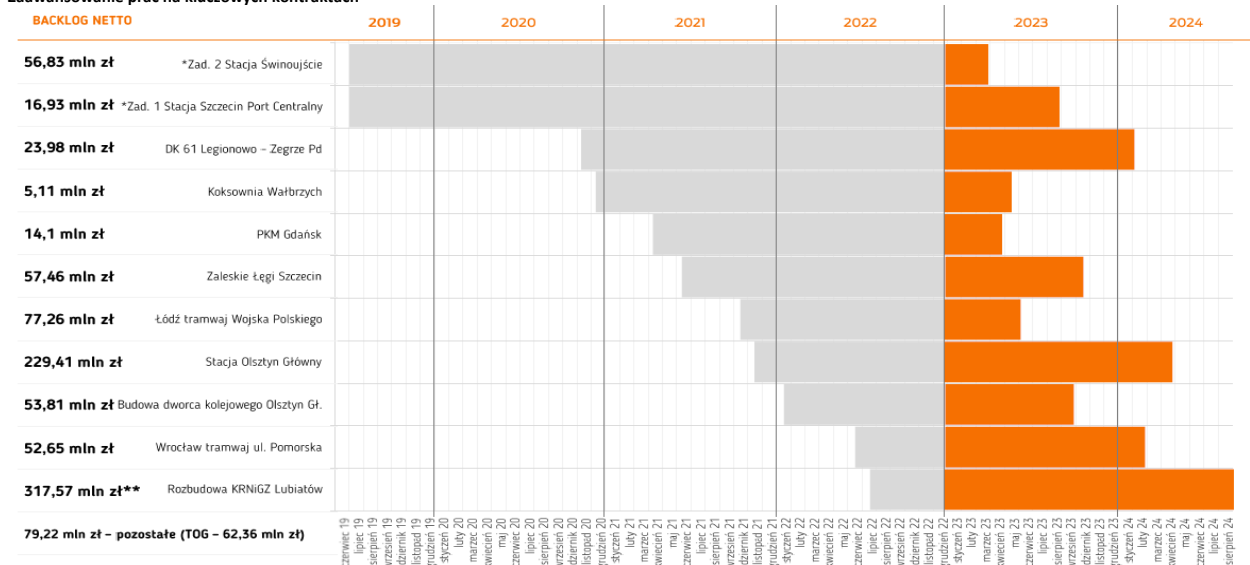


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zaawansowanie prac na kluczowych kontraktach



RAZEM: ok. 1,0 MLD ZŁ*

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 4Q'22 miał wartość 984 mln PLN, z czego 695 mln PLN przypadało na jednostkę dominującą a 289 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 zapełnienie 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). W 1Q'23 spółka nie pozyskała nowych kontraktów. Natomiast na początku 2Q'23 podpisano umowę na modernizacja infrastruktury kolejowej PMT LK (grupa KGHM, wniósł on 176 mln PLN do portfela Torpolu), poprzedni znaczący kontrakt w branży kolejowej (>100 mln PLN) spółka podpisała w 4Q'21 i dotyczył on stacji Olsztyn Główny.

Potencjalnie do portfela spółki z dużych kontraktów mogą wpaść jeszcze trzy duże umowy z 2022 roku, 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 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.

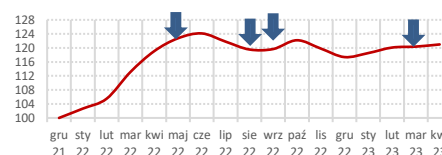
W marcu 2023 złożono także najniższą ceną w przetargu na kolejową obwodnicę Poznania za 1,19 mld PLN netto. Zwracamy jednocześnie uwagę, że oferta ta opiewa jedynie na 69% budżetu PLK (według nowych zasad PLK nie będzie organizować już w takim wypadku końcowej aukcji), podczas gdy przetargi z 2022 wygrano na średnio 91% budżetu (spadła presja kosztowa a lokalizacja kontraktu jest korzystny dla spółki, jednocześnie jednak druga oferta, także ze strony podmiotu zlokalizowanego w Poznaniu, była o ponad 200 mln PLN netto wyższa).

Najkorzystniejsze oferty złożone w przetargach PKP PLK przez Torpol w 2022/23 [mln PLN netto]

Złożenie oferty	Kontrakt	Wartość netto	Budżet PKP PLK	% budżetu
2022-03-15	Projekt i budowa obwodnicy Poznania	---	1 192	1 722
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., GUS, 12'2021=100

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

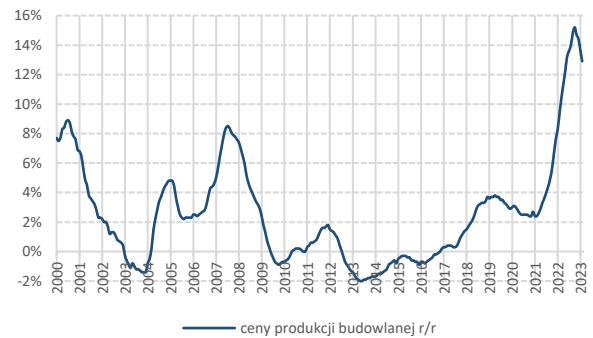
Na początku 2023 roku konsorcjum Torpol-Alstom-BMGS-GE-Bombardier zostało zakwalifikowane do drugiego etapu postępowania na elektryfikację Rail Baltica (870 km linii w krajach bałtyckich, spółka nie uczestniczy natomiast w postępowaniach przetargowych na układ torowy). Konkurencję stanowią będą konsorcja Cobra-Elecnor oraz Colas-Siemems-TSO. Złożenie ofert planowane jest w 2H'23. Potencjalna wartość to duże kilka mld PLN (1-2 mld EUR).

STRONA KOSZTOWA

Produkcja budowlana w Polsce r/r

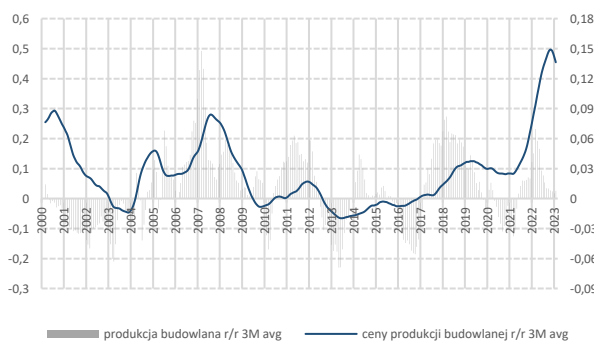


Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



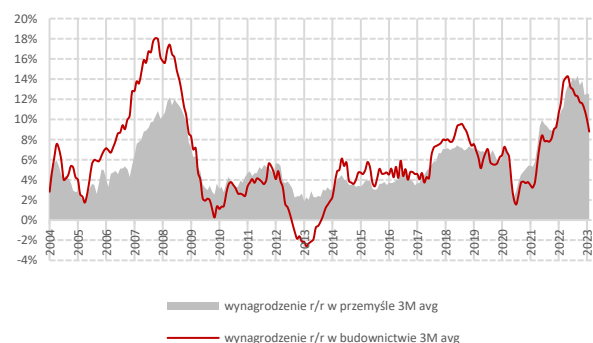
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



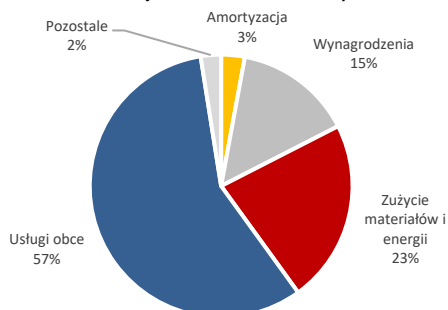
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



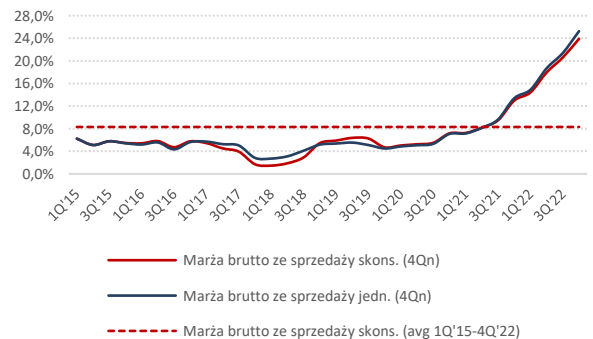
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



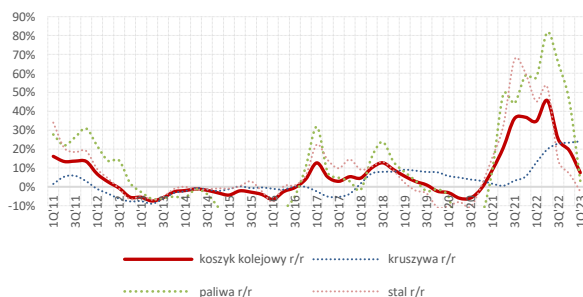
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

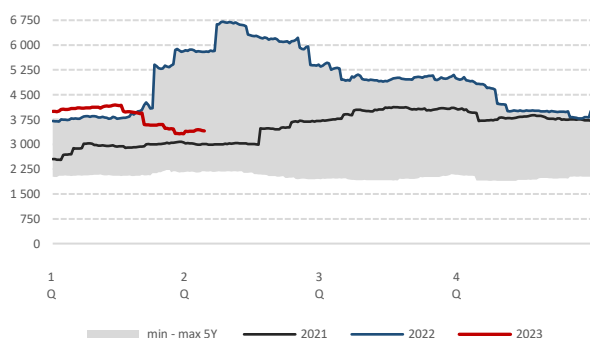


Źródło: DM BDM S.A., spółka

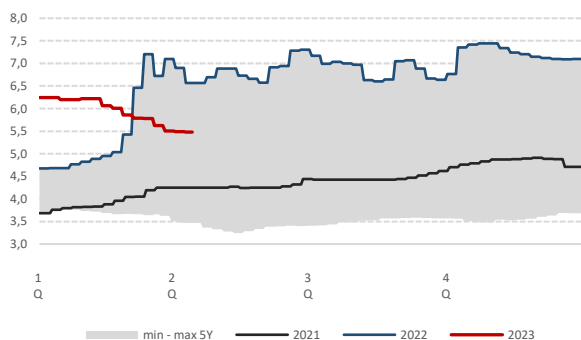
Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom (ponad 15% r/r w październiku i powrót poniżej tego poziomu w listopadzie, co oznaczało pierwsze złamanie trendu coraz wyższych odczytów trwającego od 1Q'21). Jednocześnie wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej (od listopada w ujęciu realnym spada r/r obszar kubatury, dobrze trzyma się nadal infrastruktura), 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.

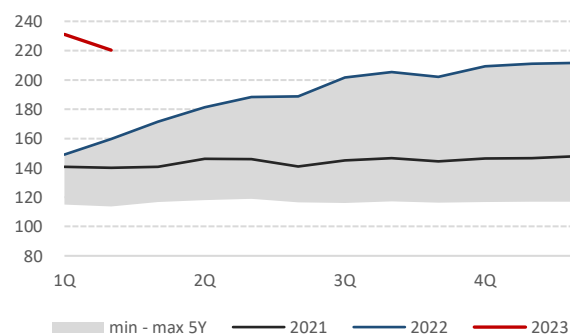
Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej koniunktury w budownictwie (czy w całej gospodarce), jest zazwyczaj korzystny (w perspektywie kilku kwartałów) dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane

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


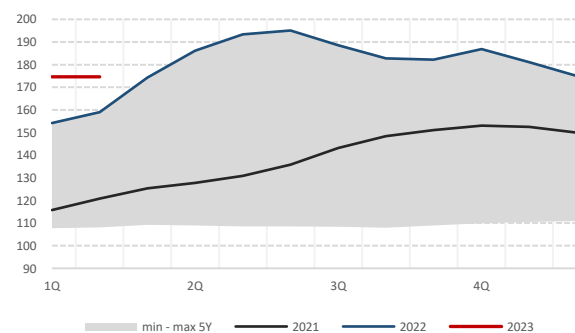
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



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

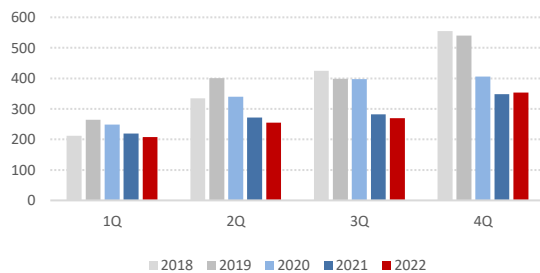
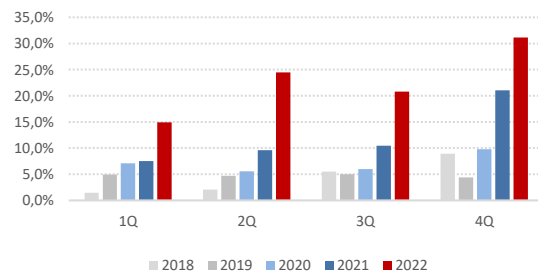
duże portfele zleceń). Słabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration (wymusza to szybką rotację zleceń, o której ciężiej przy słabszej koniunkturze, co przekłada się na presję na marżę).

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. Dodatkowo w marcu 2023 ([link](#)), po długim okresie oczekiwania na taki ruch ze strony branży, PKP PLK zgodziła się na rozszerzenie limitu waloryzacji na kontraktach toku (z 5% do 10%).

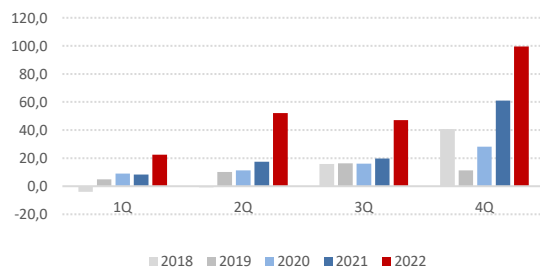
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY
Wyniki skonsolidowane [mln PLN]

	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	4Q'22	2020	2021	2022
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	353,0	1 392,2	1 121,4	1 084,8
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	312,5	1 318,1	1 031,1	994,6
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	40,5	74,1	90,4	90,2
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	110,0	99,9	145,5	259,3
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	106,3	93,3	138,0	251,3
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	3,6	6,6	7,4	8,1
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	10,5	35,1	38,8	38,2
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	99,5	64,8	106,7	221,1
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	-1,4	-1,1	-1,5	-0,5
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	104,4	86,4	127,3	244,8
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	98,1	63,6	105,1	220,6
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	98,9	58,8	101,3	231,5
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	78,0	48,6	77,1	183,8
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%	31,2%	7,2%	13,0%	23,9%
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%	34,0%	7,1%	13,4%	25,3%
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%	9,0%	8,9%	8,2%	8,9%
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%	29,6%	6,2%	11,4%	22,6%
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%	27,8%	4,6%	9,4%	20,3%
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%	22,1%	3,5%	6,9%	16,9%
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	116,6	289,3	134,4	171,9
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	-396,2	-260,2	-312,8	-396,2
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	1 311	1 194	984	1 610	1 190	984
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%	7,0%	7,2%	10,0%	7,0%

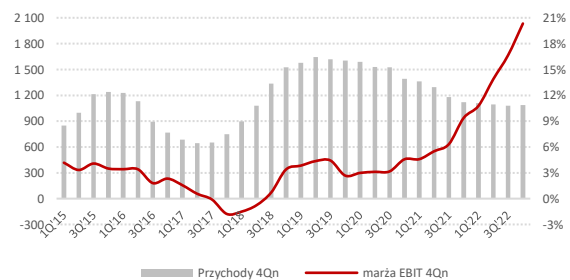
Źródło: DM BDM S.A., spółka, * wskaźnik szacowany przez spółkę

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

Marża brutto ze sprzedaży


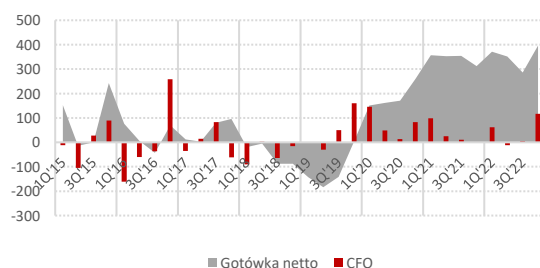
Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]*


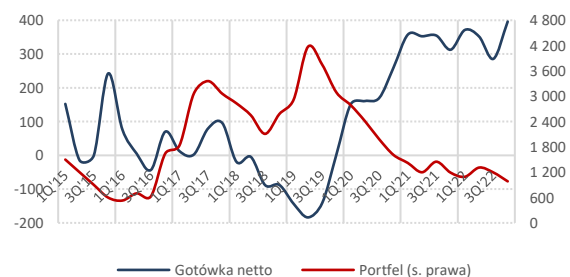
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)


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

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


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Spółka w końcówce lutego 2023 prezentowała szacunkowe wyniki za 4Q'22, finalne pojawiły się w połowie marca.
- 4Q'22 był rekordowy pod względem kwartalnego EBIT w historii spółki (98,1 mln PLN vs 57,5 mln PLN rok temu). Wg PAP konsensus na 4Q'22 wynosił 53 mln PLN EBIT. Nasze prognozy były na tym tle bardzo ostrożne (36 mln PLN, publikowaliśmy je już w połowie stycznia w Raporcie Analitycznym).
- W całym 2022 EBIT sięgnął blisko 221 mln PLN, a zysk netto 184 mln PLN, co także jest najwyższym wynikiem w historii spółki
- Pozytywnie w 4Q'22 zaskoczył poziom przychodów (były nawet minimalnie wyższe r/r, mimo że poprzednie kwartały były pod presją relatywnie niskiego już backlogu). Bardzo wysoki jest wypracowany poziom marży brutto ze sprzedaży w 4Q'22, aż 31% (w 1-3Q'22 było to 20%) - spółka w 4Q'22 była na końcowym etapie kontraktów "portowych", prawdopodobnie marża na nich zrealizowana mogła być jeszcze wyższa niż wcześniej zakładano.
- Jednocześnie istotnie w 4Q'22 spadła nadwyżka zobowiązań z tytułu wyceny kontraktów nad aktywami z tytułu umów z klientami. Po 3Q'22 było to 137 mln PLN, a po 4Q'22 już tylko 10 mln PLN (jeszcze po 1Q'22 nadwyżka 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 w 4Q'22 wyraźnie dodatni (+117 mln PLN), ale zwracamy uwagę, że jest to głównie efekt wzrostu zaliczek o 87 mln PLN (kontrakt dla PGNiG).
- Rezerwa na straty po 4Q'22 wynosiła 37 mln PLN (vs 35 mln PLN po 3Q'22 oraz 2 mln PLN rok temu).
- Na koniec 4Q'22 spółka miała 396 mln PLN gotówki netto.
- Spółka podała, że rentowność bieżącego portfela to 7% (vs 8% po 3Q'22 i 10% po 2Q'22). Historycznie ten wskaźnik był podawany przez zarząd dość konserwatywnie.
- Portfel po 4Q'22 wynosił 984 mln PLN (695 mln PLN jednostkowy), rok wcześniej było to 1 190 mln PLN (w zdecydowanej większości na poziomie jednostkowym, kontrakt dla PGNiG, realizowany głównie przez TOG, został pozyskany dopiero na przełomie 2/3Q'22). Termin realizacji najdłuższych zleceń przypada na 3Q'24.
- 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) oraz ma najniższą cenę na przetargu za 1,2 mld PLN. Kontrakty te mają horyzont wykonawczy na 3,5-4,5 roku (ich podpisanie gwarantowałaby średni przerób na poziomie ok. 0,65 mld PLN rocznie przez 4 lata).

Podsumowania konferencji wynikowej po 4Q'22 (13 marca 2023):

• Wyniki/perspektywy wynikowe

- wyniki 2022 były rekordowe i będą ciężkie do powtórzenia przez kilka lat
- pozycja gotówkowa na koniec 2022 roku była wsparta przez otrzymaną zaliczkę na kontrakcie dla PGNiG (117 mln PLN)
- rok 2023 będzie trudniejszy niż 2022, ze względu na niski portfel (984 mln PLN po 4Q'22 vs 1 190 mln PLN rok temu) oraz wysoka bazę na poziomie rentowności,
- obecnie zakładana rentowność portfela to 7%, zarząd nie komentuje potencjalnej rentowności kontraktów w pipeline (spółka ma wygrane przetargi na 1,4 mld PLN z 2022, które oczekują na podpisanie ze strony PLK)
- rentowność na początku roku może być jeszcze nadal powyżej średniej (do finalizacji zostały prace na stacji Świnoujście w 1Q'23 na 57 mln PLN i Szczecin w 3Q'23 na 17 mln PLN)
- rezerwy na straty (37 mln PLN) – rozkładają się na cały portfel i nie dotyczą tylko jednego kontraktu
- zakładany CAPEX na poziomie 29 mln PLN w 2023 (31 mln PLN w 2022)
- portfel na poziomie 2-3 mld PLN byłby komfortowy dla spółki, konieczne byłoby podpisanie kontraktów z PLK - kontrakty z 2022 roku są w trybie „buduj”, co pozwoliłoby na szybkie przełożenie na przerób

• Dywidenda:

- rekommendacja powinna pojawić się na przełomie kwietnia/maja

• PKP PLK:

- z dużych przetargów organizowanych przez PLK w 2022 (spółka składała 19 ofert) finalnie rozstrzygnięte są cztery, w tym w trzech wygrał Torpol (modernizacji stacji Słupsk, stacji Ostróda oraz linii kolejowej Chabówka – Nowy Sącz)
- dotychczas nie podpisano jeszcze żadnej umowy przez PLK w oparciu o ogłoszone prefinansowanie KPO przez PFR, zarząd spodziewał się, że do podpisania pierwszych umów może dojść na przełomie marca/kwietnia (w pierwszej kolejności powinny być to umowy dotyczące przetargów, które udało się już zamknąć)
- PKP PLK powinna ogłosić ok 20 mld PLN przetargów w 2023
- na przełomie marca/kwietnia spodziewane było złożenie ofert w przetargach o łącznej wartości 7-8 mld PLN (m.in. obwodnica Poznania, Zebrzydowice-Zabrzeg oraz odcinki na LK 8, 274, 181)
- w przetargach, w których pierwsze oferty będą złożone poniżej budżetu, PLK nie będzie przeprowadzać dodatkowych aukcji
- przetargi z 2022 i obecne mają zapis 10% waloryzacji, prowadzone są rozmowy o możliwości zwiększenia limitu waloryzacji także starszych kontraktów (dotychczas PLK nie miała jednak na to środków)

- **CPK:**

- dla Torpolu zmiana głównego akcjonariusza może być m.in. bodźcem do rozwijania kompetencji w zakresie technologii budowy kolei dużych prędkości
- CPK w 2023 powinna zacząć zawierać umowy na prace budowlane (2H'23 umowy ramowe)
- zarząd liczy że nie będzie aukcji w przetargach organizowanych przez CPK

- **Rail Baltica:**

- oferty cenowe będą składane na przełomie 3/4Q'23, przetarg nie ma formy aukcji, nie jest nadal jeszcze znany budżet zamawiającego, w przypadku rozstrzygnięcia przetargu na przełomie 2023/24, pierwsze przychody z prac budowlanych mogłyby pojawić się na przełomie 2024/25 (po etapie projektowania)

Prognozy na 1Q'23

Prognozy wyników na 1Q'23 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	207,8	190,0	-8,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	31,0	20,5	-33,8%
Zysk na sprzedaży	22,5	11,5	-48,7%
Saldo PPO/PKO	0,6	-0,5	-
EBITDA	29,1	17,0	-41,5%
EBIT	23,0	11,0	-52,1%
Zysk (strata) brutto	25,2	16,4	-35,0%
Zysk (strata) netto	20,3	13,3	-34,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,9%	10,8%	
Marża EBITDA	14,0%	9,0%	
Marża EBIT	11,1%	5,8%	
Marża zysku netto	9,8%	7,0%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Zakładamy, że 1Q'22 będzie przychodowo ok 9% niższy r/r co jest konsekwencją obecnie posiadanego (dość niskiego) portfela zleceń.
- Wskazywana przez spółkę po 4Q'22 średnia rentowność portfela zleceń ma wynosić 7% (-1 pp vs 3Q'22). Ale zakładamy, że są dość wyraźne różnice w rentowności kontaktów pozyskanych w 2019 roku (m.in. kończące kontrakty portowe, z których do przerobu pozostawało ok. 70-75 mln PLN w 1-3Q'23) a tymi z 2020-2021. Tym samym oczekujemy w 1Q'23 marży brutto ze sprzedaży na poziomie 10,8% (vs 14,9% rok temu).
- Na poziomie EBIT spodziewamy się 11 mln PLN, natomiast na zysku netto ok. 13 mln PLN (wynik powinien być wspierany przez dodatnie saldo finansowe – odsetki od lokat).
- Spodziewamy się utrzymania pozycji gotówkowej zbliżonej do poziomu z 4Q'22 (spółka miała wtedy 396 mln PL gotówki netto).

Perspektyw na kolejne okresy

Prognozy wyników w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	219,5	271,5	281,7	348,7	207,8	254,4	269,6	353,0	190,0	245,0	270,0	325,0	215,0	270,0	300,0	340,0
jednostkowe	204,5	245,7	251,6	329,3	202,3	239,1	240,7	312,5	170,0	200,0	220,0	275,0	175,0	210,0	250,0	300,0
spółki zależne	15,1	25,8	30,1	19,4	5,5	15,4	28,9	40,5	20,0	45,0	50,0	50,0	40,0	60,0	50,0	40,0
Zysk brutto ze sprzedaży	16,5	26,1	29,5	73,3	31,0	62,3	56,0	110,0	20,5	20,1	19,9	21,0	14,1	17,4	18,5	20,8
jednostkowe	15,3	23,4	27,7	71,6	30,5	61,3	53,1	106,3	18,7	16,0	15,4	16,5	10,5	12,6	15,0	18,0
spółki zależne	1,1	2,7	1,8	1,8	0,4	1,1	2,9	3,6	1,8	4,1	4,5	4,5	3,6	4,8	3,5	2,8
SG&A	8,2	8,7	9,7	12,3	8,5	10,3	9,0	10,5	9,0	10,9	9,7	11,3	9,3	11,2	10,0	11,6
Zysk na sprzedaży	8,3	17,5	19,8	61,1	22,5	52,1	47,0	99,5	11,5	9,2	10,2	9,7	4,8	6,2	8,5	9,2
Saldo PPO/PKO	0,3	1,5	0,2	-3,5	0,6	-1,1	1,4	-1,4	-0,5	-0,5	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	-0,5
EBITDA	14,3	23,9	25,9	63,3	29,1	56,9	54,5	104,4	17,0	14,5	16,0	18,7	10,3	11,4	14,3	18,2
EBIT	8,6	19,0	20,1	57,5	23,0	51,0	48,5	98,1	11,0	8,7	10,2	9,2	4,3	5,7	8,5	8,7
Zysk brutto	8,1	17,6	19,4	56,1	25,2	56,2	51,2	98,9	16,4	13,7	13,9	12,2	7,8	9,1	10,9	11,1
Zysk netto	6,5	13,7	15,7	41,1	20,3	45,0	40,6	78,0	13,3	11,1	11,3	9,9	6,3	7,3	8,8	9,0
Marża brutto ze sprzedaży	7,5%	9,6%	10,5%	21,0%	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,8%	8,2%	7,4%	6,5%	6,6%	6,4%	6,2%	6,1%
jednostkowa	7,5%	9,5%	11,0%	21,7%	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	11,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
spółki zależne	7,6%	10,5%	6,0%	9,0%	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	6,5%	8,8%	9,2%	18,1%	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	9,0%	5,9%	5,9%	5,8%	4,8%	4,2%	4,8%	5,3%
Marża EBIT	3,9%	7,0%	7,1%	16,5%	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	3,5%	3,8%	2,8%	2,0%	2,1%	2,8%	2,5%
Marża zysku netto	3,0%	5,1%	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	7,0%	4,5%	4,2%	3,0%	3,0%	2,7%	2,9%	2,6%
CFO	99,1	24,6	10,0	0,6	61,2	-11,7	5,8	116,6	0,0	-30,0	-40,0	25,3	30,0	-30,0	-40,0	83,2
dług netto	-357,5	-352,7	-354,8	-312,8	-371,4	-351,7	-285,9	-396,2	-390,2	-354,4	-239,7	-273,0	-297,1	-261,3	-184,0	-267,1

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, Świnoujście ma zakończyć się w 1Q'23, a Szczecin w 3Q'23 – harmonogramy rozciągnęły się ostatnio w czasie, jeszcze po 3Q'22 spółka podawała, że wspomniane dwa kontrakty zakończą się w 4Q'22) rentowność będzie wracać do „normalności”.
- W 2023 roku spodziewamy się 1,03 mld PLN przychodów oraz 46 mln PLN zysku netto. W 2024 oczekujemy wzrostu sprzedaży do 1,13 mld PLN (zakładamy podpisanie nowych kontraktów kolejowych w 2H'23) przy spadku zysku netto do 32 mln PLN (efekt m.in. słabszego salda finansowego oraz niższych marż na kontraktach).
- Zakładamy, że działalność Torpolu będzie nadal głównie opierać się na segmencie kolejowym. Ze względu na brak finalnej decyzji o sprzedaży TOG, w modelu uwzględniamy nadal spółkę. Spodziewamy się, że przychody TOG będą kształtować się w okolicach 150-200 mln PLN (bliżej dolnej granicy przedziału, po zakończeniu pozyskanego w 2022 roku kontraktu dla PGNiG).
- Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 2,4-2,5%, a w kolejnych latach poprawi się do ponad 2,5%. 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. 6,3%).
- 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 może być konserwatywne, co pokazało już sytuacja w propozycję NN OFE dotyczącą wypłatą dodatkowej dywidendy w 2022 roku. Dodatkowo znakiem zapytania jest podejście do dywidendy nowego wiodącego akcjonariusza. Dostrzegamy ryzyko, że przy „jedynie” 38% udziale własnym CPK może nie być skłonne do oddawania znaczącego strumienia gotówki innym akcjonariuszom. Zwracamy uwagę, że CPK może np. mieć chęć zbudować zasoby wykonawcze także w innych zakresach robót budowlanych (kubatúra, drogi), a Torpol może posłużyć jako „platforma” do ich zbudowania przez akwizycje.
- Spodziewamy się, że w latach 2023-24, przy naszych założeniach dywidendowych i przychodowych spółce uda się utrzymać gotówkę netto na poziomie >270 mln PLN. Pozyskanie znaczącej większej ilości kontraktów będzie wymagało większego zaangażowania kapitału obrotowego (ale też implikuje wyższe wyniki finansowe).
- Nasze prognozy na 2023 rok są na poziomie EBIT/netto wyższe od konsensusu Bloomberg. Natomiast na 2024 jesteśmy z założeniami nieco poniżej konsensusu na EBIT a wyżej na wyniku netto (w tym drugim przypadku prawdopodobnie konsekwencja dużo lepszej w naszych założeniach pozycji gotówkowej i związanych z tym odsetek).

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2023		odchylenie	2024		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 030,0	1 038,0	-0,8%	1 125,0	1 155,7	-2,7%
EBITDA	66,2	53,5	23,8%	54,2	53,4	1,5%
EBIT	39,1	30,0	30,5%	27,2	29,4	-7,5%
Zysk (strata) netto	45,5	26,4	72,8%	31,5	25,2	25,3%
Gotówka netto	273,0	192,0	42,2%	272,4	168,7	61,5%
Marża EBITDA	6,4%	5,2%		4,8%	4,6%	
Marża EBIT	3,8%	2,9%		2,4%	2,5%	
Marża zysku netto	4,4%	2,5%		2,8%	2,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2022		zmiana	2023		zmiana	2024		zmiana
	poprzednio	raport		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 006,8	1 084,8	7,7%	940,0	1 030,0	9,6%	1 075,0	1 125,0	4,7%
EBITDA	181,8	244,8	34,7%	55,4	66,2	19,5%	53,1	54,2	2,1%
EBIT	157,9	220,6	39,7%	31,7	39,1	23,5%	29,6	27,2	-8,1%
Zysk netto	137,2	183,8	34,0%	35,2	45,5	29,4%	30,6	31,5	3,1%
Gotówka (dług) netto	290,3	396,2	36,5%	220,5	273,0	23,8%	227,8	272,4	19,6%
Marża EBITDA	18,1%	22,6%		5,9%	6,4%		4,9%	4,8%	
Marża EBIT	15,7%	20,3%		3,4%	3,8%		2,8%	2,4%	
Marża zysku netto	13,6%	16,9%		3,7%	4,4%		2,8%	2,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 16/01/2023

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	1 525,7	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 084,8	1 030,0	1 125,0	1 250,0	1 410,0	1 465,0	1 520,0	1 575,0	1 605,0	1 635,0	1 665,0
jednostkowe	1 499,3	1 567,0	1 318,1	1 031,1	994,6	865,0	935,0	1 100,0	1 250,0	1 300,0	1 350,0	1 400,0	1 425,0	1 450,0	1 475,0
spółki zależne	26,4	37,4	74,1	90,4	90,2	165,0	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	259,3	81,5	70,8	76,5	86,2	89,6	92,9	96,3	98,1	100,0	101,8
jednostkowe	77,6	70,5	93,3	138,0	251,3	66,6	56,1	66,0	75,0	78,0	81,0	84,0	85,5	87,0	88,5
spółki zależne	5,5	4,9	6,6	7,4	8,1	14,9	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	38,2	40,8	42,1	43,4	49,0	50,9	52,8	54,7	55,7	56,8	57,8
Zysk na sprzedaży	51,5	42,5	64,8	106,7	221,1	40,6	28,7	33,1	37,2	38,7	40,1	41,6	42,4	43,2	44,0
Saldo PPO/PKO	0,2	0,4	-1,1	-1,5	-0,5	-1,5	-1,5	-1,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
EBITDA	67,9	64,7	86,4	127,3	244,8	66,2	54,2	57,6	62,2	63,5	65,0	66,6	67,6	68,7	69,8
EBIT	51,7	42,9	63,6	105,1	220,6	39,1	27,2	31,6	36,5	37,9	39,4	40,8	41,6	42,4	43,2
Zysk brutto	48,4	36,8	58,8	101,3	231,5	56,2	38,9	42,7	43,2	44,7	46,1	47,4	48,0	48,7	49,3
Zysk netto	19,2	29,1	48,6	77,1	183,8	45,5	31,5	34,6	35,0	36,2	37,3	38,4	38,9	39,4	39,9
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	7,9%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
jednostkowa	5,2%	4,5%	7,1%	13,4%	25,3%	7,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
spółki zależne	20,8%	13,2%	8,9%	8,2%	8,9%	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%	22,6%	6,4%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	3,4%	2,7%	4,6%	9,4%	20,3%	3,8%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża zysku netto	1,3%	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	4,4%	2,8%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
CFO	-166,5	178,8	289,3	134,4	171,9	-44,7	43,2	45,5	50,2	52,5	53,6	54,9	56,1	57,0	57,9
dług netto	87,7	-2,9	-260,2	-312,8	-396,2	-273,0	-272,4	-270,7	-268,2	-267,1	-266,2	-261,8	-257,9	-254,2	-250,8

Źródło: DM BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	256	221	222	225	229	233	237	241	244	248	251	254
Wartości niematerialne i prawne	13	13	14	14	15	16	16	17	17	17	17	17
Rzeczowe aktywa trwałe	161	168	169	171	173	177	180	184	187	191	194	197
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	82	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	703	808	732	747	773	810	819	829	841	845	853	860
Zapasy	47	69	66	72	80	90	94	97	101	103	105	107
Należności krótkoterminowe	217	237	306	334	371	419	435	451	468	476	485	494
Inwestycje krótkoterminowe	432	496	355	336	317	296	285	275	268	261	258	254
- w tym środki pieniężne*	432	493	352	333	313	293	282	272	264	258	254	251
Pozostałe aktywa obrotowe	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa razem	959	1 028	954	973	1 002	1 043	1 056	1 069	1 085	1 093	1 104	1 114
Kapitał (fundusz) własny	293	408	385	388	392	395	399	402	402	402	402	402
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	667	621	570	585	611	648	658	668	684	692	702	713
Rezerwy na zobowiązania	26	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Zobowiązania długoterminowe	101	86	71	56	41	26	20	20	20	20	20	20
- w tym zobowiązania oprocentowane	83	67	52	37	22	7	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	481	422	386	416	456	509	525	535	551	559	570	580
- w tym zobowiązania oprocentowane	37	30	27	24	21	18	15	6	3	0	0	0
Pozostałe	59	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Pasywa razem	959	1 028	954	973	1 002	1 043	1 056	1 069	1 085	1 093	1 104	1 114
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	1 121	1 085	1 030	1 125	1 250	1 410	1 465	1 520	1 575	1 605	1 635	1 665
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	145	259	81	71	77	86	90	93	96	98	100	102
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	39	38	41	42	43	49	51	53	55	56	57	58
Zysk (strata) na sprzedaży	107	221	41	29	33	37	39	40	42	42	43	44
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2	0	-2	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	127	245	66	54	58	62	63	65	67	68	69	70
EBIT	105	221	39	27	32	37	38	39	41	42	42	43
Saldo działalności finansowej	-4	11	17	12	11	7	7	7	7	6	6	6
Zysk (strata) brutto	101	232	56	39	43	43	45	46	47	48	49	49
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	77	184	46	32	35	35	36	37	38	39	39	40
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	134	172	-45	43	46	50	52	54	55	56	57	58
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8	-3	-6	-12	-12	-19	-20	-20	-21	-21	-21	-21
Przepływy z działalności finansowej	-99	-108	-91	-63	-50	-51	-42	-42	-37	-41	-39	-39
Przepływy pieniężne netto	27	61	-141	-31	-17	-20	-10	-9	-3	-6	-3	-3
Środki pieniężne na początek okresu	405	432	493	352	320	304	283	274	264	262	256	253
Środki pieniężne na koniec okresu	432	493	352	320	304	283	274	264	262	256	253	250
Wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	-19%	-3%	-5%	9%	11%	13%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	47%	92%	-73%	-18%	6%	8%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	59%	138%	-75%	-31%	10%	1%	3%	3%	3%	1%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	23,9%	7,9%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	6,4%	4,8%	4,6%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	9,4%	20,3%	3,8%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża netto	6,9%	16,9%	4,4%	2,8%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
SG&A / przychody	3,5%	3,5%	4,0%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
ROE	26,3%	45,0%	11,8%	8,1%	8,8%	8,9%	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,8%	9,9%
ROA	8,0%	17,9%	4,8%	3,2%	3,5%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%
Dług	119	97	79	61	43	25	15	6	3	0	0	0
D / (D+E)	28,9%	19,1%	17,0%	13,5%	9,8%	5,9%	3,6%	1,3%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	40,6%	23,7%	20,4%	15,6%	10,9%	6,2%	3,7%	1,4%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	40,6%	23,7%	20,4%	15,6%	10,9%	6,2%	3,7%	1,4%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-313	-396	-273	-272	-271	-268	-267	-266	-262	-258	-254	-251
Dług netto / kapitał własny	-1,1	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Dług netto / EBITDA	-2,5	-1,6	-4,1	-5,0	-4,7	-4,3	-4,2	-4,1	-3,9	-3,8	-3,7	-3,6
EV	173	90	213	213	215	218	219	220	224	228	232	235
Dług / EV	68,8%	107,8%	37,0%	28,4%	19,8%	11,3%	6,8%	2,5%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,7%	1,4%	2,8%	2,6%	2,4%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	34,2%	62,9%	107,1%	109,7%	113,8%	115,5%	115,8%	115,4%	114,5%	113,5%	112,4%	111,3%
Zmiana KO / Przychody	-2,7%	3,8%	9,4%	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11,4%	-113%	-177,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
P/E*	6,3	2,6	10,7	15,4	14,0	13,9	13,4	13,0	12,7	12,5	12,3	12,2
P/BV*	1,7	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA*	1,4	0,4	3,2	3,9	3,7	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
EV/EBIT*	1,6	0,4	5,4	7,8	6,8	6,0	5,8	5,6	5,5	5,5	5,5	5,4
EV/S*	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	1,5	3,0	3,0	1,8	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	1,7
Payout ratio	72,3%	89,4%	37,5%	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 21,15 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
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 (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu 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'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	33%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	67%	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: 2023-04-14

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-04-14 (14:50 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-04-21 (00:01 CEST).

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

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

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

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

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

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

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2023-04-14:

- 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.