



Dom Maklerski BDM S.A.

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Torpol ma obecnie rekordowy portfel w historii, zbudowany w otoczeniu raczej niewymagającej presji konkurencyjnej (oferty z 2022 roku, kiedy oczekiwania inflacyjne osiągały swoje apogeum). Bieżąca rentowność normalizuje się vs znakomity okres 2021-23, jednocześnie marża w 1H'24 (a szczególnie w 2Q'24) jest wyraźnie wyższa niż wskazywane przez spółkę modelowe 6%. Przy historycznie konserwatywnym podejściu spółki do marż na początku realizacji nowych zleceń, traktujemy to jako dobry prognostyk na kolejne kwartały. Wysoki portfel powinien pozwolić spółce: i) na korzystne pozyskanie w obecnej sytuacji rynkowej podwykonawców/dostawców (spadek nakładów PKP PLK r/r w 2024; niska podaż nowych kontraktów), ii) na selektywne podejście do przetargów, jeśli w końcu się pojawią (PKP PLK zapowiedziała rozpoczęcie postępowań na 17 mld PLN w 2H'24, natomiast przegląd całego programu inwestycyjnego może przeciągnąć się do 2025 roku). Cenę docelową akcji Torpolu ustalamy na poziomie 37,3 PLN (poprzednio 35,6 PLN, wzrost w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest pochodną m.in. podniesienia nieco naszych założeń marżowych). Obecna cena docelowa implikuje utrzymanie zalecenia Akumuluj.

Wyniki za ostatnie okresy

W 2Q'24 spółka miała wg wstępnych danych 298 mln PLN przychodów (+39% r/r) oraz 15 mln PLN zysku netto (-36% r/r). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 9,8% (vs 18,6% rok temu i 7,7% w 1Q'24). Gotówka spadła do 257 mln PLN (gotówka netto w okolicy 180-190 mln PLN). Mimo, że wyniki są słabsze r/r, oceniamy je lekko pozytywnie. Spółka pokazała wyższą marżę w ujęciu q/q, co może wskazywać, że nowe kontrakty mają możliwość generowania marży powyżej modelowych 6%. Spadek gotówki wiążemy ze wzrostem zaangażowania w realizację nowych kontraktów. Zakładamy, że 2H'24 będzie pod tym kątem wyglądać lepiej (sezonowość + część zaliczki na Katowicach).

Portfel

Po 1Q'24 portfel Torpolu wynosił rekordowe 4,74 mld PLN (4,2x przychody za ostatnie 4Q). Uwzględnił on już kontrakt w Katowicach podpisany w kwietniu (pozyskany z III miejsca, 106% wartości kosztorysu). W 2023 roku spółce udało się podpisać cztery duże umowy z PKP PLK na średnio na 104% budżetu inwestora. Spółka w najbliższych kwartałach nie będzie pod presją budowy portfela i może naszym zdaniem przeczekać pierwszą falę konkurencji na przetargach, kiedy PKP PLK zdecyduje się je wypuścić na rynek (pojedyncze małe przetargi wskazują na dużą presję konkurencyjną).

Pozycjonowanie segmentów

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

Wydarzenia korporacyjne

Od czerwca w spółce trwa nowa kadencja zarządu. Obyło się bez rewolucji, prezesem został dotychczasowy wiceprezes K. Tuliński. W krótkim terminie wyklarowała się nieco sytuacja CPK, gdzie z pewnymi zmianami, postawiono na kontynuację projektu. Niewiadomą pozostaje dalsze zaangażowanie Mirbudu w akcjonariacie spółki (teoretycznie środki pozyskane przez Mirbud z emisji nie wystarczają na „wykup” CPK, wydaje się, że scenariuszem bazowym jest rozwój MRB w segmencie kolejowym przez mniejszy podmiot, pojawia się wtedy pytanie czy nie rodzi to ryzyka podaży akcji Torpolu).

Prognozy wyników, wskaźniki

Zakładamy w całym 2024 roku 1,40 mld PLN przychodów (+28% r/r, przy marży brutto na poziomie 8% - normalizacja po trzech latach dwucyfrowych poziomów) oraz 58 mln PLN zysku netto (-43% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,66 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 70 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'24=5,9x oraz 4,0x w kolejnym roku. Scenariuszem bazowym na najbliższe lata jest dla nas rekomendacja wypłaty dywidendy przez zarząd na poziomie 50% zysku netto (aczkolwiek ryzyko podejście do tego tematu przez CPK na WZA będzie się utrzymywać).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	1 121,4	1 084,8	1 091,8	1 401,0	1 656,0	1 810,0
EBITDA [mln PLN]	127,3	244,8	138,7	89,6	108,5	120,3
EBIT [mln PLN]	105,1	220,6	113,9	64,3	80,5	92,8
Zysk netto [mln PLN]	77,1	183,8	101,9	58,4	69,8	82,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-312,8	-399,5	-432,7	-240,9	-341,7	-451,2
P/BV	2,6	1,9	1,5	1,5	1,4	1,3
P/E	10,0	4,2	7,6	13,2	11,0	9,4
EV/EBITDA	3,6	1,5	2,4	5,9	4,0	2,7
EV/EBIT	4,4	1,7	3,0	8,2	5,3	3,4
DPS [PLN/akcje]	1,5	3,0	0,0	2,1	1,3	1,5

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

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

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 37,3 PLN

22 SIERPIEŃ 2024, 11:52 CEST

Wycena DCF [PLN]	36,4
Wycena porównawcza [PLN]	41,1
Wycena końcowa [PLN]	37,3
Potencjał do wzrostu / spadku	11,3%
Koszt kapitału	13,3%

Cena rynkowa [PLN]	33,55
Kapitalizacja [mln PLN]	770,6
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	36,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	26,5

Stopa zwrotu za 3 mc	5,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	25,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	62,3%

Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
PKO TFI	7,9%
Mirbud	6,9%
NN PTE	5,0%
Pozostali	42,2%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

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



— Torpol skoryg. — WIGI znorm.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	12
DANE FINANSOWE	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	10,0	4,2	7,6	13,2	11,0	9,4	9,1
P/BV	2,6	1,9	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA	3,6	1,5	2,4	5,9	4,0	2,7	2,4
EV/EBIT	4,4	1,7	3,0	8,2	5,3	3,4	3,1
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2
BVPS	12,8	17,8	22,2	22,6	24,4	26,5	28,4
EPS	3,4	8,0	4,4	2,5	3,0	3,6	3,7
DPS (w danym roku)	1,53	3,00	0,00	2,11	1,27	1,52	1,79
Payout ratio	72%	89%	0%	48%	50%	50%	50%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 121	1 085	1 092	1 401	1 656	1 810	1 890
Zysk brutto ze sprzedaży	145	259	158	113	130	146	150
SG&A	39	38	44	46	48	52	55
PPO/PKO	-2	0	0	-3	-2	-1	-1
EBITDA	127	245	139	90	108	120	122
EBIT	105	221	114	64	81	93	94
Zysk brutto	101	232	129	71	86	101	105
Zysk netto	77	184	102	58	70	82	85
Dług netto	-313	-399	-433	-241	-342	-451	-481

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-19%	-3%	1%	28%	18%	9%	4%
EBITDA zmiana r/r	47%	92%	-43%	-35%	21%	11%	1%
Zysk netto zmiana r/r	59%	138%	-45%	-43%	20%	17%	3%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	23,9%	14,5%	8,0%	7,8%	8,1%	7,9%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	12,7%	6,4%	6,6%	6,6%	6,4%
Marża netto	6,9%	16,9%	9,3%	4,2%	4,2%	4,5%	4,5%
ROE	26,3%	45,0%	20,0%	11,2%	12,5%	13,5%	13,0%
ROA	8,0%	18,8%	9,0%	4,8%	5,2%	5,8%	5,8%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	256	221	229	254	256	258	260
WNIp	13	13	12	13	14	15	16
Rzeczowe aktywa trwałe	161	168	173	196	197	198	200
Pozostałe aktywa trwałe	82	40	44	44	44	44	44
Aktywa obrotowe	703	758	906	972	1 082	1 153	1 200
Zapasy	47	69	122	156	185	202	211
Należności krótkoterminowe	217	187	257	499	497	459	480
Środki pieniężne	432	496	516	306	389	480	499
Pozostałe aktywa obrotowe	7	5	11	11	11	11	11
Aktywa razem	959	978	1 135	1 226	1 338	1 410	1 460
Kapitał własny	293	408	510	520	560	608	651
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	667	571	626	707	778	804	809
Rezerwy na zobowiązania	26	75	49	49	49	49	49
Oprocentowane zobowiązania	119	97	83	65	47	29	18
Zobowiązania pozostałe	522	399	493	592	681	725	742
Pasywa razem	959	978	1 135	1 226	1 338	1 410	1 460
Dług netto	-313	-399	-433	-241	-342	-451	-481
Dług netto / Kapitał własny	-1,1	-1,0	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-2,5	-1,6	-3,1	-2,7	-3,2	-3,8	-4,0

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	134	175	47	-103	152	163	87
CFI	-8	-3	-1	-38	-18	-17	-15
CFF	-99	-108	-26	-69	-51	-55	-53
- w tym dywidenda	35	69	0	48	29	35	41
Przepływy pieniężne netto	27	64	20	-210	83	91	18
CAPEX / Amortyzacja	34%	63%	109%	198%	106%	108%	107%

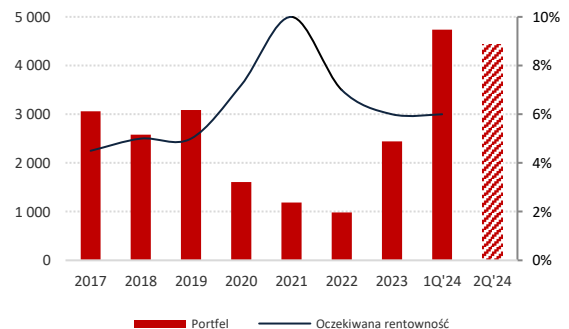
TORPOL

Rekomendacja	Akumuluj	www: www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	37,3	
Potencjał zmiany	11,3%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	33,6	2Q'24: 06 wrz
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	3Q'24: 22 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	770,6	

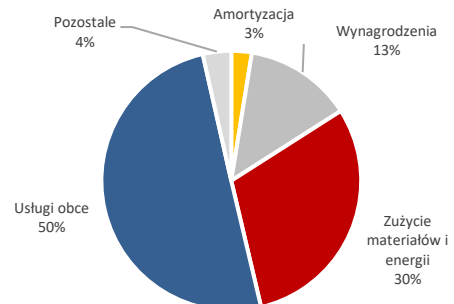
Wyniki Q [mln PLN]	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24W
Przychody	212	214	246	419	261	298
Zysk brutto ze sprzedaży	21	40	35	61	20	29
SG&A	10	11	11	13	10	11
PPO/PKO	0	-2	1	1	-2	0
EBITDA	19	33	32	55	14	25
EBIT	12	27	26	49	7	18
Zysk brutto	18	30	29	51	13	19
Zysk netto	14	24	23	41	11	15
Dług netto	-362	-351	-341	-433	-295	-183

Wskaźniki	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24W
Przychody zmiana r/r	2%	-16%	-9%	19%	23%	39%
EBITDA zmiana r/r	-35%	-41%	-42%	-47%	-28%	-27%
Zysk netto zmiana r/r	-29%	-47%	-43%	-48%	-26%	-36%
Marża brutto na sprzedaży	10,1%	18,6%	14,4%	14,6%	7,7%	9,8%
Marża EBITDA	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%
Marża netto	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%

Portfel [mln PLN]



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	36,4
Wycena metodą porównawczą	20%	41,1
Wycena 1 akcji [PLN]		37,3

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,30%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 22 sierpnia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 401,0	1 656,0	1 810,0	1 890,0	1 920,0	1 950,0	1 980,0	2 010,0	2 040,0	2 070,0
EBIT [mln PLN]	64,3	80,5	92,8	94,1	91,2	88,2	85,0	81,7	82,9	84,1
Stopa podatkowa	18,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	11,6	15,3	17,6	17,9	17,3	16,7	16,1	15,5	15,7	16,0
NOPLAT [mln PLN]	52,6	65,2	75,2	76,2	73,9	71,4	68,8	66,2	67,1	68,1
Amortyzacja [mln PLN]	25,3	28,0	27,4	27,5	27,7	27,8	27,9	28,0	28,0	28,0
CAPEX [mln PLN]	-50,2	-29,6	-29,6	-29,5	-28,1	-28,2	-28,2	-28,2	-28,2	-28,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-180,0	59,3	63,0	-13,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
FCF [mln PLN]	-152,3	122,9	136,0	61,2	72,4	69,9	67,4	64,8	65,8	66,9
DFCF [mln PLN]	-145,8	104,1	101,8	40,5	42,3	36,0	30,7	26,0	23,3	20,9
Suma DFCF [mln PLN]	279,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	550,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	172,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	452,1									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-432,7									
Dywidenda 2024 [mln PLN]	48,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	836,4									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	36,4									

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

Przychody zmiana r/r	28,3%	18,2%	9,3%	4,4%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-43,6%	25,3%	15,3%	1,3%	-3,1%	-3,3%	-3,6%	-3,9%	1,4%	1,5%
FCF zmiana r/r	---	---	10,7%	-55,0%	18,4%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	1,5%	1,6%
Marża EBITDA	6,4%	6,6%	6,6%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,5%	5,4%	5,4%
Marża EBIT	4,6%	4,9%	5,1%	5,0%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża NOPLAT	3,8%	3,9%	4,2%	4,0%	3,8%	3,7%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%
CAPEX / Przychody	3,6%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	198,4%	105,9%	107,8%	107,3%	101,2%	101,4%	101,1%	100,9%	100,7%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	12,8%	-3,6%	-3,5%	0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	58,2%	-23,3%	-40,9%	16,3%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	94,7%	96,5%	97,9%	98,8%	99,2%	99,4%	99,6%	99,8%	99,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	5,3%	3,5%	2,1%	1,2%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%
WACC	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

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	38,8	39,8	6,0%	39,7	40,8	42,0	6,0%	42,4	40,8	39,3
	0,9	37,2	38,0	7,0%	37,6	38,4	39,4	7,0%	40,0	38,4	37,0
	1,0	35,8	36,4	8,0%	35,8	36,4	37,2	8,0%	38,0	36,4	35,0
	1,1	34,5	35,0	9,0%	34,2	34,7	35,3	9,0%	36,2	34,7	33,4
	1,2	33,4	33,8	10,0%	32,8	33,2	33,7	10,0%	34,7	33,2	32,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

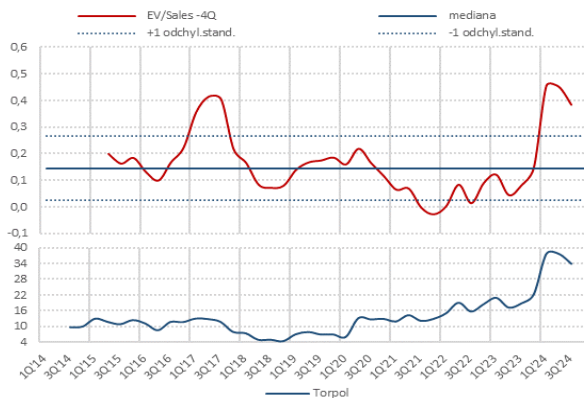
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (20% wagi dla 2024 roku i 40% dla poszczególnych lat 2025-26). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 41,1 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	20,3	16,7	17,1	11,3	9,0	8,8
Mirbud	11,7	11,3	9,0	5,2	5,1	3,7
Polimex	13,1	6,1	5,6	4,0	2,5	1,5
Trakcja	18,6	16,0	13,5	7,8	7,0	6,4
ZUE	15,0	14,8	12,7	5,3	5,1	4,1
Mediana	15,0	14,8	12,7	5,3	5,1	4,1
Torpol	13,2	11,0	9,4	5,9	4,0	2,7
Premia/dyskonto do spółki	-12%	-26%	-26%	12%	-23%	-36%
Wycena wg wskaźnika	38,2	45,1	45,3	31,1	39,0	41,3
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	43,8			38,3		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	41,1					

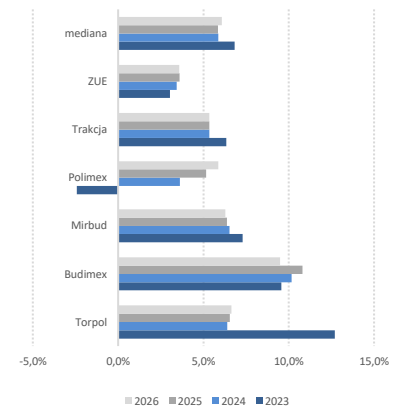
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. szacunki własne

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



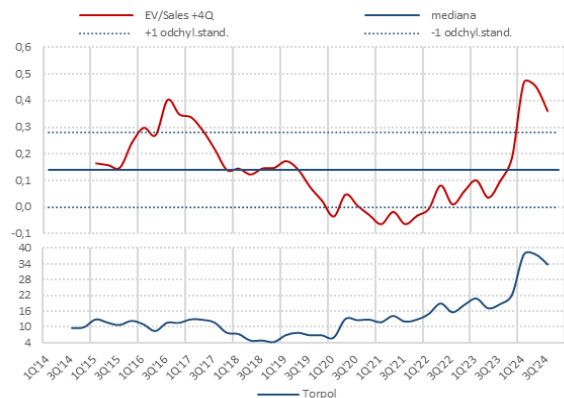
Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

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

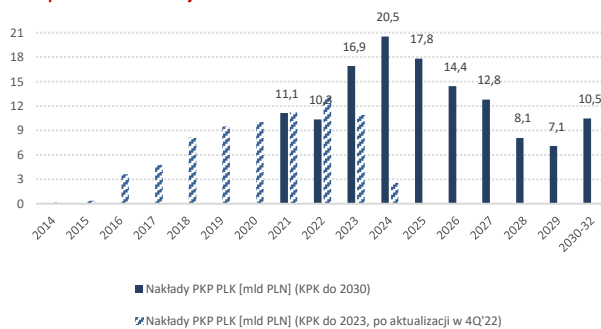


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

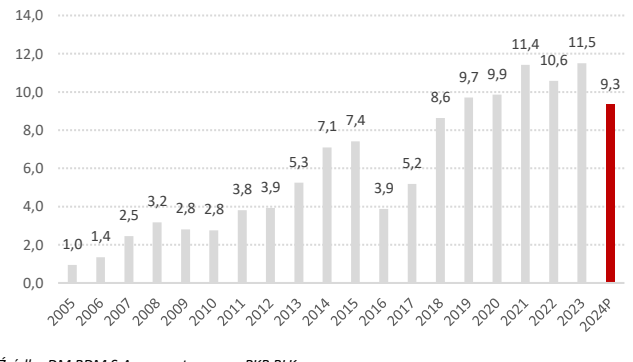
Obowiązująca wersja Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku (z perspektywą do roku 2032) pochodzi z sierpnia 2023. Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN. Przyjęto w nim, że rekordowy będzie 2024 rok na poziomie 20,5 mld PLN. Nowe władze MI i PKP PLK, które zostały ustanowione po wyborach jesienią 2023, zapowiedziały rewizję planów inwestycyjnych i biorąc pod uwagę wartość rozstrzygniętych dotychczas nowych przetargów należy raczej znacznie w dół zrewidować plany na 2024 rok (i prawdopodobnie także okres 2025-26). Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku mają wynieść 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku). W sierpniu'24 MI wskazało, że „zakończenie ewaluacji ws. rozbudowy sieci kolejowej w Polsce jest planowane na koniec 2025” ([link](#)).

Planowane nakłady PKP PLK zapisane w KPK do 2030 roku [mld PLN netto] – **prawdopodobna aktualizacja w 2024**



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

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



Źródło: DM BDM S.A., raporty roczne PKP PLK

Obecnie PKP PLK w zasadzie nie ogłasza większych postępowań na kontrakty budowlane (ze strony Platformy Zakupowej PKP PLK wynika, że przed złożeniem ofert są obecnie jedynie dwa przetargi). Jednocześnie jeszcze przed wakacjami PKP PLK zapowiedziało ogłoszenie w 2024 roku przetargów o łącznej wartości 17 mld PLN w 3-4Q'24 ([link](#) - do dziś został ogłoszony jeden przetarg z przedstawionej listy o wartości >100 mln PLN).

Obecna sytuacja coraz bardziej przypomina okres przełomu 2015-16, kiedy także na rynku kolejowym panowała posucha w zakresie nowych kontraktów (brak nowych przetargów po zakończeniu perspektywy UE 2007-13, zmiany w kadrach po wyborach z 2015 roku, braki w projektach nowych kontraktów). Wysyp przetargów nastąpił dopiero w 2H'16 – kontrakty podpisywane były już głównie w 2017 roku (umowy te odbiły się później negatywnie na kondycji spółek wykonawczych). Kolejna „hossa” przetargowa nastąpiła w 2019 roku. Konkurencja wtedy była wtedy dużo niższa, ponieważ wiele podmiotów było w słabej kondycji po kontraktach z 2017 roku.

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

data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	budżet	II oferta	I/II	liczba ofert	
sie 24	Łowicz Główny - Skierniewice LK 11	82,6	Track Tec	83%	100,0	84,6	Torhamer/Rajbud 98%	19
maj 24	Radzice - Radom Główny LK 22 (tor II)	138,0	Skanska	66%	210,0	141,1	PNIUIK 98%	17
kwi 24	Pisarzowa i Limanowa LK 104 Chabówka – Nowy S.	93,7	PNIUIK/Grinea	98%	95,8	100,4	Trakcja 93%	5
kwi 24	Przymylynie LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	39,6	Natipol	79%	50,0	42,4	PNIUIK/Grinea 93%	8
mar 24	LK 4 (Dostosowanie CMK do prędkości 250 km/h)	178,0	SBM	113%	157,0	189,7	Trakcja 94%	8
lut 24	LK 3 odc. Poznań Górczyn - Zbąszynek	153,7	DOM	72%	214,0	168,3	Track-Tec 91%	14
sty 24	Jedlicze – Szebnie LK 108 odc Jasło - Nowy Zagórz	219,8	Nowak-Mosty	72%	306,7	240,7	Aldesa 91%	12
sty 24	Odcinek C2 stacja Limanowa LK 104	288,4	Track-Tec/Polbud	172%	168,0	301,8	ZUE 96%	9
sty 24	Przebudowa stacji Częstochowa Towarowa	113,7	Porr/Trakcja S.	81%	140,0	117,6	SBM 97%	12
suma/średnia		1 307,5		91%	1 441,5	1 386,5	94%	9,7

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto, postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2023 roku prezentowaliśmy w poprzedniej rekomendacji z 22/04/2024 (ich wartość w najniższych cenach wynosiła 10,2 mld PLN przy 11,7 mld PLN budżetu kosztorysowego PKP PLK)

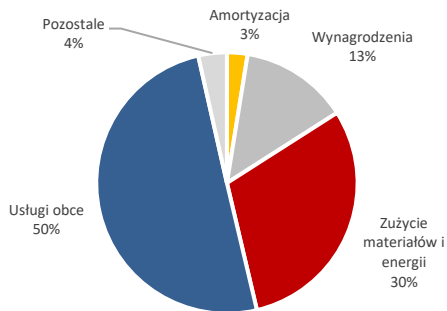
Postępowania przetargowe na prace budowlane, które PKP PLK i CPK planują ogłosić w 2H'24

wartość	termin	projekt	wartość	termin	projekt
>1 mld PLN	3Q'24	Szczrycz – Tymbark	>1 mld PLN	4Q'24	Białystok – Osowiec i Osowiec - Elk
>1 mld PLN	3Q'24	Warszawa Wawer – Otwock	>1 mld PLN	4Q'24	Gdynia Chylonia – Łębork
> 100 mln PLN	3Q'24	Sandomierz - Sobów / Sobów - Zbądnów / Sandomierz – Grębów	>1 mld PLN	4Q'24	Podłęże - Gdów / Podłęże Balachówka – Podłęże
> 100 mln PLN	3Q'24	Sobów - Padew Narodowa	>1 mld PLN	4Q'24	Tymbark - Limanowa
> 100 mln PLN	3Q'24	Łomża – Śniadowo	>1 mld PLN	4Q'24	stacja Maksymilianowo
> 100 mln PLN	3Q'24	Poznań Górczyn – Zbąszynek	>1 mld PLN	4Q'24	Skierniewice - Czachówek Wschodni (w ramach kilku postępowań)
> 100 mln PLN	3Q'24	Ostrów Wielkopolski - Grabowno Wielkie	> 100 mln PLN	4Q'24	Góra Kalwaria - Kepa Gliniecka
2,8 mld PLN	09/24	4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej	> 100 mln PLN	4Q'24	Skarżysko-Kamienna – Łączna / Łączna - Tumlin

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, CPK

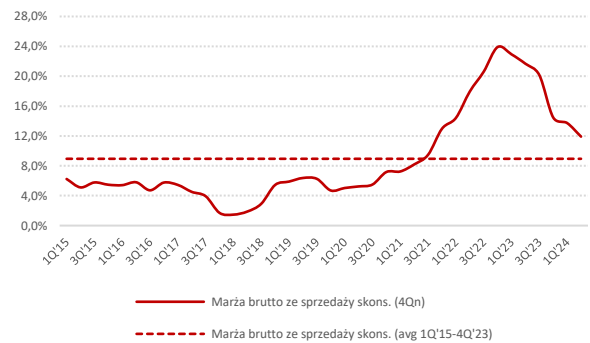
STRONA KOSZTOWA

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

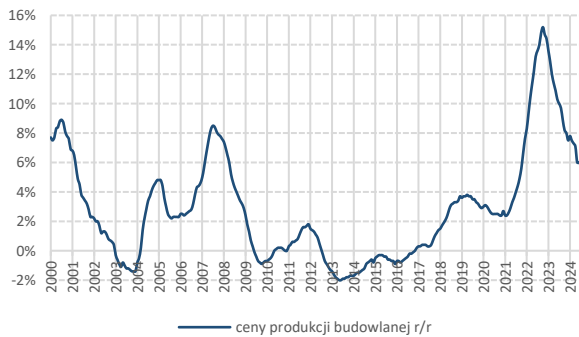
Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

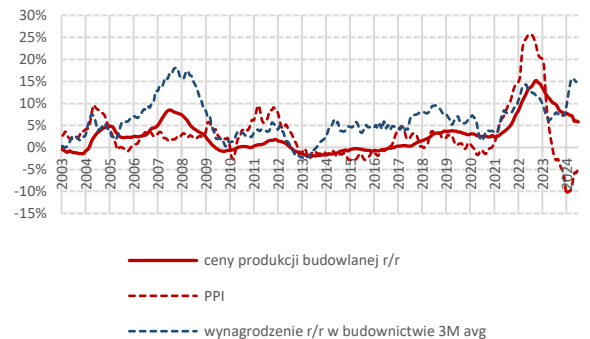


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża, przy czym dynamika w ujęciu m/m cały czas pozostaje dodatnia. W lipcu 2024 odnotowano wzrost r/r o 5,8% (+0,4% m/m). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynieryjnym (średnio 0,9 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej).

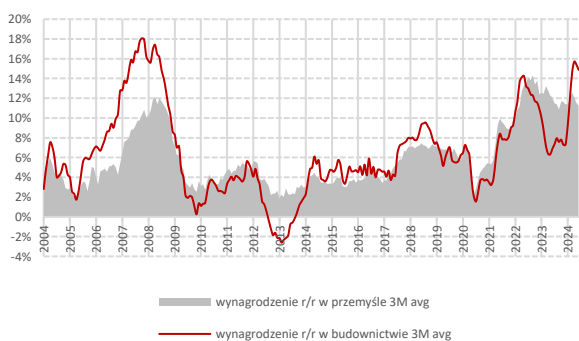
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już dobrze ponad połowę od szczytu, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony może je równoważyć dynamika wynagrodzeń (presja ze strony wzrostu pensji minimalnej w 2024 roku).

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



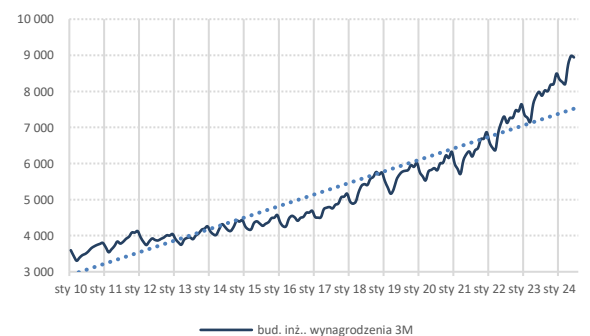
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

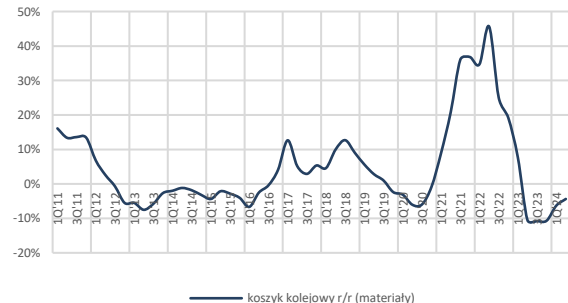
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



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

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

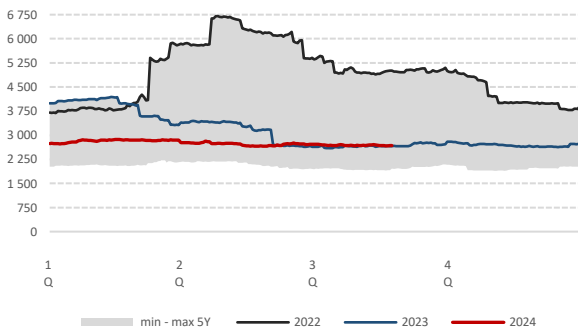


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 2Q'24 (kwiecień-maj) wykazały -4% spadek r/r (-6% w 1Q'24). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK dane za 2Q'24 wykazują brak zmiany r/r (podobnie jak w 1Q'24).

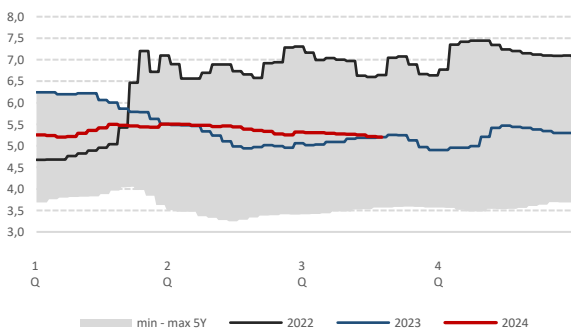
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów emisji CO₂, aczkolwiek od 2Q'23 mamy tu pewną stabilizację (na rekordowych poziomach).

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



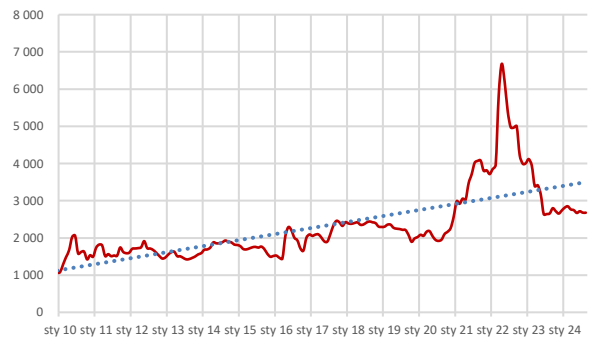
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



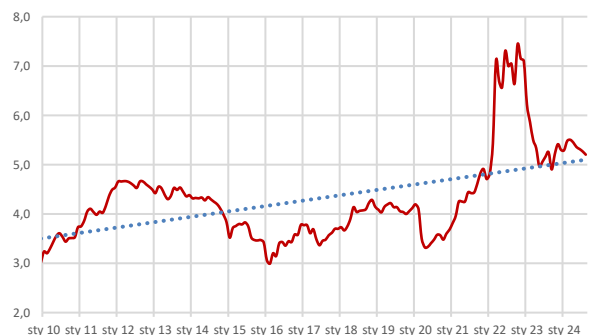
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



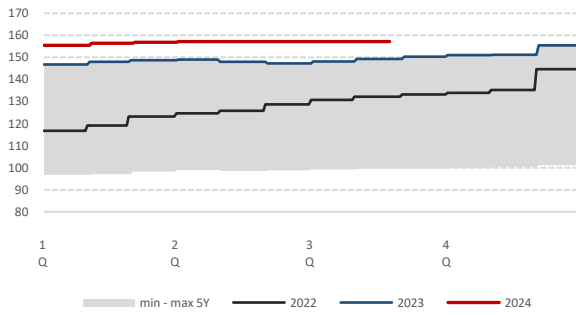
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



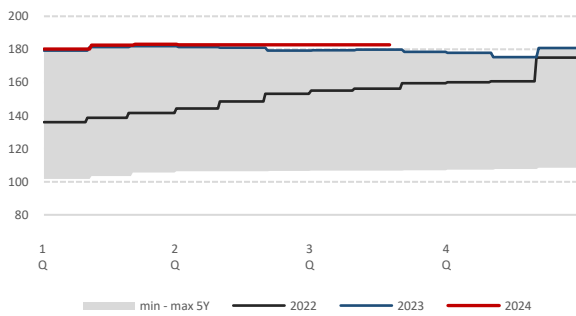
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



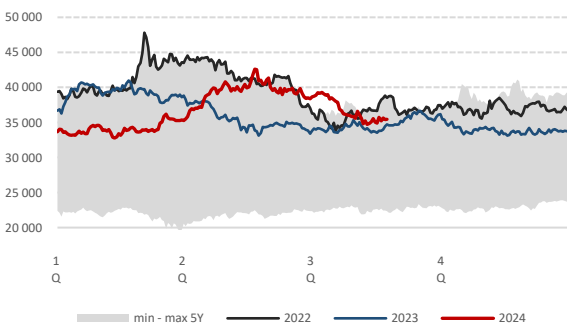
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za V'24

Cement – indeks GUS*



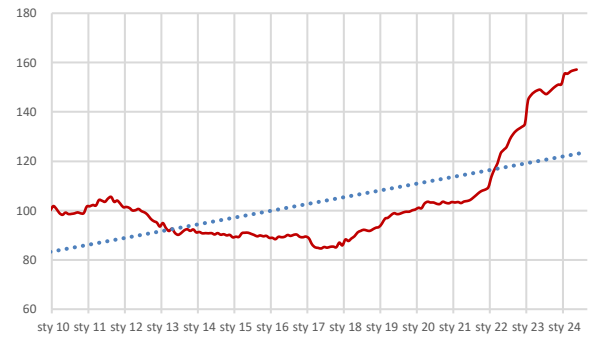
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za V'24

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



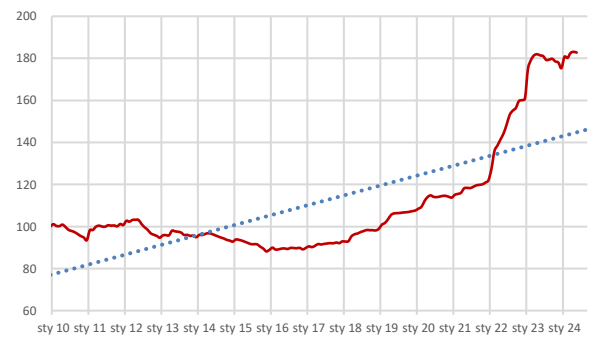
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



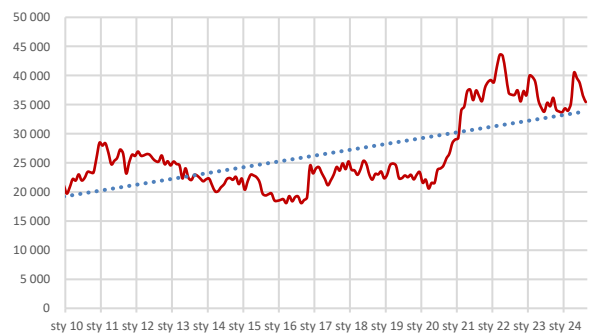
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



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

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

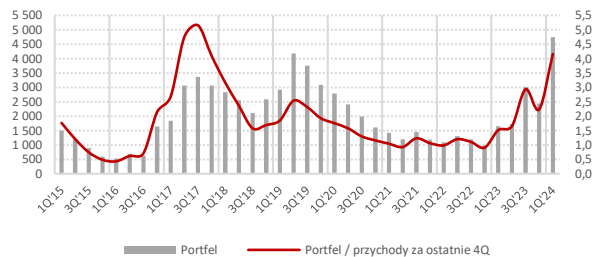
Kontrakty podpisane od początku 2019 roku o wartości >100 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu
2024					
kwi 24	PKP PLK	Modernizacja E 65 na odcinku Katowice Szopienice Płd. - Katowice - Katowice Piotrowice	2 362	kwi 28	106%
2023					
lis 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk (roboty bud.)	572	lis 26	99%
paź 23	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 38 na odcinku Giżycko - Korsz z elektryfikacją	877	kwi 26	100%
sie 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda (roboty bud.)	254	sie 26	85%
maj 23	PKP PLK	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E (P&B)	541	lis 25	126%
kwi 23	PMT LK	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26	b.d.
2022					
sie 22	PGNiG/Orlen	Rozbudowa OC Lubiatów i OG Międzychód (zespół budynków i obiektów wraz z infrastrukturą techn.)	320	sie 24	b.d.
2021					
lis 21	PKP PLK	Modernizacja układu torowo-peronowego i infrastruktury kolejowej na stacji Olsztyn Główny	333	maj 24	267%
paź 21	Miasto Łódź	Budowa i przebudowa linii tramwajowej w ul. Wojska Polskiego	106	maj 23	144%
2019					
lip 19	PKP PLK	Wykonanie prac projektowych i robót budowlanych na stacji Łódź Kaliska	331	paź 22	b.d.
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów wykonawczych i wykonanie robót budowlanych na Stacji Świnoujście	508	lut 22	125%
lip 19	PKP PLK	Opracowanie projektów wykonawczych i wykonanie robót budowlanych na Stacji Szczecin Port Cent.	936	lut 22	115%
cze 19	PKP PLK	LK 226 i stacji Gdańsk Port Północny oraz linii 965 i stacji Gdańsk Kanał Kaszubski	349	gru 21	170%
cze 19	PKP PLK	Roboty budowlane na linii 227/249 i stacji Gdańsk Zaspas Towarowa oraz linii 722	274	gru 21	231%
maj 19	PKP PLK	Przebudowa układów torowych na E59, odcinek granica województwa dolnośląskiego - Leszno	462	gru 20	b.d.

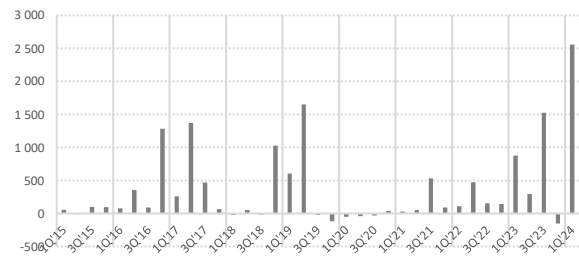
Źródło: BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, **wg informacji z raportu bieżącego (może różnić się wobec stanu bieżącego, jeśli zawarto aneks, a spółka nie informowała o nim raportem bieżącym)

Portfel zleceń spółki po 1Q'24 miał wartość 4,74 mld PLN, z czego 4,60 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,14 mld PLN na zależny TOG. Portfel jest na rekordowych w historii poziomach. W portfelu był już ujęty podpisany na początku 2Q'24 kontrakt w Katowicach na 2,4 mld PLN (3,4 mld PLN jako konsorcjum). W 2Q'24 spółka nie podpisywała żadnych znaczących umów, nie ma też obecnie istotnych projektów w pipeline. Względem części historycznie prowadzonych kontraktów spółka domaga się dopłat/waloryzacji od zamawiającego (PKP PLK).

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



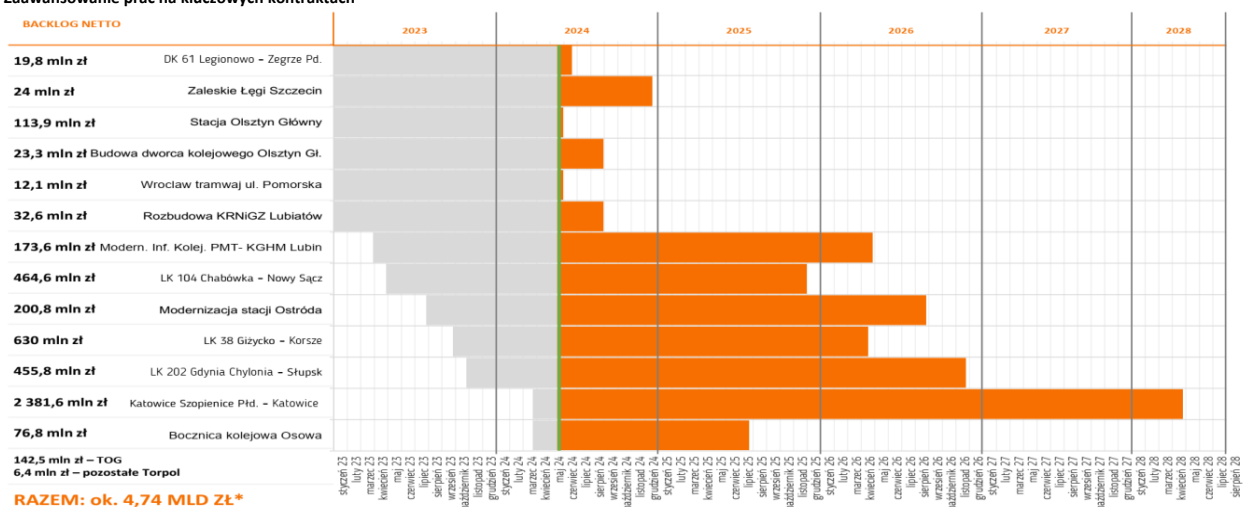
Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zaawansowanie prac na kluczowych kontraktach

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

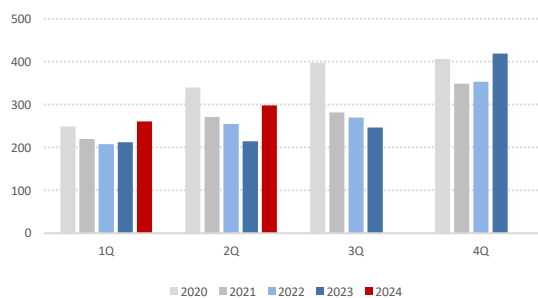
Wyniki wstępne za 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24W	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	2Q'24P kons	odchyl.	1H'23	1H'24W	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	214,4	298,0	39,0%	340,0	-12,4%	314,9	-5,4%	426,8	558,5	30,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	40,0	29,2	-26,9%	21,4	36,4%	---	---	61,4	49,2	-19,9%
Zysk na sprzedaży	29,1	---	---	10,2	---	---	---	41,0	---	---
PPO/PKO	-2,0	---	---	0,0	---	---	---	-1,6	---	---
EBITDA	33,4	---	---	16,5	---	---	---	52,2	---	---
EBIT	27,1	18,2	-32,7%	10,2	78,5%	10,2	78,7%	39,4	25,7	-34,8%
Zysk brutto	30,4	---	---	11,5	---	---	---	48,7	---	---
Zysk netto	23,7	15,2	-35,9%	9,3	63,4%	10,5	44,4%	38,1	25,9	-32,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	18,6%	9,8%		6,3%		---		14,4%	8,8%	
Marża na sprzedaży	13,6%	---		3,0%		---		9,6%	---	
Marża EBIT	15,6%	---		4,9%		---		12,2%	---	
Marża zysku netto	12,6%	6,1%		3,0%		3,2%		9,2%	4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

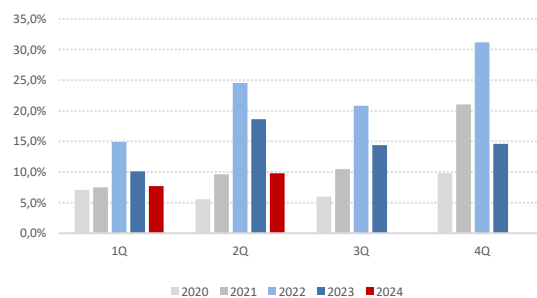
- Przychody w 2Q'24 wzrosły o 39% r/r do 298 mln PLN (spodziewaliśmy się kilkudziesięciu mln PLN więcej, ale i tak jest to najwyższy poziom w 2Q od 2020 roku).
- Szacunkowy EBIT i zysk netto w 2Q'24 były słabsze r/r, ale powyżej oczekiwań rynkowych i naszych prognoz.
- Wyniki są niższe r/r, ze względu na spadek marży brutto ze sprzedaży (9,8% vs 18,6% rok temu, kiedy spółka księgowała jeszcze wysokomarżowe kontrakty portowe). Ale jednocześnie marża była wyższa niż w 1Q'24 (wynosiła wtedy 7,7%) i powyżej naszych oczekiwań (spodziewaliśmy się spadku q/q).
- Marża jednostkowa w Torpolu wyniosła 9,6%, a marża TOG 11,5% (może to wskazywać na dobrą marżę na końcówce kontraktu dla PGNiG).
- Gotówka po 2Q'24 wyniosła 256,7 mln PLN. Spółka nie podała poziomu zadłużenia oprocentowanego, które po 1Q'24 wynosiło 78,2 mln PLN. Gotówkę netto można szacować na ok 180 mln PLN (vs 295 mln PLN kwartał temu). Tym samym wyraźnie ujemny w 2Q'24 musiał być CF operacyjny (szacujemy, że na poziomie ok. -100 mln PLN). Słabe przepływy wiążemy z początkową fazą nowych kontraktów (spodziewamy się, że m.in. I część zaliczki na kontrakt katowicki może poprawić sytuację w 2H'24). Dywidenda (48,5 mln PLN) będzie wypłacona w 3Q'24.
- Finalne wyniki poznamy 6 września.
- Podsumowując, mimo, że wyniki są słabsze r/r, oceniamy je lekko pozytywnie. Spółka pokazała wyższą marżę w ujęciu q/q, co może wskazywać, że nowe kontrakty mają możliwość generowania marży powyżej modelowych 6%. Portfel spółki jest na rekordowych poziomach, co pozwala spółce prawdopodobnie uzyskiwać dobre ceny u podwykonawców/dostawców w warunkach, kiedy na rynku nowych przetargów panuje duża niepewność. Zakładamy, że CF operacyjny w 2H'24 będzie wyglądał lepiej (lepsze przepływy na kontraktach, na których nie było zaliczek + możliwość uzyskania zaliczki na Katowicach).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



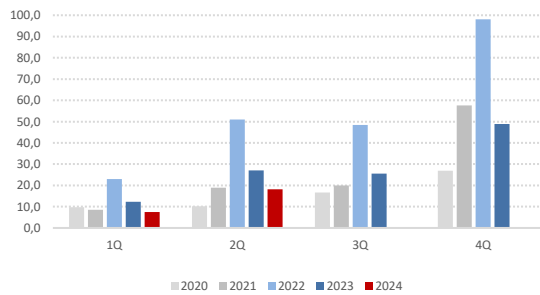
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



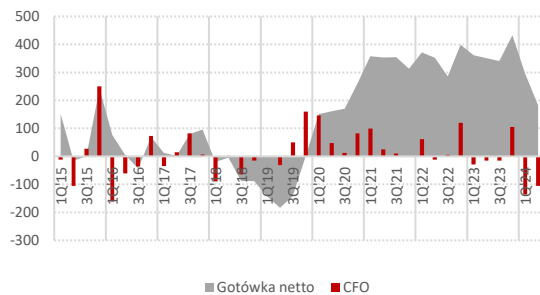
Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]*



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

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowania konferencji wynikowej po 1Q'24 (27 maja 2024):

1Q'24

-początkowa faza nowych kontraktów

Zaangażowanie w kapitał obrotowy

-spółka podtrzymuje, że przepływy operacyjne w 2024 roku powinny być dodatnie (lepszy profil płatności od zamawiających w kolejnych okresach)

-słabszy CF operacyjny w 1Q'24: i) nowe kontrakty, które przewidują wypłatę zaliczek jeszcze ich nie dostały (np. Etk-Korsze 108 mln PLN – możliwe w lipcu), ii) część kontraktów ma określone kamienie milowe (np. półroczne), które nie zostały jeszcze osiągnięte

-spółka oczekuje też wpływu I części zaliczki w Katowicach 87 mln PLN możliwej (3% wartości umowy, pozostanie jeszcze możliwość uzyskania II części na 7%)

Portfel

-marża porusza się obecnie w przedziale 6-7%

-spółka będzie nadal aktywnie ofertować

-w 2024 przychody min. 1,2 mld PLN (więcej warunkowane Katowicami)

-spółka ma potencjał na min 2 mld PLN

Katowice

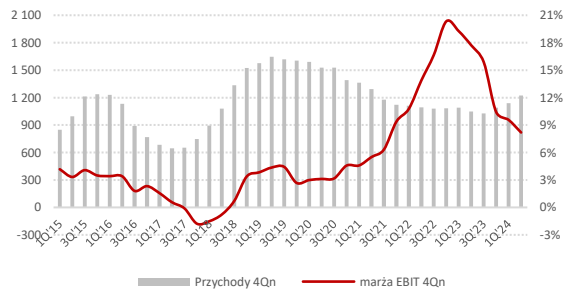
-spółka podchodzi z respektem do kontraktu, kontrakt jest trudny (m.in. szkody górnicze, obiekty inżynieryjne)

-Intop będzie odpowiadał głównie za obiekty inżynieryjne (Torpol też będzie miał prace w tym zakresie)

-ciężko obecnie określić poziom przychodów z kontraktu w 2024 (łatwiej może być za ok. 2 m-ce), spółka przejęła plac budowy, ale jest wiele kwestii administracyjnych po stronie zamawiającego, istnieje możliwość sprzedaży materiałów do zamawiającego

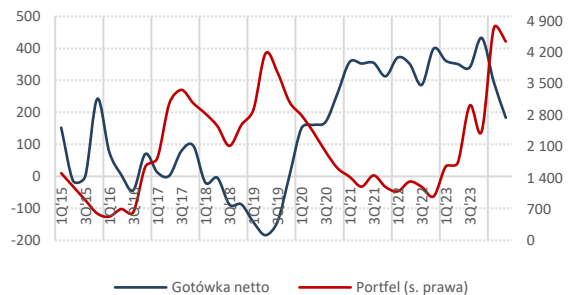
-pierwsze zamknięcia torowe przewidziane są od września

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

PLK

-toczy się audyt, ale spółka nie ma informacji jaki jest jego etap

-spółce trudno powiedzieć, ile przetargów będzie realizowane

-odbyły się spotkania na dużym poziomie ogólności z wykonawcami

CAPEX

-spółka podtrzymuje plan 50 mln PLN na 2024

Strategia

-publikacja się odwlecze -zaszły zmiany w RN, możliwe są kolejne zmiany w spółce

TOG

-zarząd uważa, że potencjał spółki jest duży (Orlen, Gaz-System, spółka chciałaby wejść na przetargi PERN)

-kontrakt dla Orlenu – spółka zakłada, że będzie aneks terminowy (3-4 miesiące, kontrakt zakończy się w 2024 roku), kontrakt ma marże zakładane budżetowo

Tramwaje

-na razie przetargów nie ma, spółka liczy, że się pojawią (optymizmem patrzy np. na Wrocław - potencjalnie 2 przetargi)

-rynek jest trudny (różni zamawiający, kontrakty mniejsze niż kolejowe)

Kubatūra

-spółka z nadzieją patrzy na dworce kolejowe (PKP S.A.)

-spółka kończy obecnie dworzec w Olsztynie, który powinien dać spółce ważne referencje

Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalnie [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24W	3Q'24P	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	207,8	254,4	269,6	353,0	212,4	214,4	246,3	418,7	260,5	298,0	380,0	462,5	325,0	380,0	455,0	496,0
jednostkowe	202,3	239,1	240,7	312,5	188,7	171,0	183,3	361,2	214,1	270,2	350,0	427,5	300,0	350,0	425,0	466,0
spółki zależne	5,5	15,4	28,9	40,5	23,7	43,4	62,9	57,5	46,4	27,8	30,0	35,0	25,0	30,0	30,0	30,0
Zysk brutto ze sprzedaży	31,0	62,3	56,0	110,0	21,5	40,0	35,4	61,2	20,0	29,2	29,7	33,9	24,3	30,1	36,1	39,4
jednostkowe	30,5	61,3	53,1	106,3	19,9	37,0	30,5	55,5	16,7	26,0	27,1	31,0	22,5	28,0	34,0	37,3
spółki zależne	0,4	1,1	2,9	3,6	1,5	3,0	4,9	5,7	3,3	3,2	2,6	2,9	1,8	2,1	2,1	2,1
SG&A	8,5	10,3	9,0	10,5	9,6	10,8	10,7	13,0	10,1	11,0	11,0	13,5	10,6	11,5	11,6	14,2
Zysk na sprzedaży	22,5	52,1	47,0	99,5	11,9	29,1	24,7	48,2	9,9	18,2	18,7	20,4	13,7	18,6	24,6	25,2
Saldo PPO/PKO	0,6	-1,1	1,4	-1,4	0,5	-2,0	0,9	0,7	-2,5	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	-0,5
EBITDA	29,1	56,9	54,5	104,4	18,8	33,4	31,6	54,8	13,6	24,5	25,0	26,4	19,9	25,1	31,6	31,9
EBIT	23,0	51,0	48,5	98,1	12,3	27,1	25,6	48,9	7,5	18,2	18,7	19,9	13,2	18,1	24,6	24,7
Zysk brutto	25,2	56,2	51,2	98,9	18,3	30,4	29,0	51,5	12,5	18,7	19,3	20,9	14,7	19,7	25,6	26,3
Zysk netto	20,3	45,0	40,6	78,0	14,4	23,7	23,0	40,9	10,7	15,2	15,6	16,9	11,9	15,9	20,7	21,3
Marża brutto ze sprzedaży	14,9%	24,5%	20,8%	31,2%	10,1%	18,6%	14,4%	14,6%	7,7%	9,8%	7,8%	7,3%	7,5%	7,9%	7,9%	7,9%
jednostkowa	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	10,6%	21,6%	16,6%	15,4%	7,8%	9,6%	7,8%	7,3%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%
spółki zależne	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	6,5%	6,8%	7,8%	9,9%	7,1%	11,5%	8,5%	8,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,6%	5,7%	6,1%	6,6%	6,9%	6,4%
Marża EBIT	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	12,6%	10,4%	11,7%	2,9%	6,1%	4,9%	4,3%	4,1%	4,8%	5,4%	5,0%
Marża zysku netto	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%	4,1%	3,7%	3,7%	4,2%	4,6%	4,3%
CFO	61,2	-11,7	5,8	119,9	-28,6	-14,5	-15,3	105,3	-136,5	-105,0	0,0	138,8	30,0	0,0	0,0	121,6
dług netto	-371,4	-351,7	-285,9	-399,5	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-294,7	-183,4	-136,0	-240,9	-264,1	-257,1	-171,5	-341,7
Portfel	1 093	1 311	1 194	984	1 650	1 732	3 010	2 440	4 738	4 440	4 060	3 597	3 272	3 272	3 272	3 272
rentowność portfela	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	---	---	---	---	---	---	---

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

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2024		odchyl.	2025		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 401,0	1 437,0	-2,5%	1 656,0	1 710,0	-3,2%
EBITDA	89,6	81,5	9,9%	108,5	109,7	-1,1%
EBIT	64,3	55,9	14,9%	80,5	83,0	-3,0%
Zysk (strata) netto	58,4	51,8	12,7%	69,8	69,4	0,6%
Gotówka (dług) netto	240,9	321,5	-25,1%	341,7	310,0	10,2%
Marża EBITDA	6,4%	5,7%		6,6%	6,4%	
Marża EBIT	4,6%	3,9%		4,9%	4,9%	
Marża zysku netto	4,2%	3,6%		4,2%	4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 340,0	1 401,0	4,6%	1 545,0	1 656,0	7,2%
EBITDA	71,7	89,6	24,9%	88,8	108,5	22,2%
EBIT	46,4	64,3	38,5%	60,9	80,5	32,2%
Zysk netto	47,9	58,4	21,9%	60,4	69,8	15,6%
Gotówka netto	385,3	240,9	-37,5%	410,3	341,7	-16,7%
Marża EBITDA	5,4%	6,4%		5,7%	6,6%	
Marża EBIT	3,5%	4,6%		3,9%	4,9%	
Marża zysku netto	3,6%	4,2%		3,9%	4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 22/04/2024

- Po 1Q'24 portfel Torpolu był rekordowy i wyniósł 4,74 mld PLN (vs 1,0 mld PLN na koniec 2022 roku). Stanowił on 4,2x przychodów za ostatnie 4Q (poprzednio tak wysoko wskaźnik był w 2017 roku). Obecnie wskazywana przez spółkę modelowa rentowność portfela to ok. 6%.
- Spodziewamy się w 2H'24 wyższych przychodów r/r (od przełomu 3/4Q'24 powinny ruszyć prace na kontrakcie w Katowicach), przy niższych r/r marżach (2H'23 to jeszcze wysoka baza z dwucyfrowymi marżami). Pozytywnie postrzegamy wzrost marży w 2Q'24 vs 1Q'24 (wcześniej zakładaliśmy, że marża w 2Q'24 będzie niższa q/q). Może to wskazywać, że obecne otoczenie kosztowe pozwala na generowanie wyższych od modelowych marż na nowych kontraktach. Konserwatywnie zakładamy w 2H'24 marżę w przedziale 7-8% (dostrzegamy szansę, że spółka będzie walczyć o podtrzymanie marży z 1H'24, czyli blisko 9%).
- Oczekujemy, że 3Q'24 może przynieść jeszcze pogorszenie pozycji gotówkowej vs 2Q'24, ale już nie ze strony wzrostu kapitału obrotowego, ale wypłaty znaczącej dywidendy. Zakładamy, że 4Q'24 przyniesie istotną sezonową poprawę pozycji gotówkowej (aczkolwiek będzie ona wyraźnie słabsza r/r). Zwracamy uwagę na znaczącą zaliczkę, którą spółka ma otrzymać na kontrakcie w Katowicach (3+7% wartości kontraktu brutto w podziale na II transze – I powinna przypaść na 2H'24 a II na 2025 rok).
- Zakładamy w całym 2024 roku 1,40 mld PLN przychodów (+28% r/r, przy marży brutto na poziomie 8%) oraz 58 mln PLN zysku netto (-43% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,66 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 70 mln PLN. Powyższe założenia przyjęte są przy dalszej konsolidacji TOG.
- Podniesienie prognoz w stosunku do naszej poprzedniej rekomendacji to pochodna finalnego nieco szybszego ujęcia przychodów z umowy w Katowicach oraz lepszych perspektyw dla marżowości (brak nowych przetargów przekłada się na wydłużenie okresu sprzyjającego otoczenia kosztowego w branży).
- Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 4,6-4,9%, a w kolejnych latach poprawi się do lekko >5%. Są to raczej nadal konserwatywne założenia – w okresie 2019-23 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 8,7% (natomiast w ostatnich 10 latach było to 6,0%).

- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie ujmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych (zakładamy, że nie będzie to obecnie dla spółki priorytetem ze względu na znaczący portfel w kraju).
- Zakładamy, że spółka będzie wypłacać dywidendę na poziomie min. 50% zysku netto wróci do wypłaty dywidendy. Dostrzegamy przy tym ryzyko, że przy „jedynie” 38% udziale w akcjonariacie, będzie się utrzymywać ryzyko, że CPK może nie być skłonne do oddawania znaczącego strumienia gotówki innym akcjonariuszom. Mimo kontynuacji projektu znakiem zapytania w jakiej formule spółka CPK będzie funkcjonować w najbliższych latach.

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	1 604,4	1 392,2	1 121,4	1 084,8	1 091,8	1 401,0	1 656,0	1 810,0	1 890,0	1 920,0	1 950,0	1 980,0	2 010,0	2 040,0	2 070,0
jednostkowe	1 567,0	1 318,1	1 031,1	994,6	904,2	1 261,8	1 541,0	1 675,0	1 725,0	1 750,0	1 775,0	1 800,0	1 825,0	1 850,0	1 875,0
spółki zależne	37,4	74,1	90,4	90,2	187,6	139,2	115,0	135,0	165,0	170,0	175,0	180,0	185,0	190,0	195,0
Zysk brutto ze sprzedaży	75,4	99,9	145,5	259,3	158,0	112,8	129,8	146,0	149,6	147,6	145,4	143,1	140,7	142,8	144,9
jednostkowe	70,5	93,3	138,0	251,3	142,9	100,8	121,8	136,6	138,0	135,7	133,2	130,5	127,8	129,5	131,3
spółki zależne	4,9	6,6	7,4	8,1	15,1	11,9	8,1	9,5	11,6	11,9	12,3	12,6	13,0	13,3	13,7
SG&A	32,8	35,1	38,8	38,2	44,2	45,5	47,8	52,3	54,6	55,4	56,3	57,2	58,0	58,9	59,8
Zysk na sprzedaży	42,5	64,8	106,7	221,1	113,8	67,2	82,0	93,8	95,0	92,1	89,1	86,0	82,7	83,9	85,1
Saldo PPO/PKO	0,4	-1,1	-1,5	-0,5	0,1	-3,0	-1,5	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBITDA	64,7	86,4	127,3	244,8	138,7	89,6	108,5	120,3	121,6	118,9	116,0	112,9	109,7	110,9	112,1
EBIT	42,9	63,6	105,1	220,6	113,9	64,3	80,5	92,8	94,1	91,2	88,2	85,0	81,7	82,9	84,1
Zysk brutto	36,8	58,8	101,3	231,5	129,2	71,4	86,2	101,3	104,7	102,6	100,1	97,1	93,7	94,8	96,0
Zysk netto	29,1	48,6	77,1	183,8	101,9	58,4	69,8	82,0	84,8	83,1	81,1	78,7	75,9	76,8	77,8
Marża brutto ze sprzedaży	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	14,5%	8,0%	7,8%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%
jednostkowa	4,5%	7,1%	13,4%	25,3%	15,8%	8,0%	7,9%	8,2%	8,0%	7,8%	7,5%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%
spółki zależne	13,2%	8,9%	8,2%	8,9%	8,0%	8,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	4,0%	6,2%	11,4%	22,6%	12,7%	6,4%	6,6%	6,6%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,5%	5,4%	5,4%
Marża EBIT	2,7%	4,6%	9,4%	20,3%	10,4%	4,6%	4,9%	5,1%	5,0%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża zysku netto	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	9,3%	4,2%	4,2%	4,5%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%
CFO	178,8	289,3	134,4	175,2	47,0	-102,7	151,6	163,2	87,0	96,1	93,6	91,0	88,4	89,4	90,3
dług netto	-2,9	-260,2	-312,8	-399,5	-432,7	-240,9	-341,7	-451,2	-480,7	-499,1	-516,6	-513,1	-509,3	-509,2	-509,2

Źródło: DM BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	221	229	254	256	258	260	260	260	261	261	261	261
Wartości niematerialne i prawne	13	12	13	14	15	16	16	17	17	17	17	17
Rzeczowe aktywa trwałe	168	173	196	197	198	200	200	200	200	200	200	200
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	40	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
Aktywa obrotowe	758	906	972	1 082	1 153	1 200	1 223	1 248	1 253	1 258	1 266	1 276
Zapasy	69	122	156	185	202	211	214	217	221	224	227	231
Należności krótkoterminowe	187	257	499	497	459	480	487	495	503	510	518	525
Inwestycje krótkoterminowe	496	518	308	391	482	501	512	527	521	515	512	511
- w tym środki pieniężne*	496	516	306	389	480	499	510	525	519	513	510	509
Pozostałe aktywa obrotowe	5	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Aktywa razem	978	1 135	1 226	1 338	1 410	1 460	1 483	1 509	1 514	1 519	1 527	1 538
Kapitał (fundusz) własny	408	510	520	560	608	651	671	690	687	684	685	686
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	571	626	707	778	804	809	813	820	827	835	843	852
Rezerwy na zobowiązania	75	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
Zobowiązania długoterminowe	86	72	57	42	27	18	18	18	18	18	18	18
- w tym zobowiązania oprocentowane	67	53	38	23	8	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	372	421	516	603	643	657	661	668	675	683	691	700
- w tym zobowiązania oprocentowane	30	30	27	24	21	18	11	8	6	3	1	0
Pozostałe	38	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
Pasywa razem	978	1 135	1 226	1 338	1 410	1 460	1 483	1 509	1 514	1 519	1 527	1 538
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	1 085	1 092	1 401	1 656	1 810	1 890	1 920	1 950	1 980	2 010	2 040	2 070
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	259	158	113	130	146	150	148	145	143	141	143	145
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	38	44	46	48	52	55	55	56	57	58	59	60
Zysk (strata) na sprzedaży	221	114	67	82	94	95	92	89	86	83	84	85
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	0	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	245	139	90	108	120	122	119	116	113	110	111	112
EBIT	221	114	64	81	93	94	91	88	85	82	83	84
Saldo działalności finansowej	11	15	7	6	8	11	11	12	12	12	12	12
Zysk (strata) brutto	232	129	71	86	101	105	103	100	97	94	95	96
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	184	102	58	70	82	85	83	81	79	76	77	78
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	175	47	-103	152	163	87	96	94	91	88	89	90
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3	-1	-38	-18	-17	-15	-13	-13	-13	-13	-13	-14
Przepływy z działalności finansowej	-108	-26	-69	-51	-55	-53	-71	-66	-84	-81	-79	-78
Przepływy pieniężne netto	64	20	-210	83	91	18	12	15	-6	-6	-3	-1
Środki pieniężne na początek okresu	432	496	516	306	389	480	499	510	525	519	513	510
Środki pieniężne na koniec okresu	496	516	306	389	480	499	510	525	519	513	510	509
Wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	-3%	1%	28%	18%	9%	4%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	92%	-43%	-35%	21%	11%	1%	-2%	-2%	-3%	-3%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	138%	-45%	-43%	20%	17%	3%	-2%	-2%	-3%	-4%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	23,9%	14,5%	8,0%	7,8%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	22,6%	12,7%	6,4%	6,6%	6,6%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,5%	5,4%	5,4%
Marża EBIT	20,3%	10,4%	4,6%	4,9%	5,1%	5,0%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża netto	16,9%	9,3%	4,2%	4,2%	4,5%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	3,8%	3,8%
SG&A / przychody	3,5%	4,0%	3,2%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
ROE	45,0%	20,0%	11,2%	12,5%	13,5%	13,0%	12,4%	11,8%	11,4%	11,1%	11,2%	11,3%
ROA	18,8%	9,0%	4,8%	5,2%	5,8%	5,8%	5,6%	5,4%	5,2%	5,0%	5,0%	5,1%
Dług	97	83	65	47	29	18	11	8	6	3	1	0
D / (D+E)	19,1%	14,0%	11,2%	7,8%	4,6%	2,7%	1,7%	1,2%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%
D / E	23,7%	16,3%	12,6%	8,4%	4,8%	2,8%	1,7%	1,2%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%
Dług / kapitał własny	23,7%	16,3%	12,6%	8,4%	4,8%	2,8%	1,7%	1,2%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%
Dług netto	-399	-433	-241	-342	-451	-481	-499	-517	-513	-509	-509	-509
Dług netto / kapitał własny	-1,0	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-1,6	-3,1	-2,7	-3,2	-3,8	-4,0	-4,2	-4,5	-4,5	-4,6	-4,6	-4,5
EV	371	338	530	429	319	290	272	254	258	261	261	261
Dług / EV	26,0%	24,6%	12,3%	11,0%	9,2%	6,3%	4,2%	3,3%	2,3%	1,3%	0,3%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,4%	2,5%	3,6%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	62,9%	109,2%	198,4%	105,9%	107,8%	107,3%	101,2%	101,4%	101,1%	100,9%	100,7%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	3,8%	9,5%	12,8%	-3,6%	-3,5%	0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-113,1%	1479,8%	58,2%	-23,3%	-40,9%	16,3%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
P/E*	4,2	7,6	13,2	11,0	9,4	9,1	9,3	9,5	9,8	10,2	10,0	9,9
P/BV*	1,9	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA*	1,5	2,4	5,9	4,0	2,7	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,3
EV/EBIT*	1,7	3,0	8,2	5,3	3,4	3,1	3,0	2,9	3,0	3,2	3,2	3,1
EV/S*	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	3,0	0,0	2,1	1,3	1,5	1,8	2,8	2,7	3,5	3,4	3,3	3,3
Payout ratio	89,4%	0,0%	47,6%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 33,55 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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedejusz

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedejusz@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	37,3	akumuluj	35,6	22.08.2024	11:52 CEST	33,55	84 528
akumuluj	35,6	kupuj	27,9	22.04.2024	14:25 CEST	32,35	84 109
kupuj	27,9	trzymaj	19,3	04.01.2024	09:55 CEST	23,75	77 054
trzymaj	19,3	trzymaj	22,0	12.09.2023	13:35 CEST	18,50	66 241
trzymaj	22,0	akumuluj	22,8	14.04.2023	14:50 CEST	21,15	61 305
akumuluj	22,8	---	---	16.01.2023	12:40 CEST	21,00	61 324

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'24*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	70%	0	0%
Akumuluj	2	20%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	10%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-08-22

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-08-22 (11:52 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-08-29 (00:01 CEST).

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

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

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

Osoby, które 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/analiza-i-informacje/analiza/historia-rekomendacji>

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-08-22:

- 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.