



Dom Maklerski BDM S.A.

# TORPOL

## RAPORT ANALITYCZNY

Torpol posiada wysoki portfel zbudowany w otoczeniu raczej niewymagającej presji konkurencyjnej (oferty z 2022 roku). W ostatnich kwartałach rentowność znormalizowała się vs znakomity okres 2021-23, jednocześnie zakładamy, że spółka miała możliwość korzystnego pozyskania podwykonawców/dostawców dla nowych kontraktów. Od początku 2025 roku widać ożywienie w ofertowaniu w nowych postępowaniach PKP PLK (złożono oferty na >3 mld PLN). Wszczęte w 2024/1Q'25 przez PLK przetargi z terminami ofertowania na najbliższe miesiące to >21 mld PLN (z tego aż dziewięć przetargów o jednostkowej wartości >1 mld PLN; lista ->s.7). Wysoki portfel powinien pozwolić Torpolowi na selektywne podejście do postępowań (dodatkowo wysoki udział dużych przetargów powinien ograniczać konkurencję). Zakładamy, że potencjalne złożenie wygrywających ofert w przetargach o jednostkowej wartości >1 mld PLN będzie pozytywnie odebrane przez rynek. Cenę docelową akcji Torpolu ustalamy na poziomie 45,1 PLN (poprzednio 37,3 PLN, wzrost w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest pochodną m.in. podniesienia nieco naszych założeń oraz wzrostu wyceny porównawczej – zwracamy uwagę na obecnie duże dyskonto mnożników spółki do grupy porównawczej). Cena docelowa implikuje podniesienie zalecenia do Kupuj.

### Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'24 spółka miała 906 mln PLN przychodów (+35% r/r) oraz 39,6 mln PLN zysku netto (-35% r/r). W samym 3Q'24 Torpol miał 347 mln PLN przychodów (+41% r/r) oraz 13,7 mln PLN zysku netto (wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży r/r). Na koniec 3Q'24 gotówka netto wynosiła 216 mln PLN. Mimo, że wyniki były słabsze r/r, oceniamy je lekko pozytywnie - spółka kolejny raz pokazała wyższą marżę (8,1%) niż „modelowe” 6%, co może wskazywać na dobrą rentowność nowych kontraktów. Istotny spadek gotówki r/r wiążemy ze wzrostem zaangażowania w realizację nowych kontraktów. 4Q'24 będzie ostatnim kwartałem, kiedy spółka mierzyła się z bazą dwucyfrowej marży brutto ze sprzedaży.

### Portfel

Po 3Q'24 portfel Torpolu wynosił 4,01 mld PLN (3,0x przychody za ostatnie 4Q). Największą pozycję (2,07 mld PLN) stanowił kontrakt w Katowicach podpisany w kwietniu '24 (pozyskany z III miejsca, 106% wartości kosztorysu). W pipeline spółka ma potencjalnie jeden kontrakt z PKP PLK na 0,16 mld PLN. Spółka nie jest pod presją budowy portfela i może naszym zdaniem dość bezpiecznie ofertować. Duże postępowania (>1 mld PLN) powinny być raczej sprzyjającym środowiskiem dla spółki (ograniczona pula podmiotów, które są w stanie składać tak duże oferty).

### Pozycjonowanie segmentowe

Spółka jest mocno ekspozycja na napływ środków unijnych na obszar infrastruktury szynowej (zarówno KPO, jak i FEnKS czy CEF). W obecnej strukturze portfela >95% to kontrakty kolejowe, reszta to małe zlecenia tramwajowe i obszar oil&gas. Pozytywnie odbieramy próbę wdrożenia przez PKP PLK wyroku TSUE w sprawie C-652/22 (ograniczenia udziału w przetargach podmiotów spoza UE), aczkolwiek z wnioskami należy poczekać na przebieg pierwszego postępowania w tej formule (LK Białystok-Ełk – planowany termin złożenie ofert: III'25).

### Wydarzenia korporacyjne

Na części z nowych postępowań PKP PLK/CPK w ostatnich miesiącach Torpol pojawia się w konsorcjach z Mirbudem, po tym jak spółki w ostatnich miesiącach nawiązały bliższe relacje operacyjne. Dalsze zaangażowanie Mirbudu w akcjonariacie spółki pozostaje jednak niewiadomą (po przejęciu Transkolu, prezes Mirbudu podtrzymał zainteresowanie nabyciem kolejnych pakietów akcji Torpolu, ale „nie za wszelką cenę”).

### Prognozy wyników, wskaźniki

Spodziewamy się, że w całym 2024 roku 1,40 mld PLN przychodów (+28% r/r, przy marży brutto na poziomie 8%) oraz 60 mln PLN zysku netto (-41% r/r). 4Q'24 będzie ostatnim kwartałem, w którym spółka będzie się jeszcze mierzyć z bazą dwucyfrowej marży. W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,66 mld PLN oraz zysku netto do 69 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=5,0x oraz 3,5x w 2026 roku.

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	1 084,8	1 091,8	1 400,9	1 656,5	1 915,0	2 050,0
EBITDA [mln PLN]	244,8	138,7	92,4	109,1	130,1	134,3
EBIT [mln PLN]	220,6	113,9	67,1	81,1	102,7	106,8
Zysk netto [mln PLN]	183,8	101,9	60,5	68,8	89,8	94,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-399,5	-432,7	-200,2	-348,7	-438,6	-470,7
P/BV	2,2	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3
P/E	4,8	8,7	14,7	12,9	9,9	9,4
EV/EBITDA	2,0	3,3	7,5	5,0	3,5	3,1
EV/EBIT	2,2	4,0	10,3	6,7	4,4	3,9
DPS [PLN/akcje]	3,0	0,0	2,1	1,3	1,5	2,0

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.

# KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

**WYCENA 45,1 PLN**

19 LUTY 2025, 08:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	41,9
Wycena porównawcza [PLN]	58,0
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>45,1</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>16,3%</b>
Koszt kapitału	13,8%

Cena rynkowa [PLN]	38,80
Kapitalizacja [mln PLN]	891,2
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	39,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	30,7

Stopa zwrotu za 3 mc	23,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	19,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	20,1%

Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
Mirbud	10,0%
NN PTE	9,8%
PKO TFI	5,5%
Pozostali	36,7%

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



**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	5
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH .....	6
STRONA KOSZTOWA .....	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ .....	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	12
DANE FINANSOWE .....	17

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	11,6	4,8	8,7	14,7	12,9	9,9	9,4
P/BV	3,0	2,2	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3
EV/EBITDA	4,5	2,0	3,3	7,5	5,0	3,5	3,1
EV/EBIT	5,5	2,2	4,0	10,3	6,7	4,4	3,9
EV/S	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2
BVPS	12,8	17,8	22,2	22,7	24,4	26,8	29,0
EPS	3,4	8,0	4,4	2,6	3,0	3,9	4,1
DPS (w danym roku)	1,53	3,00	0,00	2,11	1,32	1,50	1,95
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	1 657	1 915	2 050
Zysk brutto ze sprzedaży	145	259	158	115	130	155	162
SG&A	39	38	44	45	47	51	54
PPO/PKO	-2	0	0	-3	-2	-1	-1
EBITDA	127	245	139	92	109	130	134
EBIT	105	221	114	67	81	103	107
Zysk brutto	101	232	129	75	85	111	117
Zysk netto	77	184	102	60	69	90	95
Dług netto	-313	-399	-433	-200	-349	-439	-471

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-19%	-3%	1%	28%	18%	16%	7%
EBITDA zmiana r/r	47%	92%	-43%	-33%	18%	19%	3%
Zysk netto zmiana r/r	59%	138%	-45%	-41%	14%	30%	5%
Marża brutto na sprzedaży	13,0%	23,9%	14,5%	8,2%	7,8%	8,1%	7,9%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	12,7%	6,6%	6,6%	6,8%	6,5%
Marża netto	6,9%	16,9%	9,3%	4,3%	4,2%	4,7%	4,6%
ROE	26,3%	45,0%	20,0%	11,6%	12,3%	14,6%	14,2%
ROA	8,0%	18,8%	9,0%	5,0%	5,2%	6,3%	6,3%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>256</b>	<b>221</b>	<b>229</b>	<b>254</b>	<b>256</b>	<b>258</b>	<b>260</b>
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
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>703</b>	<b>758</b>	<b>906</b>	<b>951</b>	<b>1 066</b>	<b>1 178</b>	<b>1 249</b>
Zapasy	47	69	122	156	185	214	229
Należności krótkoterminowe	217	187	257	518	474	486	520
Środki pieniężne	432	496	516	265	396	468	489
Pozostałe aktywa obrotowe	7	5	11	11	11	11	11
<b>Aktywa razem</b>	<b>959</b>	<b>978</b>	<b>1 135</b>	<b>1 205</b>	<b>1 322</b>	<b>1 436</b>	<b>1 508</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>293</b>	<b>408</b>	<b>510</b>	<b>522</b>	<b>561</b>	<b>616</b>	<b>666</b>
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>667</b>	<b>571</b>	<b>626</b>	<b>683</b>	<b>762</b>	<b>821</b>	<b>844</b>
Rezerwy na zobowiązania	26	75	49	49	49	49	49
Oprocentowane zobowiązania	119	97	83	65	47	29	18
Zobowiązania pozostałe	522	399	493	569	665	743	776
<b>Pasywa razem</b>	<b>959</b>	<b>978</b>	<b>1 135</b>	<b>1 205</b>	<b>1 322</b>	<b>1 436</b>	<b>1 508</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-313</b>	<b>-399</b>	<b>-433</b>	<b>-200</b>	<b>-349</b>	<b>-439</b>	<b>-471</b>
Dług netto / Kapitał własny	-1,1	-1,0	-0,8	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-2,5	-1,6	-3,1	-2,2	-3,2	-3,4	-3,5

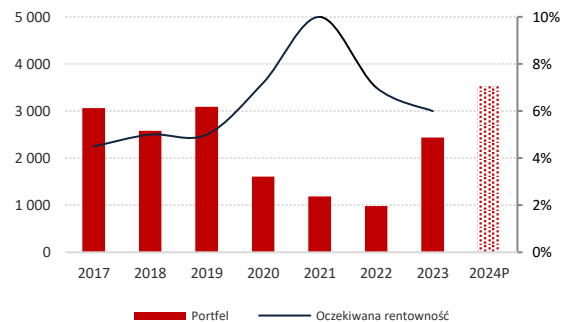
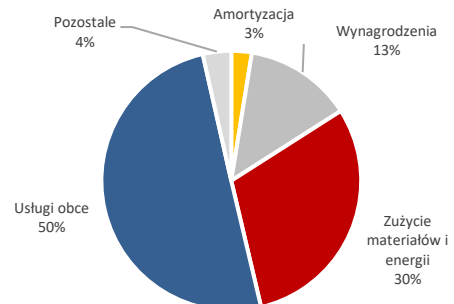
Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	134	175	47	-144	202	143	94
CFI	-8	-3	-1	-35	-20	-17	-16
CFF	-99	-108	-26	-71	-52	-54	-57
- w tym dywidenda	35	69	0	48	30	34	45
Przepływy pieniężne netto	27	64	20	-251	130	72	21
CAPEX / Amortyzacja	34%	63%	109%	198%	106%	108%	107%

**TORPOL**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>www:</b> <a href="http://www.torpol.pl">www.torpol.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>45,1</b>	
<b>Potencjał zmiany</b>	<b>16,3%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>
Cena rynkowa [PLN]	38,8	4Q'24: 21 mar
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	1Q'25: 22 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	891,2	

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody	246	419	261	298	347	495
Zysk brutto ze sprzedaży	35	61	20	29	28	38
SG&A	11	13	10	11	11	13
PPO/PKO	1	1	-2	0	-1	-1
EBITDA	32	55	14	25	24	31
EBIT	26	49	7	18	17	25
Zysk brutto	29	51	13	20	17	26
Zysk netto	23	41	11	15	14	21
Dług netto	-341	-433	-295	-174	-211	-200

Wskaźniki	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody zmiana r/r	-9%	19%	23%	39%	41%	18%
EBITDA zmiana r/r	-42%	-47%	-28%	-27%	-26%	-44%
Zysk netto zmiana r/r	-43%	-48%	-26%	-36%	-40%	-49%
Marża brutto na sprzedaży	14,4%	14,6%	7,7%	9,8%	8,1%	7,7%
Marża EBITDA	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,8%	6,2%
Marża netto	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%	3,9%	4,2%

**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%	41,9
Wycena metodą porównawczą	20%	58,0
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>45,1</b>

Źródło: 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 (5,80%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 19 lutego 2025.

## Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 656,5	1 915,0	2 050,0	2 170,0	2 195,0	2 220,0	2 245,0	2 270,0	2 295,0	2 320,0
EBIT [mln PLN]	81,1	102,7	106,8	109,9	108,1	106,3	109,5	112,8	116,1	117,4
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]	15,4	19,5	20,3	20,9	20,5	20,2	20,8	21,4	22,1	22,3
NOPLAT [mln PLN]	65,7	83,2	86,5	89,0	87,6	86,1	88,7	91,4	94,1	95,1
Amortyzacja [mln PLN]	28,0	27,4	27,5	27,7	27,8	27,9	28,0	28,0	28,0	28,1
CAPEX [mln PLN]	-29,6	-29,6	-29,5	-28,1	-28,2	-28,2	-28,2	-28,2	-28,2	-28,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	109,0	34,1	-17,0	-5,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
FCF [mln PLN]	173,1	115,2	67,5	83,1	86,0	84,6	87,3	90,0	92,7	93,8
DFCF [mln PLN]	155,1	90,8	46,8	50,7	46,1	39,9	36,1	32,7	29,6	26,3
Suma DFCF [mln PLN]	554,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	740,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	208,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	762,3									
Dług netto 2024P [mln PLN]	-200,2									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>962,5</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>41,9</b>									

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

Przychody zmiana r/r	18,2%	15,6%	7,0%	5,9%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	20,9%	26,6%	4,0%	2,9%	-1,6%	-1,7%	3,0%	3,0%	2,9%	1,1%
FCF zmiana r/r	---	-33,4%	-41,4%	23,1%	3,5%	-1,6%	3,2%	3,1%	3,0%	1,1%
Marża EBITDA	6,6%	6,8%	6,5%	6,3%	6,2%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	4,9%	5,4%	5,2%	5,1%	4,9%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%
Marża NOPLAT	4,0%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%
CAPEX / Przychody	1,8%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	105,9%	107,8%	107,3%	101,2%	101,4%	101,1%	100,9%	100,7%	100,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-6,6%	-1,8%	0,8%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-42,6%	-13,2%	12,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

Źródło: BDM S.A.

## Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	96,4%	98,0%	98,8%	99,3%	99,5%	99,6%	99,8%	99,9%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	3,6%	2,0%	1,2%	0,7%	0,5%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%

Źródło: BDM S.A.

## Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	0,0%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1			
beta	0,8	45,0	46,1	47,4	Premia za ryzyko	6,0%	46,1	47,3	48,8	Premia za ryzyko	6,0%	49,4	47,3	45,5
	0,9	43,0	43,9	44,9		7,0%	43,4	44,4	45,5		7,0%	46,4	44,4	42,6
	1,0	41,2	41,9	42,8		8,0%	41,2	41,9	42,8		8,0%	43,9	41,9	40,2
	1,1	39,6	40,2	40,9		9,0%	39,2	39,8	40,5		9,0%	41,7	39,8	38,1
	1,2	38,1	38,6	39,2		10,0%	37,5	37,9	38,5		10,0%	39,8	37,9	36,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

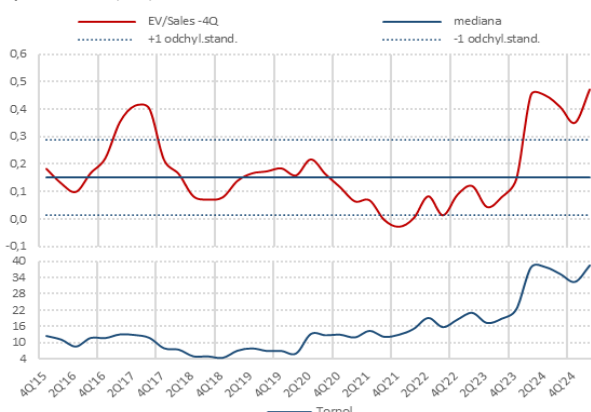
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2025-27 (33% wagi dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 58,0 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	20,1	16,7	14,3	10,9	8,8	7,3
Mirbud	11,6	10,5	8,7	5,9	5,6	4,5
Trakcja	26,6	18,5	14,2	9,7	7,9	6,5
ZUE	37,3	14,7	9,1	8,6	5,1	3,5
<b>Mediana</b>	<b>23,3</b>	<b>15,7</b>	<b>11,6</b>	<b>9,1</b>	<b>6,8</b>	<b>5,5</b>
<b>Torpol</b>	<b>12,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,4</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>
Premia/dyskonto do mediany	-45%	-37%	-19%	-45%	-49%	-43%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	70,0	61,4	47,9	58,5	57,5	52,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>59,7</b>			<b>56,2</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>58,0</b>					

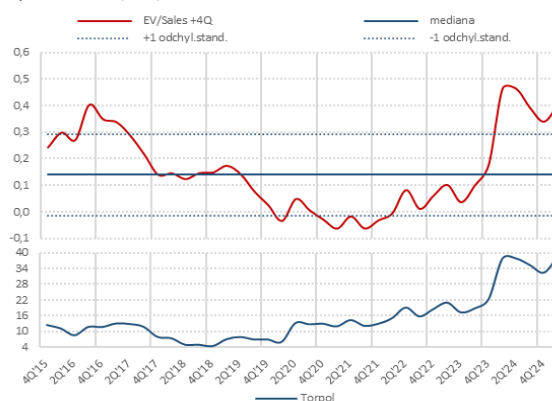
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

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

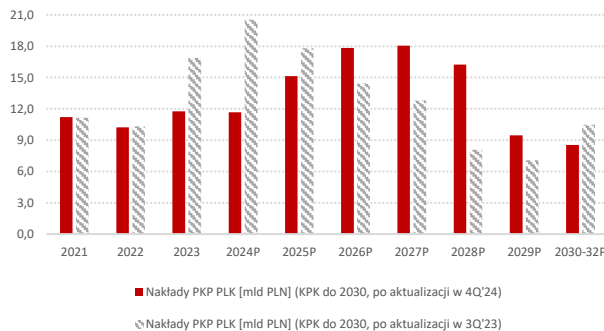


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

## AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

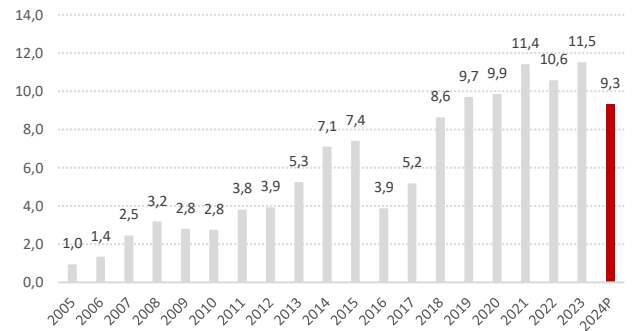
W październiku '24 zaktualizowano Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032 (poprzednia wersja pochodziła z sierpnia 2023). Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2024-30 wyniosą 97 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowy będzie 2027 rok na poziomie 18,0 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano w ...2024 roku). Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku miały wynieść 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku). MI zapowiedziało w lutym, że w sektorze kolejowym w 2025 roku uruchomione mają zostać przetargi o łącznej wartości ok. 16 mld PLN (1300 km linii) – [link](#).

Planowane nakłady PKP PLK zapisane w KPK do 2030 roku [mld PLN netto]



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

Po dłuższej przerwie, od przełomu 3/4Q'24 PKP PLK zaczęła ogłaszać duże postępowania na kontrakty budowlane. PKP PLK zapowiadała ogłoszenie w 2024 roku przetargów o łącznej wartości 17 mld PLN, formalnie część postępowań została ogłoszona dopiero w styczniu '25. Natomiast w latach 2025-26 ma to być po 15 mld PLN nowych przetargów rocznie ([link](#)).

Podobnie jak w okresie 2015-16 (brak nowych przetargów po zakończeniu perspektywy UE 2007-13, zmiany w kadrach po wyborach z 2015 roku), obecnie PKP PLK potrzebowała około roku, aby odblokować rynek przetargowy. Wysyp przetargów w poprzednim cyklu nastąpił w 2H'16 – kontrakty podpisywane były głównie w 2017 roku (umowy te odbiły się później negatywnie na kondycji spółek wykonawczych). Kolejna „hossa” przetargowa nastąpiła po dwóch latach, 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 2025 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)

data	nazwa	najniższa oferta	% budżetu	II oferta	I/II	liczba ofert		
lut 25	LOT-A1-1 Skarżysko Kamienna - Łączna / LOT-A1-2 Łączna - Tumlin	678,1	PNUIK	82%	689,0	ZUE	98%	11
sty 25	LK 25, 74, 78 Stalowa Wola -Tarnobrzeg - Sandomierz - Ocice - Padew	847,4	Swietelsky	92%	879,5	ZUE	96%	11
sty 25	LK 108 Jasło - Nowy Zagórz	991,4	ZUE/Duna	110%	1 043,8	Porr	95%	9
sty 25	LK1 Kolutski - Częstochowa	513,7	PNUIK	103%	522,4	Trakcja	98%	3
sty 25	LK 132 Pyskowitz - Opole Groszowice	105,4	Dolkom/SBM	61%	105,7	Swietelsky	100%	6
sty 25	LK 354 Oborniki Wielkopolskie Most - Oborniki Wielkopolskie	99,9	Porr	89%	103,6	Primost Pld.	96%	10
sty 25	LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”	163,9	Torpol	65%	177,2	Mirbud	93%	13
<b>suma/średnia</b>		<b>3 399,7</b>		<b>86%</b>	<b>3 521,1</b>		<b>97%</b>	<b>9,0</b>

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto (z uwzględnieniem opcji)

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	II oferta	I/II	liczba ofert		
gru 24	LK 355 Ostrów Wielkopolski - Grabowo Wielkie - Etap II	85,9	Infracol/Trakcja S./LWZ	67%	89,6	Torhamer	96%	10
gru 24	LK 144 Fosowskie - Opole Główne	52,4	Porr	77%	55,9	Torhamer/Trans-Tel	94%	6
lis 24	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łąpy	329,1	ZUE	95%	348,9	Torhamer/Rajbud	94%	15
wrz 24	LK 356 Wągrowiec – Gołańcz – granica województwa	197,9	Porr	145%	201,9	ZUE	98%	14
sie 24	Łowicz Główny - Skierniewice LK 11	82,6	Track Tec	83%	84,6	Torhamer/Rajbud	98%	19
maj 24	Radzice - Radom Główny LK 22 (tor II)	138,0	Skanska	65%	141,1	PNUIK	98%	17
kwi 24	Pisarzowa i Limanowa LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	93,7	PNUIK/Grinea	98%	100,4	Trakcja	93%	5
kwi 24	Przymylnie LK 104 Chabówka – Nowy Sącz	39,6	Natipol	79%	42,4	PNUIK/Grinea	93%	8
mar 24	LK 4 (Dostosowanie CMK do prędkości 250 km/h)	178,0	SBM	103%	189,7	Trakcja	94%	8
lut 24	LK 3 odc. Poznań Górczyn - Zbąszynek	153,7	DOM	72%	168,3	Track-Tec	91%	14
sty 24	Jedlicze – Szebnie LK 108 na odcinku Jasło - Nowy Zagórz	242,4	Track-Tec/Intop	79%	262,6	Swietelsky	92%	12
sty 24	Odcinek C2 stacja Limanowa LK 104	290,0	Track-Tec/Polbud	172%	303,2	ZUE	96%	9
sty 24	Przebudowa stacji Częstochowa Towarowa	113,7	Porr/Trakcja S.	81%	117,6	SBM	97%	12
<b>suma/średnia</b>		<b>1 997,0</b>		<b>94%</b>	<b>2 106,2</b>		<b>95%</b>	<b>11,5</b>

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto (z uwzględnieniem opcji)

**Planowane\* terminy złożenie ofert na istotnych przetargach budowlanych PKP PLK [mld PLN]**

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mld PLN]
LK 202 Gdynia Chylonia – Łębork Faza II	2025-02-21	2024-09-04	> 3000
LK 104 na odcinku A2 i A3 Rabka Zaryte – Mszana Dolna - Fornale	2025-02-21	2024-12-31	ok. 750
LK 201 stacja Maksymilianowo - odcinek 1	2025-02-21	2024-11-26	>1000
C-E 20 Czachówek Wschodni - Pilawa wraz z mostem nad Wisłą	2025-02-21	2024-12-27	ok 1300
C-E 20 Skierniewice – Czachówek Wschodni	2025-02-21	2025-01-13	ok. 1400
LK 229 Kartuzy - Łębork (EJ)	2025-02-24	2024-12-20	b.d.
LK 7 Warszawa – Otwock – Dęblin – Lublin, etap IIB (W-wa Wawer - Otwock)	2025-02-25	2024-10-04	ok. 1800
LK 622 (odc F+J) Podłęża R401 – Gdów / Podłęża R301 – Podłęża Balachówka	2025-02-28	2025-01-20	ok. 2300
LK 622 (odc H) Szczyrzyc - Tymbark	2025-03-05	2024-09-04	ok 2000
E 75 Białystok – Elk, faza II	2025-03-06	2025-01-07	ok. 6000
LK 8 Tunel - Kraków	2025-03-10	2025-01-31	b.d.
LK 104 na odcinku C1 Tymbark – Limanowa	2025-03-27	2025-02-17	ok 1300

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PKP PLK, \*terminy mogą ulec przesunięciu

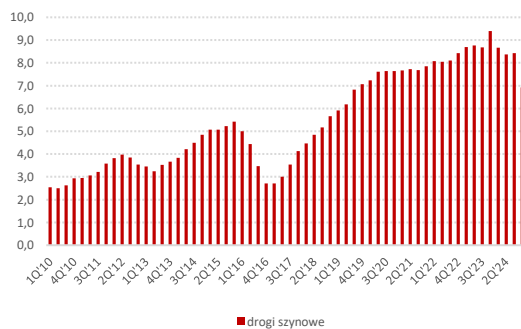
Suma = 21,4 mld PLN

\*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert na 12 dużych postępowaniach w lutym i marcu. Należy jednak liczyć się z przesunięciami tych terminów ze względu na dużą liczbę pytań zadawanych zamawiającemu przez potencjalnych wykonawców.

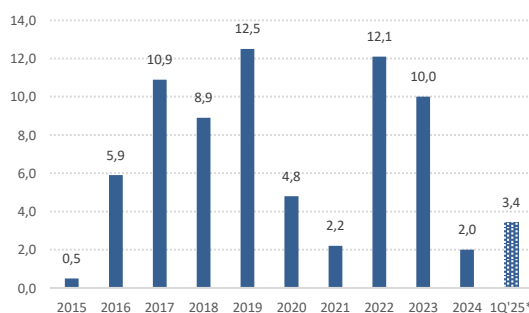
W przypadku przetargów, na których złożono oferty w 1Q'25 średni czas pomiędzy datą wszczęcia postępowania a terminem złożenia oferty wynosił 101 dni (przy czym żadne postępowanie nie przekraczało wartości 1 mld PLN).

Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Po zmianie rządu priorytetem inwestycji kolejowych CPK pozostaje 480 km linii KDP "Y", łączącej Warszawę oraz Łódź z Poznaniem i Wrocławiem. Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania ma być odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W grudniu'24 otwarto oferty w przetargu na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (najniższa oferta 1,8 mld PLN – Porr / budżet 2,3 mld PLN netto).

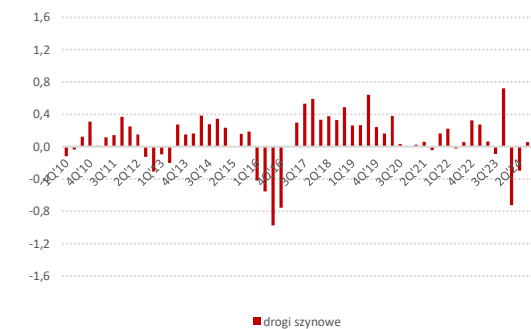
**Nakłady na drogi szynowe (4Qn) [mld PLN]**


■ drogi szynowe

Źródło: DM BDM S.A., GUS

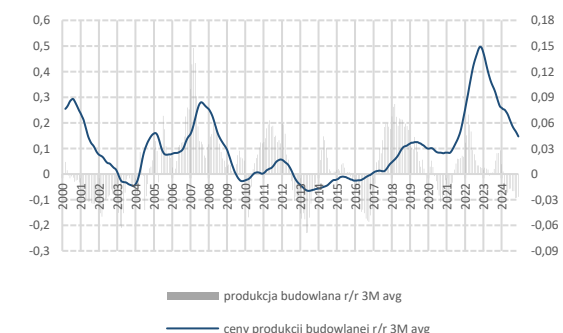
**Wartość złożonych ofert (najniższe ceny) – PKP PLK [mld PLN netto]**


Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK, 2024 – szacunek DM BDM, \*1Q'25 – do 18 lutego

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


■ drogi szynowe

Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


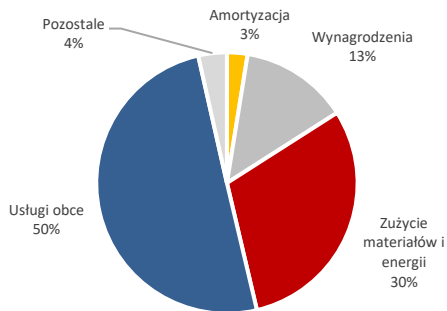
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

**Inwestycje tramwajowe w Polsce**

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

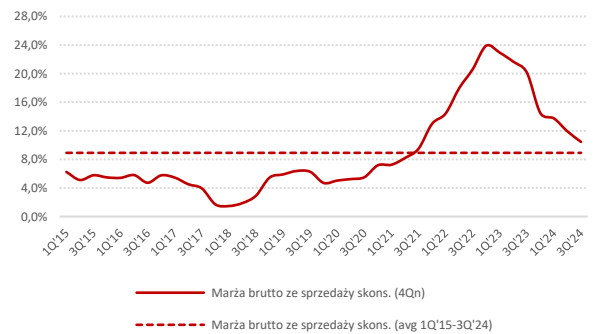
## STRONA KOSZTOWA

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

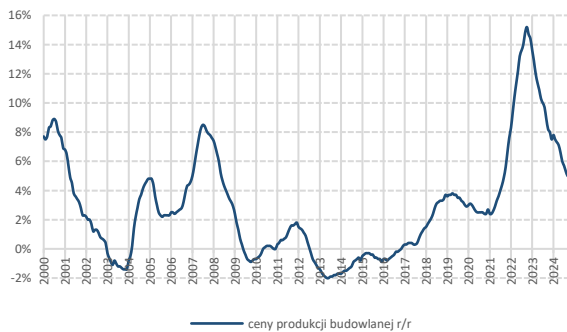
Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

## CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

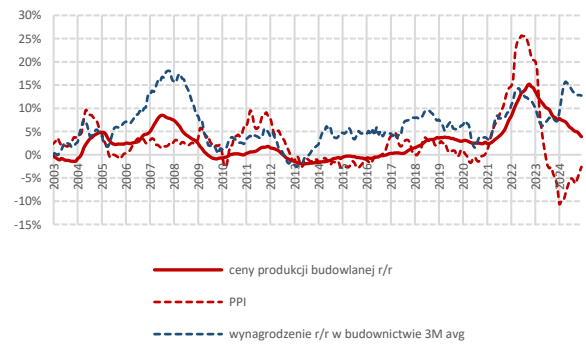


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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. W końcówce 2024 roku miesięczne dynamiki (m/m) zeszły już do poziomu 0,0-0,1% (najniżej od 2017-18). W grudniu 2024 odnotowano wzrost r/r o 3,9% (najniżej od VI'21). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynieryjnym (średnio 0,9 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej).

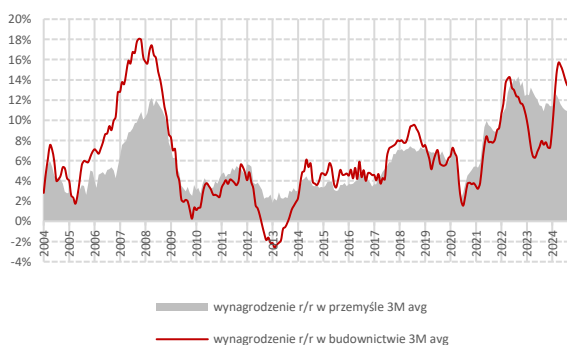
Mimo, że dynamika roczna cen spada już wyraźnie od szczytu, to nadal w 2024 roku były to relatywnie wysokie poziomy w ujęciu r/r. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być nadal niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równoważy je dodatnia dynamika wynagrodzeń (presja ze strony postępującego wzrostu pensji minimalnej).

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



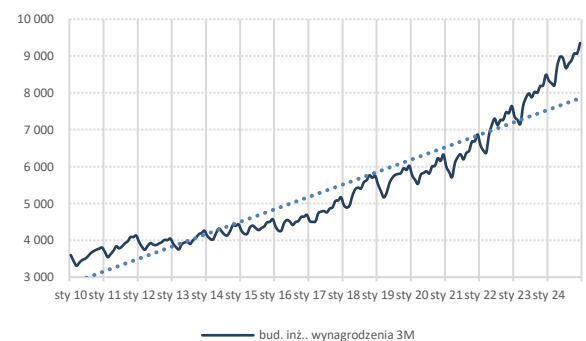
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

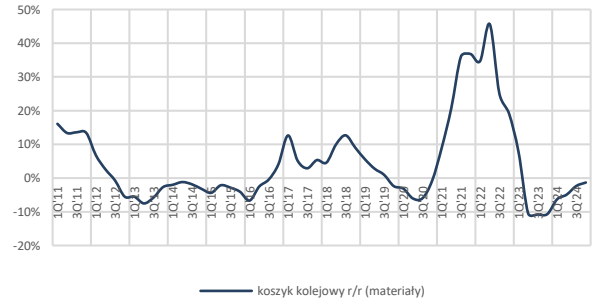
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

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]\*

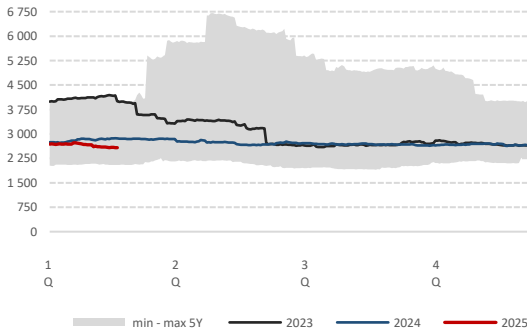


Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 4Q'24 (październik-listopad) wykazały -1% spadek r/r (-2% w 3Q'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 4Q'24 wykazują +1% wzrost r/r (podobnie jak w 3Q'24).

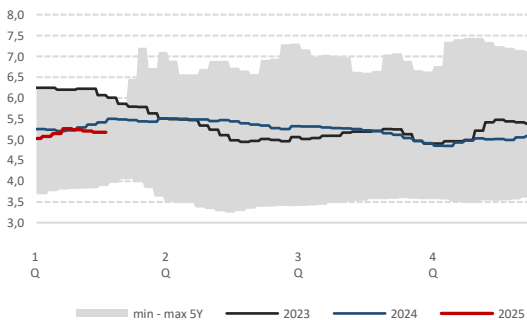
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym 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]



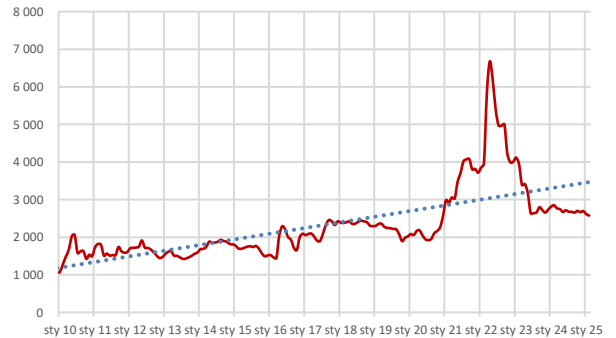
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



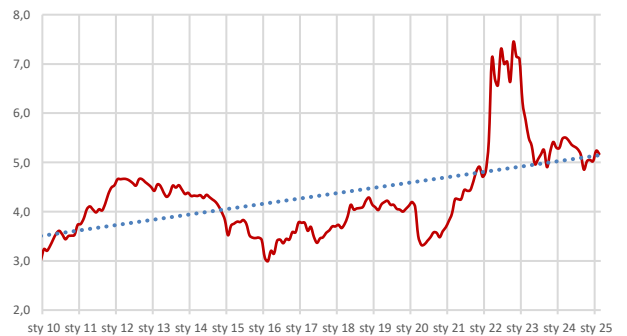
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



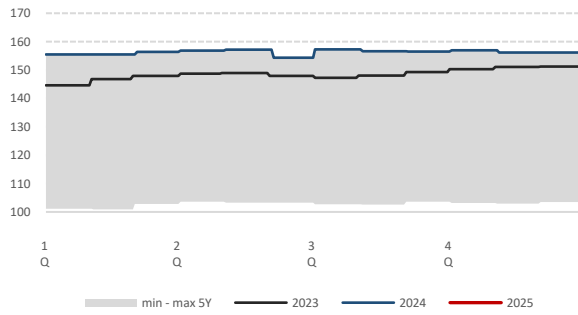
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



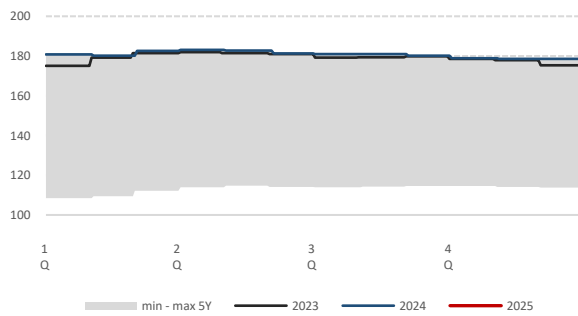
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Kruszywa – indeks GUS\***



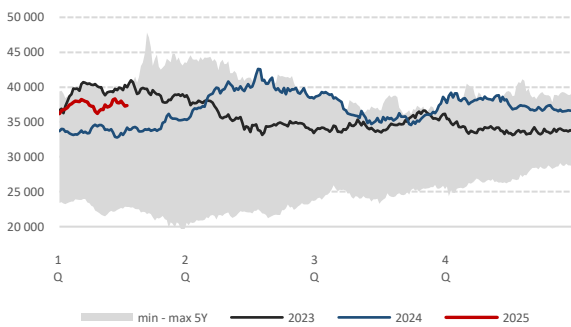
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za XI'24

**Cement – indeks GUS\***



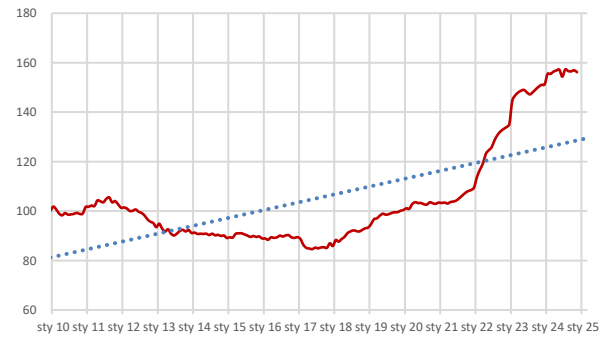
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za XI'24

**Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]**



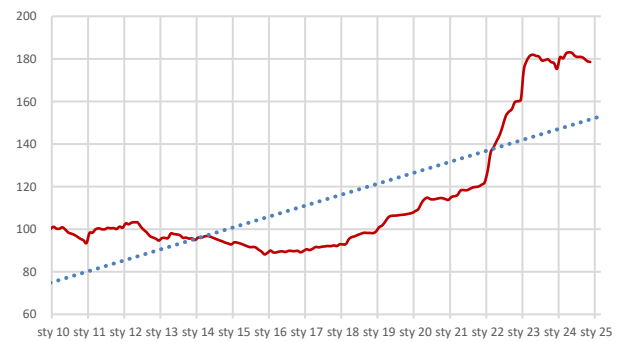
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Kruszywa – indeks GUS\***



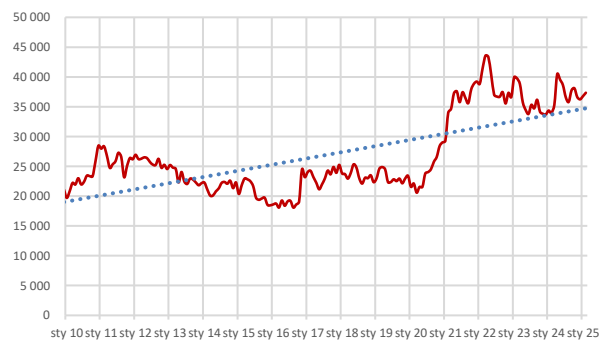
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku

**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 pozyskane od początku 2019 roku o wartości >100 mln PLN netto

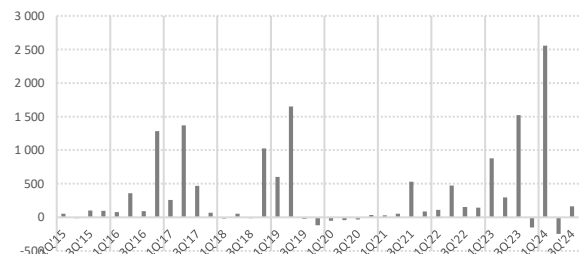
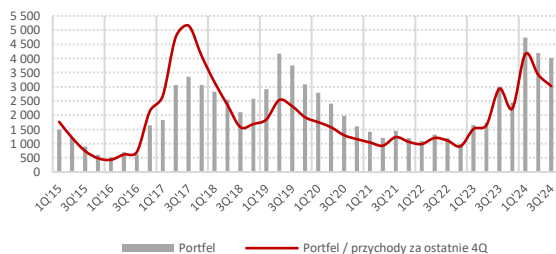
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu
<b>2025</b>					
sty 25	PKP PLK	Modernizacja LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”	164	nc	65%
<b>2024</b>					
kwi 24	PKP PLK	Modernizacja E 65 na odcinku Katowice Szopienice Pld. - Katowice - Katowice Piotrowice	2 362	kwi 28	106%
<b>2023</b>					
lis 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk (roboty bud.)	572	lis 26	99%
paź 23	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 38 na odcinku Giżycko - Korsze wraz z elektryfikacją	877	kwi 26	100%
sie 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda (roboty bud.)	254	sie 26	85%
maj 23	PKP PLK	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E (P&B)	541	lis 25	126%
kwi 23	PMT LK	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26	b.d.
<b>2022</b>					
sie 22	PGNiG/Orlen	Rozbudowa OC Lubiatów i OG Międzychód (zespół budynków i obiektów wraz z infrastrukturą techn.)	320	sie 24	b.d.
<b>2021</b>					
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%
<b>2019</b>					
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 Zaspą 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 3Q'24 miał wartość 4,01 mld PLN, z czego 3,89 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,12 mld PLN na zależny TOG. W portfelu największą pozycję stanowi podpisany na przetomie 1/2Q'24 kontrakt w Katowicach (po 3Q'24 do wykonania 2,1 mld PLN). W 2Q'24 spółka nie podpisywała żadnych znaczących umów, stąd należy się spodziewać, że na koniec 2024 roku portfel spadł do ok. 3,5-3,6 mld PLN. W potencjalnym pipeline spółka może mieć kontrakt na węzeł kolejowy w Policach, gdzie w styczniu złożyła najniższą cenę w przetargu (0,16 mld PLN, oferta jest niska vs budżet – nie można wykluczyć, że spółka nie będzie walczyć o podpisanie tego kontraktu, jeśli w kolejnych miesiącach złoży wygrujące oferty w innych przetargach). Względem części historycznie prowadzonych kontraktów spółka domaga się dopłat/waloryzacji od zamawiającego (PKP PLK).

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q

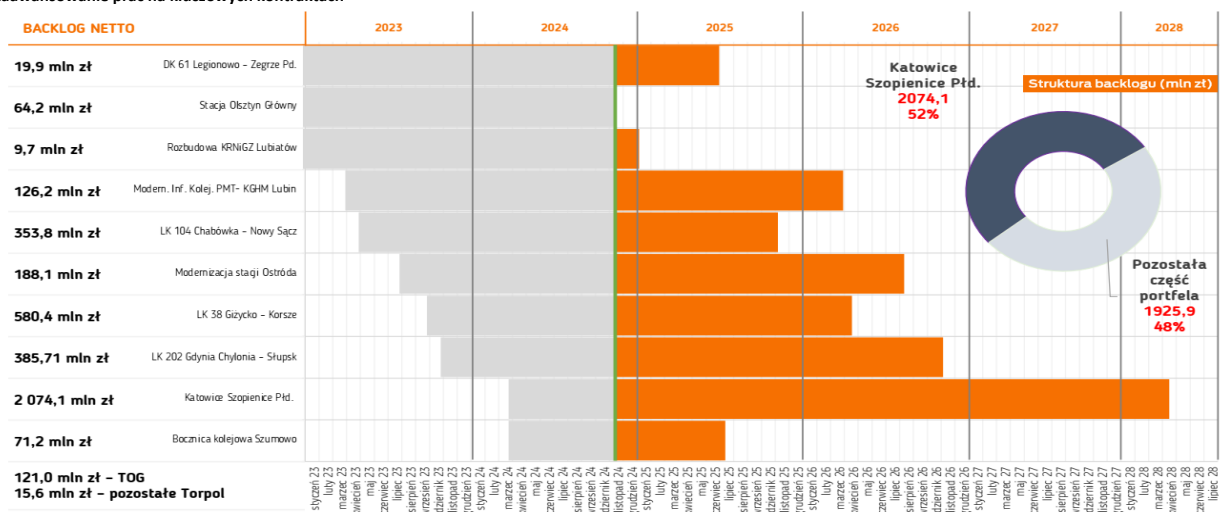
Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]\*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

### Zaawansowanie prac na kluczowych kontraktach



Źródło: DM BDM S.A., spółka

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

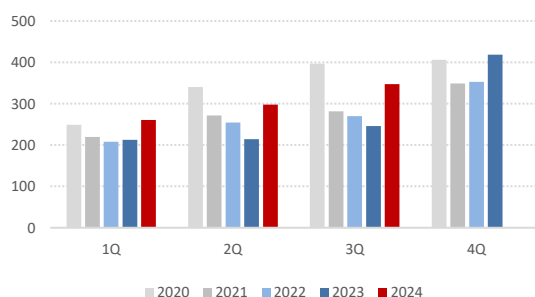
### Wyniki za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24W	odchyl.	3Q'24P BDM	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	246,3	347,4	41,1%	347,4	0,0%	340,0	2,2%	673,1	905,9	34,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	35,4	28,0	-20,8%	28,0	0,0%	21,9	27,9%	96,8	77,2	-20,3%
Zysk na sprzedaży	24,7	17,4	-29,3%	---	---	11,0	58,2%	65,6	45,6	-30,6%
PPO/PKO	0,9	-0,6	---	---	---	0,2	---	-0,6	-3,0	---
EBITDA	31,6	23,5	-25,7%	---	---	17,5	34,1%	83,9	61,6	-26,5%
EBIT	25,6	16,8	-34,3%	16,8	0,0%	11,2	49,9%	65,0	42,6	-34,5%
Zysk brutto	29,0	17,5	-39,7%	---	---	12,2	42,9%	77,7	49,6	-36,2%
Zysk netto	23,0	13,7	-40,4%	13,7	-0,4%	9,9	38,2%	61,1	39,6	-35,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,4%	8,1%		8,1%		6,4%		14,4%	8,5%	
Marża na sprzedaży	10,0%	5,0%		---		3,2%		9,8%	5,0%	
Marża EBIT	12,8%	6,8%		---		5,2%		12,5%	6,8%	
Marża zysku netto	10,4%	4,8%		4,8%		3,3%		9,7%	4,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

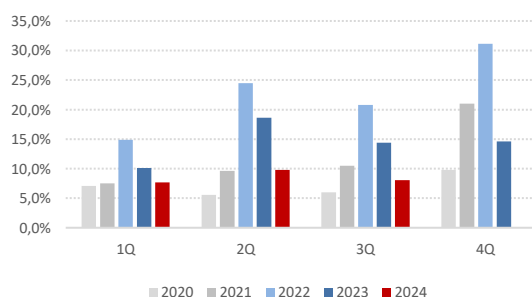
- Przychody w 3Q'24 wzrosły o 41% r/r do 347 mln PLN (minimalnie powyżej naszych oczekiwań).
- EBIT i zysk netto w 3Q'24 były słabsze r/r, ale powyżej naszych prognoz.
- Wyniki są niższe r/r, ze względu na spadek marży brutto ze sprzedaży (8,1% vs 14,4% rok temu). Ale jednocześnie marża była powyżej naszych oczekiwań (zakładaliśmy spadek do 6-7%).
- Wpływ zmiany szacunków wyceny kontraktów w 3Q'24 na poziomie +20,3 mln PLN (vs +26,4 mln PLN rok temu i +22,0 mln PLN w całym 1H'24).
- Marża jednostkowa w Torpolu wyniosła 7,9%, a marża TOG 10,6% (może to wskazywać na dobrą marżę na końcówce kontraktu dla PGNiG).
- Gotówka netto po 3Q'24 wyniosła 215,5 mln PLN. Dobry CF operacyjny w 3Q'24 (+89,1 mln PLN), spółka w tym okresie wypłaciła dywidendę 48,5 mln PLN.
- CAPEX wg cash flow na poziomie 19,0 mln PLN w 1-3Q'24 (plan zakłada 50,4 mln PLN na cały rok).
- Spółka podała, że jest w trakcie przygotowywania strategii rozwoju na lata 2025-2030, której przyjęcie planowane było do końca roku.
- Podsumowując, mimo, że wyniki są słabsze r/r, oceniamy je lekko pozytywnie. Spółka nadal pokazuje marżę wyższą niż modelowe 6%, co może wskazywać, że nowe kontrakty mają możliwość generowania wyższej od oczekiwań marży. Portfel jest na rekordowych poziomach, co pozwoliło spółce prawdopodobnie uzyskiwać dobre ceny u podwykonawców/dostawców w warunkach, kiedy na rynku panuje duża niepewność o start nowych kontraktów.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



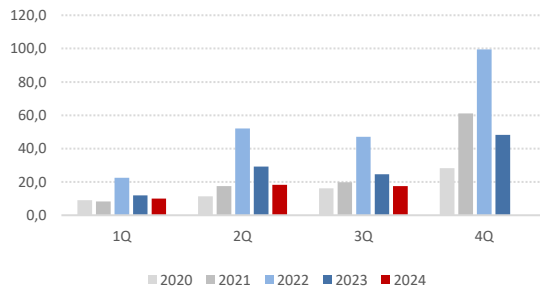
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



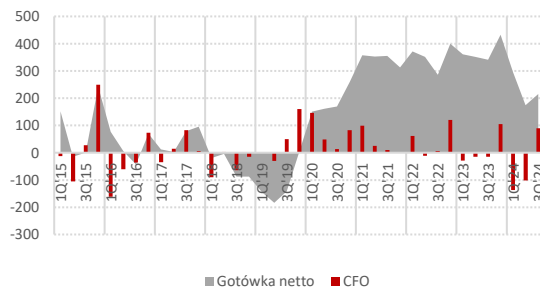
Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]\*



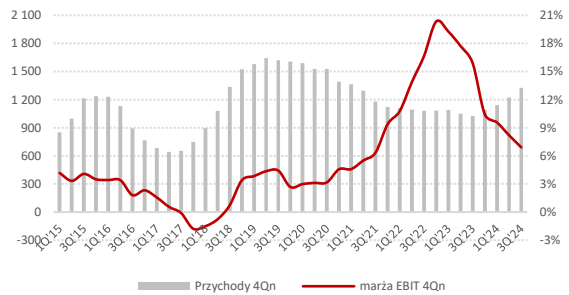
Źródło: BDM S.A., spółka, \*zysk na sprzedaży

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



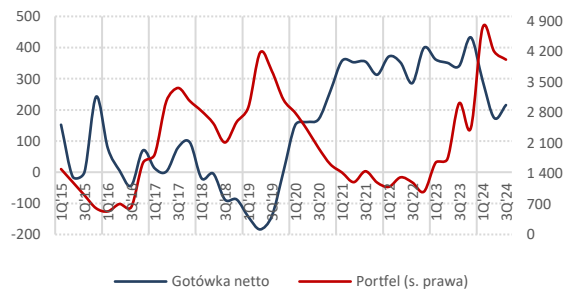
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Podsumowania konferencji wynikowej po 3Q'24 (25 listopada 2024):**
**1-3Q'24/3Q'24**

-spółka zadowolona z poziomu przychodów, marże niższe r/r ze względu na normalizację

**Perspektywy wynikowe**

-4Q – sezonowo mocny kwartał przychodowo

-w 4Q'24 mogą pojawić one off na marży (spółka czeka na zatwierdzenie pewnych dokumentów)

**Zaangażowanie w kapitał obrotowy**

-część nowych kontraktów nie ma zaliczek (dodatkowo na EtK-Korsze nie wypłacona została zaliczka 108 mln PLN ze względów proceduralnych prefinansowania ze strony PFR, PKP PLK prowadzi działania, by możliwe było jej wypłacenie)

-w sierpniu wpłynęła zaliczka z kontraktu Katowice (zaliczka podzielona na transze 3/7% - wpłynęła I transza 87 mln PLN, II transza ok czerwca/lipca'25 ok 200 mln LN)

-spółce trudno ocenić czy będzie miała dodatnie przepływy z działalności operacyjnej w całym roku (zależy m.in. od rozliczeń na kontrakcie Katowice)

-spółka powinna mieć 200+ mln PLN gotówki (teoretycznie może być mniej niż po 3Q'24 – zależy m.in. od rozliczeń materiałów na Katowicach)

-w 2025 roku pozytywnie na CF operacyjny może wpłynąć II transza z Katowic

**Portfel**

-na 2025 przypada nie mniej niż w 2024 roku

-średnia marża dla portfela to obecnie 6%

-spółka co miesiąc robi rewizję budżetów kontraktów

-portfel daje spokój na 2025 rok i część 2026 roku

-spółka będzie walczyć o kolejne kontrakty

**Katowice**

-2074 mln PLN w portfelu obecnie (2097 mln PLN po 2Q'24)

-zaangażowanie kosztowe na razie <5%, zaawansowanie w 2024 zależy m.in. od poziomu sprzedaży materiałów (materiały, dopóki nie są wbudowane, są rozpoznawane na „zerowej” marży)

-w 2025 „zauważalne” przychody, marża rozpoznawana średnia dla portfela (ok 6%), kontrakt jest trudny, paraliż miasta, kwestia infrastruktury towarzyszącej (sieci), współpraca na linii miasto-PLK jest jednak coraz lepsza

**PLK**

-pojawiło się więcej postępowań (kilka dużych >1 mld PLN), także powinny pojawić się kolejne

-terminy – zadawane jest dużo pytań (kilkaset), zmieniają się częściowo treści, kwestia wąskich gardeł w mocach PKP PLK, dużo otwarcie może przyspaść na 1Q'25

-spółka ma nadzieję, że ogłoszone już przetargi mogą wejść do realizacji w 2025 roku, jednak należy brać pod uwagę długie procedury

-przetarg Łomża - Śniadowo - Łąpy – dwie pierwsze oferty niskie w stosunku do kolejnych kilku

-PKP PLK odeszła od systemu aukcyjnego

-spółka liczy na ograniczenie konkurencji spoza UE (wyrok TSUE daje podstawy do ograniczenia uczestnictwa takich podmiotów)

**Koszty**

-w latach 2025+ ceny części materiałów mogą wzrosnąć

-spółka poczyniła pewne zakupy „uniwersalnych” materiałów (np. podkłady) korzystając z obecnych cen

**Strategia**

-na ukończeniu, ma obejmować okres do 2030 roku

**TOG**

-w Orlenie przegląd inwestycji odbija się na spowolnieniu w nowych inwestycjach, okres ten dobiega końca, ale należy uzbroić się w cierpliwość

-kontrakt OC Lubiatów i OG Międzychód – aneks zakłada zakończenie do końca 2024 roku, marża trochę lepsza niż średnie dla portfela

**Tramwaje**

-pojawiło się więcej postępowań: we Wrocławiu (trasa na Swojczyce, wartość wg strony www na poziomie ok 190 mln PLN, termin w połowie grudnia - kilka razy przesuwany) oraz w Toruniu (także w XII'24, ok. 100 mln PLN)

**Mirbud**

-są prowadzone rozmowy biznesowe, utrzymywane są kontrakty

-nie ma na razie wspólnych przedsięwzięć

## Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	418,7	495,0	18,2%	1 091,8	1 400,9	28,3%	1 656,5	18,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	61,2	38,0	-37,9%	158,0	115,2	-27,1%	129,8	12,7%
Zysk na sprzedaży	48,2	25,0	-48,1%	113,8	70,6	-38,0%	82,6	17,1%
EBITDA	54,8	30,8	-43,8%	138,7	92,4	-33,4%	109,1	18,1%
EBIT	48,9	24,5	-49,9%	113,9	67,1	-41,1%	81,1	20,9%
Zysk brutto	51,5	25,7	-50,1%	129,2	75,3	-41,7%	85,0	12,9%
Zysk netto	40,9	20,8	-49,0%	101,9	60,5	-40,7%	68,8	13,8%
Marża brutto ze sprzedaży	14,6%	7,7%		14,5%	8,2%		7,8%	
Marża na sprzedaży	11,5%	5,1%		10,4%	5,0%		5,0%	
marża EBITDA	13,1%	6,2%		12,7%	6,6%		6,6%	
marża EBIT	11,7%	4,9%		10,4%	4,8%		4,9%	
marża netto	9,8%	4,2%		9,3%	4,3%		4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spodziewamy się w 4Q'24 istotnie wyższych przychodów r/r, przy zdecydowanie niższych r/r marżach. W ubiegłym roku spółka rozpoznawała jeszcze wysokie przeszacowania w górę wyceny kontraktów. Obecnie portfel bazuje głównie na kontraktach w początkowej fazie realizacji.
- Uważamy, że poziom marży w 4Q'24 może być nieco niższy niż w 3Q'24 czy 1-3Q'24 (spółka raczej ostrożnie będzie podchodzić początkowo do rozpoznawania marży na Katowicach, jednak zwracamy uwagę, że kontrakt był zdobyty z 3. miejsca a ofertowany w okresie wysokich oczekiwań inflacyjnych).
- Zakładamy, że 4Q'24 będzie przychodowo ok 18% wyższy r/r (495 mln PLN), natomiast EBIT spadnie do 24,5 mln PLN a zysk netto do 20,8 mln PLN. Oczekujemy nieco słabszej pozycji gotówkowej vs 3Q'24 (ok 200 mln PLN gotówki netto, czyli także połowę mniej r/r).

## Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
<b>Przychody</b>	<b>207,8</b>	<b>254,4</b>	<b>269,6</b>	<b>353,0</b>	<b>212,4</b>	<b>214,4</b>	<b>246,3</b>	<b>418,7</b>	<b>260,5</b>	<b>298,0</b>	<b>347,4</b>	<b>495,0</b>	<b>302,5</b>	<b>384,0</b>	<b>460,0</b>	<b>510,0</b>
jednostkowe	202,3	239,1	240,7	312,5	188,7	171,0	183,3	361,2	214,1	270,2	320,0	460,0	280,0	364,0	435,0	485,0
spółki zależne	5,5	15,4	28,9	40,5	23,7	43,4	62,9	57,5	46,4	27,8	27,4	35,0	22,5	20,0	25,0	25,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>31,0</b>	<b>62,3</b>	<b>56,0</b>	<b>110,0</b>	<b>21,5</b>	<b>40,0</b>	<b>35,4</b>	<b>61,2</b>	<b>20,0</b>	<b>29,1</b>	<b>28,0</b>	<b>38,0</b>	<b>22,6</b>	<b>30,2</b>	<b>36,6</b>	<b>40,6</b>
jednostkowe	30,5	61,3	53,1	106,3	19,9	37,0	30,5	55,5	16,7	26,0	25,1	34,5	21,0	28,8	34,8	38,8
spółki zależne	0,4	1,1	2,9	3,6	1,5	3,0	4,9	5,7	3,3	3,2	2,9	3,5	1,6	1,4	1,8	1,8
SG&A	8,5	10,3	9,0	10,5	9,6	10,8	10,7	13,0	10,1	11,0	10,6	13,0	10,6	11,5	11,4	13,7
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>22,5</b>	<b>52,1</b>	<b>47,0</b>	<b>99,5</b>	<b>11,9</b>	<b>29,1</b>	<b>24,7</b>	<b>48,2</b>	<b>9,9</b>	<b>18,2</b>	<b>17,4</b>	<b>25,0</b>	<b>12,0</b>	<b>18,6</b>	<b>25,1</b>	<b>26,9</b>
Saldo PPO/PKO	0,6	-1,1	1,4	-1,4	0,5	-2,0	0,9	0,7	-2,5	0,1	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	-0,5
<b>EBITDA</b>	<b>29,1</b>	<b>56,9</b>	<b>54,5</b>	<b>104,4</b>	<b>18,8</b>	<b>33,4</b>	<b>31,6</b>	<b>54,8</b>	<b>13,6</b>	<b>24,5</b>	<b>23,5</b>	<b>30,8</b>	<b>18,3</b>	<b>25,1</b>	<b>32,1</b>	<b>33,6</b>
<b>EBIT</b>	<b>23,0</b>	<b>51,0</b>	<b>48,5</b>	<b>98,1</b>	<b>12,3</b>	<b>27,1</b>	<b>25,6</b>	<b>48,9</b>	<b>7,5</b>	<b>18,3</b>	<b>16,8</b>	<b>24,5</b>	<b>11,5</b>	<b>18,1</b>	<b>25,1</b>	<b>26,4</b>
Zysk brutto	25,2	56,2	51,2	98,9	18,3	30,4	29,0	51,5	12,5	19,6	17,5	25,7	12,5	19,2	25,6	27,6
<b>Zysk netto</b>	<b>20,3</b>	<b>45,0</b>	<b>40,6</b>	<b>78,0</b>	<b>14,4</b>	<b>23,7</b>	<b>23,0</b>	<b>40,9</b>	<b>10,7</b>	<b>15,2</b>	<b>13,7</b>	<b>20,8</b>	<b>10,1</b>	<b>15,6</b>	<b>20,7</b>	<b>22,4</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>14,9%</b>	<b>24,5%</b>	<b>20,8%</b>	<b>31,2%</b>	<b>10,1%</b>	<b>18,6%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>
jednostkowa	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	10,6%	21,6%	16,6%	15,4%	7,8%	9,6%	7,9%	7,5%	7,5%	7,9%	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%	10,6%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,8%	6,2%	6,0%	6,5%	7,0%	6,6%
Marża EBIT	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	12,6%	10,4%	11,7%	2,9%	6,1%	4,8%	4,9%	3,8%	4,7%	5,5%	5,2%
Marża zysku netto	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%	3,9%	4,2%	3,4%	4,1%	4,5%	4,4%
CFO	61,2	-11,7	5,8	119,9	-28,6	-14,5	-15,3	105,3	-136,5	-102,1	89,1	5,1	30,0	0,0	0,0	172,1
dług netto	-371,4	-351,7	-285,9	-399,5	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-294,7	-173,9	-211,5	-200,2	-223,4	-216,4	-113,9	-348,7
Portfel	1 093	1 311	1 194	984,3	1 650	1 732	3 010	2 440	4 738	4 191	4 009	3 514	3 212	2 828	2 368	3 212
rentowność portfela	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	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	1 400,9	1 423,7	-1,6%	1 656,5	1 774,0	-6,6%
EBITDA	92,4	96,4	-4,1%	109,1	109,0	0,1%
EBIT	67,1	70,4	-4,7%	81,1	82,2	-1,3%
Zysk (strata) netto	60,5	61,9	-2,3%	68,8	69,1	-0,4%
Gotówka (dług) netto	200,2	350,0	-42,8%	348,7	316,0	10,3%
Marża EBITDA	6,6%	6,8%		6,6%	6,1%	
Marża EBIT	4,8%	4,9%		4,9%	4,6%	
Marża zysku netto	4,3%	4,3%		4,2%	3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji\* [mln PLN]**

	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 401,0	1 400,9	0,0%	1 656,0	1 656,5	0,0%
EBITDA	89,6	92,4	3,1%	108,5	109,1	0,5%
EBIT	64,3	67,1	4,4%	80,5	81,1	0,8%
Zysk netto	58,4	60,5	3,5%	69,8	68,8	-1,4%
Gotówka netto	240,9	200,2	-16,9%	341,7	348,7	2,0%
Marża EBITDA	6,4%	6,6%		6,6%	6,6%	
Marża EBIT	4,6%	4,8%		4,9%	4,9%	
Marża zysku n.	4,2%	4,3%		4,2%	4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*z 22/08/2024

- W całym 2024 roku spodziewamy się 1,40 mld PLN przychodów (+28% r/r) oraz 60,5 mln PLN zysku netto (-41% r/r).
- Po 4Q'24 portfel Torpolu powinien wynosić ok 3,5-3,6 mld PLN (vs 2,4 mld PLN na koniec 2023 roku), czyli ponad dwukrotność prognozowanych przez nas przychodów na 2025 rok. W portfelu największą pozycję stanowi podpisany na przełomie 1/2Q'24 kontrakt w Katowicach (po 3Q'24 do wykonania 2,1 mld PLN, finisz w 1H'28). W potencjalnym pipeline spółka może mieć kontrakt na węzeł kolejowy w Policach, gdzie w styczniu złożyła najniższą cenę w przetargu (0,16 mld PLN, oferta jest niska vs budżet – nie można wykluczyć, że spółka nie będzie walczyć o podpisanie tego kontraktu, jeśli w kolejnych miesiącach złoży wygrujące oferty w innych przetargach).
- Spółka nie jest pod presją budowy portfela i może naszym zdaniem dość bezpiecznie ofertować. Duże postępowania (>1 mld PLN) powinny być raczej sprzyjającym środowiskiem dla spółki (ograniczona pula podmiotów, które są w stanie składać tak duże oferty).
- Torpol obecny portfel zbudował w otoczeniu raczej niewymagającej presji konkurencyjnej (oferty z 2022 roku, już po wybuchy wojny w Ukrainie, kiedy były duże obawy inflacyjne a konkurencja na przetargach raczej umiarkowana). W ostatnich kwartałach rentowność znormalizowała się vs znakomity okres 2021-23, jednocześnie zakładamy, że spółka miała jednak w ostatnich kwartałach możliwość korzystnego pozyskania podwykonawców/dostawców dla nowych kontraktów (realnie mało bieżących zleceń dla dostawców i podwykonawców na spadającym rynku).
- Na koniec 2024 roku pozycja gotówkowa jest wyraźnie słabsza r/r, co wynika ze wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy na nowych kontraktach. Spodziewamy się tu jednak solidnej poprawy w 2025 roku w związku z prawdopodobnymi zaliczkami (II transza zaliczki na kontrakcie w Katowicach i zaległa zaliczka na kontrakcie Giżycko-Korsze to łącznie ok 200-250 mln PLN).
- Zakładamy w 2025 roku 1,66 mld PLN przychodów (+18% r/r, przy marży brutto na poziomie zbliżonym do 8%) oraz 69 mln PLN zysku netto (+14% r/r). W 2026 zakładamy wzrost przychodów do 1,92 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 90 mln PLN. Powyższe założenia przyjęte są przy dalszej konsolidacji TOG.
- Podnieśliśmy nasze prognozy prognozy dla okresu 2026+, biorąc pod uwagę realne rozpoczęcie przez PKP PLK procedowania nowych przetargów (przy poprzedniej rekomendacji w sierpniu'24 pozostawało to nadal w sferze zapowiedzi). Zwracamy także uwagę, że w ostatnich kwartałach, mimo oczywistego spadku rentowności, spółka raczej pozytywnie zaskakuje rynek na tym polu (marża nie spadła do „modelowych” 6%).
- Zakładamy, że w okresie 2024-25 rentowność operacyjna osiągnie swój cykliczny dołek w okolicy 4,8-4,9%, a w kolejnych dwóch latach poprawi się do lekko >5% (w długim terminie zakładamy ok. 5%). Są to raczej nadal konserwatywne założenia – w okresie 2020-24P (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 9,4% (natomiast w ostatnich 10 latach było to 6,0%).
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie obejmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych (zakładamy, że nie będzie to obecnie dla spółki priorytetem ze względu na znaczący portfel w kraju).
- Zakładamy, że spółka 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.

## Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Przychody</b>	<b>1 121,4</b>	<b>1 084,8</b>	<b>1 091,8</b>	<b>1 400,9</b>	<b>1 656,5</b>	<b>1 915,0</b>	<b>2 050,0</b>	<b>2 170,0</b>	<b>2 195,0</b>	<b>2 220,0</b>	<b>2 245,0</b>	<b>2 270,0</b>	<b>2 295,0</b>	<b>2 320,0</b>
jednostkowe	1 031,1	994,6	904,2	1 264,3	1 564,0	1 800,0	1 900,0	2 000,0	2 020,0	2 040,0	2 060,0	2 080,0	2 100,0	2 120,0
spółki zależne	90,4	90,2	187,6	136,6	92,5	115,0	150,0	170,0	175,0	180,0	185,0	190,0	195,0	200,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>145,5</b>	<b>259,3</b>	<b>158,0</b>	<b>115,2</b>	<b>129,8</b>	<b>154,5</b>	<b>162,3</b>	<b>168,6</b>	<b>167,5</b>	<b>166,4</b>	<b>170,3</b>	<b>174,2</b>	<b>178,2</b>	<b>180,1</b>
jednostkowe	138,0	251,3	142,9	102,3	123,4	146,5	151,8	156,7	155,3	153,8	157,3	160,9	164,6	166,1
spółki zależne	7,4	8,1	15,1	12,9	6,5	8,1	10,5	11,9	12,3	12,6	13,0	13,3	13,7	14,0
SG&A	38,8	38,2	44,2	44,6	47,2	50,9	54,5	57,6	58,3	59,0	59,6	60,3	61,0	61,6
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>106,7</b>	<b>221,1</b>	<b>113,8</b>	<b>70,6</b>	<b>82,6</b>	<b>103,7</b>	<b>107,8</b>	<b>111,0</b>	<b>109,2</b>	<b>107,4</b>	<b>110,6</b>	<b>113,9</b>	<b>117,3</b>	<b>118,5</b>
Saldo PPO/PKO	-1,5	-0,5	0,1	-3,5	-1,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
<b>EBITDA</b>	<b>127,3</b>	<b>244,8</b>	<b>138,7</b>	<b>92,4</b>	<b>109,1</b>	<b>130,1</b>	<b>134,3</b>	<b>137,7</b>	<b>135,9</b>	<b>134,2</b>	<b>137,5</b>	<b>140,8</b>	<b>144,2</b>	<b>145,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>105,1</b>	<b>220,6</b>	<b>113,9</b>	<b>67,1</b>	<b>81,1</b>	<b>102,7</b>	<b>106,8</b>	<b>109,9</b>	<b>108,1</b>	<b>106,3</b>	<b>109,5</b>	<b>112,8</b>	<b>116,1</b>	<b>117,4</b>
Zysk brutto	101,3	231,5	129,2	75,3	85,0	110,9	116,7	120,6	119,5	117,9	121,2	124,5	127,8	129,1
<b>Zysk netto</b>	<b>77,1</b>	<b>183,8</b>	<b>101,9</b>	<b>60,5</b>	<b>68,8</b>	<b>89,8</b>	<b>94,6</b>	<b>97,7</b>	<b>96,8</b>	<b>95,5</b>	<b>98,1</b>	<b>100,8</b>	<b>103,5</b>	<b>104,5</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>13,0%</b>	<b>23,9%</b>	<b>14,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>
jednostkowa	13,4%	25,3%	15,8%	8,1%	7,9%	8,1%	8,0%	7,8%	7,7%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%
spółki zależne	8,2%	8,9%	8,0%	9,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	12,7%	6,6%	6,6%	6,8%	6,5%	6,3%	6,2%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	9,4%	20,3%	10,4%	4,8%	4,9%	5,4%	5,2%	5,1%	4,9%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%
Marża zysku netto	6,9%	16,9%	9,3%	4,3%	4,2%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%
CFO	134,4	175,2	47,0	-144,4	202,1	143,3	93,7	107,4	109,4	107,9	110,5	113,2	115,9	116,9
dług netto	-312,8	-399,5	-432,7	-200,2	-348,7	-438,6	-470,7	-492,7	-514,9	-512,4	-513,9	-515,5	-517,1	-517,1

Źródło: DM BDM S.A., spółka



## DANE FINANSOWE

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2034P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>229</b>	<b>254</b>	<b>256</b>	<b>258</b>	<b>260</b>	<b>260</b>	<b>260</b>	<b>261</b>	<b>261</b>	<b>261</b>	<b>261</b>	<b>229</b>
Wartości niematerialne i prawne	12	13	14	15	16	16	17	17	17	17	17	12
Rzeczowe aktywa trwałe	173	196	197	198	200	200	200	200	200	200	200	173
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>906</b>	<b>951</b>	<b>1 066</b>	<b>1 178</b>	<b>1 249</b>	<b>1 308</b>	<b>1 336</b>	<b>1 340</b>	<b>1 348</b>	<b>1 357</b>	<b>1 366</b>	<b>906</b>
Zapasy	122	156	185	214	229	242	245	248	250	253	256	122
Należności krótkoterminowe	257	518	474	486	520	551	557	563	570	576	582	257
Inwestycje krótkoterminowe	518	267	398	470	491	506	525	520	519	518	519	518
- w tym środki pieniężne*	516	265	396	468	489	504	523	518	517	516	517	516
Pozostałe aktywa obrotowe	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 135</b>	<b>1 205</b>	<b>1 322</b>	<b>1 436</b>	<b>1 508</b>	<b>1 568</b>	<b>1 596</b>	<b>1 601</b>	<b>1 609</b>	<b>1 618</b>	<b>1 628</b>	<b>1 135</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>510</b>	<b>522</b>	<b>561</b>	<b>616</b>	<b>666</b>	<b>692</b>	<b>716</b>	<b>715</b>	<b>717</b>	<b>720</b>	<b>723</b>	<b>510</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>626</b>	<b>683</b>	<b>762</b>	<b>821</b>	<b>844</b>	<b>876</b>	<b>881</b>	<b>887</b>	<b>893</b>	<b>898</b>	<b>906</b>	<b>626</b>
Rezerwy na zobowiązania	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
Zobowiązania długoterminowe	72	57	42	27	18	18	18	18	18	18	18	72
- w tym zobowiązania oprocentowane	53	38	23	8	0	0	0	0	0	0	0	53
Zobowiązania krótkoterminowe	421	493	587	661	691	724	729	735	741	746	754	421
- w tym zobowiązania oprocentowane	30	27	24	21	18	11	8	6	3	1	0	30
Pozostałe	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 135</b>	<b>1 205</b>	<b>1 322</b>	<b>1 436</b>	<b>1 508</b>	<b>1 568</b>	<b>1 596</b>	<b>1 601</b>	<b>1 609</b>	<b>1 618</b>	<b>1 628</b>	<b>1 135</b>
*łącznie z lokatami,												
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2023</b>
Przychody netto ze sprzedaży	1 092	1 401	1 657	1 915	2 050	2 170	2 195	2 220	2 245	2 270	2 295	1 092
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	158	115	130	155	162	169	168	166	170	174	178	158
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	44	45	47	51	54	58	58	59	60	60	61	44
Zysk (strata) na sprzedaży	114	71	83	104	108	111	109	107	111	114	117	114
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0
EBITDA	139	92	109	130	134	138	136	134	137	141	144	139
EBIT	114	67	81	103	107	110	108	106	110	113	116	114
Saldo działalności finansowej	15	8	4	8	10	11	11	12	12	12	12	15
Zysk (strata) brutto	129	75	85	111	117	121	119	118	121	124	128	129
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	102	60	69	90	95	98	97	96	98	101	104	102
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2023</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	47	-144	202	143	94	107	109	108	111	113	116	47
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1	-35	-20	-17	-16	-14	-13	-13	-13	-13	-13	-1
Przepływy z działalności finansowej	-26	-71	-52	-54	-57	-78	-77	-100	-98	-101	-102	-26
Przepływy pieniężne netto	20	-251	130	72	21	15	19	-5	-1	-1	1	20
Środki pieniężne na początek okresu	496	516	265	396	468	489	504	523	518	517	516	496
Środki pieniężne na koniec okresu	516	265	396	468	489	504	523	518	517	516	517	516
<b>Wskaźniki</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2023</b>
Przychody zmiana r/r	1%	28%	18%	16%	7%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-43%	-33%	18%	19%	3%	3%	-1%	-1%	2%	2%	2%	-43%
Zysk netto zmiana r/r	-45%	-41%	14%	30%	5%	3%	-1%	-1%	3%	3%	3%	-45%
Marża brutto na sprzedaży	14,5%	8,2%	7,8%	8,1%	7,9%	7,8%	7,6%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	14,5%
Marża EBITDA	12,7%	6,6%	6,6%	6,8%	6,5%	6,3%	6,2%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	12,7%
Marża EBIT	10,4%	4,8%	4,9%	5,4%	5,2%	5,1%	4,9%	4,8%	4,8%	5,0%	5,1%	10,4%
Marża netto	9,3%	4,3%	4,2%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,4%	4,4%	4,5%	9,3%
SG&A / przychody	4,0%	3,2%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	4,0%
ROE	20,0%	11,6%	12,3%	14,6%	14,2%	14,1%	13,5%	13,4%	13,7%	14,0%	14,3%	20,0%
ROA	9,0%	5,0%	5,2%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	6,1%	6,2%	6,4%	9,0%
Dług	83	65	47	29	18	11	8	6	3	1	0	83
D / (D+E)	14,0%	11,1%	7,8%	4,5%	2,7%	1,6%	1,1%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%	14,0%
D / E	16,3%	12,5%	8,4%	4,8%	2,7%	1,6%	1,2%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%	16,3%
Dług / kapitał własny	16,3%	12,5%	8,4%	4,8%	2,7%	1,6%	1,2%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%	16,3%
Dług netto	-433	-200	-349	-439	-471	-493	-515	-512	-514	-515	-517	-433
Dług netto / kapitał własny	-0,8	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8
Dług netto / EBITDA	-3,1	-2,2	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,8	-3,8	-3,7	-3,7	-3,6	-3,1
EV	458	691	543	453	421	399	376	379	377	376	374	458
Dług / EV	18,2%	9,4%	8,7%	6,5%	4,3%	2,8%	2,2%	1,5%	0,9%	0,2%	0,0%	18,2%
CAPEX / Przychody	2,5%	3,6%	1,8%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	109,2%	198,4%	105,9%	107,8%	107,3%	101,2%	101,4%	101,1%	100,9%	100,7%	100,5%	109,2%
Zmiana KO / Przychody	9,5%	15,9%	-6,6%	-1,8%	0,8%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	9,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1479,8%	72,1%	-42,6%	-13,2%	12,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	1479,8%
P/E*	8,7	14,7	12,9	9,9	9,4	9,1	9,2	9,3	9,1	8,8	8,6	8,7
P/BV*	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,7
EV/EBITDA*	3,3	7,5	5,0	3,5	3,1	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	3,3
EV/EBIT*	4,0	10,3	6,7	4,4	3,9	3,6	3,5	3,6	3,4	3,3	3,2	4,0
EV/S*	0,420	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,420
DPS	0,0	2,1	1,3	1,5	2,0	3,1	3,2	4,2	4,2	4,3	4,4	0,0
Payout ratio	0,0%	47,6%	50,0%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 38,8 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Andrzej Wodecki**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Piotr Dedećus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: [piotr.dedecjus@bdm.pl](mailto:piotr.dedecjus@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>45,1</b>	<b>akumuluj</b>	<b>37,3</b>	<b>19.02.2025</b>	<b>08:50 CEST</b>	<b>38,80</b>	<b>94 651</b>
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 1Q'25\*:**
**, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:**

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	5	56%	0	0%
Akumuluj	2	22%	0	0%
Trzymaj	2	22%	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: 2025-02-19**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-02-19 (08:50 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-02-26 (00:01 CEST).**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2025-02-19:**

- 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.