

PROGNOZY WYNIKÓW 1Q 2025



Analitycy:
Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Anna Tobiasz
Andrzej Wodecki

07 MAJA 2025, 11:00 CET

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

AGORA	7
AMBRA	10
ANSWEAR.COM	11
ARTIFEX MUNDI	12
ATAL	14
ATM GRUPA	16
BIOMAXIMA	18
BUDIMEX	19
CELON PHARMA	20
CYFROWY POLSAT	21
DIGITAL NETWORK	23
DECORA	25
DEKPOL	26
DINO POLSKA	27
DOM DEVELOPMENT	28
ELEKTROTIM	30
ENTER AIR	31
ERBUD	32
ESOTIQ & HENDERSON	33
EUROCASH	34
FERRO	35
INSTAL KRAKÓW	36
KĘTY	37
KINO POLSKA	38
LPP	41
MIRBUD	42
MOSTOSTAL ZABRZE	43
NEUCA	44
ONDE	45
ORANGE POLSKA	46
PEKABEX	47
PKN ORLEN	48
PTWP	50
RELPOL	53
SELENA FM	54
SYNEKTIK	55
SYNTHAVERSE	56
ŚNIEŻKA	57
TORPOL	58
UNIBEP	59
UNIMOT	60
VOXEL	62
WIRTUALNA POLSKA	63
ZABKA GROUP	66
ZUE	67

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

	Data publikacji	EBITDA			EBIT			Wynik netto			stopa zwrotu			
		1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	23 maj 25	54,6	48,8	-11%	11,0	2,3	-79%	-0,6	1,7	-	7,4%	-10,3%	2,6%	0,5%
AMBRA	8 maj 25	15,2	8,8	-42%	7,5	1,1	-86%	4,8	-0,3	-107%	3,3%	-4,2%	-10,7%	-1,8%
ANSWEAR.COM	20 maj 25	3,4	7,5	124%	-1,7	1,4	-184%	-4,3	2,0	-148%	28,1%	14,0%	29,2%	12,1%
ARTIFEX MUNDI	14 maj 25	9,7	9,1	-5,9%	8,2	7,5	-8,2%	7,4	8,7	17,6%	7,5%	-8,7%	-14,2%	6,4%
ATAL	15 maj 25	111,3	20,2	-82%	110,3	19,1	-83%	96,5	21,6	-78%	2,6%	23,1%	19,1%	23,5%
ATM GRUPA	29 maj 25	12,4	10,2	-17,7%	7,8	5,2	-33,4%	6,8	3,1	-54,7%	9,1%	-0,5%	-9,0%	1,5%
BIOMAXIMA	30 maj 25	1,1	1,6	43%	0,3	0,7	131%	0,3	0,4	72%	-0,8%	-18,5%	-12,7%	15,4%
BUDIMEX	8 maj 25	153,7	161,9	5%	115,0	120,4	5%	119,1	115,5	-3%	20,8%	22,2%	23,7%	37,6%
CELON PHARMA	21 maj 25	-5,2	-7,7	-	-17,9	-20,4	-	-15,7	-21,7	-	-1,2%	-1,2%	-13,0%	-9,3%
CYFROWY POLSAT	21 maj 25	772,3	809,9	4,9%	452,7	432,9	-4,4%	180,1	70,4	-60,9%	18,5%	25,4%	52,8%	32,4%
DECORA	16 maj 25	32,9	32,0	-3%	27,5	25,7	-7%	22,5	20,1	-11%	8,8%	-7,7%	13,8%	14,2%
DEKPOL	23 maj 25	30,0	32,5	8%	26,3	28,7	9%	24,5	20,7	-15%	6,2%	28,2%	19,7%	19,5%
DIGITAL NETWORK	30 maj 25	6,0	7,7	27,2%	3,2	4,3	36,4%	3,3	3,8	16,6%	22,9%	7,8%	47,0%	27,4%
DINO	15 maj 25	492,1	423,7	-14%	397,5	309,5	-22%	295,2	234,7	-21%	22,5%	17,3%	56,2%	38,2%
DOM DEVELOPMENT	15 maj 25	177,6	179,1	1%	171,6	172,9	1%	137,2	139,6	2%	13,3%	15,8%	22,2%	30,6%
ELEKTROTIM	27 maj 25	9,0	6,0	-34%	7,9	4,8	-39%	21,1	3,6	-83%	11,3%	8,8%	33,4%	32,0%
ENTER AIR	29 maj 25	35,1	59,5	70%	-25,9	-18,5	-	-64,3	57,3	-	5,2%	7,8%	-1,5%	13,2%
ERBUD	12 maj 25	24,9	9,7	-61%	15,4	-1,3	-	2,8	-3,7	-	11,7%	7,6%	12,4%	10,7%
ESOTIQ	28 maj 25	6,2	5,8	-6%	1,7	0,8	-52%	0,3	0,2	-25%	1,4%	-4,1%	-23,5%	-15,6%
EUROCASH	15 maj 25	139,1	138,0	-1%	-21,0	-29,1	-	-87,3	-88,6	-	21,9%	25,8%	29,9%	54,1%
FERRO	26 maj 25	30,5	25,5	-16%	26,2	21,1	-19%	16,7	16,3	-3%	12,4%	-5,2%	2,7%	-4,2%
INSTAL KRAKÓW	20 maj 25	27,2	15,0	-45%	25,8	13,6	-47%	21,6	11,1	-49%	17,2%	6,6%	13,4%	20,6%
KĘTY	22 kwi 25	222,5	228,0	2%	174,2	170,0	-2%	150,2	121,0	-19%	15,5%	7,8%	19,9%	26,4%
KINO POLSKA	22 maj 25	26,7	23,1	-13,3%	22,9	20,3	-11,4%	18,7	16,8	-10,4%	-0,8%	-7,4%	2,6%	-16,0%
LPP	12 cze 25	795,0	927,9	17%	411,0	419,7	2%	277,0	266,7	-4%	1,2%	-11,3%	2,7%	-1,3%
MIRBUD	22 maj 25	59,1	47,5	-20%	54,1	41,5	-23%	33,2	27,6	-17%	21,5%	17,2%	32,3%	26,5%
MOSTOSTAL ZABRZE	22 maj 25	18,8	12,9	-32%	14,7	7,2	-51%	12,1	7,2	-41%	16,2%	8,5%	28,8%	10,6%
NEUCA	22 maj 25	115,0	113,1	-2%	85,9	80,5	-6%	59,6	52,2	-12%	8,7%	-13,0%	-7,9%	-15,3%
ONDE	12 maj 25	24,4	1,1	-96%	22,1	-1,7	-	17,4	-3,7	-	9,3%	2,0%	9,5%	5,8%
ORANGE POLSKA	23 kwi 25	799	822	2,9%	349	312	-10,5%	227	191	-15,7%	9,6%	19,9%	23,5%	28,9%
PEKABEX	22 maj 25	23,5	17,0	-28%	15,8	9,1	-42%	10,4	4,1	-60%	15,1%	7,7%	2,9%	18,6%
PKN ORLEN	22 maj 25	7 730,0	10 715,3	39%	4 374,0	6 823,0	56%	2 778,0	4 466,1	61%	8,5%	23,7%	29,3%	47,1%
PTWP	30 maj 25	-1,1	-0,8	-	-1,6	-1,4	-	-1,3	-1,3	-	20,2%	33,0%	26,3%	41,9%
RELPOL	22 maj 25	-0,3	0,2	-	-1,8	-1,5	-	-1,8	-1,6	-	1,5%	-2,5%	-2,5%	3,4%
SELENA	29 maj 25	38,1	39,6	4%	27,5	28,4	3%	19,1	16,5	-13%	8,6%	7,9%	8,6%	23,1%
SYNEKTIK	11 maj 25	20,6	25,3	23%	16,6	20,3	22%	12,2	15,3	25%	23,9%	1,2%	31,6%	17,9%
SYNTHAVERSE	29 maj 25	1,8	3,1	70%	0,2	-0,6	-	-0,4	-0,8	-	22,0%	4,4%	17,2%	16,6%
ŚNIEŻKA	21 maj 25	26,3	30,9	17%	17,0	21,6	27%	9,9	13,2	33%	0,2%	1,4%	16,9%	1,9%
TORPOL	23 maj 25	13,6	19,0	39%	7,5	12,2	63%	10,7	10,5	-2%	5,6%	6,0%	24,6%	21,8%
UNIBEP	30 maj 25	105,8	16,3	-85%	99,0	8,6	-91%	38,2	0,6	-98%	26,5%	19,4%	24,4%	47,7%
UNIMOT	29 maj 25	73,5	47,1	-36%	40,9	11,2	-73%	17,2	-3,7	-	3,5%	-4,3%	7,9%	6,4%
VOXEL	28 maj 25	37,5	46,9	25%	25,9	33,6	29%	19,6	25,6	31%	11,7%	-0,9%	26,9%	16,3%
WIRTUALNA POLSKA	27 maj 25	84,3	84,5	0,3%	42,8	32,9	-23,0%	16,7	10,6	-36,4%	10,4%	17,2%	16,6%	16,6%
ZABKA GROUP	12 maj 25	502,5	541,5	8%	100,1	62,2	-38%	-126,4	-63,4	-	12,5%	0,4%	9,4%	19,4%
ZUE	21 maj 25	9,5	3,5	-63%	5,7	-0,7	-	1,0	-0,6	-	-1,1%	-13,3%	9,5%	7,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analityk	Komentarz
AGORA	Bobrowski	Q1 2025 pod wpływem słabej frekwencji w kinach; relatywnie dobre odczyty w innych segmentach z ekspozycją na rynek reklamy
AMBRA	Wodecki	oczekujemy niższej sprzedaży r/r ze względu na trudny kalendarz
ANSWEAR.COM	Tobiasz	dobrze wyniki sprzedażowe oraz optymalizacja kosztów operacyjnych powinny pomagać spółce stopniowo wracać do rentowności sprzed nabycia PRM
ARTIFEX MUNDI	Bobrowski	liczymy się z erozją EBIT w ujęciu r/r, jednocześnie dodatnie różnice kursowe powinny wpłynąć na wynik netto
ATAL	Pado	wyraźny spadek liczby przekazanych r/r w 1Q'25
ATM GRUPA	Bobrowski	początek 2025 roku to wg nas relatywnie niski sezon dla spółki; silny impuls wynikowy w ujęciu r/r w Q2 2025
BIOMAXIMA	Tobiasz	stopniowe zapewnianie nowych mocy produkcyjnych będzie wspomagać wzrost przychodów; 1Q'25 jeszcze pod presją kosztów operacyjnych
BUDIMEX	Pado	zakładamy nieco lepszy r/r EBIT w 1Q'25
CELON PHARMA	Tobiasz	wzrost w segmencie generycznym nie pokrywa rosnących kosztów operacyjnych, stąd spodziewamy się pogłębienia straty
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	wraz z odcytem za Q1 2025 spodziewamy się wygaszenia dobrych dynamik wzrostu EBITDA w ujęciu r/r
DECORA	Pado	wyraźny wzrost przychodów, wyniki na niższych poziomach obciążone przez wzrost kosztów SG&A
DEKPOL	Pado	spodziewamy się w 1Q'25 nieco lepszych r/r wyników, spółka ma mocny portfel na kolejne kwartały
DIGITAL NETWORK	Bobrowski	jeden z naszych faworytów sezonu wynikowego za Q1 2025
DINO POLSKA	Wodecki	spodziewamy się słabszych wyników r/r z uwagi na wymagającą bazę i rosnące koszty związane z dynamicznym rozwojem sieci
DOM DEVELOPMENT	Pado	delikatny wzrost liczby przekazanych r/r, dobra marżowość
ELEKTROTIM	Pado	w 1Q'25 ELT powinien rozpoznawać istotne przychody z kontraktu na perymetrię na Bugu i pokazać lepsze wyniki r/r, jeśli oczyści się o one-off'y
ENTER AIR	Wodecki	w naszej opinii powiększona flota pozwoli w tym roku osiągnąć w Q1 neutralny wynik brutto na sprzedaży w sezonowo najsłabszym okresie
ERBUD	Pado	spodziewamy się słabszych r/r wniosków (wysoka baza w Ondie)
ESOTIQ	Tobiasz	1Q w spółce zazwyczaj jest słabszy, wysoka marża w marcu pozwoliła nadrobić wyprzedzający styczeń
EUROCASH	Wodecki	Q1 w spółce jest historycznie najgorszym okresem pod kątem wyników, zakładamy, że w tym roku będzie podobnie
FERRO	Pado	wzrost kosztów może wywierać presję na EBITDA
INSTAL KRAKÓW	Pado	zakładamy słabsze r/r wyniki (prawdopodobnie niższa liczba przekazanych mieszkań)
KĘTY	Pado	spółka opublikowała wyniki - EBITDA wzrosła o 3% r/r
KINO POLSKA	Bobrowski	spodziewamy się, iż Q1 2025 będzie po wpływie niskich dynamik na rynku reklamy tv oraz innego r/r okienka świątecznego
LPP	Tobiasz	wzrost sprzedaży napędzany poprawą nastrojów konsumenckich; na poziomie netto rentowność obniżona przez koszty finansowania inwestycji
MIRBUD	Pado	spodziewamy się słabszych r/r wyników (wysoka baza w budowlance i deweloperce)
MOSTOSTAL ZABRZE	Pado	w 1Q'25 ważący negatywnie będzie konsolidacja Polwaxu; odbudowa portfela w ostatnich miesiącach
NEUCA	Tobiasz	przejściowy spadek sprzedaży w badaniach klinicznych powinien być widoczny jeszcze w 1H'25
ONDE	Pado	spodziewamy się słabszych r/r wyników
ORANGE POLSKA	Bobrowski	spółka opublikowała już dane wskazujące na utrzymanie dobrych dynamik przychodów w kluczowych usługach
PEKABEX	Pado	wzrost produkcji r/r w 1Q'25, wysoki portfel w GW, jednocześnie wysoka baza na rentowności z ubiegłego roku
PKN ORLEN	Pado	spodziewamy się 11,0 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO (wyraźnie lepiej r/r)
PTWP	Bobrowski	okres Q1 jest niskim sezonem w skali roku kalendarzowego; liczymy na bardzo udany okres H1 2025
RELPOL	Pado	wymagające otoczenie makro ciąży nadal na wynikach
SELENA FM	Pado	zakładamy, że spółka utrzyma poziom przychodów r/r i nieco poprawi rentowność
SYNEKTIK	Tobiasz	przychody powtarzalne odgrywają coraz większą rolę w sprzedaży; 2Q'24 fin. był okresem wyczekiwania na finansowanie z KPO
SYNTHAVERSE	Tobiasz	spodziewamy się dobrego kwartału w sprzedaży Onko BCG; dla pozostałych leków szacujemy spadek sprzedaży
ŚNIEŻKA	Pado	nadal sprzyjająca sytuacja dla marży, niska baza w PL w 1Q'25
TORPOL	Pado	wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów r/r przy niższej r/r rentowności
UNIBEP	Pado	oczyszczone wyniki (rok temu rozpoznano wysoki zysk z reklasifikacji działek) powinny być lepsze r/r
UNIMOT	Pado	spodziewamy się porównywalnej skoryg. EBITDA r/r
VOXEL	Tobiasz	dalszy wzrost wolumenów badań diagnostycznych; szacujemy wysoką sprzedaż w Alterisie, co istotnie wpłynie na poziom EBITDA
WIRTUALNA POLSKA	Bobrowski	w segmencie reklama i subskrypcje zrewidowaliśmy w dół ścieżkę wynikową, od maja konsolidacja Invia
ZUE	Pado	baza z ubiegłego roku na przychodach jest wysoka, zakładamy także niższą marżę niż w 4Q'24
ŻABKA	Wodecki	spodziewamy się lepszych wyników r/r, ale widoczna będzie sezonowość

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarze podsumowujące do branż

Budownictwo

Spodziewamy się, że **Budimex** w 1Q'25 pokaże dodatnią, jednocyfrową dynamikę raportowanego EBIT. W najbliższych kwartałach spółka powinna stopniowo rozpędzać się od strony przychodowej (efekt rekordowego portfela), przy utrzymaniu dobrej perspektywy dla marż w 2025 roku przy wydłużającym się horyzoncie stabilizacji kosztowej. W **Dekpolu** spodziewamy się w 1Q'25 nieco lepszych r/r wyników, spółka ma mocny portfel na kolejne kwartały. **Elektrotim** w 1Q'25 powinien rozpoznawać istotne przychody z kontraktu na perymetrię na Bugu i pokazać lepsze wyniki r/r, jeśli oczyści się je o one-off'y (rok temu wyniki były wsparte przez dekonsolidację Zeusa). W **Erbudzie** baza z ubiegłego roku jest wysoka (rozpoznano wtedy zysk na sprzedaży projektów w Ondie). Zakładamy sezonowo słaby kwartał, nieco poniżej break-even na poziomie netto. Wyniki **Instalu Kraków** w 1Q'25 powinny nadal bazować na projekcie Mierzeja Wiślana, jednak liczba przekazanych mieszkań raczej będzie niższa r/r. W przypadku **Mirbudu** baza z 1Q'25 jest wymagająca. Spodziewamy się wyraźnie niższych wyników operacyjnych r/r (słabsza marża w budowlance, mniej przekazanych mieszkań w deweloperce), częściowo wspartych przez wycenę rynkową akcji Torpolu. W przypadku **MS Zabrze** trudno w 1Q'25 może być powtórzenie wyników z ubiegłego roku (wazy m.in. konsolidacja Polwaxu, który ma sezonowo słaby początek roku). Jednocześnie portfel w ostatnich miesiącach został wyraźnie odbudowany, co powinno sprzyjać stronie przychodowej w kolejnych kwartałach. W **Ondie** zakładamy, że 1Q'25 będzie słaby, biorąc pod uwagę niski portfel i brak w 1Q'25 kontrybucji projektów OZE do wyników. **Pekabex** odnotował wzrost produkcji r/r w 1Q'25, a wysoki portfel powinien wspierać przychody obszaru GW. Jednocześnie baza na rentowności z ubiegłego roku jest jeszcze wysoka. W **Torpolu** wysoki portfel powinien owocować wyraźnym wzrostem przychodów r/r. Jednocześnie należy spodziewać się spadku r/r rentowności w 1Q'25 w kierunku „bazowych” 6% (zakładamy, że będzie to najniższy kwartał w roku pod tym kątem). W **Unibepie** oczyszczone wyniki (rok temu rozpoznano wysoki zysk z reklasyfikacji działań) powinny być lepsze r/r. Spółka przekazała więcej mieszkań r/r, a obecny portfel w coraz mniejszym stopniu jest obciążony przez „stare” kontrakty. W przypadku **ZUE** baza z ubiegłego roku na przychodach jest wysoka, zakładamy także niższą marżę niż w 4Q'24.

Analitik:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Materiały budowlane

Wyniki za 1Q'25 pokazały już **Kęty** – EBITDA wzrosła o 3% r/r, zdaniem zarządu wyniki były nieco lepsze niż zakładano w budżecie prognozy na 2025 roku, co powinno wspierać scenariusz realizacji założeń na ten rok. **Decora** zaprezentowała już szacunkowe wyniki za 1Q'25 – spółka odnotowała wyraźny wzrost przychodów (najmocniejszy kwartał w historii spółki, mimo niesprzyjającej sezonowości), jednocześnie wyniki na niższych poziomach były obciążone przez wzrost kosztów SG&A (m.in. inwestycje w nowe kategorie produktowe). W przypadku **Ferro** spodziewamy się dalszej erozji wyników r/r (przychodom nadal ciąży mocny PLN, natomiast po stronie kosztów spółka odczuwa obecnie wyższe ceny zaopatrzenia z 2H'24/1Q'25). W przypadku **Seleny FM** baza na EBITDA z 1Q'24 jest bardziej wymagająca niż w kwartał temu, dlatego trudniej może być o tak pozytywne zaskoczenie wynikowe jak w 4Q'24. Zakładamy, że spółka utrzyma poziom przychodów r/r i nieco poprawi rentowność (relatywnie niskie poziomy cen głównych surowców). Dla **Śnieżki** otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające (zakładamy utrzymanie wysokiej marży). Spodziewamy się wyraźnie wyższych przychodów w Polsce (niska baza z 1Q'24, kiedy spółka zmieniała model dystrybucji w kanale tradycyjnym), co powinno zaowocować dobrymi dynamikami wyników także na niższych poziomach.

Analitik:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

FMCG

W naszych symulacjach dot. wyników analizowanych przez nas spółek z sektora FMCG za Q1'25 **przyjmujemy założenie, że zaprezentują one słabsze wyniki w ujęciu r/r z uwagi na wymagającą bazę**. Porównując kwartały styczeń-marzec w latach 2024 i 2025, Q1 w roku ubiegłym był okresem, w którym nie obowiązywał 5% podatek VAT na żywność, mieliśmy w Polsce 3 niedziele handlowe (w tym roku tylko 1) oraz święta wielkanocne przypadające na 31 marca (w tym roku 20.04.2025). Dodatkowo, brak wyraźnego impulsu strony inflacyjnej oraz stale rosnące koszty wynagrodzeń, tworzą w naszej opinii wymagające otoczenie do poprawy ubiegłorocznych wyników za Q1. Jednakże, w kreślonej przez nas ścieżce wynikowej, Q2 2025 powinien z analogicznych powodów zaprezentować się znacznie lepiej w ujęciu r/r i niejako zrekompensować gorsze odczyty okresu styczeń-marzec 2025. W naszej symulacji **Żabka** najmniej odczuje w/w czynniki, natomiast w wyniku za Q1 uwidoczni się naszym zdaniem zależność przychodów spółki od warunków atmosferycznych. Wzrost sprzedaży porównywalnej oraz dalszy dynamiczny organiczny rozwój sieci **Dino** pomoże w naszej ocenie poprawić sprzedaż grupie w ujęciu r/r, jednakże, okupione będzie to wyższymi kosztami operacyjnymi generującymi presję na marżę grupy. Pod kątem sprzedaży gorsze wyniki r/r prognozujemy w **Eurocash** i **Ambra**, gdzie w świetle naszych symulacji uwidoczni się wymagająca baza z Wielkanocą obchodzoną 31 marca'24.

Analitik:

Andrzej Wodecki

MPW, CIIA, DI

andrzej.wodecki@bdm.pl

tel.: (+48) 668 516 977

Ochrona zdrowia

W **BioMaximie** oczekujemy mocnego wzrostu przychodów, co wynika głównie ze zwiększonego wolumenu sprzedaży, dzięki stopniowemu zapełnianiu mocy produkcyjnych w nowym zakładzie. Wysokie koszty utrzymania nowego zakładu nadal będą dawać się spółce we znaki, jednak stopniowy wzrost sprzedaży powinien prowadzić do poprawy wyników. **Celon Pharma** w naszej ocenie powinna pokazać wzrost w segmencie generycznym, natomiast w segmencie innowacyjnym spodziewamy się płaskich r/r wyników. Wzrost kosztów negatywnie odbije się na wynikach 1Q'25, co spowoduje pogłębienie straty. W **Neuce** spodziewamy się stabilnego wzrostu przychodów, jednak pogorszenie sytuacji w segmencie badań klinicznych w naszej ocenie będzie odbijać się echem w kolejnych okresach. Może spowodować to spadek rentowności w 1Q'25. **Synektik** jest aktualnie w okresie oczekiwania na rozpoczęcie przetargów w ramach KPO. Mimo spokojniejszego okresu, spółka powinna notować dwucyfrowe wzrosty sprzedaży i wyników, do czego w dużej mierze przyczyną będzie wzrost udziału przychodów powtarzalnych. W **Synthaverse** spodziewamy się mocnego wzrostu sprzedaży Onko BCG, natomiast pozostałe leki powinny pokazać niższe wyniki. Spółce będzie ciążył istotnie wyższa amortyzacja. W **Voxelu** spodziewamy się wzrostu wolumenów badań r/r oraz mocnego sprzedażowo okresu w Alterisie, do czego przyczyni się rozliczenie sprzedaży aktywów trwałych do grupy, które widoczne były w zobowiązaniach 4Q'24.

Analitik:

Anna Tobiasz

tel. 666 073 972

e-mail: annatobiasz@bdm.pl

Odzież

Analityk:
Anna Tobiasz
tel. 666 073 972
e-mail: annatobiasz@bdm.pl

W pierwszych miesiącach 2025 r. sprzedaż detaliczna tekstyliów, odzieży i obuwia wzrastała r/r zarówno w cenach stałych, jak i w cenach bieżących. Zauważamy poprawę nastrojów konsumenckich, co powinno przełożyć się na wzrost sprzedaży w spółkach odzieżowych. Efekty zawirowań związanych z nałożeniem ceł przez USA w naszej ocenie będą widoczne w tej branży w średnim okresie, natomiast nie powinny mieć wpływu na wyniki 1Q'25 (w LPP kwartał trwa od lutego do kwietnia). Krótka poprawa pogody w marcu oraz optymistyczne prognozy na kwiecień dodatkowo motywują konsumentów do uzupełniania garderoby wiosennej, co powinno być widoczne w LPP. **Answer.com** z kolei zakończył kwartał w marcu, dlatego spodziewamy się, że powrót chłodnej aury w drugiej połowie miesiąca przyhamował te tendencje. **Esotiq & Henderson** umacnia swoją pozycję w kanale online, jednak szacowana wyższa dynamika wzrostu kosztów niż przychodów w naszej ocenie będzie skutkowałą spadkiem wyników.

Spółki paliwowe

Analityk:
Krzysztof Pado
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

W **PKN Orlen** w 1Q'25 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 11,02 mld PLN (vs 7,92 mld PLN rok temu, główne źródło poprawy wyników to brak odpisów na FWRC). Spółka zapowiedziała nową segmentację wyników. Na naszą estymację składa się: +1,5 mld PLN w Downstreamie, +1,2 mld PLN w Consumers&Products, +4,9 mld PLN w Upstream&Supply, +3,8 mld PLN w Energy oraz -0,4 mld PLN kosztów korporacyjnych.

Dla **Unimotu** estymujemy 47,1 mln PLN EBITDA skoryg. w 1Q'25 (vs 47,5 mln PLN rok temu). Spodziewamy się przede wszystkim istotnie lepszego r/r wyniku w segmencie Paliw. Niższego r/r wyniku oczekujemy głównie w segmencie Gaz Ziemny (słabsze warunki do tradingu), nieco słabiej może być także w LPG (dyskusyjna szczelność sankcji w pierwszych miesiącach), Energii czy Bitumenach.

TMT

Spółka **Digital Network** opublikowała już raport z szacunkowymi przychodami za Q1 2025. Jak pokazały ostatnie kwartały spółka wykazuje wysoki poziom dźwigni operacyjnej. Spodziewamy się zatem, że za Q1 2025 Digital Network wypracuje odczyt EBITDA bliski 7,7 mln PLN (+27,2% r/r). W grupie opisywanych podmiotów spółka jest jednym z naszych faworytów sezonu wynikowego za Q1 2025.

Wysoko pozycjonujemy **PTWP**, który należy do liderów pod względem dynamik wzrostu (organicznego) EBITDA w skali całego 2025 roku względem 2024 roku. Obecne otoczenie geopolityczne wskazuje na intensywną dyskusję na tematy gospodarcze i bezpieczeństwa. W naszym odczuciu jest to bardzo dobry prognostyk dla popytu na usługi świadczone przez PTWP w obszarze organizacji kongresów i konferencji. Spodziewamy się, że w 2025 roku konferencje organizowane przez PTWP zanotują rekordową frekwencję. Prognozujemy, iż w H1 2025 spółka na poziomie EBITDA może wypracować odczyt bliski 15,5 mln PLN (względem 7,9 mln PLN w H1 2024).

Zakładamy, że Q1 2025 był relatywnie dobrym okresem dla **Cyfrowego Polsatu**, choć będzie to kwartał z widocznym wygaszeniem dynamiki wzrostu r/r skor. EBITDA z poprzednich kwartałów 2024 roku. W Q1 2025 w segmencie usług B2C i B2B przyjęliśmy założenie wzrostu ARPU klienta B2C na poziomie ponad 4,2% r/r. Struktura skor. EBITDA w naszej prognozie wskazuje na niewielką erozję r/r w segmencie B2C i B2B, pogorszenie wyników w OZE i jednocześnie wzrost w segmencie media oraz w obszarze deweloperskim. Z bieżącej perspektywy, kolejne odczyty kwartalne w naszym odczuciu mogą wskazywać na mniejszą niż w Q1 2025 dynamikę wzrostu r/r.

W sezonie wynikowym Q1 2025 neutralnie podchodzimy do **Orange Polska**.

Opublikowane już dane wskazują na utrzymanie dobrych dynamik wzrostu na kluczowych usługach telekomunikacyjnych (wpływy z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego).

Neutralnie w bieżącym sezonie wynikowym podchodzimy do **Agory**. Tak jak wskazywaliśmy w poprzednich komentarzach, decydujące znaczenie dla wyników Agory w Q1 2025 może mieć erozja rynku kinowego (spodziewamy się, że Helios w Q1 2025 mógł sprzedać 17% mniej biletów r/r). Jednocześnie liczymy, że Q1 2025 wskazał na rosnące wyniki pozostałych segmentów z ekspozycją na wpływy reklamowe (pomimo innego rozłożenia okresu świątecznego w relacji do roku 2024). Zwracamy uwagę, że w ujęciu LTM nasza symulacja wskazuje, że po Q1 2025 za około 55% wyniku skor. EBIT będzie odpowiadał segment film i książka, z kolei pozostałe segmenty z uwzględnieniem pozycji uzgadniających będą odpowiadały za kontrybucję do skor. EBIT na poziomie 45%.

Spodziewamy, że Q1 2025 mógł być relatywnie niskim sezonem dla **ATM Grupa** w skali całego 2025 roku. Odczyt skor. EBITDA z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) według naszej symulacji za Q1 2025 może wynieść 10,4 mln PLN (-2,9% r/r). Pomimo zakładanego przez nas braku impulsu wzrostu skor. EBITDA w Q1 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na mocny odczyt wynikowy w całym pierwszym półroczu 2025. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w naszej prognozie na H1 2025 wynosi 25,9 mln PLN (versus 20,4 mln PLN z H1 2024).

Tak jak już zasygnalizowaliśmy, na Q1 2025 w naszej symulacji uwzględniliśmy względnie słabe dynamiki wzrostu rynku reklamy w Polsce. Wymagająca sytuacja na rynku reklamowym będzie w naszym odczuciu widoczna w rezultatach **Wirtualnej Polski**. Dodatkowo w prognozie staramy się uwzględnić wyższe koszty związane z prowadzeniem szeregu inicjatyw (omówionych podczas ostatniej konferencji wynikowej za 2024 rok), które w średnim horyzoncie powinny pobudzić impulsy wzrostu w segmencie reklama i subskrypcje (w krótkim horyzoncie będą jednak odczuwalne na poziomie kosztów). W segmencie turystyka przyjęliśmy założenie, iż Q1 2025 był kolejnym mocnym okresem dla turystyki zagranicznej (słabszy odczyt skor. EBITDA wynika głównie z konsolidacji podmiotu rumuńskiego).

W naszym odczuciu inwestorzy **Kino Polska TV** powinni uwzględnić scenariusz ujemnych dynamik skor. EBITDA w Q1 2025 względem wyjątkowo mocnego odczytu z Q1 2024. Okres Q1 2025 będzie w naszym odczuciu pod wpływem niskich dynamik wzrostu rynku reklamy tv w ujęciu r/r, w tym innego rozkładu okresu świątecznego w 2025 roku względem roku 2024. Spodziewamy się, że skor. EBITDA w Q1 2025 spadnie o 13,3%.

Analityk:
Maciej Bobrowski
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

AGORA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	9,70	P/E	30,8x	8,4x	4,9x
Kapitalizacja [PLN m]	452	skor. EV/EBITDA	4,4x	3,9x	3,1x
EV [PLN m]	1 155	EV/Przychody	0,8x	0,7x	0,6x
EV [PLN m] (non IFRS16)	570	P/BV	0,7x	0,6x	0,5x
Data publikacji raportu za Q1 2025	2025-05-23				

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 13,6 PLN; data wydania: 2025-03-13)

Prognozy wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	385,9	342,3	-11%	1 514,4	1 460,0	-4%
Reklama	157,9	163,6	4%	737,3	768,4	4%
Bilety do kina	78,1	68,1	-13%	260,1	246,4	-5%
Sprzedaż wydawnictw	33,7	33,1	-2%	140,2	134,0	-4%
Bary kinowe	45,9	40,4	-12%	148,7	148,2	0%
Sprzedaż gastronomiczna	10,8	0,0	-100%	44,7	12,3	-73%
Działalność filmowa	29,5	12,5	-58%	53,4	31,9	-40%
Pozostała sprzedaż	30,0	24,7	-18%	129,9	118,8	-9%
skor. EBITDA	54,6	48,8	-11%	243,5	254,2	4%
skor. EBIT	11,0	2,3	-79%	73,5	77,3	5%
Film i książka	32,2	12,8	-60%	67,0	42,8	-36%
Radio	7,4	9,5	29%	57,1	60,3	6%
Prasa	-10,2**	0,3		-12,4	1,2	
Reklama zewnętrzna	-1,2	0,7		18,7	36,5	95%
Internet	-7,0**	-4,2		-10,7	-3,0	
Segmenty razem	21,1	19,0	-10%	119,7	137,9	15%
Pozycje uzgadniające	-10,2	-16,7		-46,3	-60,6	
Saldo finansowe	-4,5	0,4		15,8	-50,7	
Wynik brutto	6,1	3,0	-51%	75,0	24,5	-67%
Wynik netto	3,8	2,4	-37%	54,1	25,0	-54%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-0,6	1,7		32,2	17,0	-47%
skor. EBIT	11,0	2,3	-79%	73,5	77,3	5%
Film i książka	32,2	12,8	-60%	67,0	42,8	-36%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-21,2	-10,4		6,5	34,5	434%

Szacowany przez nas odczyt skor. EBITDA oraz skor. EBIT obliczony przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje Agora w raportach okresowych.

**** Przypominamy, że w Q1 2024 spółka ujęła koszty restrukturyzacji zatrudnienia (6,658 mln PLN w segmencie prasa i 1,203 mln PLN w segmencie internet). Łącznie w tych dwóch segmentach w Q1 2024 efekt zwolnień grupowych wyniósł 7,861 mln PLN.**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Tak jak wskazywaliśmy w poprzednich komentarzach, decydujące znaczenie dla wyników Agory w Q1 2025 może mieć erozja rynku kinowego (spodziewamy się, że Helios w Q1 2025 mógł sprzedać 17% mniej biletów r/r). Segment film i książka w naszej symulacji notuje słabsze rezultaty także w związku z niższymi wynikami z dystrybucji filmowej (Q1 2024 był wyjątkowym okresem dla Next Film).

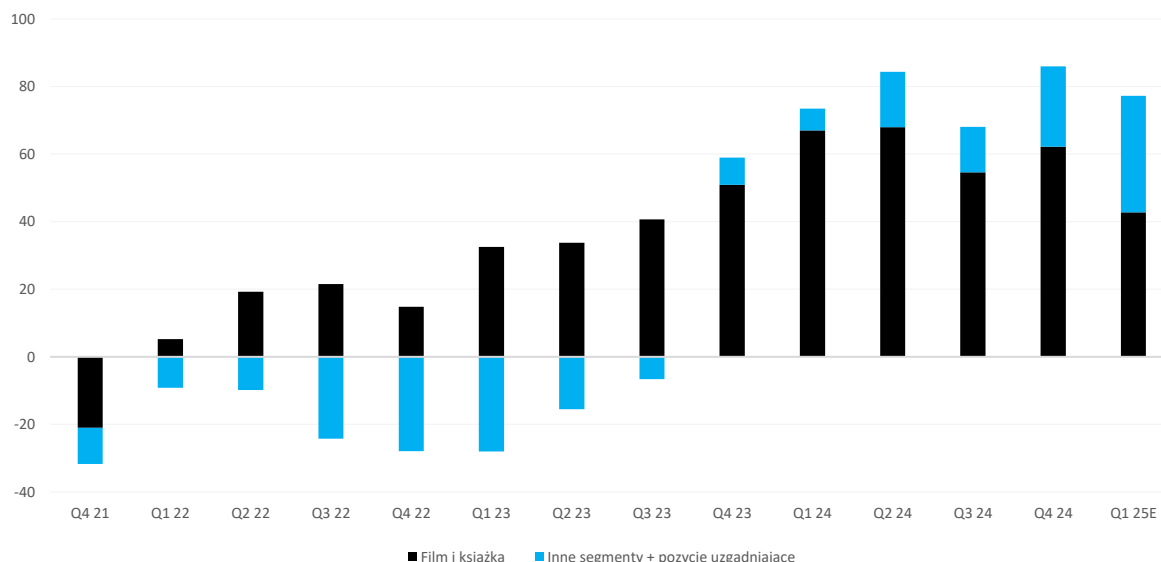
Zakładamy wzrost przychodów z reklamy w Q1 2025 o blisko 4% (liczymy na mocny odczyt w reklamie zewnętrznej oraz relatywnie dobre odczyty w radio).

Spodziewamy się, że segment film i książka w Q1 2025 zanotuje odczyt skor. EBIT o 19,4 mln PLN niższy niż w Q1 2024. Pozostałe segmenty z ekspozycją na rynek reklamy z uwzględnieniem pozycji uzgadniających, łącznie w naszej prognozie notują EBIT lepszy o 10,8 mln PLN r/r (po oczyszczeniu danych za Q1 2024 o koszty restrukturyzacji zatrudnienia, wzrost wynosi blisko 3 mln PLN r/r).

Ogółem założyliśmy, że skor. EBIT w 2025 roku wyniesie 2,3 mln PLN (vs 11 mln PLN w Q1 2024). Na saldzie finansowym staramy się uwzględnić wpływy dodatnich różnic kursowych. Finalnie na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom prognozujemy kwotę 1,7 mln PLN (vs strata 0,6 mln PLN w Q1 2024).

W ujęciu LTM nasza symulacja wskazuje, że po Q1 2025 za około 55% wyniku skor. EBIT będzie odpowiadał segment film i książka, z kolei pozostałe segmenty z uwzględnieniem pozycji uzgadniających będą odpowiadały za kontrybucję do skor. EBIT na poziomie 45%. Proces budowy wyniku w dywizjach z ekspozycją na reklamę został przez nas opisany w ostatnim raporcie analityczny.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych składowych Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu zannualizowanym; PLN m]



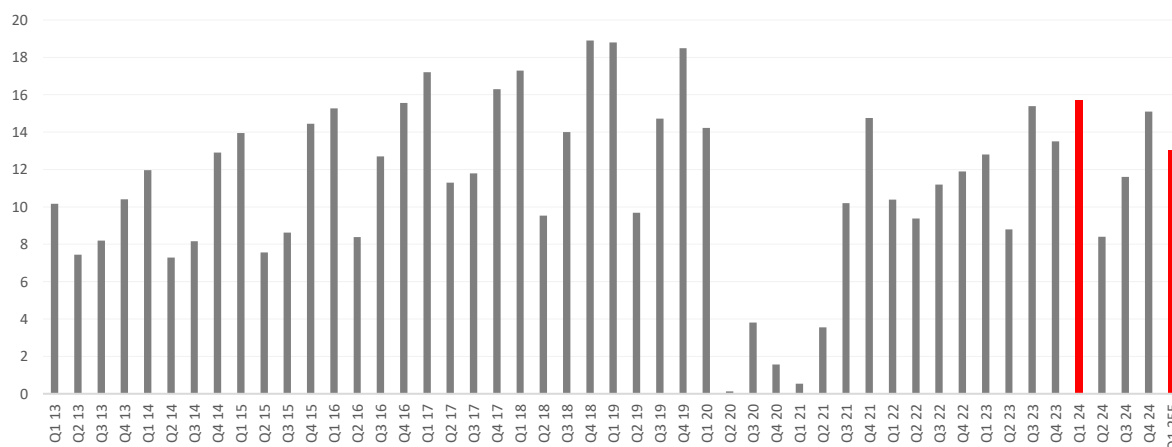
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

Na podstawie naszych szacunków frekwencja w kinach w minionym Q1 2025 okazała się o blisko 17% niższa względem Q1 2024. Tym samym, po Q1 2025 w ujęciu LTM łączna frekwencja w kinach mogła być o 10% niższa niż po Q1 2024 LTM. Decydujące znaczenie na erozję widowni miała wyjątkowo wysoka baza na polskim tytule: Akademia Pana Kleksa. W Q1 2025 kolejna część tego tytułu przyciągnęła do kin zdecydowanie mniej widzów. Zauważamy jednocześnie, że średnia frekwencja na tytułach zagranicznych nie wskazała na erozję rynku.

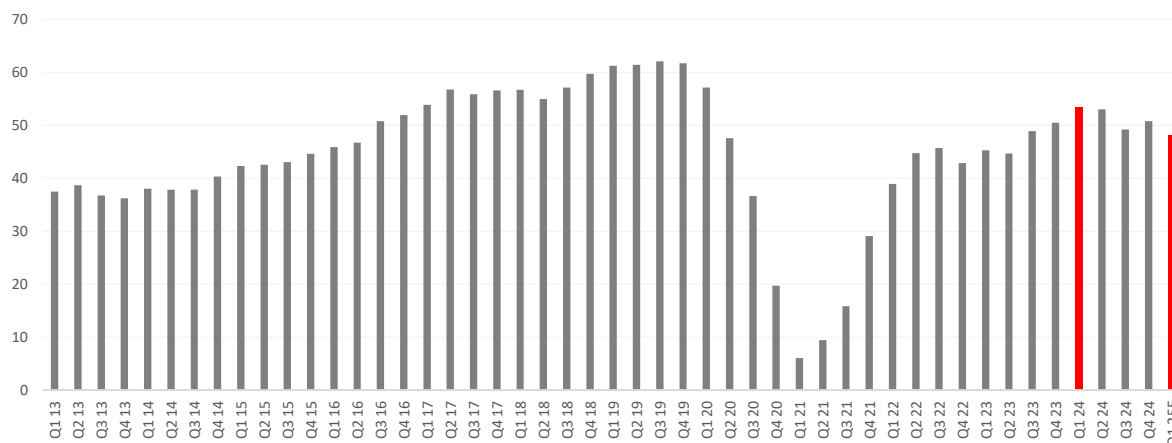
Kwiecień 2025 roku w naszej ocenie wskaże na silny wzrost widowni r/r (może to być miesiąc, w którym kluczowe znaczenie ma jeden tytuł: Minecraft). Biorąc pod uwagę pozycje w box office na kolejne tygodnie, spodziewamy się, że Q2 2025 wskaże na dynamiczny wzrost widowni względem Q2 2024 (jednocześnie przypominamy, że Q2 2024 odpowiadał za ok 16% frekwencji z całego 2024).

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q1 2025 [m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu zannualizowanym) oraz nasza symulacja na Q1 2025 [m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

AMBRA

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	21,6	P/E	7,2	7,4	6,4
Kapitalizacja [PLN m]	544,5	EV/EBITDA	5,1	5,1	4,5
EV [PLN m]	669,9	P/BV	1,1	1,0	0,9
Data publikacji raportu za Q1 2025	08.05.2025	DPS	1,1	1,1	1,3

Głównym czynnikiem decydującym o końcowym kształcie wyników Ambry w Q1 2025 był kalendarz, czyli efekt przesunięcia świąt wielkanocnych na drugą połowę kwietnia. W celu zachowania przejrzystości raportowanych wyników w poniższej tabeli zaprezentowaliśmy wyniki za Q1 2022, w którym to roku Wielkanoc również obchodziliśmy w połowie kwietnia.

Spółka oprócz rosnącej presji na wynagrodzenia w Polsce, wyraźnie odczuła w ostatnim roku kalendarzowym rosnące koszty prowadzenia działalności w Rumunii, gdzie przez 4 kwartały poprzedniego roku odnotowano w tym segmencie dynamiki SG&A od +21 do 27%, co spowodowało, że rosnąca sprzedaż w Rumunii nie przełożyła się proporcjonalnie na wyniki operacyjne Ambry. Początek roku nie przyniósł w tej kwestii żadnej zmiany, a płace minimalne zarówno w Polsce jak i Rumunii wzrosły z początkiem bieżącego roku.

W naszej opinii, dodatkowo kontrybuować będzie do wyniku segment Polska, który wyraźnie wyróżniał się *in plus* w ostatnich kwartałach, a umacniający się PLN pomagał importerom netto w polepszaniu marżowości biznesu. Liczymy, że podobnie jak w przypadku wynagrodzeń, Q1 2025 nie przyniesie w tej kwestii przełomu, a lepsze ceny zakupu surowca i importowanych win, w dalszym ciągu będą poprawiać rentowność grupy. W przyszłości liczymy na utrzymanie ścieżki wzrostu, w czym pomagać powinna m.in. modernizacja linii produkcyjnej w Nowej Woli koło Biłgoraju.

Prognozy wyników Ambra Q1 2025 [PLN m]

	Q1 22	Q1 24	Q1 25P	r/r	Q1 2024 LTM	Q1 2025P LTM	r/r
Sprzedane butelki [mln szt, 0,75L]	16	17	15,7	-8%	94,8	96,4	2%
Przychód/butelkę	8,24	10,11	9,86	-3%	9,6	9,3	-3%
Przychody netto ze sprzedaży	130,2	171,9	154,7	-10%	908,8	897,8	-1%
Polska	96,7	129,5	114,5	-12%	649,0	635,1	-2%
Cz+Sło	15,4	17,0	13,2	-22%	94,3	63,5	-33%
Rumunia	18,1	25,5	27,1	6%	165,5	183,0	11%
Wynik brutto na sprzedaży	53,4	74,3	68,3	-8%	371,8	388,7	5%
EBITDA	7,1	15,2	8,8	-42%	124,4	125,3	1%
Polska	4,6	14,1	8,2	-42%	89,2	94,8	6%
Cz+Sło	2,5	0,9	0,5	-42%	14,2	6,4	-55%
Rumunia	0,0	0,2	0,1	-42%	21,1	24,0	14%
EBIT	1,1	7,5	1,1	-86%	94,8	94,5	0%
Zysk brutto	0,4	6,0	-0,4	---	88,8	87,4	-2%
Zysk netto	0,2	4,8	-0,3	---	72,7	70,2	-3%
ZN j.d.	-0,5	3,0	-1,0	---	46,2	53,2	15%
EPS	-0,02	0,12	-0,04	---	1,83	2,11	15%
marża brutto na sprzedaży	41,0%	43,2%	44,2%	1,0%	40,9%	43,3%	2,4%
marża EBITDA	5,4%	8,8%	5,7%	-3,1%	13,7%	14,0%	0,3%
marża EBIT	0,8%	4,4%	0,7%	-3,7%	10,4%	10,5%	0,1%
marża zysku netto	0,1%	2,8%	-0,2%	-3,0%	8,0%	7,8%	-0,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Kalendarzowy Q1 (styczeń-marzec) przypada na Q3 roku obrotowego w spółce.

Analityk:

Andrzej Wodecki
MPW, CIA, DI
andrzej.wodecki@bdm.pl
tel.: (+48) 668 516 977

ANSWEAR.COM

			2023	2024
Kurs [PLN]	28,0	P/E	0,04	-0,02
MC [mln PLN]	531,5	EV/EBITDA	12,7	21,6
		EV/EBIT	17,9	61,9
		P/BV	0,4	0,4

Według wstępnych danych sprzedażowych, opublikowanych przez spółkę na początku kwietnia, przychody wg MSSF w 1Q'25 wyniosły ok. 351,9 mln PLN (+22,0% r/r). Spodziewamy się, że wynik ten może być finalnie lekko wyższy (352,1 mln PLN) ze względu na dosyć konserwatywną politykę spółki w zakresie szacowania zwrotów, które klienci mogą dokonać w ciągu 30 dni od zakupu towaru.

Z powodu sezonowych wyprzedaży, marża brutto na sprzedaży w 1Q i 3Q zazwyczaj jest niższa, dlatego spodziewamy się spadku w porównaniu do 4Q'24, natomiast w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego zakładamy wzrost rentowności na tym poziomie o +1 p.p. Z jednej strony powinien w tym pomóc stopniowo rosnący udział w sprzedaży marki PRM, która zalicza się do wysokomarżowego segmentu high fashion, natomiast z drugiej wzrost rentowności mogła ograniczyć pogoda. Zakładamy, że w markach premium powrót zimowej aury w drugiej połowie marca zahamował apetyty na wiosenne zakupy.

Koszty operacyjne w naszej ocenie powinny pokazać nieco niższy wzrost niż przychody. Widoczny powinien być wpływ stopniowego ograniczenia kosztów marketingu w stosunku do sprzedaży. Pozwoli to na podniesienie marży EBITDA do 2,1% wobec 1,2% rok wcześniej oraz marży EBIT z -0,6% do 0,4%. Umacniając się polska waluta powinna pozytywnie wpłynąć na koszty finansowania leasingu. Z tytułu różnic kursowych szacujemy ok. 2,7 mln PLN przychodów finansowych, dlatego rentowność zysku netto powinna być wyższa niż zysku operacyjnego. Finalnie, prognozujemy 2,0 mln PLN zysku netto oraz 7,5 mln PLN EBITDA wobec odpowiednio -4,3 mln PLN oraz 3,4 mln PLN w 1Q'24.

W naszej ocenie wyniki 1Q'25 powinny pokazywać poprawę sytuacji spółki. Z uwagi na sezonowość wyniki powinny być słabsze niż w 4Q'24, natomiast w porównaniu do 1Q'24 spodziewamy się istotnej poprawy. Nie są to jeszcze poziomy, jakie spółka notowała przed przejściem PRM, natomiast uważamy, że jest na dobrej drodze powrotu do rentowności z 1H'23, a potem dalszej poprawy wyników. W bieżącym roku Answear planuje wygrzewać wprowadzone w poprzednich okresach zmiany, które miały na celu przesunięcie oferty w stronę marek premium i zwiększeniu świadomości konsumentów.

Prognoza wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	r/r
Przychody ze sprzedaży	271,1	285,3	273,2	430,4	288,5	343,4	344,0	532,7	352,1	22,0%
EBIT	11,8	12,5	2,9	13,0	-1,7	-15,2	-3,9	32,7	1,4	-
EBITDA	15,3	16,2	7,3	18,0	3,4	-10,2	2,1	39,1	7,5	124,0%
Zysk netto	3,4	11,6	-8,2	13,6	-4,3	-17,6	-6,8	18,6	2,0	-
Marża brutto na sprzedaży	39,7%	43,9%	37,8%	38,0%	38,8%	40,9%	38,6%	40,7%	39,8%	
Marża EBIT	4,3%	4,4%	1,1%	3,0%	-0,6%	-4,4%	-1,1%	6,1%	0,4%	
Marża EBITDA	5,7%	5,7%	2,7%	4,2%	1,2%	-3,0%	0,6%	7,3%	2,1%	
Marża zysku netto	1,3%	4,1%	-3,0%	3,2%	-1,5%	-5,1%	-2,0%	3,5%	0,6%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

ARTIFEX MUNDI

Ostatnia rekomendacja BDM: TRZYMAJ z ceną docelową 16,55 PLN/akcję (2024-04-29)

ARTIFEX PROGNOZA NA Q1 2025

Artifex opublikował już wstępne przychody (oraz koszty akwizycji graczy) za styczeń, luty i marzec 2025 roku.

Na podstawie szacunkowych danych spodziewamy się zatem, że w Q1 2025 łączne przychody spółki wyniosą blisko 26,7 mln PLN (-3,1% r/r). W segmencie F2P zakładamy wzrost przychodów o 0,5% r/r, a w segmencie HOPA spadek o 39% r/r.

Na poziomie EBIT zakładamy spadek wyniku o 8,2% r/r (z 8,2 mln PLN do 7,5 mln PLN). W ujęciu LTM EBIT po Q1 2025, wg nas, może wynieść 28,9 mln PLN (+3% r/r). W segmencie F2P zakładamy płaski EBIT w ujęciu r/r (-0,4% r/r), z kolei w HOPA liczymy się z erozją rzędu 30% r/r.

Na saldzie finansowym w Q1 2025 zakładamy dodatni odczyt w okolicy 1,9 mln PLN (w Q1 2024 na tym poziomie rachunku wyników saldo wyniosło blisko zera). Zatem finalnie, na poziomie zysku netto spodziewamy się 8,7 mln PLN (+17,6% r/r). W ujęciu LTM po Q1 2025 zysk netto może wynieść 28,7 mln PLN (+1,3% r/r).

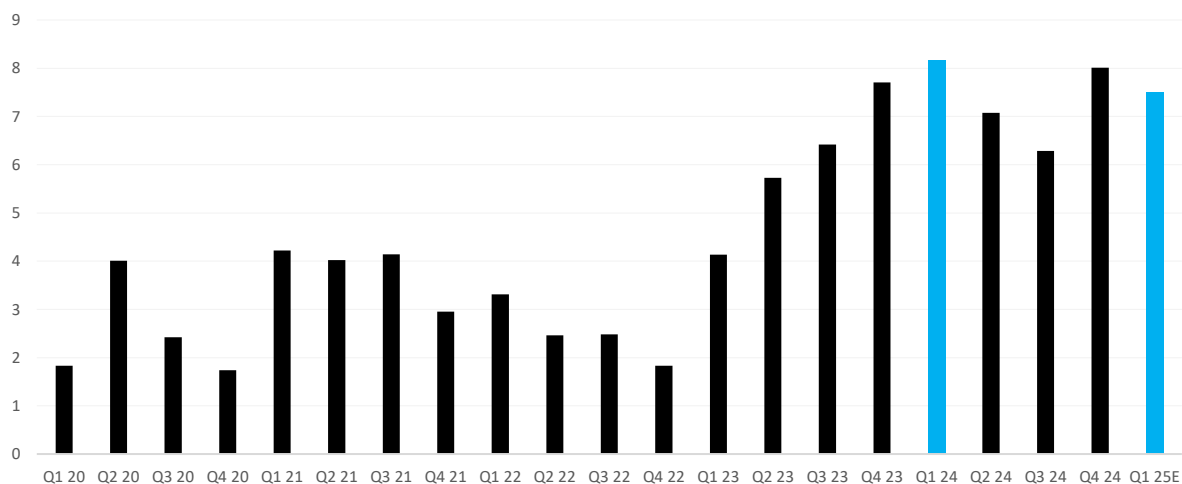
Prognoza na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	27,5	26,7	-3,1%	94,1	102,7	9,1%
F2P	25,0	25,1	0,5%	84,3	95,8	13,6%
HOPA	2,5	1,5	-39,0%	9,5	6,7	-29,4%
Koszt własny sprzedaży	3,2	3,2	-0,3%	11,5	12,3	7,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	24,3	23,5	-3,5%	82,6	90,3	9,4%
Koszty sprzedaży	14,2	13,9	-1,9%	47,5	52,5	10,5%
Koszty ogólnego zarządu	1,9	2,0	2,4%	7,1	8,9	25,5%
Saldo pozostałe	0,0	-0,1		0,0	-0,1	
EBITDA adj.	9,7	9,1	-5,9%	33,7	35,4	5,1%
EBIT	8,2	7,5	-8,2%	28,0	28,9	3,0%
F2P	8,3	8,3	-0,4%	28,4	32,7	15,1%
HOPA	1,7	1,2	-30,2%	6,5	5,1	-22,7%
Inne	-1,9	-2,0		-6,9	-8,8	
Saldo finansowe	0,0	1,9		3,1	2,3	-25,4%
EBT	8,2	9,3	14,6%	31,1	31,1	0,2%
Podatek dochodowy	0,7	0,6	-14,9%	2,7	2,4	-11,2%
Wynik netto	7,4	8,7	17,6%	28,3	28,7	1,3%

EBITDA skorygowana obliczana przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje spółka.

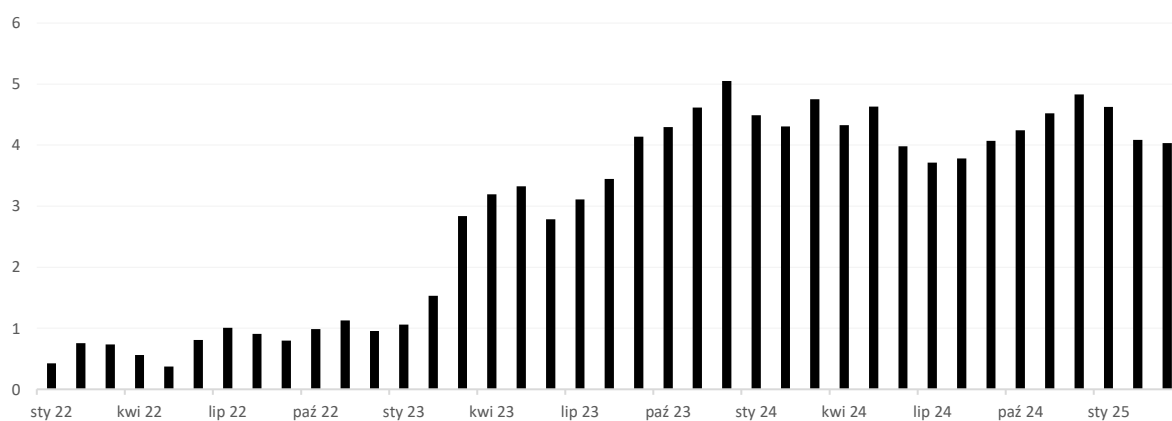
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBIT oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



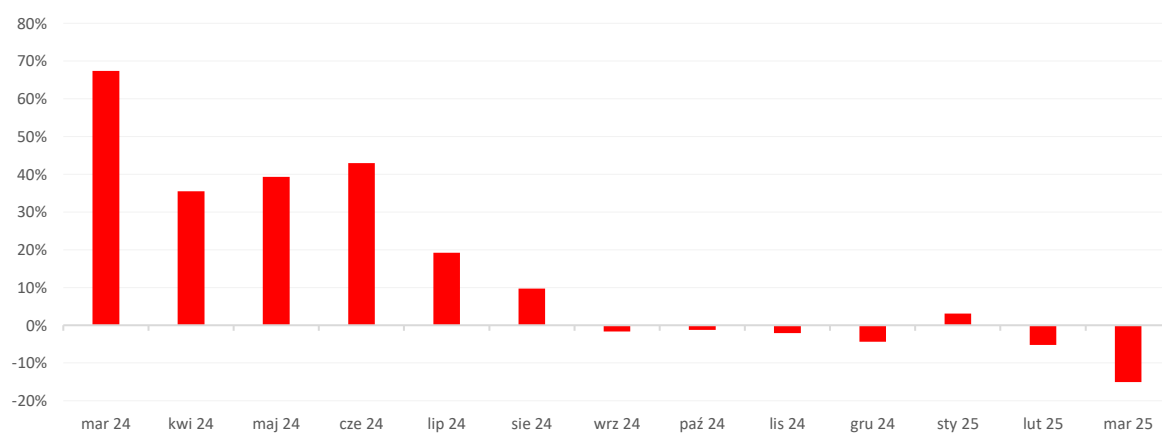
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA y/y



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ATAL

Data publikacji raportu za 1Q'25 – 2025-05-15

			2023	2024	2025P	2026P	Analityk:
Kurs [PLN]	60,0	P/E	7,6	8,8	9,0	5,4	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	2 592,9	EV/EBITDA	6,8	10,5	11,1	7,0	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	6,8	10,5	11,1	7,0	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	1,5	1,5	1,5	1,3	

- W 1Q'25 spółka sprzedała 348 lokali (65 w I, 86 w II, 197 w III). Jest to odczyt niższy o połowę niż w 1Q'24, i także słabszy q/q (w 4Q'24: 445 lokali). W całym 2024 roku spółka sprzedała 2 068 lokali (vs 2 833 rok wcześniej). Celem na 2025 roku, komunikowanym po konferencji wynikowej po 4Q'24, jest sprzedaż min. 2,5 tys lokali.
- Przekazania w 1Q'25 wyniosły 218 lokali (o 449 lokali mniej r/r; najwięcej we Wrocławiu i Łodzi). Jest to mix raczej lepszych marżowo projektów, przy czym są to ostatnie etapy inwestycji (pierwsze i ostatnie etapy zwykle mają podwyższone koszty).
- Spodziewamy się w 1Q'25 przychodów na poziomie 127 mln PLN (-68% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 27,5% (vs 31,2% rok temu i 19,5% w 4Q'24).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 19% wyższym r/r (dynamika w 2024 wynosiła +27% r/r), neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz dodatni wpływ salda finansowego.
- EBIT prognozujemy na poziomie 19,1 mln PLN a wynik netto na 21,6 mln PLN.
- W 2024 roku spółka przekazała 2 460 lokali (vs 2 806 rok wcześniej). W 2025 roku spółka planuje ukończyć 3 193 lokale, dla których kontraktacja po 4Q'24 wynosiła 44% (plus 363 lokale nieprzekazane z 2024 roku). Zwracamy przy tym uwagę, że część dużych projektów charakteryzuje się dotychczas słabym tempem sprzedaży (np. Poznań Naramowice, Katowice Olimpijska, Gliwice – Andersa), co może wpływać obniżoną relację przekazania/ukończenia. Zakładamy, że spółka przekaze w 2025 roku klientom ok. 2,5 tys lokali. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową, co może wpływać pozytywnie na marżę.
- W 2026 roku spółka planuje ukończyć 6 275 lokali, z tego po 4Q'24 sprzedane były 823 lokale. Zakładamy, że przy 2,5 tys sprzedaży w 2025 roku, w tym ok 1,5 tys będzie dotyczyć inwestycji kończonych w 2026 roku, co implikuje, że na koniec 2025 roku spółka będzie miała kontraktację na 2026 na poziomie 2,3 tys lokali. Przyjmujemy scenariusz, że w 2026 roku sprzedaż wzrośnie do 3,0 tys lokali, z czego 2/3 będzie dotyczyć projektów kończonych w 2026 roku (zakładamy, że spółka obecnie spowolni z nowymi wprowadzeniami, co będzie „premiować” sprzedaż z projektów kończonych w 2026). Takie założenia implikują, że w 2026 roku spółka przekaze 4,2-4,3 tys lokali (a ok 2 tys lokali na koniec 2026 będzie ukończone-niesprzedane, aby te proporcje były bardziej naturalne, spółka musiałaby zwiększyć w 2026 roku sprzedaż do ok 4 tys lokali – taką sprzedaż spółka miała w 2021 roku).
- Konsensus Bloomberg na lata 2025/26 na poziomie netto to obecnie 326 / 340 mln PLN. Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 287 / 483 mln PLN.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'25	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	390,3	127,0	-67,5%	1 486,9	1 482,0	-0,3%	2 584,0	74,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	121,9	34,9	-71,4%	386,3	394,4	2,1%	646,0	63,8%
Zysk na sprzedaży	108,7	19,1	-82,4%	328,0	329,6	0,5%	575,9	74,7%
EBITDA	111,3	20,2	-81,8%	335,4	334,0	-0,4%	580,6	73,8%
EBIT	110,3	19,1	-82,7%	331,1	329,6	-0,5%	575,9	74,7%
Zysk brutto	119,4	26,6	-77,7%	365,8	354,2	-3,2%	595,9	68,2%
Zysk netto	96,5	21,6	-77,7%	295,4	286,9	-2,9%	482,7	68,2%
Marża brutto ze sprzedaży	31,2%	27,5%		26,0%	26,6%		25,0%	
Marża na sprzedaży	27,8%	15,1%		22,1%	22,2%		22,3%	
marża EBITDA	28,5%	15,9%		22,6%	22,5%		22,5%	
marża EBIT	28,3%	15,1%		22,3%	22,2%		22,3%	
marża netto	24,7%	17,0%		19,9%	19,4%		18,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25
Sprzedaż	842	1 216	1 161	1 039	748	582	376	385	401	735	757	940	717	552	354	445	348
Przekazania	794	856	750	1 300	719	1 065	833	763	333	626	647	1 200	667	548	806	439	218
Trójmiasto	6	2	104	74	76	83	157	148	10	154	78	310	125	12	301	25	8
Katowice	140	39	17	406	86	89	152	30	31	138	26	233	98	86	190	44	21
Kraków	83	132	101	475	229	35	201	140	28	121	33	24	119	52	4	144	4
Łódź	167	115	144	90	57	69	203	88	32	4	66	119	83	195	69	44	79
Poznań	42	213	135	84	30	564	93	10	8	0	235	159	22	5	142	155	22
Warszawa	281	200	118	63	13	2	0	76	2	114	30	56	69	83	16	0	0
Wrocław	75	155	131	108	228	223	27	271	222	95	179	299	151	115	84	27	84
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Planowany po 4Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2025 i 2026 roku

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOK. SPRZED.	DATA ZAKOŃCZENIA
ATAL City Square IV	Wrocław	15 403	326	309	I kw. 2025
Nowe Miasto Polesie IV a	Łódź	12 051	211	144	II kw. 2025
Ogrody Andersa	Katowice	6 175	114	53	II kw. 2025
Aleja Pokoju V aparthotel	Kraków	6 139	148	0	III kw. 2025
Naramowice Odnova	Poznań	32 315	512	100	III kw. 2025
Osiedle Poematu II	Warszawa	7 920	144	93	III kw. 2025
Strefa Cegielnia II	Kraków	7 675	134	97	III kw. 2025
ATAL Strachowicka I	Wrocław	6 332	105	103	III kw. 2025
ATAL Aura II	Łódź	11 676	205	68	III kw. 2025
ATAL Apollina	Gdańsk	3 020	60	29	III kw. 2025
ATAL Olimpijska bud. A, B	Katowice	32 769	507	201	III kw. 2025
Krakowska 35 – Apartamenty Inwestycyjne	Wrocław	5 638	131	1	III kw. 2025
Na Opoczyńskiej	Wrocław	4 949	90	32	III kw. 2025
Zakątek Harmonia II	Warszawa	5 671	95	70	IV kw. 2025
Niebieski Bursztyn	Gdańsk	11 142	188	75	IV kw. 2025
Ogrody Andersa II	Katowice	13 006	223	43	IV kw. 2025
RAZEM		181 881	3 193	1 418	

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOK. SPRZED.	DATA ZAKOŃCZENIA
ATAL Olimpijska bud. C	Katowice	14 219	220	31	I kw. 2026
ATAL Idea Swarzędz	Poznań	7 115	128	27	I kw. 2026
Francuska Park IX	Katowice	10 334	168	17	I kw. 2026
Przewóz 42	Kraków	7 516	126	75	I kw. 2026
Żerniki Na Novo I	Wrocław	16 717	296	84	I kw. 2026
Galaktyczna	Gdańsk	7 630	144	10	I kw. 2026
Osiedle Przyjemne I	Gdańsk	3 138	72	26	I kw. 2026
Osiedle Poematu III	Warszawa	9 105	166	46	II kw. 2026
ATAL Symbioza IA	Gdańsk	5 836	91	12	II kw. 2026
ATAL Symbioza IB	Gdańsk	9 024	130	3	II kw. 2026
Żerniki Na Novo II	Wrocław	21 370	388	49	II kw. 2026
Nowy Targówek VI	Warszawa	7 042	112	27	III kw. 2026
Nowe Miasto Polesie IVb	Łódź	13 834	246	87	III kw. 2026
ATAL Sky + II	Katowice	42 012	764	103	III kw. 2026
Ogrody Geyera I	Łódź	23 411	409	52	III kw. 2026

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOK. SPRZED.	DATA ZAKOŃCZENIA
ATAL Zawisłańska	Gdańsk	4 227	64	3	III kw. 2026
ATAL Strachowicka II	Wrocław	16 400	301	27	III kw. 2026
Naramowice Odnova II	Poznań	29 476	486	19	III kw. 2026
Przewóz 42 II	Kraków	7 581	126	33	III kw. 2026
Osiedle Przyjemne II	Gdańsk	5 012	107	32	III kw. 2026
Osiedle Przyjemne III	Gdańsk	3 626	79	3	III kw. 2026
Osiedle Przyjemne IV	Gdańsk	6 088	111	1	III kw. 2026
Warszawska 58	Warszawa	4 728	82	10	III kw. 2026
Moderna Helenów	Łódź	12 327	234	2	III kw. 2026
ATAL Idea Swarzędz II	Poznań	13 042	237	0	IV kw. 2026
Francuska Park VIIIA	Katowice	16 231	290	4	IV kw. 2026
ATAL Apollina II	Gdańsk	10 841	181	5	IV kw. 2026
Akcyjowa Wita	Kraków	6 015	102	15	IV kw. 2026
Heyki City ATAL	Szczecin	23 042	415	20	IV kw. 2026
RAZEM		356 939	6 275	823	

ATM GRUPA

			2024E	2025E	2026E
Kurs [PLN]	3,93	P/E	12,9x	9,0x	8,3x
Kapitalizacja [PLN m]	331	skor. EV/EBITDA	5,3x	4,1x	4,2x
EV [PLN m]	293	P/BV	1,1x	1,0x	1,0x
Data publikacji raportu za Q1 2025	2025-05-29				

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 5,04 PLN; data wydania: 2025-01-03)

Prognoza wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	60,5	57,2	-5,4%	246,3	244,8	-1%
produkcja tv i filmowa	41,2	42,1	2,0%	157,1	154,7	-2%
zarządzanie aktywami trw.	14,1	14,8	4,5%	70,9	80,6	14%
działalność deweloperska	4,8	0,1	-99,0%	17,1	6,5	-62%
inne	0,3	0,3	20,7%	1,2	2,9	141%
skor. EBITDA*	12,4	10,2	-17,7%	58,6	55,5	-5%
produkcja tv i filmowa	4,8	4,5	-5,8%	21,0	23,3	11%
zarządzanie aktywami trw.	5,9	5,9	-0,6%	31,6	33,3	5%
działalność deweloperska	1,5	0,0	-99,2%	5,4	-0,3	
inne	0,2	-0,2		0,7	-0,9	
EBIT	7,8	5,2	-33,4%	39,6	34,0	-14%
Saldo finansowe	-0,4	0,0		-2,4	-1,0	
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,6	-1,2		1,3	-3,8	
Wynik brutto	8,0	4,0	-49,8%	38,5	29,2	-24%
Wynik netto dla akcjonariuszy	6,8	3,1	-54,7%	28,5	21,9	-23%
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	55,4	56,8	2,6%	228,0	235,3	3%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	10,7	10,4	-2,9%	52,6	56,6	8%

* Szacowany wynik skor. EBITDA obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje ATM Grupa w raportach okresowych. Odczyt skor. EBITDA obliczony przez BDM liczony jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż spółka raportuje odczyt EBITDA). Dodatkowo w kalkulacji skor. EBITDA eliminujemy wpływ odpisów utraty wartości aktywów programowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

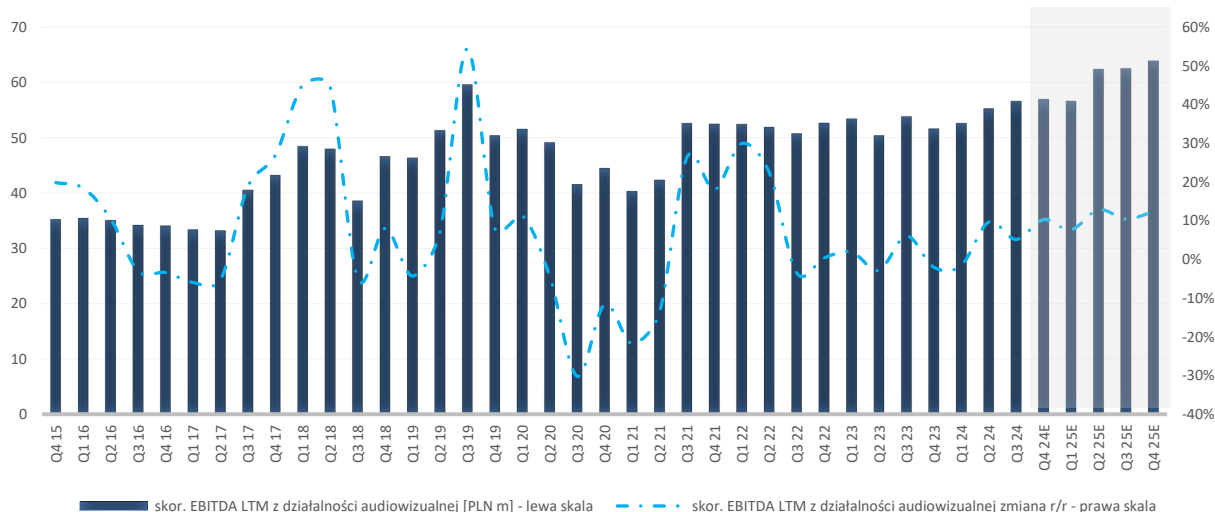
Spodziewamy, że Q1 2025 mógł być relatywnie niskim sezonem dla ATM Grupa w skali całego 2025 roku. Przychody z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) zakładamy na poziomie 56,8 mln PLN (+2,6% r/r). Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji za Q1 2025 może wynieść 10,4 mln PLN (-2,9% r/r). Po Q1 2025 w ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna wynieść 56,6 mln PLN (+8% r/r).

Pomimo zakładanego przez nas braku impulsu wzrostu skor. EBITDA w Q1 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na mocny odczyt wynikowy w całym pierwszym półroczu 2025. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w naszej prognozie na H1 2025 wynosi 25,9 mln PLN (versus 20,4 mln PLN z H1 2024).

W naszym odczuciu spółka zakończyła 2024 rok z wysokim obłożeniem (liczbą zrealizowanych dni zdjęciowych) w segmencie produkcja tv i filmowa. Przypominamy, że część projektów zrealizowanych w 2024 roku zostanie ujęta w wynikach prawdopodobnie w pierwszym półroczu 2025 roku (w modelu przyjmujemy Q2 2025).

Spodziewamy się, że obserwowany przez nas wzrost kontraktacji produkcji dla telewizji linearnych (dostrzegamy rosnącą liczbę projektów względem 2024 roku) w horyzoncie kolejnych kwartałów 2025 roku będzie impulsem dla dalszej budowy skor. EBITDA LTM w działalności audiowizualnej. Z kolei projekty realizowane na rzecz platform streamingowych w naszym odczuciu mogą wykazać kolejny impuls wzrostowy w okresie 2026/2027 roku (czekamy na wyniki oglądalności jednego z kluczowych projektów).

Historyczne odczyty skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz nasze założenia na 2025 rok
(suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 20,7 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 stycznia 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,4	P/E	88,4	96,8	9,4	7,2
MC [mln PLN]	51,8	EV/EBITDA	19,6	14,0	6,0	4,5
		EV/EBIT	86,7	50,1	9,0	6,3
		P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9

W 1Q'25 spodziewamy się wzrostu przychodów o 31% r/r do 15,1 mln PLN. Wysoka dynamika w naszej ocenie będzie wynikać głównie ze zwiększonego wolumenu sprzedaży, dzięki stopniowemu zapełnianiu mocy produkcyjnych w nowym zakładzie. Dodatkowo, w 1Q'25 spółka zrealizowała umowę na dostawę automatycznego analizatora do monitorowania hodowli komórkowych o wartości 1,4 mln PLN. Podtrzymujemy założenie, że głównym driverem wzrostu sprzedaży będą krążki antybiotykowe oraz w kolejnych okresach testy MIC.

W zakresie kosztów operacyjnych zakładamy nieco niższe dynamiki, co wpływa na zwiększenie rentowności. Z kosztów stałych w naszej ocenie najmocniejszy wzrost powinny wykazać świadczenia pracownicze (+11,9%). Wiąże się to głównie ze wzrostem minimalnego wynagrodzenia od stycznia'25. Utrzymanie 60% udziału sprzedaży produktów do 40% towarów, również powinno sprzyjać poprawie marży. W 1Q'25 szacujemy 0,7 mln PLN EBIT wobec 0,3 mln PLN rok wcześniej. Dodatkowo, w naszej ocenie wzrost amortyzacji w związku z włączaniem do użytkowania kolejnych urządzeń w ciągu ostatniego roku, przyczyni się do wzrostu zysku EBITDA do 1,6 mln PLN (+43% r/r).

Biorąc pod uwagę utrzymujące się w 1Q'25 dosyć wysokie koszty obsługi długu, spodziewamy się ujemnego wyniku działalności finansowej. Finalnie zysk netto, według naszych oczekiwań, powinien ukształtować się na poziomie 0,4 mln PLN. Jest to wzrost względem 1Q'24, kiedy wynik netto wyniósł 0,25 mln PLN, jednak w naszej ocenie to dopiero początek poprawy wyników. Rozszerzanie produkcji na nowych mocach oraz oczekiwane przez nas pozyskiwanie znaczących kontraktów w zakresie antybiotykoodporności, powinno skutkować istotną poprawą wyników w kolejnych okresach, z naciskiem na 2H'25.

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024	r/r	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	11,5	12,5	13,0	15,9	15,1	31,1%	46,8	52,9	13,0%	73,5	39,1%
EBITDA	1,1	0,8	0,8	1,9	1,6	42,8%	3,2	4,7	45,2%	11,2	139,0%
EBIT	0,3	0,0	0,0	1,0	0,7	131,3%	0,7	1,3	79,7%	7,5	474,1%
Zysk brutto	0,3	-0,4	-0,2	0,7	0,5	109,6%	0,2	0,3	63,6%	6,8	-
Zysk netto	0,3	-0,4	-0,3	1,0	0,4	72,5%	0,6	0,5	-8,7%	5,5	-
Marża EBITDA	9,5%	6,8%	6,5%	11,9%	10,3%		6,9%	8,8%		15,2%	
Marża EBIT	2,4%	0,1%	0,0%	6,4%	4,3%		1,6%	2,5%		10,2%	
Marża zysku netto	2,2%	-3,5%	-1,9%	6,1%	2,9%		1,3%	1,0%		7,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

BUDIMEX**Akumuluj, TP 514,1/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 grudnia 2024 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	656,0	P/E	22,7	27,2	23,7	20,3
MC [mln PLN]	16 747,7	EV/EBITDA	14,0	15,3	13,5	11,2
		EV/EBIT	16,8	18,6	16,3	13,3
		P/BV	10,9	13,6	13,0	11,8

- **Backlog.** Portfel po 4Q'24 wynosił 17,8 mld PLN (+36% r/r, +13% q/q), wzmocniony przez duże umowy dla GDDKiA i PKP PLK. W „poczekalni” znajduje się głównie 4,8 mld PLN z łotewskiej części Rail Baltica, która do portfela będzie trafiać etapowo.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku wyniki były słabsze r/r ze względu na m.in. spadek przychodów, wzrost kosztów ogólnych (presja płacowa + inwestycje w nowe rynki geograficzne), ograniczenie dodatniego salda finansowego czy wysoką stawkę podatku. Na plus wyróżniła się wysoka marża brutto ze sprzedaży segmentu budowlanego (12,4% vs 10,9% rok wcześniej), w samym 4Q'24 (14,5%) wsparta jednak przez spory spadek poziomu rezerw na straty. Gotówka netto na koniec roku wyniosła 2,9 mld PLN (vs 3,7 mld PLN rok wcześniej).
- **Segment budowlany.** Zakładamy, że w 1Q'25 sprzedaż wzrosta o górne kilka procent r/r, jednak duża część tego wzrostu przypada po raz pierwszy od dłuższego czasu na sprzedaż wewnętrzną (własne projekty OZE + projekt deweloperski), która ulegnie wyłączeniu na konsolidacji. W przypadku marży otoczenie pozostaje sprzyjające, co powinno pozwolić na lekką poprawę r/r (ale niżej w ujęciu q/q). Zakładamy, że wyniki 1Q'25 mogły być wsparte przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (wycena kontraktów FX).
- **Segment usług.** Zakładamy lekki spadek r/r przychodów (brak śnieżnej zimy wpłynął na przychody części drogowej) i lepszą rentowność. Spodziewamy się nieznacznego wzrostu r/r EBIT (wynik rok temu był obciążony przez ujemne saldo pozostałej działalności).
- **Prognoza na 1Q'25.** Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 1,68 mld PLN przychodów oraz 120,4 mln PLN EBIT. Dodatkowo saldo finansowe szacujemy na poziomie o połowę niższym r/r (spadek gotówki netto r/r, spadek oprocentowania). Na poziomie wyniku netto estymujemy 115,5 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** W najbliższych kwartałach spółka powinna podtrzymać ścieżkę dodatnich odczytów r/r (efekt wzrostu portfela, dobra perspektywa dla marż przy wydłużającym się horyzoncie stabilizacji kosztowej). W kolejnych miesiącach liczymy na odbudowę ofertowania w Polsce (rynek kolejowy, PSE a także mniejszym stopniu drogowy).

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	1 644,9	1 675,6	1,9%	9 117,8	9 664,7	6,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	196,3	204,7	4,3%	1 162,3	1 279,3	10,1%
Zysk na sprzedaży	109,7	107,9	-1,6%	716,1	799,9	11,7%
EBITDA	153,7	161,9	5,4%	903,1	979,4	8,4%
EBIT	115,0	120,4	4,7%	743,8	810,9	9,0%
Zysk brutto	155,1	138,8	-10,5%	839,7	875,4	4,2%
Zysk netto	119,1	115,5	-3,1%	615,9	706,9	14,8%
Marża brutto ze sprzedaży	11,9%	12,2%		12,7%	13,2%	
Marża na sprzedaży	6,7%	6,4%		7,9%	8,3%	
marża EBITDA	9,3%	9,7%		9,9%	10,1%	
marża EBIT	7,0%	7,2%		8,2%	8,4%	
marża netto	7,2%	6,9%		6,8%	7,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CELON PHARMA

			2023	2024	2025P*
Kurs [PLN]	23,9	P/E	-43,4	-35,4	-38,6
MC [mln PLN]	1 075,5	EV/EBITDA	53,3	80,4	87,6
		EV/EBIT	-44,5	-32,9	-35,7
		P/BV	2,7	2,7	3,1

* prognozy na 2025 r. nie uwzględniają potencjalnej komercjalizacji CPL'36

W 1Q'25 w segmencie leków generycznych spodziewamy się wzrostu sprzedaży o +27% r/r do 44,2 mln PLN. Przypominamy, że baza z 1Q'24 nie uwzględnia jeszcze sprzedaży leku Zarixa. Spodziewamy się, że efekt wprowadzenia na rynek nowego preparatu, który zapowiadała spółka, będzie widoczny w 2H'25. Przychody z tytułu dotacji w naszej ocenie powinny pozostać na poziomie podobnym do analogicznego okresu poprzedniego roku (4,0 mln PLN), natomiast w pozostałych przychodach oczekujemy spadku do poziomu 0,5 mln PLN. Na poziomie całej spółki szacujemy ponad 20% wzrost przychodów do 48,7 mln PLN.

W zakresie kosztów operacyjnych, największy wpływ powinien mieć wzrost kosztów usług obcych (+37% r/r), które w 1Q'24 były zdecydowanie niższe, niż w innych kwartałach, oraz wzrost wynagrodzeń. Szacujemy, że pozycja ta może wzrosnąć ok. 13% r/r. Powoduje to spadek wyniku operacyjnego z -17,8 mln PLN w 1Q'24 do -20,4 mln PLN w 1Q'25 oraz EBITDA z -5,2 mln PLN do -7,7 mln PLN. Na poziomie netto szacujemy stratę w wysokości -21,7 mln PLN (vs -15,7 mln PLN rok wcześniej).

Patrząc na cały 2025 r., bez uwzględnienia potencjalnej komercjalizacji CPL'36, przychody powinny wykazywać wzrosty. Szacujemy, że istotnie przyczyni się do tego wprowadzenie na rynek nowego leku generycznego, który pozytywnie wpłynie na wyniki 2H'25. Jednocześnie koszty operacyjne powinny wykazywać wolniejsze dynamiki, dlatego spodziewamy się wzrostowej tendencji wyników.

Prognoza wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024	r/r	2025P	r/r
Przychody	40,3	48,7	20,7%	216,6	207,2	-4,3%	247,8	19,6%
ze sprzedaży leków	34,8	44,2	26,9%	164,4	176,6	7,4%	215,3	21,9%
z tytułu dotacji	4,0	4,0	0,0%	49,5	27,4	-44,6%	30,4	10,9%
pozostałe	1,5	0,5	-66,1%	2,6	3,1	18,5%	2,1	-34,2%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	-
EBIT	-17,9	-20,4	-	-27,2	-36,8	-	-35,7	-
EBITDA	-5,2	-7,7	-	22,8	15,0	-33,9%	14,5	-3,4%
Wynik netto	-15,7	-21,7	-	-28,1	-34,4	-	-31,6	-
marża EBIT	-44,3%	-42,0%		-12,6%	-17,8%		-14,4%	
marża EBITDA	-12,8%	-15,8%		10,5%	7,3%		0,0%	
marża zysku netto	-38,9%	-44,6%		-13,0%	-16,6%		-12,8%	

Źródło: BDM, spółka

* prognozy na 2025 r. nie uwzględniają potencjalnej komercjalizacji CPL'36

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

CYFROWY POLSAT

			2024	2025	2026
Kurs [PLN]	17,70	P/E	15,9x	29,8x	23,4x
Kapitalizacja [PLN m]	11 320	EV/EBITDA	6,2x	6,5x	6,3x
EV [PLN m]	21 288	EV/EBIT	12,1x	12,6x	12,1x

Data publikacji raportu za Q1 2025 2025-05-21

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 14,79 PLN; data wydania: 2024-10-16)

Prognozy wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody razem	3 405	3 522	3,4%	13 832	14 383	4,0%
detaliczne od klientów indyw. i biznesowych	1 771	1 810	2,2%	7 024	7 221	2,8%
hurtowe	750	765	2,0%	3 337	3 275	-1,9%
sprzedaż sprzętu	426	422	-1,0%	1 863	1 790	-3,9%
pozostałe	459	527	14,8%	1 608	2 097	30,4%
Koszty operacyjne	-3 116	-3 077	-1,2%	-12 713	-12 590	
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-481	-375	-22,1%	-1 919	-1 507	
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-304	-319	5,0%	-1 186	-1 259	
inne koszty	-2 331	-2 384	2,2%	-9 608	-9 825	
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	10	0	-100,0%	230	0	-100,0%
Pozostałe przychody / koszty	154	-12		117	-46	
EBITDA	946,3	809,9	-14,4%	3 416	3 301	-3,4%
EBITDA skor.	772,3	809,9	4,9%	3 023	3 337	10,4%
EBIT	452,7	432,9	-4,4%	1 466	1 746	19,2%
Wynik działalności inwestycyjnej	19,2	35,0	82,3%	161	201	25,0%
Saldo finansowe netto	-201,3	-296,2		-1 028	-966	
Wynik brutto	270,6	171,7	-36,6%	608	981	61,2%
Wynik netto	180,1	70,4	-60,9%	394	601	52,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wraz z Q4 2024 zakładamy zakończenie dynamicznej ścieżki poprawy skor. EBITDA w ujęciu r/r (przynajmniej do kolejnego impulsu związanego z oddaniem nowych mocy w OZE w Q4'25).

Zakładamy, że w Q1 2025 przychody spółki wzrosły o 3,4% r/r. Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji mógł wynieść blisko 810 mln PLN (+4,9% r/r). Po Q1 2025 EBITDA skor. w ujęciu LTM, wg naszych symulacji, będzie w okolicy 3,34 mld PLN (+10,4% r/r).

Wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q1 2025 szacujemy na 70,4 mln PLN (względnie duże koszty finansowe związane są z rozliczeniem transakcji sprzedaży pakietu Asseco). Po Q1 2025 wynik netto w ujęciu LTM, wg naszych symulacji, będzie w okolicy 601 mld PLN (+52,4% r/r).

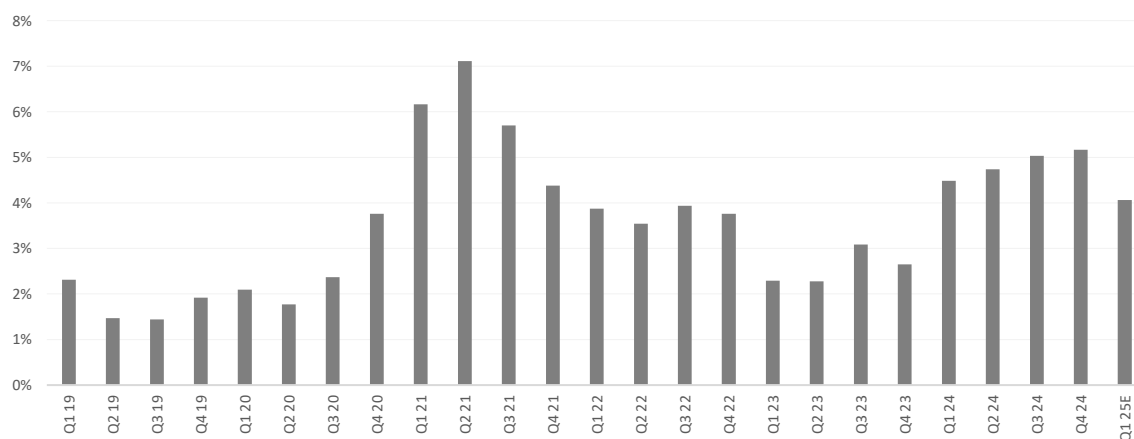
W Q1 2025 w segmencie usług B2C i B2B przyjęliśmy założenie wzrostu ARPU klienta B2C na poziomie nieznacznie ponad 4,2% r/r (przypominamy, że w Q1, Q2, Q3 i Q4 2024 roku odczyt ARPU wskazał na wzrost odpowiednio o 4,5%, 4,7%, 5,03%, 5,16% r/r). W symulacji staramy się także uwzględnić spodziewaną przez nas względną poprawę danych dot. RGU. Zakładamy, że skor. EBITDA segmentu usług B2C i B2B w Q1 2025 będzie poniżej odczytu z Q1 2024.

W segmencie mediowym oczekujemy niskiej dynamiki wpływów z reklamy tv w ujęciu r/r. Przyjęliśmy jednocześnie założenie względnie niskich kosztów kontentu (większe koszty rozpoznajemy w dalszej części 2025 roku). Tym samym nasza symulacja wskazuje na możliwy wzrost skor. EBITDA segmentu o blisko 10% r/r.

W segmencie OZE bazujemy na założeniu o względnie trudniejszym okresie dla efektywności farm wiatrowych i dlatego skor. EBITDA segmentu OZE w naszym modelu jest w okolicy 60 mln PLN.

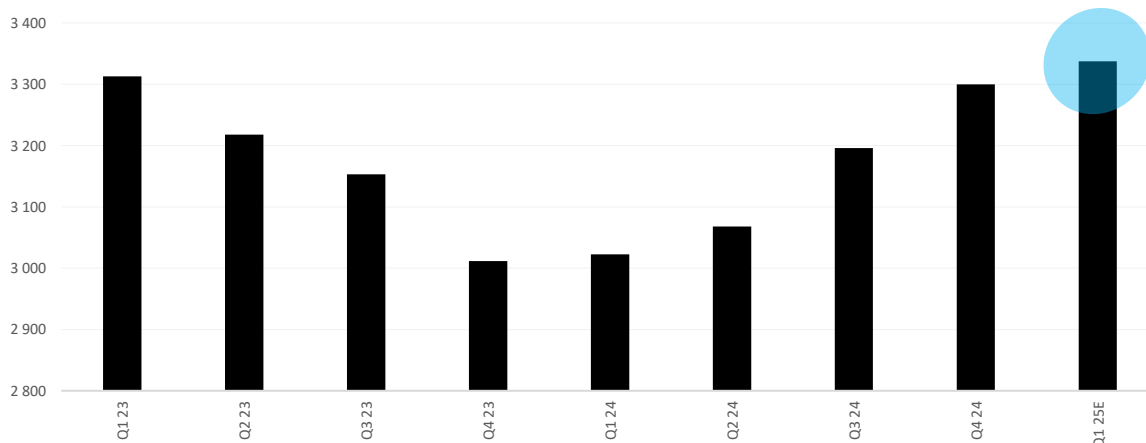
W modelu uwzględniamy również impuls wzrostu wyników w segmencie deweloperskim. Spółka już w Q4 2024 ujęła efekt sprzedaży mieszkań w Porcie Praskim przy ul. Sierakowskiego 1 i Sierakowskiego. Oczekiwany przez nas odczyt skor. EBITDA dla segmentu deweloperskiego to niespełna 20 mln PLN.

Historyczne odczyty dynamiki ARPU klienta B2C oraz nasze założenia na Q1 2025 [r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty skor. EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DIGITAL NETWORK

			2024E	2025E	2026E
Kurs [PLN]	67,2	P/E	11,4x	11,1x	10,1x
Kapitalizacja [PLN m]	279,9	EV/EBITDA	6,2x	5,6x	4,6x
EV [PLN m]	269,8	P/BV	8,5x	8,0x	6,5x

Data publikacji raportu za Q1 2025 2025-05-30

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Prognoza wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	12,3	15,4	24,7%	66,8	77,7	16,4%
EBITDA	6,0	7,7	27,2%	35,1	45,4	29,3%
EBIT	3,2	4,3	36,4%	24,2	32,9	35,6%
Saldo finansowe	0,8	0,4	-46,0%	1,7	2,2	27,5%
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	0,0	0,0	---	7,5	0,0	-100,0%
Wynik brutto	4,0	4,7	20,0%	33,4	35,0	4,9%
Podatek	0,7	0,9	37,0%	7,0	6,3	-10,0%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	3,3	3,8	16,6%	26,4	28,7	8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

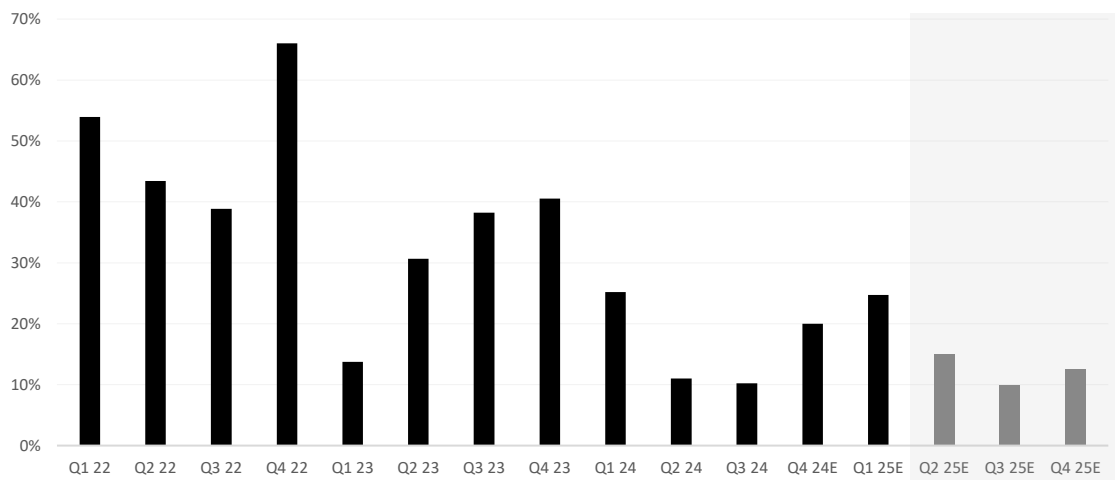
Spółka w dniu 2025-04-11 opublikowała raport z szacunkowymi przychodami za Q1 2025. Według wstępnych szacunków, przychody za Q1 2025 wzrosły o 25% r/r do poziomu 15,4 mln PLN.

Przypominamy, że w poprzednich kwartałach dynamika wzrostu przychodów w ujęciu r/r wynosiła: Q1 2024 +25,2%, Q2 2024 +11%, Q3 2024 +10,2%, Q4 2024 +20%.

Jak pokazały ostatnie kwartały spółka wykazuje wysoki poziom dźwigni operacyjnej. Spodziewamy się zatem, że przy przychodach za Q1 2025 na poziomie 15,4 mln PLN spółka wypracuje odczyt EBITDA bliski 7,7 mln PLN (+27,2% r/r). Po Q1 2025 w ujęciu LTM EBITDA, wg naszych szacunków, może wynieść 45,4 mln PLN (+29,3% r/r).

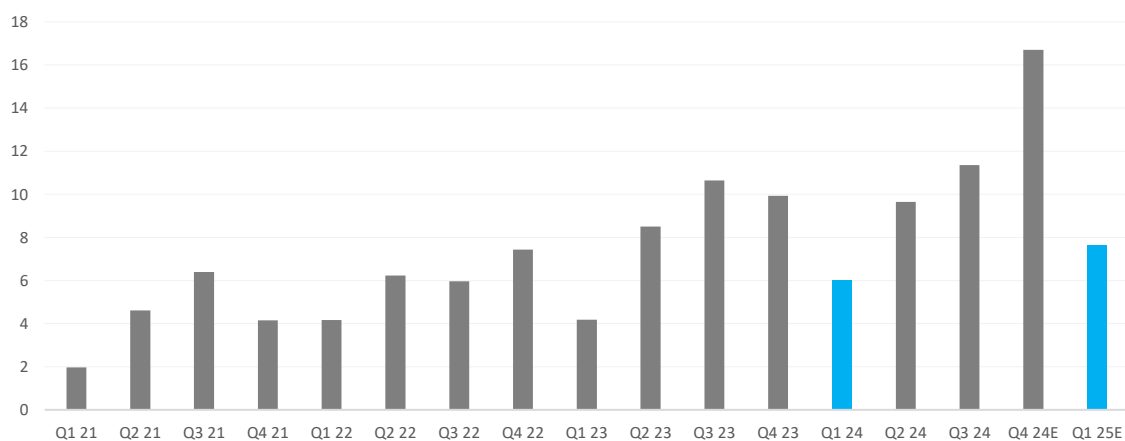
Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom w Q1 2025 spodziewamy się odczytu bliskiego 3,8 mln PLN. W ujęciu LTM po Q1 2025 zysk netto przypisany akcjonariuszom zakładamy na poziomie 28,7 mln PLN.

Historyczne dynamiki wzrostu przychodów w Digital Network oraz nasze założenia na kolejne okresy 2025 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Digital Network, Agora

Historyczne odczyty EBITDA oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DECORA

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	73,0	P/E	11,5	9,5	9,2	8,5
MC [mln PLN]	769,9	EV/EBITDA	8,1	6,4	6,1	5,6
		EV/EBIT	9,9	7,9	7,6	7,0
		P/BV	2,6	2,2	1,9	1,8

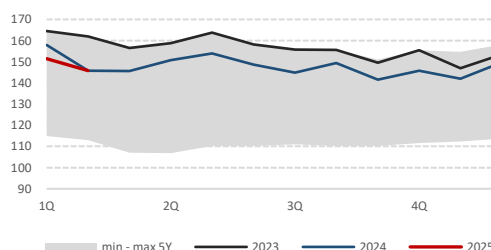
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii wykończenia (w tym podłogi) publikowany przez PSB w 1Q'25 (bez danych za III'25) pokazały nieznaczny spadek r/r. Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Ceny PCV stabilizują się na niskich poziomach, natomiast ceny styrenu, po korekcie wzrostowej od 2H'23, od drugiej połowie 2024 zaczęły znów opadać.
- Wyniki za ostatnie okresy.** Oferta spółki skoncentrowana została na grupie asortymentowej Flooring (76% przychodów ogółem w 2024 roku). Decora w 2023 roku uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC), co pozwoliło zaoferować pełen asortyment własnej produkcji (podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe). Od 2025 roku asortyment został uzupełniony przez panele ściennne Modee. 2024 rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości, co pozwoliło na wypracowanie rekordowego zysku netto.
- Wstępne wyniki 1Q'25.** Spółka pod koniec kwietnia zaprezentowała już szacunkowe wyniki 1Q'25. W 1Q'25 spółka miała 170,4 mln PLN przychodów (+17% r/r), 40,9% marży brutto ze sprzedaży (vs 41,7% rok temu), 32,0 mln PLN EBITDA (-3% r/r) oraz 20,1 mln PLN zysku netto (-11% r/r). Pozytywnie zaskoczyła wysoka dynamika sprzedaży (najmocniejszy kwartał w historii spółki, mimo niesprzyjającej sezonowości). Jednocześnie EBITDA jest obciążona przez wysokie koszty sprzedaży, związane m.in. z kosztami wprowadzenia na rynek paneli ściennych oraz rozwojem kanału sprzedaży online.
- Prognoza średnioterminowa.** Spółka ma nadal potencjał do budowy udziałów rynkowych (nowe moce produkcyjne) a sam produkt (panele winylowe) zyskuje na popularności (także jako alternatywa dla płytek ściennych). Baza na marżowości na kolejne kwartały robi się bardziej wymagająca, ale na razie ceny gł. surowców są sprzyjające. Spółka odczuwa wzrost kosztów SG&A (gł. kosztów sprzedaży). Trudno określić finał postępowania UOKiK wyjaśniającego podejrzenie zawarcia porozumienia spółki ze sprzedawcami swoich produktów w kwestii cen i kanałów dystrybucji.

Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 1'2017

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	145,7	170,4	16,9%	588,0	672,6	14,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	60,7	69,7	14,8%	248,9	275,3	10,6%
Zysk na sprzedaży	28,7	26,2	-8,7%	109,5	108,1	-1,2%
EBITDA	32,9	32,0	-2,7%	127,8	132,8	3,9%
EBIT	27,5	25,7	-6,5%	104,0	106,6	2,5%
Zysk brutto	27,4	24,8	-9,5%	102,3	103,6	1,3%
Zysk netto	22,5	20,1	-10,7%	81,0	83,9	3,6%
Marża brutto ze sprzedaży	41,7%	40,9%		42,3%	40,9%	
Marża na sprzedaży	19,7%	15,4%		18,6%	16,1%	
marża EBITDA	22,6%	18,8%		21,7%	19,7%	
marża EBIT	18,9%	15,1%		17,7%	15,9%	
marża netto	15,4%	11,8%		13,8%	12,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DEKPOL

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	55,0	P/E	5,1	4,8	4,5	4,9
MC [mln PLN]	458,0	EV/EBITDA	3,9	4,7	3,6	3,6
		EV/EBIT	4,4	5,3	4,0	4,0
		P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6

- **Backlog.** Portfel po 4Q'24 w segmencie budowlanym wynosił 973 mln PLN (vs 594 mln PLN po 3Q'24 oraz 535 mln PLN rok wcześniej). Łączna wartość kontraktów zewnętrznych będących w realizacji wynosiła 1 505 mld PLN (vs 1 532 mln PLN rok wcześniej). Udział projektów przemysłowo-logistycznych to 87% (spółka chce zwiększać udział projektów budynków użyteczności publicznej). Od początku 2025 roku do końca kwietnia spółka pozyskała lub jest bliska pozyskania kolejnych kontraktów o wartości ok 760 mln PLN (wraz opcjami).
- **Budownictwo.** W 1Q'25 zakładamy, że spółka pokaże porównywalne przychody q/q. Zakładamy wyższą rentowność r/r, ale słabszą q/q. Biorąc pod uwagę portfel i pipeline, zakładamy, że kolejne kwartały powinny mieć mocną dynamikę przychodów.
- **Deweloperka.** W 1Q'25 sprzedano 173 lokale (najwięcej od 2Q'21) oraz przekazano 124 lokale (vs 104 rok temu). Zakładamy wyższą średnią cenę r/r i porównywalną marżowość. W 2025 roku spółka chce sprzedać 510 lokali a przekazać 570 (za ok 308 mln PLN).
- **Produkcja.** W ostatnich kwartałach spółka koncentrowała się na poprawie efektywności i pozyskaniu nowych klientów. Baza na marży z 1Q'24 jest jednak wymagająca – oczekujemy słabszych wyników r/r segmentu w 1Q'25.
- **Pozostałe.** W tym obszarze spółka prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 1Q'25 zakładamy stratę na poziomie -8 mln PLN (-7 mln PLN w 1Q'24, -17 mln PLN w 4Q'24).
- **Podsumowanie.** Zakładamy w 1Q'25 366,2 mln PLN przychodów, 28,7 mln PLN EBIT (budownictwo: +15 mln PLN, deweloper: +19 mln PLN, produkcja: +3 mln PLN, pozostałe: -8 mln PLN, w 1Q'24 było to odpowiednio: +13 / +16 / +5 / -7 mln PLN) oraz 20,7 mln PLN zysku netto (-15% r/r, rok temu spółka rozpoznała wysokie przychody finansowe). W całym 2025 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,7 mld PLN przychodów, 137 mln PLN EBIT (w tym 79 mln PLN deweloper) oraz 101 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	351,3	366,2	4,3%	1 404,0	1 722,8	22,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,9	55,2	10,6%	249,5	263,4	5,6%
Zysk na sprzedaży	24,8	28,7	15,5%	133,7	136,9	2,4%
EBITDA	30,0	32,5	8,2%	137,2	152,0	10,8%
EBIT	26,3	28,7	9,1%	120,8	136,9	13,3%
Zysk brutto	32,6	25,9	-20,3%	122,4	125,9	2,9%
Zysk netto	24,5	20,7	-15,2%	96,2	100,7	4,7%
Marża brutto ze sprzedaży	14,2%	15,1%		17,8%	15,3%	
Marża na sprzedaży	7,1%	7,8%		9,5%	7,9%	
marża EBITDA	8,5%	8,9%		9,8%	8,8%	
marża EBIT	7,5%	7,8%		8,6%	7,9%	
marża netto	7,0%	5,7%		6,9%	5,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DINO POLSKA

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	451	P/E	29,3x	28,8x	20,0x
Kapitalizacja [PLN m]	44 216	EV/EBITDA	19,2x	18,1x	13,3x
EV [PLN m]	44 448	P/BV	6,2x	5,1x	4,1x
Data publikacji raportu za Q1 2025	15.05.2025 (po sesji)	EPS	15,4x	15,7x	22,5x

Zakładamy, że Q1 2025 wypadnie słabo na poziomie operacyjnym względem analogicznego okresu rok wcześniej. Nieobowiązujący jeszcze 5% podatek VAT na żywność, 3 niedziele handlowe (o 2 więcej) oraz święta wielkanocne wypadające na 31 marca 2024, tworzą wymagającą bazę względem obecnego kwartału. **Na poziomie przychodów zakładamy ustanie negatywnej kontrybucji deflacji cen netto i dalszą kontynuację poprawy marży brutto, natomiast koszty spółki związane ze wzrostem płacy minimalnej i dalszym rozwojem organicznym grupy uwypukli się na poziomie wyników operacyjnych, co zaowocuje (w naszej opinii) historycznie najniższą kwartalną marżą EBITDA od 2016r.**

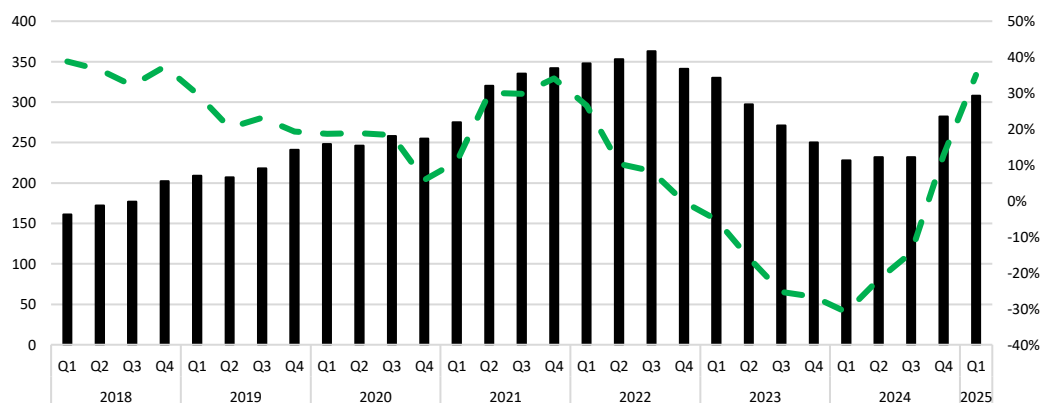
W naszej symulacji zakładamy, że słabszy Q1 w Dino powinien zostać częściowo zrekompensowany w Q2, a w drugim półroczu tego roku, wyniki za Q3 i Q4 będą już bardziej zbliżone do komunikowanego przez spółkę wysokiego jednocyfrowego LFL w całym 2025r.

Prognozy wyników Dino Polska za Q1 25

	Q1 24	Q1 25P	r/r	Q1 24 LTM	Q1 25P LTM	r/r
Przychody ze sprzedaży	6 671	7 431	11%	26 793	30 034	12%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 540	1 769	15%	6 129	7 040	15%
EBITDA	492	424	-14%	2 267	2 249	-1%
EBIT	398	309	-22%	1 898	1 820	-4%
Zysk brutto	365	290	-21%	1 770	1 719	-3%
Zysk netto	295	235	-21%	1 430	1 446	1%
EPS	3,01	2,39	-21%	14,59	14,75	1%
LFL	11,9%	4,0%	-7,9%	14,3%	3,7%	-10,6%
marża brutto na sprzedaży	23,1%	23,8%	0,7%	22,9%	23,4%	0,6%
marża EBITDA	7,4%	5,7%	-1,7%	8,5%	7,5%	-1,0%
marża EBIT	6,0%	4,2%	-1,8%	7,1%	6,1%	-1,0%
marża zysku netto	4,4%	3,2%	-1,3%	5,3%	4,8%	-0,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba otwartych sklepów w ciągu ostatnich 12M (lewa oś) oraz dynamika r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Andrzej Wodecki
MPW, CIA, DI
andrzej.wodecki@bdm.pl
tel.: (+48) 668 516 977

DOM DEVELOPMENT

Data publikacji raportu za 1Q'25 – 2025-05-15

			2023	2024P	2025P	2026P	Analitik:
Kurs [PLN]	215,0	P/E	12,0	9,7	8,6	8,0	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	5 525	EV/EBITDA	9,5	7,7	6,7	6,3	pado@bdom.pl
		EV/EBIT	9,9	8,0	6,9	6,5	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	3,8	3,3	2,8	2,5	

- W 1Q'25 spółka sprzedała 1 033 lokale (432 w Warszawie, 260 w Trójmieście, 229 we Wrocławiu, 112 w Krakowie). Jest to odczyt +2% wyższy niż w 1Q'24 oraz -11% niższy q/q. W całym 2024 roku spółka sprzedała 4 269 lokali (vs 3 906 rok wcześniej). Spółka planuje w 2025 roku sprzedać więcej mieszkań niż w 2024 roku.
- Przekazania w 1Q'25 wyniosły 984 lokali dla klienta detalicznego (+63 lokale r/r; 341 Warszawa, 172 Trójmiasto, 393 Wrocław, 78 Kraków). W Warszawie spółka najwięcej lokali przekazywała m.in. w projektach Urbino i Literacka. W Trójmieście do klientów trafiły głównie lokale w projekcie Synteza i Przy Błoniach, we Wrocławiu – Międzyzleska i Harmonia a w Krakowie głównie 29 Aleja.
- Spodziewamy się w 1Q'25 przychodów na poziomie 749 mln PLN (+6% r/r, średnia cena lokalu powinna być nieznacznie wyższa r/r, ale niższa q/q – spory udział segmentu popularnego). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 33,1% (vs 34,0% rok temu).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 11% wyższym r/r (w 2024 dynamika wyniosła +20% r/r) oraz neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 173 mln PLN a wynik netto na 140 mln PLN.
- W 2024 roku spółka przekazała 3 916 lokali dla klienta detalicznego. W 2025 roku planowane jest ukończenie 4 548 lokali (spółce został także pewien nawis lokali ukończonych w 2024). Zakładamy, że w 2025 spółka przekaże ok 4,3 tys mieszkań. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy, że wspierać marżę w 2025 roku powinny lokale sprzedane w 2023 w trakcie obowiązywania BK2%.
- Konsensus Bloomberga dla zysku netto na lata 2025/26 kształtuje się na poziomie 620 / 630 mln PLN. Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 645 / 696 mln PLN.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'25	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	705,9	749,0	6,1%	3 168,2	3 472,6	9,6%	3 859,8	11,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	239,9	248,1	3,4%	1 019,2	1 118,8	9,8%	1 210,0	8,1%
Zysk na sprzedaży	172,3	172,9	0,3%	725,7	806,1	11,1%	865,3	7,3%
EBITDA	177,6	179,1	0,9%	722,0	825,1	14,3%	886,3	7,4%
EBIT	171,6	172,9	0,7%	697,2	800,1	14,8%	857,3	7,1%
Zysk brutto	171,7	174,5	1,7%	706,4	806,7	14,2%	868,0	7,6%
Zysk netto	137,2	139,6	1,7%	569,1	645,4	13,4%	694,4	7,6%
Marża brutto ze sprzedaży	34,0%	33,1%		32,2%	32,2%		31,3%	
Marża na sprzedaży	24,4%	23,1%		22,9%	23,2%		22,4%	
marża EBITDA	25,2%	23,9%		22,8%	23,8%		23,0%	
marża EBIT	24,3%	23,1%		22,0%	23,0%		22,2%	
marża netto	19,4%	18,6%		18,0%	18,6%		18,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25
Sprzedaż	1 084	1 032	856	1 094	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159	1 033
Warszawa	600	548	389	628	385	448	414	491	488	345	402	455	422	408	491	470	432
Trójmiasto	342	332	304	285	236	203	161	193	180	282	374	275	267	233	242	296	260
Wrocław	142	152	116	109	84	92	87	91	119	194	189	145	203	176	274	267	229
Kraków	0	0	47	72	53	58	41	56	127	110	116	105	119	126	149	126	112
Sprzedaż PRS	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przekazania	1 366	556	599	811	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598	1 681	984
Warszawa	906	295	141	456	829	465	241	386	907	181	136	704	526	562	263	618	341
Trójmiasto	150	127	394	301	179	369	141	389	205	375	272	193	293	63	140	454	172
Wrocław	310	134	23	3	1	235	24	130	109	59	119	331	45	3	78	396	393
Kraków	0	0	41	51	85	15	14	163	129	33	8	70	57	88	117	213	78
Przekazania PRS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Planowany po 4Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2025

	PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ		PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ
I kw.	Apartamenty Literacka Faza 1	Warszawa	100	sty.25	IV kw.	Osiedle Harmonia Mokotów Faza 2	Warszawa	213	paź.25
	Osiedle Zielna Etap 3 Faza 3	Wrocław	7	sty.25		Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód 10	Warszawa	145	paź.25
	Osiedle Harmonia	Wrocław	173	sty.25		Osiedle przy Alejach Faza 3	Warszawa	105	paź.25
	Osiedle Urbino Etap 2 Faza 1	Warszawa	139	lut.25		Osiedle Synteza	Trójmiasto	120	paź.25
	Osiedle Międzyzłeska Faza 1	Wrocław	159	lut.25		Osiedle Międzyzłeska Faza 2	Wrocław	248	paź.25
	Osiedle Synteza	Trójmiasto	100	mar.25		Apartamenty Nad Oławką Faza 1	Wrocław	88	paź.25
Razem I kwartał				678					
II kw.	Braniborska 80 Faza 2	Wrocław	210	kwi.25	IV kw.	Osiedle przy Alejach Faza 2	Warszawa	150	lis.25
	Osiedle przy Ryżowej Faza 1	Warszawa	151	maj.25		Osiedle przy Alejach Faza 4	Warszawa	19	lis.25
	Perspektywa	Trójmiasto	102	maj.25		Osiedle przy Forcie Faza 1	Warszawa	124	lis.25
	DOKI	Trójmiasto	187	cze.25		Konstelacja	Trójmiasto	84	lis.25
Razem II kwartał				650					
III kw.	Osiedle przy Ryżowej Faza 2	Warszawa	254	lip.25	IV kw.	Apartamenty Park Matecznego Faza 1	Kraków	33	lis.25
	Górka Narodowa Etap 4	Kraków	125	lip.25		Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 3	Warszawa	208	gru.25
	Widoki	Trójmiasto	64	sie.25		Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 4	Warszawa	249	gru.25
	Lema	Trójmiasto	189	sie.25		Wzgórze Hopleity	Trójmiasto	58	gru.25
	Osiedle Harmonia Mokotów Faza 1	Warszawa	157	wrz.25		Górka Narodowa Etap 5 Faza 2	Kraków	111	gru.25
	Osiedle Urbino Etap 2 Faza 2	Warszawa	100	wrz.25		Górka Narodowa Etap 5 Faza 3	Kraków	105	gru.25
	Osiedle Beauforta 2	Trójmiasto	158	wrz.25	Razem IV kwartał				2 173
Razem III kwartał				1 047	Razem 2025				4 548

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki i prognozy według segmentów [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'24	1Q'25P
Przychody ze sprzedaży	727,0	601,8	320,2	770,3	822,0	452,5	325,9	949,9	705,9	663,7	482,3	1 316,3	749,0
Warszawa	591,0	267,6	162,9	384,1	576,9	163,2	126,0	617,6	382,4	533,5	260,5	607,2	296,3
Wrocław	1,1	93,7	12,1	70,2	50,6	29,8	61,9	157,6	29,0	9,2	42,6	258,2	273,7
Gdańsk	82,3	162,8	58,3	227,5	123,4	241,5	134,0	130,6	261,2	64,4	106,4	287,4	120,4
Kraków	52,7	77,7	87,0	88,5	71,1	18,0	4,1	44,0	33,2	56,6	72,8	163,5	58,5
Zysk brutto ze sprzedaży	233,8	171,7	85,2	265,1	257,4	140,1	102,3	315,2	239,9	198,9	150,8	429,6	248,1
Warszawa	203,5	84,5	56,5	149,7	186,5	47,7	40,2	226,6	114,1	159,5	79,8	179,7	94,8
Wrocław	2,1	26,5	4,2	14,4	11,7	4,5	9,8	26,0	7,9	2,4	17,1	79,7	87,6
Gdańsk	29,3	59,8	21,6	92,7	52,3	84,7	52,9	52,5	109,3	21,7	37,9	113,7	48,2
Kraków	-1,3	0,9	2,8	8,4	7,0	3,3	-0,6	10,1	8,7	15,3	16,0	56,4	17,6
SG&A	50,2	60,8	56,6	66,2	58,8	60,0	60,5	65,3	67,6	70,8	73,4	81,6	75,3
Zysk na sprzedaży	183,5	110,9	28,6	198,9	198,7	80,1	41,8	249,9	172,3	128,1	77,4	348,0	172,9
Saldo PPO/PKO	-9,7	-2,2	-1,1	-7,4	-1,4	-6,4	2,5	-6,9	-0,7	-13,8	1,5	-14,5	0,0
EBITDA	178,0	113,0	31,5	195,5	201,7	79,5	49,2	248,5	177,6	120,2	85,2	340,0	179,1
EBIT	173,9	108,6	27,5	191,5	197,3	73,7	44,2	242,9	171,6	114,2	78,9	333,5	172,9
Saldo finansowe	-4,1	-6,5	-2,4	1,9	-3,6	-7,2	-3,6	-0,7	-0,1	-2,5	-0,2	-6,4	-1,7
Zysk brutto	178,0	115,1	29,9	189,7	200,9	81,0	47,8	243,6	171,7	116,7	79,1	338,9	174,5
Zysk netto	141,7	94,0	23,6	150,9	158,8	63,8	37,7	200,0	137,2	93,8	64,7	273,3	139,6
CFO	44,2	77,4	72,8	9,2	144,6	160,3	-319,9	282,9	-10,9	276,9	-72,0	184,6	125,7
Dług netto	-118,7	-170,9	14,5	85,6	-66,9	-203,2	353,0	257,1	253,8	6,0	192,5	150,9	37,8
Przekazania mieszkań	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598	1 681	984
Sprzedaż mieszkań	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159	1 033
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,2%	28,5%	26,6%	34,4%	31,3%	31,0%	31,4%	33,2%	34,0%	30,0%	31,3%	32,6%	33,1%
Warszawa	34,4%	31,6%	34,7%	39,0%	32,3%	29,2%	31,9%	36,7%	29,8%	29,9%	30,6%	29,6%	32,0%
Wrocław	197,9%	28,3%	35,0%	20,4%	23,1%	14,9%	15,9%	16,5%	27,3%	25,9%	40,1%	30,9%	32,0%
Gdańsk	35,7%	36,8%	37,1%	40,7%	42,4%	35,1%	39,5%	40,2%	41,8%	33,8%	35,6%	39,6%	40,0%
Kraków	-2,4%	1,1%	3,3%	9,5%	9,9%	18,1%	-15,0%	23,1%	26,1%	27,0%	22,0%	34,5%	30,0%
Marża zysku na sprzedaży	25,2%	18,4%	8,9%	25,8%	24,2%	17,7%	12,8%	26,3%	24,4%	19,3%	16,0%	26,4%	23,1%
S&GA/przychody	6,9%	10,1%	17,7%	8,6%	7,2%	13,3%	18,6%	6,9%	9,6%	10,7%	15,2%	6,2%	10,1%
Marża EBITDA	24,5%	18,8%	9,8%	25,4%	24,5%	17,6%	15,1%	26,2%	25,2%	18,1%	17,7%	25,8%	23,9%
Marża EBIT	23,9%	18,1%	8,6%	24,9%	24,0%	16,3%	13,6%	25,6%	24,3%	17,2%	16,4%	25,3%	23,1%
Marża zysku netto	19,5%	15,6%	7,4%	19,6%	19,3%	14,1%	11,6%	21,1%	19,4%	14,1%	13,4%	20,8%	18,6%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

ELEKTROTIM**Akumuluj, TP 47,7 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 6 marca 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	50,8	P/E	22,7	9,4	13,2	10,4
MC [mln PLN]	507,1	EV/EBITDA	12,4	8,0	8,5	6,9
		EV/EBIT	14,0	8,7	9,2	7,4
		P/BV	4,8	3,8	3,4	3,0

- **Backlog.** Po 4Q'24 portfel wynosił 545 mln PLN (+66% r/r, -8% q/q). Natomiast backlog po lutym'25 wynosił rekordowe w historii spółki 692 mln PLN (z tego 527 mln PLN przypada do realizacji w 2025 roku). W okresie I-II spółka podpisała umowy na 183 mln PLN (w komunikatach bieżących pojawiły się informacje o 134 mln PLN). Dodatkowo spółka miała złożone 91 mln PLN w najlepszych ofertach w kolejnych przetargach (już w kwietniu podpisano dwie umowy na łącznie 63 mln PLN).
- **Prognoza na 1Q'25.** Spółka jest w zaawansowanej fazie budowlanej kontraktu na perymetrię na rzece Bug, co wpłynie na istotną poprawę przychodów r/r. Zakładamy minimalnie wyższy r/r poziom rentowności (duży udział kontraktu na perymetrię raczej nie będzie wpływał pozytywnie na średnią marżę). Należy pamiętać, że dane z 1Q'24 od poziomu EBIT w dół nie są porównywalne. Na poziomie salda pozostałej działalności operacyjnej (+6,2 mln PLN) wykazano wtedy przychody z tytułu rozwiązania rezerwy, odszkodowania oraz część pozycji związanych z dekonsolidacją Zeusa. Natomiast główny wpływ dekonsolidacji Zeusa (+18,2 mln PLN) pokazano poniżej EBIT. Spodziewamy się w 1Q'25 4,8 mln PLN EBIT vs 7,9 mln PLN rok temu (1,8 mln PLN po skorygowaniu o one-off'y). Zakładamy raportowany zysk netto na poziomie 3,6 mln PLN (vs 21,1 mln PLN rok temu).
- **Pozycja gotówkowa.** Spółka na koniec 4Q'24 miała 36 mln PLN gotówki netto. Spodziewamy się nieznacznego jej spadku w 1Q'25 (główny wzrost zaangażowania w kapitał obrotowy powinien wystąpić w 2Q'25 i na początku 3Q'25).
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy, że spółka w 2025 roku wypracuje 573 mln PLN przychodów oraz 38,4 mln PLN zysku netto. Zakładamy 9% wzrost r/r przychodów w 2025 roku przy nieco niższej marży brutto ze sprzedaży (m.in. zwracamy uwagę, że w 2024 dodatkowe, jednorazowe duże kilka mln PLN wygenerował jeden z kontraktów w segmencie przemysłu).

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024*	2025P	zmiana r/r
Przychody	62,0	88,0	42,0%	524,8	572,8	9,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,1	11,8	45,6%	80,6	85,6	6,2%
Zysk na sprzedaży	1,8	4,8	171,0%	48,6	50,2	3,2%
EBITDA	9,0	6,0	-33,5%	58,6	54,8	-6,6%
EBIT	7,9	4,8	-39,5%	54,2	50,2	-7,5%
Zysk brutto	22,3	4,4	-80,2%	64,2	47,4	-26,2%
Zysk netto	21,1	3,6	-83,0%	54,1	38,4	-29,0%
Marża brutto ze sprzedaży	13,1%	13,4%		15,4%	14,9%	
Marża na sprzedaży	2,9%	5,5%		9,3%	8,8%	
marża EBITDA	14,5%	6,8%		11,2%	9,6%	
marża EBIT	12,8%	5,5%		10,3%	8,8%	
marża netto	34,0%	4,1%		10,3%	6,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w 1Q'24 ujęta dekonsolidacja spółki Zeus z wpływem na wyniku brutto na poziomie +18,2 mln PLN (w tym +2,5 mln PLN na linii EBIT)

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ENTER AIR

			2023	2024	2025E	Analityk:
Kurs [PLN]	60,8	P/E	5,4	16,2	8,4	Andrzej Wodecki
MC [mln PLN]	1 067	EV/EBITDA	5,7	4,9	5,0	andrzej.wodecki@bdm.pl
		P/BV	3,0	3,1	2,1	tel.: (+48) 668 516 977

Pierwszy kwartał roku kalendarzowego jest sezonowo najsłabszym okresem pod kątem osiąganych przychodów przez grupę. Spółka obserwuje jednak z każdym rokiem słabnący efekt tego zjawiska tzn. powolne spłaszczenie sprzedaży pomiędzy kolejnymi kwartałami (w 2023r 11,6% sprzedaży przypadało na Q1; w 2024r było to 13,2% sprzedaży rocznej (+1,6pp r/r)).

W naszej symulacji na Q1 2025 zakładamy wzrost przychodów r/r na poziomie górnych kilkunastu procent, co wynika wprost z szerszej floty pod zarządzaniem i w konsekwencji większej ilości wykonanych lotów niż miało to miejsce w poprzednim roku. Przy uwzględnianej przez nas strukturze kosztów zakładamy w Q1 2025 wynik brutto na sprzedaży blisko -1,1 mln PLN.

Przypominamy, że spółka rozpoznaje wyższy koszt amortyzacji. Tym samym w ujęciu Q1 2025 zakładamy odczyt EBITDA w okolicy 59,5 mln PLN (w ujęciu LTM powinno to być 609,1 mln PLN). Na poziomie EBIT założyliśmy poprawę wyniku r/r do -18,5 mln PLN (w ujęciu LTM po Q1 2025 EBIT powinien być powyżej 268 mln PLN).

Na saldzie finansowym istotną pozycją może być wynik na różnicach kursowych (w Q1 2025 w naszej symulacji zakładamy z tej pozycji zysk w kwocie niespełna 113 mln PLN). Finalnie na poziomie wyniku netto spodziewamy się zysku w kwocie 57,3 mln PLN (po oczyszczeniu o efekt różnic kursowych zakładamy stratę blisko 55,4 mln PLN).

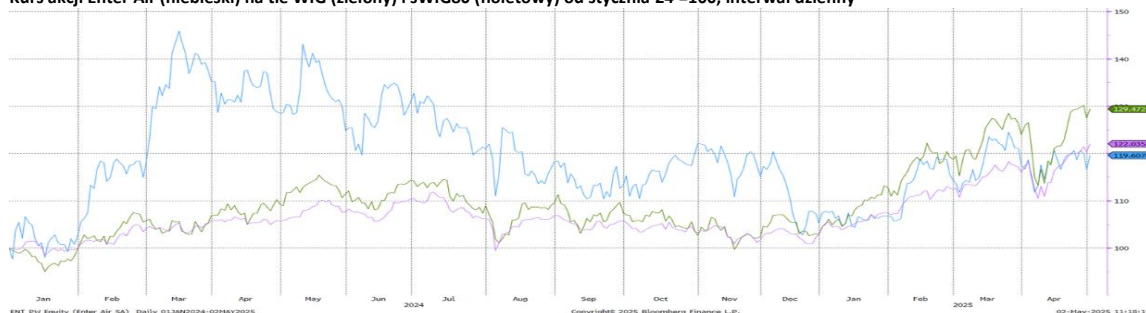
Prognozy na 1Q'25 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25	r/r	Q1 24 LTM	Q1 25 LTM	r/r
Przychody	392,9	463,6	18%	2 705,0	2 997,0	11%
Koszty	405,3	464,7	15%	2 492,4	2 666,3	7%
Wynik brutto	-12,4	-1,1	---	212,7	330,7	56%
SG&A + saldo op	-13,5	-17,3	28%	-59,2	-62,5	6%
EBITDA MSSF16	35,1	59,5	70%	399,7	609,1	52%
EBIT	-25,9	-18,5	---	153,4	268,2	75%
Saldo finansowe + JV	-49,4	89,2	---	31,1	-47,4	---
w tym różnice kursowe	-16,6	112,7	---	85,8	65,6	24%
Wynik brutto	-75,3	70,7	---	184,5	220,8	20%
Wynik netto	-64,3	57,3	---	148,6	187,2	26%
Wynik netto adj*	-47,7	-55,4	---	62,9	121,6	93%
Marża brutto na sprzedaży	-3,2%	-0,2%	2,9%	7,9%	11,0%	3,2%
Marża EBITDA	8,9%	12,8%	3,9%	14,8%	20,3%	5,5%
Marża EBIT	-6,6%	-4,0%	2,6%	5,7%	8,9%	3,3%
Marża zysku netto	-16,4%	12,4%	29%	5,5%	6,2%	0,8%
Marża zysku netto adj.	-12,1%	-12,0%	0,2%	2,3%	4,1%	1,7%
EPS adj*	-2,72	-3,16	---	3,58	6,93	93%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Począwszy od 3Q'25 dynamika przychodów spółki powinna ulec spowolnieniu, z uwagi na wygaszenie efektu bazy powiększonej floty będącej do dyspozycji spółki. Spodziewamy się również w średnim terminie pozytywnego wpływu własnej obsługi hangarowej i rozwijających się przedsięwzięć JV. Jak poinformowała spółka na konferencji prasowej, zarząd jest zainteresowany potencjalnymi przejęciami na rynku, zwłaszcza bliźniaczo podobnymi do Chair Airlines AG, kiedy to spółka za symboliczną kwotę przejęła mniejszościowy pakiet w podmiocie wymagającym restrukturyzacji.

Kurs akcji Enter Air (niebieski) na tle WIG (zielony) i sWIG80 (fioletowy) od stycznia'24 =100, interwał dzienny



Źródło: Bloomberg

ERBUD**Trzymaj, TP 41,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	37,2	P/E	44,3	---	21,3	11,9
MC [mln PLN]	443,2	EV/EBITDA	7,4	7,2	4,6	4,1
		EV/EBIT	20,9	22,1	8,3	7,0
		P/BV	0,8	0,9	0,9	0,9

- **Backlog.** Portfel grupy po 4Q'24 wynosił 2,83 mld PLN (+18% r/r, -4% q/q). Za wzrost poprawę portfela w ujęciu r/r odpowiada głównie segment kubatury w kraju. Natomiast niski jest portfel w Ode.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki 1Q'24 były zbudowane głównie przez transakcje sprzedaży projektów w Ode. Natomiast już w 2-3Q'24 spółka odnotowała pozytywny wynik na sprzedaży na powtarzalnej działalności (po raz pierwszy od 2Q'23). Wyniki 4Q'24 zostały jednak mocno obciążone przez blisko 40 mln PLN straty MOD21 (problem na jednym z kontraktów w Niemczech).
- **Prognoza na 1Q'25.** W 1Q'25 spodziewamy się, że spółka odnotuje wzrost przychodów r/r do 689 mln PLN. Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży powinna być nieco lepsza r/r, głównie przez poprawę w segmencie przemysłu (słaby wynik rok temu w obszarze zagranicznym). Zakładamy jednak, że może być ciężko o break even na poziomie EBIT (sezonowość). Zakładamy stratę na poziomie -1,3 mln PLN (vs +15,4 mln PLN rok wcześniej – tak jak wspomnieliśmy wynik był wtedy zbudowany przez transakcje Ode): kubatura: +2,9 mln PLN, OZE: -0,6 mln PLN, drogi: -1,1 mln PLN, przemysł: +4,0 mln PLN, moduły: -6,4 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje -3,7 mln PLN straty. Spodziewamy się sezonowego pogorszenia pozycji gotówkowej w 1Q'25 (po 4Q'24 spółka miała 17 mln PLN gotówki netto).
- **Prognoza średnioterminowa.** Rok 2024 był nadal trudny od strony podaży kontraktów dla kubatury w Polsce, aczkolwiek segmentu odbudował wyniki vs 2023 (zakończenie słabych kontraktów). Spółka pokładała duże nadzieje w obszarze modułów, ale osiągnięcie break-even napotkało kolejne problemy (z guidance zarządu z ostatniej konferencji wynika, że spółka celuje w wyjście na plus w 2026 roku). Zakładamy istotną poprawę skonsolidowanego EBIT w 2025 roku, co wynika (kolejny raz) głównie z założenia, że MOD21 ogranicza swoje straty. Zakładamy jeszcze miejsce do poprawy wyniku w kubaturze. Słabszy w 2025 r/r wynik zakładamy w OZE, natomiast przyjmujemy, że straty ograniczy segment drogowy. W segmencie przemysłowym zakładamy lekki spadek wyników r/r.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	644,3	689,0	6,9%	2 979,8	3 238,9	8,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	42,7	51,1	19,8%	219,8	286,4	30,3%
Zysk na sprzedaży	-6,3	-1,3	---	-1,0	44,7	---
EBITDA	24,9	9,7	-61,1%	63,8	100,8	58,1%
EBIT	15,4	-1,3	---	20,7	55,7	169,7%
Zysk brutto	11,7	-6,1	---	0,1	36,3	64653,9%
Zysk netto	2,8	-3,7	---	-28,9	20,8	---
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	7,4%		7,4%	8,8%	
Marża na sprzedaży	-1,0%	-0,2%		0,0%	1,4%	
marża EBITDA	3,9%	1,4%		2,1%	3,1%	
marża EBIT	2,4%	-0,2%		0,7%	1,7%	
marża netto	0,4%	-0,5%		-1,0%	0,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ESOTIQ & HENDERSON

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	35,1	P/E	10,6	7,1	7,3
MC [mln PLN]	78,4	EV/EBITDA	3,1	3,2	3,1
		EV/EBIT	6,2	6,3	7,1
		P/BV	1,3	1,2	1,1

Według szacunkowych danych spółki, w 1Q'25 przychody ze sprzedaży wyniosły 65,6 mln PLN. Biorąc pod uwagę delikatne różnice między szacunkami a finalnymi wynikami, prognozujemy sprzedaż na 66,6 mln PLN. Marżę brutto na sprzedaży przyjmujemy zgodnie ze wstępnymi danymi, publikowanymi przez spółkę, na poziomie 66%.

Sprzedaż internetowa ponownie wykazała mocne wzrosty, przekraczające 50% r/r. Wzrost udziału online w przychodach w naszej ocenie powinien wiązać się ze spadkiem kosztów operacyjnych. Spółka rozwija się zarówno przez strony internetowe, jak i aplikację mobilną, która znacznie ułatwia komunikację z klientem i powinna obniżyć koszty marketingu. Prognozujemy wzrost kosztów SG&A z 40,6 mln PLN w 1Q'24 do 43,3 mln PLN w 1Q'25. Jest to poziom znacznie niższy niż zanotowany w 3Q'24 i prognozowany przez nas na 4Q'24, jednak zwracamy uwagę na wzrost przejściowy kosztów w związku z wprowadzaniem nowych kolekcji, marek (bloovi) i formatu Esotiq Micro, jaki miał miejsce w 2024 r. i nie powinien w tak dużej mierze kontrybuować w 2025 r. Dodatkowo, wzrost udziału sprzedaży online oznacza spadek w salonach stacjonarnych, w tym sklepach franczyzowych, których koszty uzależnione są od poziomu sprzedaży.

Mimo to, baza kosztowa 1Q'24 była dosyć niska, dlatego w 1Q'25 spodziewamy się spadku rentowności biznesu. Zysk operacyjny prognozujemy na poziomie 0,8 mln PLN (-52% r/r), a EBITDA na 5,8 mln PLN (-6% r/r).

Na poziomie kosztów finansowych spodziewamy się ok. 0,5 mln PLN, podobnie jak w 3Q'24 (w 1Q'24 koszty te wyniosły 1,1 mln PLN). Implikuje to spadek zysku netto z 0,3 mln PLN do 0,2 mln PLN.

Prognoza wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024	r/r	2025P	r/r
Przychody	63,2	66,6	5,3%	275,5	298,3	8,3%	318,4	6,7%
Wynik brutto na sprzedaży	41,8	44,0	5,3%	178,0	201,2	13,1%	213,9	6,3%
EBITDA	6,2	5,8	-6,2%	31,6	36,0	13,9%	34,6	-4,0%
EBIT	1,7	0,8	-51,8%	16,0	18,5	15,5%	15,1	-18,3%
Zysk brutto	0,5	0,3	-44,6%	9,2	13,8	50,3%	13,2	-4,2%
Zysk netto	0,3	0,2	-26,0%	7,4	11,0	49,0%	10,7	-2,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	66,0%	66,0%		64,6%	67,5%		67,2%	
Marża EBITDA	9,7%	8,7%		11,5%	12,1%		10,9%	
Marża EBIT	2,6%	1,2%		5,8%	6,2%		4,8%	
Marża zysku netto	0,5%	0,4%		2,7%	3,7%		3,4%	

Źródło: BDM

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

EUROCASH

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	9,14	P/E	331,1x	16,6x	6,8x
Kapitalizacja [PLN m]	1 272	EV/EBITDA	4,2x	3,8x	3,4x
EV [PLN m]	3 637	P/BV	1,7x	1,4x	1,1x
Data publikacji raportu za Q1 2025	15.05.2025	EPS	0,0x	0,5x	1,3x

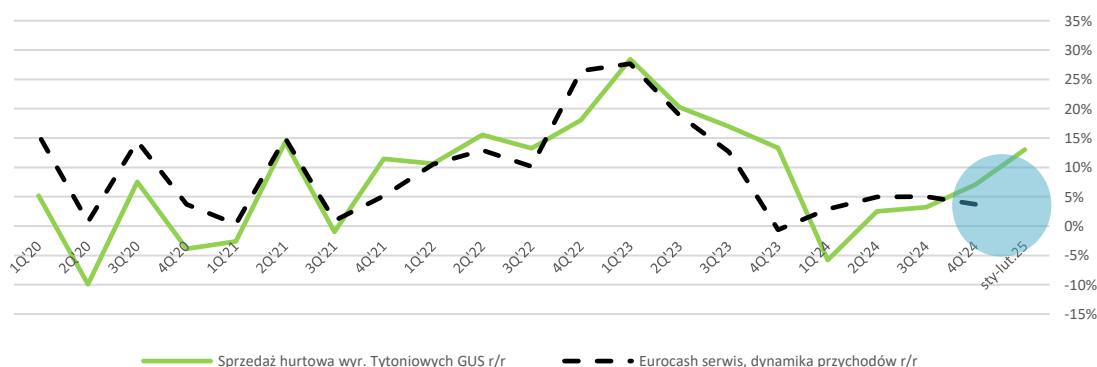
Zakładamy, że w Q1 2025 Eurocash odnotuje spadek na poziomie przychodów, z uwagi na i) sezonowość biznesu, ii) kalendarz oraz iii) obecną sytuację na rynku sprzedaży papierosów wywołaną podwyżką akcyzy od marca br. **Pozytywny impuls, który odnotował segment Hurt, związany z podwyżką akcyzy w grudniu '24, w naszych symulacjach nie będzie już istotny w Q1.** W związku z powyższym, naszym zdaniem widoczny będzie spadek w sprzedaży i wyższa marża brutto r/r, z uwagi na mniejszą kontrybucję wyr. tytoniowych w sprzedaży. Podobnie jak w przypadku innych spółek z tego sektora, w naszej symulacji zakładamy rekompensatę wyników w Q2 i stabilizację wyników na przestrzeni drugiego półrocza.

Prognoza wyników za Q1 2025 [mln PLN]

	Q1 24	Q1 25P	r/r	Q1 24 LTM	Q1 25P LTM	r/r
Przychody ze sprzedaży	7 625	7 047	-8%	32 488	31 663	-3%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 008	979	-3%	4 398	4 281	-3%
EBITDA	139	138	-1%	1 039	932	-10%
EBIT	-21	-29	---	401	276	-31%
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-85	-91	---	158	29	-82%
Zysk (strata) netto	-87	-89	---	107	3	-98%
EPS	-0,63	-0,64	---	0,77	0,02	-98%
Marża brutto na sprzedaży	13,2%	13,9%	0,7%	13,5%	13,5%	0,0%
Marża EBITDA	2%	2%	0,1%	3%	3%	-0,3%
Marża zysku netto	-1%	-1%	-0,1%	0,3%	0,0%	-0,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika Eurocash serwis (papierosy) r/r na tle danych GUS



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GUS

Analityk:

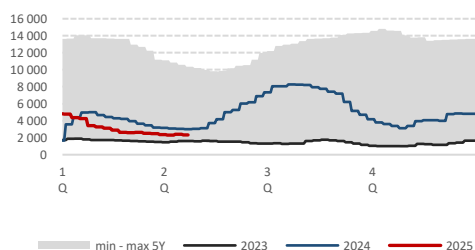
Andrzej Wodecki
MPW, CIA, DI
andrzej.wodecki@bdm.pl
tel.: (+48) 668 516 977

FERRO

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	34,5	P/E	10,9	10,1	10,0	9,0
MC [mln PLN]	732,9	EV/EBITDA	7,0	6,8	6,6	5,9
		EV/EBIT	8,3	8,0	7,8	6,9
		P/BV	1,6	1,6	1,5	1,4

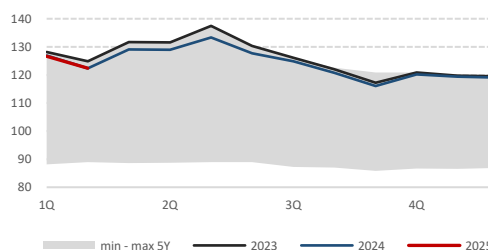
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii instalacje/ogrzewanie publikowany przez PSB w 1Q'25 (bez marca) spadł o 1% r/r. Koszty frachtu po górze w 3Q'24 w kolejnych miesiącach są w trendzie spadkowym. Ceny miedzi, cynku i aluminium wyrażone w USD w 2H'24 i 1Q'25 były wyższe r/r (oraz w PLN), niższe były jedynie ceny stali. Relatywnie mocny PLN vs EUR/waluty CEE nie sprzyja przychodom z eksportu.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W okresie 3Q'23-3Q'24 spółka znajdowała się w okresie pozytywnej r/r dynamiki EBITDA na bazie poprawy otoczenia kosztowego. Wyniki 4Q'24 przyniosły już jednak ujemne dynamiki r/r i koszty zakupu towaru na 1H'25 raczej także nie były sprzyjające. Spółka odczuwa nadal niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w CEE w zakresie remontów, niski popyt na pompy ciepła po okresie chwilowego boomu).
- **Prognoza na 1Q'25.** Spodziewamy się, że w 1Q'25 przychody mogą być minimalnie niższe r/r (silny PLN nie był korzystny przy dużej ekspozycji na eksport, słabo wygląda bazowy rynek armatury sanitarnej). Na poziomie EBITDA także spodziewamy się ujemnej dynamiki r/r (wzrost kosztów zatowarowania, wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny). Zakładamy spadek EBITDA do 25,5 mln PLN (z 30,5 mln PLN w 1Q'25). Na poziomie netto spodziewamy się 16,3 mln PLN (vs 16,7 mln PLN rok temu, wyniki w 1Q'25 powinien być wsparty przez dodatnie różnice FX). Spodziewamy się lekkiego przyrostu długu netto w 1Q'25 (dalsza odbudowa zapasów).
- **Prognoza średnioterminowa.** Rok 2025 rok na razie nie zapowiada jakiegoś istotnego przełomu (w latach 2021-24 roczna EBITDA oscylowała w okolicy 120 mln PLN). Bez ewentualnej akwizycji, realizacja celów z nadal obowiązującej strategii (193 mln PLN EBITDA w 2026 roku) wydaje się nierealistyczna (spodziewamy się jej aktualizacji w 2H'25). W średnim terminie może pomóc poprawa sytuacji konsumenta. Spółka może c potencjalnie beneficjentem wzrostu wolnych mocy produkcyjnych Chinach (cła z USA). Wskazujemy, że inwestycje poczynione w logistykę powinny dawać spółce możliwość wzrostu m.in. w obszarze SEE czy rozwoju eksportu przez Termet.

Koszt frachtu z Chin do portów ARA [USD/40ft]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen kategorii instalacje/ogrzewanie na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	199,4	195,4	-2,0%	783,4	820,5	4,7%
EBITDA	30,5	25,5	-16,4%	119,0	118,9	-0,1%
EBIT	26,2	21,1	-19,4%	101,6	101,0	-0,6%
Zysk brutto	22,0	20,8	-5,5%	88,8	94,0	5,8%
Zysk netto	16,7	16,3	-2,5%	72,2	73,4	1,6%
marża EBITDA	15,3%	13,0%		15,2%	14,5%	
marża EBIT	13,1%	10,8%		13,0%	12,3%	
marża netto	8,4%	8,3%		9,2%	8,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

INSTAL KRAKÓW

Kupuj, TP 50,0 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024	2025P	2026P	Analityk:
Kurs [PLN]	41,8	P/E	8,6	5,8	7,9	6,2	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	304,5	EV/EBITDA	5,0	4,2	5,7	4,3	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	5,7	4,5	6,4	4,7	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	

- **Backlog.** Spółka od 2022 roku spółka nie podpisywała znaczących umów w segmencie budowlanym (ostatnie duże kontrakty dla PGE i PGNiG kończyły się 2H'23), co wpływa na istotnie niższe przychody tego segmentu w ostatnich kwartałach w stosunku średniej z poprzednich lat.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku spółka miała 375 mln PLN przychodów (-10% r/r) oraz 52,9 mln PLN zysku netto (+50% r/r). Poprawę r/r wyników odnotowała przede wszystkim deweloperka. Dodatkowo było saldo pozostałej działalności operacyjnej (oparte głównie o zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych na +8,6 mln PLN).
- **Deweloperka.** Segment deweloperski to od lat główny filar wyników Instal. W 2024 spółka sprzedała 130 lokali (vs 381 rok wcześniej). Natomiast przekazania wyniosły 263 lokale (226 rok wcześniej). W 4Q'24 rozpoczęto przekazania lokali z inwestycji Mierzeja Wiślana III (projekt na 200 lokali, z tego 140 było sprzedane po 4Q'24 a z tego 89 przekazano). Na koniec 2025 rok przewidziany jest finał etapu IV tej inwestycji (207 lokali, lokale w sprzedaży od przełomu 2024/25). Spółka ukończyła w ostatnim czasie projekt w Zabrze (100 lokali, sprzedaż wystartowała dopiero w 3Q'24, dotychczasowa sprzedaż to kilka lokali). Kilka kwartałów temu spółka rozpoczęła inwestycję w rejonie ul. Golińkowska/Albatrosów (projekt Albatrosów I obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów) a w ostatnich tygodniach podpisała umowę z GW na I etap zabudowy wielorodzinnej w tej lokalizacji. Spółka zakłada możliwość finansowania realizacji kolejnych etapów przy ulicy Albatrosów kapitałem obcym
- **Prognoza na 1Q'25.** Spółka pokazała już jednostkowe, szacunkowe wyniki za 1Q'25. Przychody wyniosły 57,2 mln PLN, a zysk netto 11,0 mln PLN. Spółka kontynuowała przekazania kolejnych mieszkań z inwestycji MW III. Do wyników skonsolidowanych dołoży się jeszcze Frapol, głównie na poziomie przychodów (wynikowo początek roku zwykle jest sezonowo słaby). Zakładamy, że skonsolidowane przychody w 1Q'25 wyniosą 82,7 mln PLN, a zysk netto 11,1 mln PLN. Niższe r/r wyniki są pochodną przyjęcia niższej r/r liczby przekazanych mieszkań (w 1Q'25 było to aż 151 lokali).
- **Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku wyniki powinny być w dalszym ciągu oparte o segment deweloperski (przekazania w projektach Mierzeja Wiślana III i IV oraz Zabrze), przy czym należy brać pod uwagę, że sprzedaż nowych projektów w obecnych warunkach rynkowych jest wolniejsza niż kilka kwartałów temu. Zakładamy obecnie w 2025 roku 328 mln PLN przychodów (-13% r/r) oraz 38,4 mln PLN zysku netto (-27% r/r).

Wyniki jednostkowe [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25W
Przychody	67,4	55,1	71,2	104,1	102,4	35,4	31,5	100,1	57,2
EBITDA	5,7	1,0	6,8	27,3	26,3	3,0	1,3	31,5	14,0
Zysk (strata) brutto	5,6	2,0	6,3	27,7	26,8	3,6	1,3	31,2	13,6
Zysk (strata) netto	4,4	1,6	5,1	23,4	21,7	3,0	1,0	24,9	11,0
przekazane mieszkania	43	36	30	117	151	22	1	89	b.d.
Marża EBITDA	8,4%	1,8%	9,6%	26,3%	25,7%	8,4%	4,1%	31,5%	24,5%
Marża zysku netto	6,6%	2,9%	7,1%	22,5%	21,2%	8,4%	3,3%	24,9%	19,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	127,6	82,7	-35,2%	374,9	327,9	-12,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	37,1	25,9	-30,2%	102,9	97,3	-5,5%
Zysk na sprzedaży	25,6	13,6	-46,8%	54,4	48,2	-11,4%
EBITDA	27,2	15,0	-44,7%	69,9	53,8	-23,0%
EBIT	25,8	13,6	-47,3%	64,5	48,2	-25,3%
Zysk brutto	26,7	13,8	-48,3%	66,4	48,2	-27,3%
Zysk netto	21,6	11,1	-48,7%	52,9	38,4	-27,4%
Marża brutto ze sprzedaży	29,0%	31,3%		27,5%	29,7%	
Marża na sprzedaży	20,1%	16,5%		14,5%	14,7%	
marża EBITDA	21,3%	18,2%		18,6%	16,4%	
marża EBIT	20,2%	16,5%		17,2%	14,7%	
marża netto	16,9%	13,4%		14,1%	11,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KĘTY**Akumuluj, TP 746,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 stycznia 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	885,0	P/E	15,8	15,4	15,4	14,5
MC [mln PLN]	8 615,6	EV/EBITDA	10,9	10,9	9,9	9,2
		EV/EBIT	13,8	14,0	13,3	12,2
		P/BV	4,5	4,5	4,3	4,1

- **Wyniki 1Q'25.** W kwietniu spółka zaprezentowała finalne wyniki za 1Q'25, które były zgodne z szacunkami z marca na poziomie EBITDA. Nieco niższy okazał się zysk netto. EBITDA wyniosła 228 mln PLN (+2,5% r/r) a zysk netto 121 mln PLN (+19,5% r/r, -1,6% vs szac.). Wyniki wsparte były przez +2 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej. Wzrost EBITDA odnotowano w SSA zarówno w ujęciu r/r jak i q/q. Lepszy by także wynik w SOG. Nieznacznie słabiej r/r wypadł SWW. Przejęty w 3Q'24 Selt miał w 1Q'25 53 mln PLN przychodów i +4 mln PLN EBITDA (sezonowo 1Q jest słaby). Dług netto na poziomie 1,35 mld PLN. CF operacyjny +199 mln PLN (vs 207 mln PLN rok temu).
- **Prognoza na 2025 rok.** Spółka prognozuje 990 mln PLN EBITDA w 2025 roku (+9% r/r). Zarząd spodziewa się stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce i na rynkach europejskich. Driverom wzrostu wyników w 2025 roku ma być SOP (m.in. kwestia konsolidacji Selt przez cały rok). Wyniki 1Q'25 zarząd określił jako powyżej oczekiwań. Otoczenie dla spółki w 2Q'25 będzie nadal trudne, ale dodatnie dynamiki w tym okresie będą możliwe dzięki konsolidacji Selt. Zakładamy obecnie w 2025 roku 1,02 mld PLN EBITDA (+9% r/r).
- **Nowa strategia.** Zgodnie z oczekiwaniami Kęty w nowej strategii wyraźnie zaakcentowały konieczność rozwoju poprzez akwizycje (w najbliższych dwóch latach podejście nadal oportunistyczne, następnie aktywne poszukiwanie celów). Oś strategii stanowi rozwój na rynkach zagranicznych, a centrum długoterminowego wzrostu ma stanowić obszar SSA/SOP (nadal mały udział spółki w rynku europejskim), z oparciem o moce wytwórcze SWW. Obszar SOG ma zostać rozbudowany o III linię BOPP, jednocześnie w przypadku atrakcyjnej oferty, może zostać rozważona jego sprzedaż.

Wyniki wstępne za 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	1 239,6	1 354,0	9,2%	5 144,0	5 589,0	8,7%	5 828,1	4,3%
Zysk na sprzedaży	173,6	168,0	-3,2%	694,0	757,0	9,1%	815,7	7,8%
EBITDA	222,5	228,0	2,5%	932,0	1 016,6	9,1%	1 085,5	6,8%
EBIT	174,2	170,0	-2,4%	721,0	757,0	5,0%	815,7	7,8%
Zysk brutto	161,7	152,0	-6,0%	649,0	673,3	3,7%	732,6	8,8%
Zysk netto	150,2	121,0	-19,5%	560,0	558,5	-0,3%	592,4	6,1%
Marża na sprzedaży	14,0%	12,4%		13,5%	13,5%		14,0%	
marża EBITDA	17,9%	16,8%		18,1%	18,2%		18,6%	
marża EBIT	14,1%	12,6%		14,0%	13,5%		14,0%	
marża netto	12,1%	8,9%		10,9%	10,0%		10,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KINO POLSKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	18,3	P/E	5,4x	5,3x	5,1x
Kapitalizacja [PLN m]	363	EV/EBITDA	2,6x	2,4x	2,0x
EV [PLN m]	249	EV/EBIT	3,0x	2,7x	2,2x
Data publikacji raportu za Q1 2025	2025-05-22	DPS [PLN]	0,63	0,85	0,96

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:**KUPUJ (cena docelowa: 25,2 PLN; data wydania: 2025-03-31)**

Prognozy wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	75,5	76,1	0,8%	299,0	316,1	5,7%
Emisja	37,7	37,9	0,6%	149,9	151,4	1,0%
Reklama	32,3	31,3	-3,1%	115,3	135,4	17,4%
Sprzedaż licencji	2,8	2,8	0,5%	27,1	15,4	-43,3%
Produkcja kanałów	2,1	3,4	66,7%	4,8	11,0	130,6%
Inne	0,7	0,7	3,0%	2,0	3,0	51,9%
Koszty operacyjne	-51,3	-55,6		-226,8	-232,4	
Pozostałe saldo operacyjne	-1,3	-0,2		0,1	-2,1	
skor. EBITDA	26,7	23,1	-13,3%	83,4	93,0	11,5%
EBIT	22,9	20,3	-11,4%	72,3	81,6	12,9%
Saldo finansowe	0,5	0,9	96,2%	-0,2	3,1	
Wynik brutto	23,4	21,2	-9,3%	72,1	84,7	17,4%
Podatek dochodowy	-4,7	-4,5		-15,0	-19,9	
Wynik netto	18,7	16,8	-10,4%	57,1	64,8	13,4%

* EBITDA skor. obliczona przez BDM liczona jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż podaje spółka w raportach).

KPL definiuje EBITDA skor. jako zysk z działalności operacyjnej skorygowany o amortyzację i utratę wartości środków trwałych, wartości niematerialnych oraz aktywów programowych. Ponadto w kalkulacji skorygowanego EBITDA eliminuje różnice kursowe, wycenę instrumentów pochodnych i koszty odsetek budżetowych oraz ujmuje przychody z tytułu otrzymanych odsetek.

** w Q1 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie ok 1,5 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

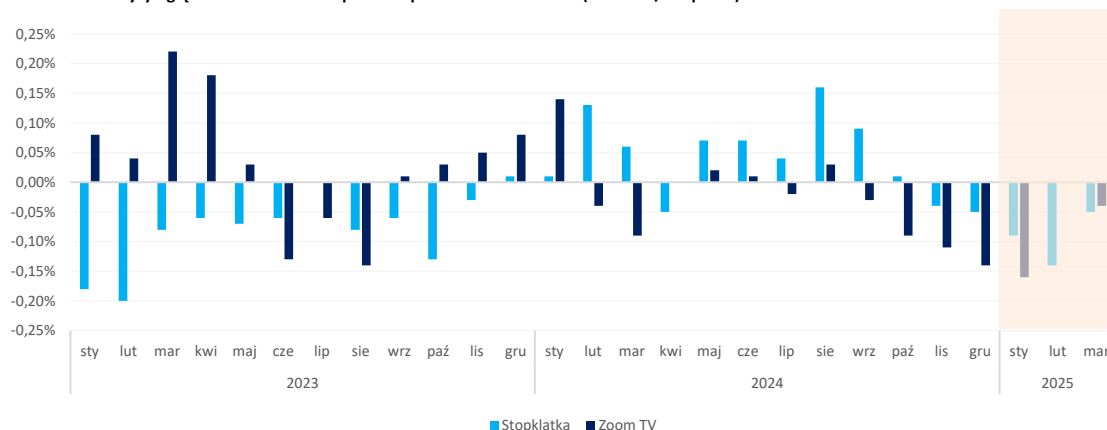
Po bardzo mocnych dynamikach wzrostu skor. EBITDA r/r z okresu Q1 2024- Q3 2024, ostatni kwartał 2024 roku wskazał na wygaszenie ścieżki wzrostu. W naszym odczuciu inwestorzy powinni uwzględnić scenariusz ujemnych dynamik skor. EBITDA w Q1 2025 względem wyjątkowo mocnego odczytu z Q1 2024. Spodziewamy się, że skor. EBITDA w Q1 2025 spadnie o 13,3% z 26,7 mln PLN do 23,1 mln PLN.

W symulacji na Q1 2025 uwzględniamy słabsze odczyty wynikowe dla Stopklatka oraz Zoom TV (łącznie erozja o 1,6 mln PLN r/r) i niższy rezultat segmentu FilmBox (o 2,1 mln PLN r/r). Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q1 2025 założyliśmy na poziomie 20,6 mln PLN (-14,3% r/r).

Okres Q1 2025 będzie w naszym odczuciu pod wpływem niskich dynamik wzrostu rynku reklamy tv w ujęciu r/r, w tym innego rozkładu okresu świątecznego w 2025 roku względem roku 2024. Nasze szacunki wskazują, że Stopklatka oraz Zoom TV w Q1 2025 mogły zanotować relatywnie słabe wyniki oglądalności. Jednocześnie przypominamy, że od Q1 2024 spółka ujmowała już nowe zasady rozliczeń z brokerem reklamowym. Przychody reklamowe w naszej prognozie na Q1 2025 są niższe o ponad 3% r/r. Jednocześnie w symulacji zakładamy niską dynamikę wzrostu wpływów z emisji (+0,6% r/r). W strukturze kosztów staramy się uwzględnić wyższe koszty kontentu (w szczególności w segmencie Zoom TV) oraz wyższy budżet wynagrodzeń.

Szacunki spółki wskazują, że udział jej kanałów w rynku tv w Polsce wyniósł 2,58% (All 16- 59, Total TV; In-Home Consolidated +2d plus OOH Live). Przypominamy, że podczas konferencji podsumowującej 2024 rok, władze spółki zapowiedziały, iż KPL nie będzie już publikować odczytów dotyczących oglądalności swoich anten w cyklach miesięcznych oraz kwartalnych. Dane mają być publikowane jedynie w cyklach rocznych. Tym samym należy mieć na uwadze zwiększone ryzyko naszych założeń dla przyszłych okresów.

Szacunkowe odczyty oglądalności dla anten spółki Stopklatka oraz Zoom TV (zmiana r/r w pkt%)

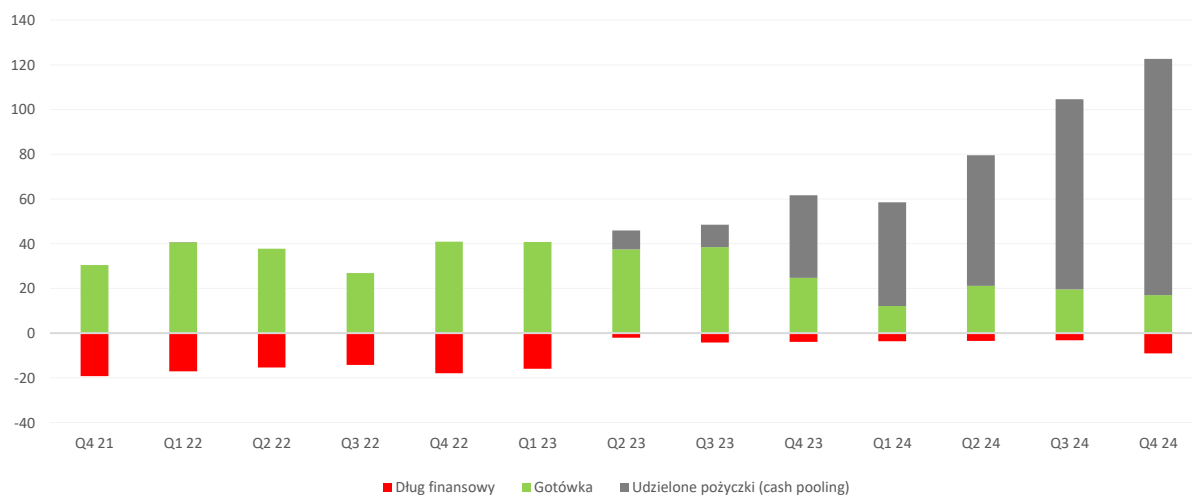


SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczby widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

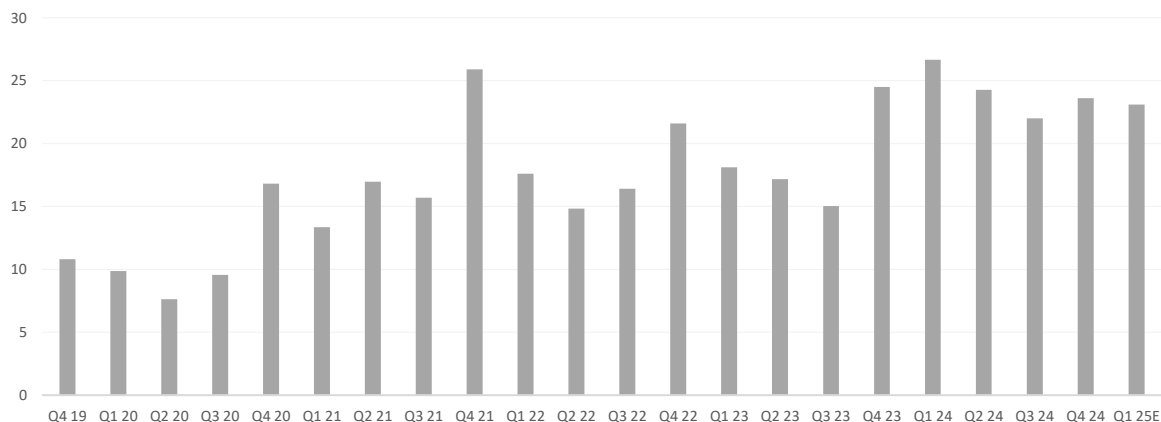
Na koniec 2024 roku spółka miała zadłużenie wynikające z leasingu w kwocie blisko 9,1 mln PLN. Jednocześnie na bilansie stan gotówki wynosił 17 mln PLN. Dodatkowo spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała ponad 105 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec 2023 roku było to 36,9 mln PLN). **Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash poolingu) na koniec 2024 to ponad 113 mln PLN (nadwyżka gotówki). Wartość akcji, które nie są w posiadaniu głównego akcjonariusza przy kursie zamknięcia z 2025-04-17 to blisko 123 mln PLN.**

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



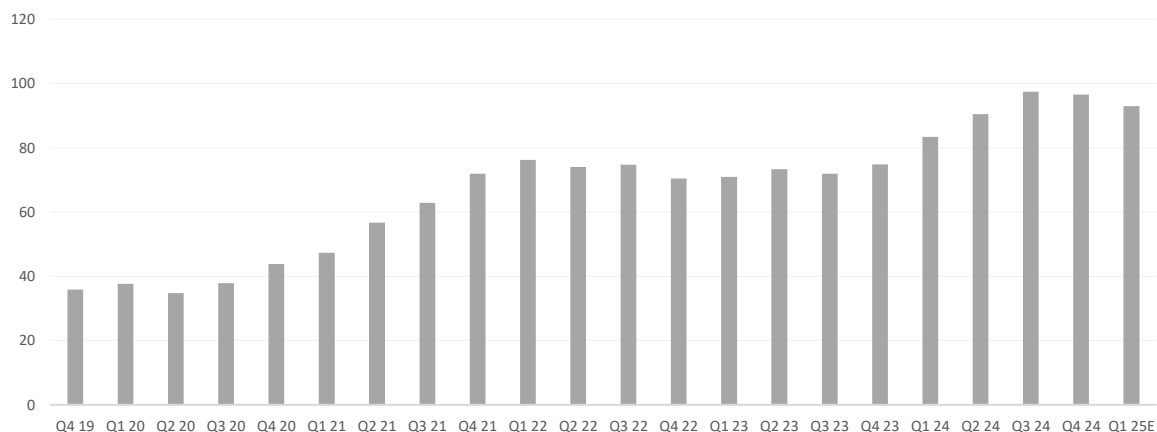
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



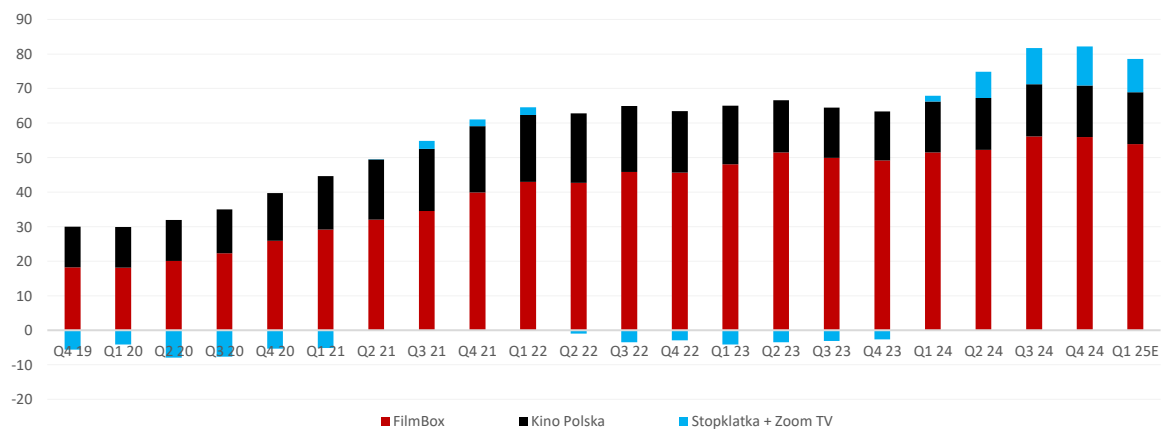
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LPP

			2023	2024
Kurs [PLN]	15 715	P/E	55,1	59,9
MC [mln PLN]	29 165	EV/EBITDA	0,9	1,0
		EV/EBIT	1,5	1,7
		P/BV	161,8	181,8

W 1Q'25 (luty-kwiecień'25) spodziewamy się wzrostu sprzedaży, który z jednej strony wynika ze zwiększenia liczby sklepów stacjonarnych, a z drugiej z pozytywnych dynamik LFL (w okresie luty-marzec'25 sprzedaż porównywalna wzrosła +1,4% r/r). Spółce powinna pomagać poprawa nastrojów konsumenckich oraz zmiany pogody, które motywują do nabywania nowej odzieży. Na poziomie grupy szacujemy dynamikę przychodów na +16,9% r/r. Równocześnie spodziewamy się lekkiego wzrostu marży brutto na sprzedaży do poziomu 52,3% (vs 52,1% rok wcześniej). Na pozycję tę od stycznia'25 nie wpływa już sprzedaż do agentów zakupowych, która była realizowana bez zysku.

Zysk operacyjny będzie jednak obciążony zwiększonymi kosztami SG&A. W naszej ocenie, w okresie intensywnego rozwoju sieci stacjonarnej, trzeba się liczyć ze wzrostem kosztów sprzedaży oraz zarządu. Dodatkowo, od stycznia obowiązuje nowa stawka minimalnego wynagrodzenia, co dodatkowo obciąży marżę. Z drugiej strony, na poziomie EBITDA wzrost amortyzacji, spowodowany rozwojem sieci stacjonarnej, zmniejszy spadek na tym poziomie marży.

W ostatnim czasie spółka zwiększyła udział finansowania kredytami, dlatego spodziewamy się utrzymania wyższych kosztów finansowych, na poziomie zbliżonym do 4Q'24 (101 mln PLN). W związku z tym, szacujemy spadek zysku netto o -3,7% r/r do 267 mln PLN.

W obszarze rozbudowy sieci stacjonarnej, spodziewamy się, że w 1H'25 powstanie ok. 500 sklepów Sinsay, w tym ok. 200 w 1Q'25. W pozostałych markach zakładamy pojedyncze otwarcia nowych salonów, natomiast jednocześnie w naszej ocenie powinny zamykać się placówki nierentowne, dlatego wzrost liczby tych sklepów powinien być nieznaczny.

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	r/r
Przychody ze sprzedaży	4 306	5 005	5 212	5 671	5 033	16,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 243	2 629	2 857	2 990	2 632	17,3%
EBIT	411	611	731	662	420	2,1%
EBITDA	795	1 018	1 157	1 134	909	14,3%
Wynik netto	277	443	577	450	267	-3,7%
Marża brutto ze sprzedaży	52,1%	52,5%	54,8%	52,7%	52,3%	
Marża EBIT	9,5%	12,2%	14,0%	11,7%	8,3%	
Marża EBITDA	18,5%	20,3%	22,2%	20,0%	18,1%	
Marża netto	6,4%	8,9%	11,1%	7,9%	5,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdom.pl

tel.: (+48) 666 073 972

MIRBUD**Redukuj, TP 11,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 września 2024 r

			2023	2024	2025P	2026P	Analityk:
Kurs [PLN]	14,7	P/E	10,0	13,3	11,3	9,3	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	1 618,4	EV/EBITDA	5,6	7,7	6,4	5,9	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	6,1	8,7	7,2	6,7	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	1,7	1,5	1,3	1,2	

- **Backlog.** Portfel spółki po 4Q'24 wynosi 7,99 mld PLN vs 8,10 mld PLN po 3Q'24 oraz 4,62 mld PLN rok wcześniej. Backlog po 1Q'25 spadł do 7,82 mld PLN. Na przestrzeni 1Q'25 portfel spadł o 0,17 mld PLN q/q. W tym czasie spółka podpisała umowy o wartości 0,57 mld PLN (komunikowane raportami bieżącymi).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała dość udany okres dla marży w budowlance w 3Q'23-1Q'24. W 2-4Q'24 rentowność istotnie jednak spadła (spółka podaje, że głównie przez negatywny wpływ kontraktu S1, który obciążył tylko w tym okresie wyniki na ok 70 mln PLN, a także osiągnięcie limitów waloryzacyjnych na części kontraktów drogowych czy trudną sytuację w pozyskaniu zleceń w bud. kubaturowym).
- **Prognoza na 1Q'25.** Zmiana portfela w 1Q'25, w zestawieniu z wartością podpisanych umów, powinna implikować wzrost przychodów w segmencie budowlanym (zakładamy +18% r/r). Spodziewamy się nieco lepszej marży w budowlance vs 4Q'24, ale niższych poziomów r/r. Kwartał nadal może być pod negatywnym wpływem kosztów na S1. W 1Q'25 przekazano 75 lokali (vs 155 rok temu), co dołoży swoją cegiełkę do spadku wyników r/r. Zakładamy, że segment najmu będzie miał minimalnie dodatni wynik na poziomie brutto ze sprzedaży (vs +9 mln PLN rok temu). Podsumowując w 1Q'25 spodziewamy się 694 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej (+7% r/r). Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży oczekujemy wyraźnego spadku r/r (spadek zarówno w budowlance, najmie jak i deweloperce). Na poziomie wyniku na sprzedaży oczekujemy 26,1 mln PLN (-52% r/r). Na poziomie EBIT uwzględniamy +15,4 mln PLN z wyceny akcji Torpolu i zakładamy 41,5 mln PLN. Na poziomie netto oczekujemy 27,6 mln PLN zysku. Nie spodziewamy się istotnego, sezonowego, odpływu gotówki (spółka ponadwymiarowo spłaciła podwykonawców w 4Q'24).
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2025 roku zakładamy, że spółka wypracuje 10% wzrost sprzedaży (zakładamy, że w 2H'25 zaczną kontrybuować nowe kontrakty pozyskane w 2024 roku). Od 2H'25 wyniki nie powinny być już obciążone przez dodatkowe koszty na S1. Natomiast istotnie niższa r/r może być w 2025 kontrybucja deweloperki (spadek liczby przekazania). Zakładamy, że 2026 roku spółka powinna mieć już istotną kontrybucję przychodów z segmentu kolejowego, co wraz z rozpędzonym segmentem drogowym powinno przełożyć się na ok. 4,5 mld PLN przychodów wg naszych obecnych oczekiwań. Spółka w najbliższych kwartałach będzie starać się o uznanie jej roszczeń dla kontraktu S1 przez GDDKiA (docelowo może to być >400 mln PLN, z czego >100 mln PLN spółka ma ujęte na bilansie). Dodatkowo ewentualne kolejne podniesienie limitów waloryzacji przez GDDKiA (na kontraktach sprzed wybuchu wojny w Ukrainie) istotnie pozytywnie wpłynęłoby na raportowane marże.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P*	zmiana r/r	2024	2025P*	zmiana r/r
Przychody	646,6	693,9	7,3%	3 252,1	3 576,4	10,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	78,3	50,3	-35,8%	291,3	300,0	3,0%
Zysk na sprzedaży	54,6	26,1	-52,1%	188,3	191,3	1,6%
EBITDA	59,1	47,5	-19,6%	204,4	230,4	12,7%
EBIT	54,1	41,5	-23,2%	182,1	204,2	12,1%
Zysk brutto	40,9	34,5	-15,5%	151,7	179,2	18,1%
Zysk netto	33,2	27,6	-16,9%	121,4	143,4	18,1%
Marża brutto ze sprzedaży	12,1%	7,2%		9,0%	8,4%	
Marża na sprzedaży	8,4%	3,8%		5,8%	5,4%	
marża EBITDA	9,1%	6,8%		6,3%	6,4%	
marża EBIT	8,4%	6,0%		5,6%	5,7%	
marża netto	5,1%	4,0%		3,7%	4,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w wynikach 1Q'25/2025 ujęte 15,4 mln PLN zysku na wycenie akcji Torpolu od linii EBITDA/EBIT (zmiana kursu w 1Q'25)

MOSTOSTAL ZABRZE**Kupuj, TP 6,30/akcję**

Rekomendacja z dnia 14 kwietnia 2025 r

			2023	2024*	2025P*	2026P*	Analityk:
Kurs [PLN]	5,8	P/E	5,7	6,4	10,8	10,8	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	398,2	EV/EBITDA	2,3	2,2	3,9	3,6	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	2,7	2,8	5,7	5,2	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	1,5	1,3	1,3	1,2	

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia

- **Backlog.** Wartość portfela po 4Q'24 (realnie po II'25) wynosiła ok 1,06 mld PLN (+78% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +77% r/r). W pipeline spółka miała 501 mln PLN (+135% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +65% r/r), z czego istotna część zmaterializowała się w III'25, kiedy podpisano duży kontrakt w Holandii za ok 250 mln PLN.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Mostostal Zabrze miał serię bardzo mocnych wyników kwartałów w okresie 2022-23. W 2024 roku wyniki uległy normalizacji (w 3Q'24 rozpoznany wysoki księgowy zysk, 27,3 mln PLN, na przejęciu kontroli na Polwaxem). Gotówka netto po 4Q'24 wynosiła 178 mln PLN (z uwzględnieniem 89 mln PLN obligacji).
- **Prognoza na 1Q'25.** Przez cały kwartał konsolidowane będą wyniki Polwaxu, który na początku roku ma niski sezon, co będzie oznaczać negatywną kontrybucję do wyników skonsolidowanych. W przypadku „starego” biznesu MSZ oczekujemy lepszego wyniku w obszarze Realizacji Przemysłowych a słabszego w Budownictwie Ogólnym (wysoka baza na marży) oraz Produkcji Mechanicznej (kontynuacja słabych wyników z poprzednich kwartałów). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 235,8 mln PLN przychodów, 7,2 mln PLN EBIT (w tym -2,0 mln PLN straty w PM oraz -3,4 mln PLN straty w Polwax) oraz 7,2 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka odbudowała w ostatnich miesiącach portfel, co powinno mieć przełożenie na ścieżkę przychodów w kolejnych kwartałach. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń. W 2025 Polwax będzie konsolidowany przez cały rok (przy czym 1H jest sezonowo dużo słabsze niż 2H). Będzie to także rok porządkowania i restrukturyzacji tego biznesu (na pierwszy plan wysuwa się kwestia zamknięcia sprawy spornej z Orlen Projekt).

Prognozy wyników na 1Q'2025 – MS Zabrze skonsolidowane

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	231,9	235,8	1,6%	1 010,3	1 333,0	31,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	31,5	29,6	-6,0%	136,1	155,0	13,8%
Zysk na sprzedaży	14,7	7,2	-51,0%	47,4	50,8	7,2%
EBITDA	18,8	12,9	-31,5%	98,7	73,7	-25,3%
EBIT	14,7	7,2	-50,8%	79,8	50,8	-36,4%
Zysk brutto	16,4	7,9	-51,9%	78,9	50,9	-35,5%
Zysk netto	12,1	7,2	-40,6%	61,8	36,9	-40,3%
Marża brutto ze sprzedaży	13,6%	12,6%		13,5%	11,6%	
Marża na sprzedaży	6,4%	3,1%		4,7%	3,8%	
marża EBITDA	8,1%	5,5%		9,8%	5,5%	
marża EBIT	6,3%	3,1%		7,9%	3,8%	
marża netto	5,2%	3,1%		6,1%	2,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 1Q'2025 - Polwax

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	27,2	18,0	-33,9%	190,2	179,2	-5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,4	0,9	---	18,6	25,4	36,3%
Zysk na sprzedaży	-4,9	-3,4	---	-5,0	1,4	---
EBITDA	-4,0	-2,6	---	-14,0	4,6	---
EBIT	-4,9	-3,4	---	-17,1	1,4	---
Zysk brutto	-5,8	-4,4	---	-22,4	-4,1	---
Zysk netto	-4,9	-3,6	---	-22,8	-3,3	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

NEUCA**Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	680	P/E	17,8	16,0	13,9
MC [mln PLN]	3 093,6	EV/EBITDA	9,3	8,3	7,5
		EV/EBIT	13,4	11,9	10,4
		P/BV	2,7	2,7	2,5

Hurt apteczny

Intensywny sezon infekcji przyczynił się do wzrostu rynku aptecznego w 1Q'25. Szacujemy, że w pierwszych trzech miesiącach 2025 r. rynek hurtowy wykazał dynamikę ok. 9%, natomiast ze względu na utrzymującą się pozycję sieci aptecznych, spodziewamy się osiągnięcia w ramach segmentu ok. 4,5% wzrostu przychodów.

Produkcja farmaceutyków

Sezon infekcyjny odgrywa istotną rolę w działalności spółki Ewa Krotoszyn, dlatego spodziewamy się mocnego okresu pod kątem sprzedażowym, ale też wynikowym. Wzmocniony ruch w aptekach powinien sprzyjać też sprzedaży suplementów diety, które często są dodatkiem do zakupu leków.

Badania kliniczne

Utrata projektu w Kapadi, spowodowana brakiem finansowania po stronie klienta, która odbiła się na wynikach 4Q'24, w naszej ocenie będzie widoczna także w wynikach 1Q'25. Zakładamy, że ustalone wcześniej harmonogramy badań ograniczają elastyczność spółki w przyspieszaniu rozpoczęcia innych projektów. Dlatego też spodziewamy się niższych r/r przychodów i zysku tego segmentu.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W zakresie operatora Świat Zdrowia podtrzymujemy założenie dwucyfrowego wzrostu przychodów i zysku w 1Q'25 oraz całym 2025 r. Równoległe do prowadzonych inwestycji w zakresie systemów informatycznych, spółka konsekwentnie pozyskuje nowych pacjentów i rozwija się organicznie. Jednocześnie stopniowo podnoszone są stawki składek ubezpieczeniowych, co wspiera dynamiki sprzedaży.

W 1Q'25 na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów o ok. +5,0% r/r. W związku ze spodziewanym osłabieniem wyniku badań klinicznych zakładamy spadek zysku operacyjnego oraz zysku netto. Koszty operacyjne będą obciążone działaniami marketingowymi, szczególnie reklamy nowego leku Paramig Fast. Spodziewamy się, że bardziej agresywny marketing w sezonie infekcji odbije się na marży. Strategia medykalizacji portfela w naszej ocenie spowoduje, że koszty te będą na stałe wpisane w działalność spółki, ponieważ pojawianie się kolejnych leków będzie się wiązało z koniecznością budowy świadomości marki wśród pacjentów i lekarzy. Spadek wyników r/r to także efekt dość wysokiej bazy z 1Q'24. W naszej ocenie kolejne kwartały powinny już pokazywać dodatnie dynamiki.

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 162,1	3 319,6	5,0%	12 611,8	13 113,0	4,0%
<i>Hurt apteczny</i>	2 913,2	3 044,3	4,5%	11 591,5	11 982,9	3,4%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	97,9	107,7	10,0%	365,8	402,4	10,0%
<i>Badania kliniczne</i>	104,4	99,3	-4,9%	451,6	439,8	-2,6%
<i>Operator medyczny</i>	110,7	132,8	20,0%	457,5	549,0	20,0%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	44,0	52,9	20,3%	192,8	221,4	14,8%
<i>Wyłączenia</i>	-108,1	-117,4		-441,9	-482,4	
Wynik brutto na sprzedaży	362,9	373,8	3,0%	1 440,5	1 498,6	4,0%
EBITDA	115,0	113,1	-1,7%	394,9	436,1	10,4%
EBIT	85,9	80,5	-6,2%	274,7	304,6	10,9%
Zysk brutto	75,8	65,8	-13,2%	227,0	246,7	8,7%
Zysk netto	59,6	52,2	-12,4%	171,6	193,0	12,5%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,5%	11,3%		11,4%	11,4%	
Marża EBITDA	3,6%	3,4%		3,1%	3,3%	
Marża EBIT	2,7%	2,4%		2,2%	2,3%	
Marża zysku netto	1,9%	1,6%		1,4%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ONDE

			2023	2024	2025P	2026P	Analitik:
Kurs [PLN]	10,6	P/E	17,4	19,2	31,7	70,3	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	580,0	EV/EBITDA	9,1	9,8	12,1	15,7	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	10,8	11,9	17,9	32,1	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	1,7	1,6	1,6	1,6	

- **Backlog.** Portfel zleceń zewnętrznych po 4Q'24 wynosił 508 mln PLN (-25% r/r, -18% q/q). W 1Q'25 spółka pozyskała wg komunikatów dwie umowy na łącznie ok 74 mln PLN. Obecnie głównym obszarem w kraju, gdzie można pozyskiwać kontrakty są na farmy PV (przy czym wyraźnie wzrosła konkurencja), natomiast pod względem nowych farm wiatrowych rynek będzie słaby przez kilka kwartałów (zakładamy, że w 2026 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m – wpływ na przychody w 2027 roku). Aby zapłacić lukę spółka stara się wrócić z oferowaniem zagranicę, a także rozpoczęła ofertowanie w przetargach PSE.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** 2024 rok stał pod znakiem spadku przychodów. Spółka odnotowała dobre marże w segmencie OZE (sprzyjająca sytuacja kosztowa), natomiast spore straty odnotował segment drogowy. 1Q'24 był mocno wsparty przez sprzedaż własnych projektów OZE do inwestorów zewnętrznych.
- **Prognoza na 1Q'25.** Zakładamy, że 1Q'25 będzie słabym kwartałem – portfel spółki jest niski, spółka nie finalizuje także sprzedaży kolejnych własnych projektów (PV Lewańd został ukończony i pozostanie w spółce prawdopodobnie przynajmniej do momentu, gdy doprojektowana zostanie część wiatrowa; najbliższej sprzedaży mogą być dwa projekty, w których spółka posiada po 50% udziałów – Serby lub Kazimierz Biskupi). Spodziewamy się w 1Q'25 przychodów na poziomie 151 mln PLN, -1,7 mln PLN EBIT oraz -3,7 mln PLN straty netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Niski backlog na ten moment ogranicza widoczność wyników na 2025 (obecny portfel nie pokrywa przychodów z 2024 roku). Wsparciem w końcówce roku może być uzyskanie znaczącego earn-out ze sprzedanego w 2024 roku projektu Szybowice (potencjalnie 11 mln PLN). W wynikach uwzględniamy także 5 mln PLN EBITDA z produkcji energii przez PV Lewańd w 2H'25. Zakładamy, że obecnie spółka stara się mocno ofertować, by odbudować portfel w najbliższych miesiącach. Obawiamy się jednocześnie, że może to odbić się na marżowości w 2026 roku. W obszarze własnych projektów OZE nie spodziewamy się sprzedaży projektów w najbliższym czasie (ze względu na spadek cen transakcyjnych opcją dla wybudowanej już farmy PV Lewańd jest raczej doprojektowanie farmy FW niż szybka sprzedaż). W krótkim terminie sentyment do spółki może być ukształtowany przez wynik wyborów prezydenckich w Polsce (kwestia dalszej liberalizacji ustawy odległościowej).

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	168,0	150,7	-10,3%	803,9	787,9	-2,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,0	14,1	8,6%	90,7	89,1	-1,8%
Zysk na sprzedaży	-0,7	-1,7	---	27,3	19,2	-29,4%
EBITDA	24,4	1,1	-95,6%	56,0	44,5	-20,4%
EBIT	22,1	-1,7	---	46,1	30,2	-34,4%
Zysk brutto	22,2	-3,7	---	39,9	23,5	-41,2%
Zysk netto	17,4	-3,7	---	30,3	18,3	-39,5%
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	9,3%		11,3%	11,3%	
Marża na sprzedaży	-0,4%	-1,1%		3,4%	2,4%	
marża EBITDA	14,5%	0,7%		7,0%	5,7%	
marża EBIT	13,2%	-1,1%		5,7%	3,8%	
marża netto	10,3%	-2,5%		3,8%	2,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

			2024	2025E	2026E	
Kurs [PLN]	9,72	P/E	14,0x	17,1x	20,1x	Analityk:
Kapitalizacja [PLN m]	12 753	EV/EBITDA	4,9x	5,0x	4,9x	Maciej Bobrowski
EV [PLN m]	19 808	P/BV	0,9x	0,9x	0,9x	maciej.bobrowski@bdm.pl
		DPS [PLN]	0,48	0,53	0,60	

Ostatnia rekomendacja BDM: AKUMULUJ z ceną docelową 8,55 PLN/akcję (2024-11-19)

KOMENTARZ BDM DO WYNIKÓW ORANGE POLSKA ZA Q1 2025

Wyniki Orange Polska za Q1 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q1 24	Q1 25	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y	Q1 25E	realizacja
Przychody razem	3 081	3 153	2,3%	12 912	12 804	-0,8%	3 143	100%
Usługi wyłącznie komórkowe	719	766	6,5%	2 900	3 029	4,4%	752	102%
Usługi wyłącznie stacjonarne	446	436	-2,2%	1 829	1 753	-4,2%	432	101%
Usługi konwergentne B2C	620	680	9,7%	2 393	2 640	10,3%	679	100%
Sprzedaż sprzętu	475	407	-14,3%	1 871	1 748	-6,6%	456	89%
Usługi IT i integracyjne	327	389	19,0%	1 680	1 649	-1,8%	337	115%
Usługi hurtowe	391	395	1,0%	1 752	1 626	-7,2%	390	101%
Pozostałe przychody	103	80	-22,3%	487	359	-26,3%	97	82%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 559	1 673	7,3%	6 182	6 561	6,1%	1 656	101%
Koszty razem	2 282	2 331	2,1%	9 696	9 457	-2,5%	2 328	100%
Koszty świadczeń pracowniczych	382	399	4,5%	1 443	1 477	2,4%	393	102%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 796	1 827	1,7%	7 668	7 491	-2,3%	1 806	101%
EBITDAaL	799	822	2,9%	3 216	3 347	4,1%	814	101%
EBIT	349	312	-10,5%	1 178	1 382	17,3%	321	97%
Koszty finansowe, netto	69	80	15,9%	220	302	37,3%	67	119%
Skonsolidowany wynik netto	227	191	-15,7%	775	877	13,2%	205	93%

* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane za Q1 2025 przyjmujemy z umiarkowanym optymizmem. Odczyt EBITDAaL za Q1 2025 wzrósł o 2,9% r/r do poziomu 822 mln PLN (prognozowaliśmy kwotę 814 mln PLN). W ujęciu LTM po Q1 2025 EBITDAaL wyniósł 3 347 mln PLN (+4,1% r/r). Zwracamy uwagę, że okres Q1 2025 wskazał na dalsze przyspieszenie dynamiki wzrostu przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych (w szczególności poprawie uległa dynamika wzrostu przychodów usług wyłącznie komórkowych). Przychody z trzech kluczowych linii biznesowych (wpływy z usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego) w Q1 2025 wzrosły o 7,3% r/r (w Q4 2024 było to +6,3% r/r, a w Q3 2024 +6,1% r/r). Jest to dynamika nieznacznie powyżej naszych oczekiwań (nominalnie przychody są wyższe o blisko 16,5 mln PLN względem naszej wcześniejszej symulacji).

W Q1 2025 zauważamy nadal erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu o ponad 14% r/r (w Q4 2024 było to -2,6% r/r, a w Q3 2024 -7%), co spółka tłumaczy niższym popytem oraz inną strukturę sprzedawanych modeli. W Q1 2025 spółka wypracowała wyższe o 19% r/r wpływy z obszaru IT i integracji, co jest odczytem powyżej naszych wcześniejszych symulacji. Istotny spadek sprzedaży widoczny był nadal na pozycji pozostałe przychody, gdzie ujmowana jest m.in. odsprzedaż energii (-22,3% r/r).

W Q1 2025 wolne przepływy pieniężne wyniosły -443 mln PLN vs -73 mln PLN w Q1 2024 (efekt wyższych płatności związane ze nasileniem działalności komercyjnej i inwestycyjnej pod koniec ubiegłego roku; ujęcie płatności za licencje telekomunikacyjne w kwocie 300 mln PLN).

Spółka podtrzymała swoje oczekiwania na 2025 rok. Przychody oraz EBITDAaL według założeń własnych spółki powinny rosnąć w tempie: niski jednocyfrowy wzrost. Oczekiwany poziom eCapex to przedział 1,8 do 1,9 mld PLN.

PEKABEX

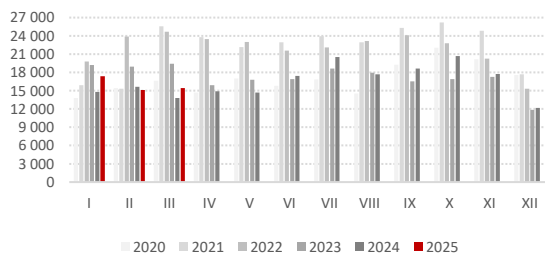
Kupuj, TP 27,3/akcję

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	19,7	P/E	7,1	13,2	12,0	6,8
MC [mln PLN]	489,1	EV/EBITDA	5,0	6,3	5,9	4,1
		EV/EBIT	6,3	9,3	8,8	5,4
		P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8

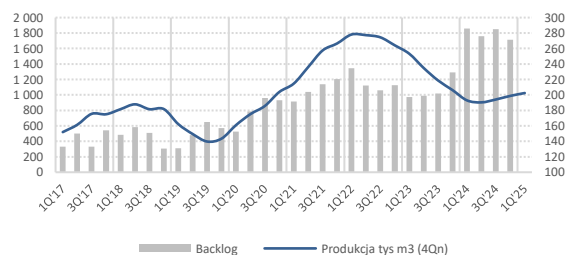
- **Produkcja.** Dane produkcyjne za 1Q'25 wskazują na 8% wzrost r/r produkcji w zakładach grupy (do 47,9 tys m3).
- **Backlog.** Po 4Q'24 portfel zewn. (bez deweloperki) na 2025 rok wynosił 1,23 mld PLN (+23% r/r). Cały backlog po 4Q'24 wynosił 1,71 mld PLN (+33% r/r, w tym 0,45 mld PLN deweloperka).
- **Deweloperka.** W 4Q'24 spółka rozpoczęła przekazania z projektów w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech (w sumie przekazano wtedy 124 lokale). Na koniec roku spółka miała zakontraktowane do przekazania m.in. 59 lokali w Częstochowie i 21 w Poznaniu – zakładamy, że większość zostanie wydane w 1Q'25. Spółka rozpoczęła budowę dwóch nowych projektów w Poznaniu, która mają zakończyć się w 2026 roku (Jasielska V i Milczańska – w sumie 248 lokali)
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2Q'24 spółka pokazała bardzo słabe wyniki, głównie ze względu na zerowy wynik w segmencie prefabrykacji. W 2H'24 marża w prefabrykacji nieznacznie się odbudowała, spadła natomiast marża w GW, wyniki 4Q'24 zostały wsparte przez segment deweloperski i saldo pozostałej działalności operacyjnej. Spółka wyraźnie ograniczyła dług na koniec roku m.in. dzięki rozliczeniu projektu z 7R.
- **Prognoza na 1Q'25.** Poziom produkcji w 1Q'25 był na wyższym r/r poziomie, także portfel GW jest wysoki. Zakładamy, że segment prefabrykacji pokaże zbliżony EBIT q/q i r/r. Podobnego jak w 4Q'24 spodziewamy się wyniku w GW (wyraźnie słabiej r/r). Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 1Q'25 być wyższy r/r, ale dużo niższy q/q. Zakładamy nieco wyższy r/r poziom korekt między segmentowych oraz braku poważniejszych one-off'ów. Na poziomie skonsolidowanym w 1Q'25 estymujemy się 384 mln PLN przychodów (+18% r/r) oraz 9,1 mln PLN EBIT (-42% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 4,1 mln PLN (-60% r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** Oczekujemy, że oczyszczone wyniki 2025 roku będą lepsze r/r (niska baza od 2Q'25, wyższy backlog, poprawa sytuacji w prefabrykacji, mniejsza natomiast kontrybucja deweloperki, której zakładany przez nas poprzednio wynik w dużej mierze został skonsumowany już w 4Q'24).

Produkcja grupy [m3]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Backlog [mln PLN] vs produkcja [4Qn, tys m3]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	324,6	383,9	18,3%	1 728,2	1 851,0	7,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	41,7	37,1	-11,0%	172,2	199,5	15,9%
Zysk na sprzedaży	14,5	9,1	-37,1%	44,2	64,9	46,8%
EBITDA	23,5	17,0	-27,8%	96,0	96,6	0,6%
EBIT	15,8	9,1	-42,4%	65,1	64,9	-0,3%
Zysk brutto	11,2	5,1	-54,6%	46,0	50,4	9,5%
Zysk netto	10,4	4,1	-60,4%	37,1	40,7	9,7%
Marża brutto ze sprzedaży	12,8%	9,7%		10,0%	10,8%	
Marża na sprzedaży	4,5%	2,4%		2,6%	3,5%	
marża EBITDA	7,3%	4,4%		5,6%	5,2%	
marża EBIT	4,9%	2,4%		3,8%	3,5%	
marża netto	3,2%	1,1%		2,1%	2,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PKN ORLEN

Data publikacji raportu za 1Q'25 – 2025-05-22

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	68,4	P/E	3,5	51,2	7,4	5,4
MC [mln PLN]	79 408	EV/EBITDA	2,0	4,5	3,5	3,5
		EV/EBIT	2,9	12,3	6,7	5,9
		P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5

- Otoczenie makro w segmencie rafineryjnym w 1Q'25 było minimalnie lepsze na poziomie marży modelowej (z dyferencjałem, 35,8 PLN/bbl) w ujęciu q/q (34,6 PLN/bbl w 4Q'24) i zdecydowanie słabsze r/r (64,2 PLN/bbl w 1Q'24). Porównywalne z 4Q'24 oraz wyższe r/r były wg naszych kalkulacji premie lądowe na paliwach na rynku polskim. Marże w segmencie petrochemicznym były niższe r/r i minimalnie wyższe q/q (aczkolwiek należy pamiętać, że to marże spotowe, a rynek działa wg kontraktów).
- W 1Q'25 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 11,02 mld PLN (vs 7,92 mld PLN rok temu). Główne źródło poprawy wyników to brak odpisów na FWRC w Upstreamie (7,7 mld PLN negatywnego wpływu rok temu, częściowo zrekompensowane dopłatami w segmencie Obrotu).
- Spółka od 1Q'25 zapowiadała zmianę ujęcia segmentów. Nowy podział kształtuje się w następujący sposób:
 - Downstream (rafineria + petrochemia)** – zakładamy w 1Q'25 ok. 1,5 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO (w tym -0,3 mld PLN straty w pet-chem)
 - Consumers&Products (detal paliw + detal energia + detal gaz)** – zakładamy ok. 1,2 mld PLN skoryg. EBITDA (ponad połowa wyniku na detalu paliwowym)
 - Upstream&Supply (wydobycie + hurt gaz)** – zakładamy ok. 4,9 mld PLN skoryg. EBITDA (wynik zbudowany gł. w segmencie wydobywczym)
 - Energy (energetyka + ciepłownictwo + dystrybucja energia + dystrybucja gaz)** – zakładamy ok. 3,8 mld PLN skoryg. EBITDA (wysoki sezon w obszarze dystrybucji gazu i ciepłownictwie)
 - Funkcje korporacyjne** – zakładamy ok. -0,4 mld PLN skoryg. EBITDA
- Outlook. W 2025 roku oczekujemy wzrostu r/r EBITDA LIFO skoryg. do ok 36,7 mld PLN. W strategii spółka założyła średnią EBITDA w latach 2025-26 na poziomie ok. 36,8 mld PLN.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	82 332	68 132	-17,2%	294 976	245 246	-16,9%	233 678	-4,7%
EBITDA	7 730	10 715	38,6%	21 961	32 396	47,5%	37 568	16,0%
EBITDA LIFO	7 666	10 815	41,1%	22 232	36 470	64,0%	37 162	1,9%
EBITDA LIFO skorg*	7 923	11 015	39,0%	33 796	36 670	8,5%	37 162	1,3%
EBIT	4 374	6 823	56,0%	7 947	17 016	114,1%	22 421	31,8%
EBIT LIFO	4 310	6 923	60,6%	8 218	21 090	156,6%	22 016	4,4%
Zysk (strata) brutto	4 528	6 523	44,1%	7 760	15 816	103,8%	21 067	33,2%
Zysk (strata) netto	2 778	4 466	60,8%	1 551	10 671	588,0%	14 747	38,2%
Marża EBITDA	9,4%	15,7%		7,4%	13,2%		16,1%	
Marża EBITDA LIFO	9,3%	15,9%		7,5%	14,9%		15,9%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	9,6%	16,2%		11,5%	15,0%		15,9%	
Marża EBIT	5,3%	10,0%		2,7%	6,9%		9,6%	
Marża zysku netto	3,4%	6,6%		0,5%	4,4%		6,3%	

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o całe saldo PPO/PKO (w tym wpływ hedgingu) a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (NRV, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp)

Dane makro – Orlen

	PKN Orlen				rynek						
	modelowa marża rafineryjna*		modelowa marża petrochemiczna**		Brent	Dyferencjał	USD/PLN	EUR/PLN	gaz TTF 1M	gaz TGEgasDA	energia TGeBase
	[USD/bbl]	[PLN/bbl]	[EUR/t]	[PLN/t]							
1Q'17	7,4	30,2			53,8	2,1	4,06	4,32			
2Q'17	8,4	32,3			49,8	1,5	3,84	4,22			
3Q'17	8,9	32,3			52,1	1,0	3,62	4,26			
4Q'17	6,2	22,3			61,4	0,9	3,59	4,23			
1Q'18	5,7	19,4			66,8	1,6	3,40	4,18			
2Q'18	7,4	26,3			74,3	2,2	3,58	4,26			
3Q'18	7,5	27,8			75,3	1,4	3,70	4,31			
4Q'18	5,7	21,4			67,8	0,8	3,77	4,30			
1Q'19	4,6	17,6			63,2	0,2	3,79	4,30			
2Q'19	6,5	24,8			68,8	0,6	3,81	4,29			
3Q'19	8,1	31,6			61,9	1,0	3,89	4,32			
4Q'19	4,6	17,9			63,2	1,5	3,87	4,29			
1Q'20	5,7	22,6			50,2	2,3	3,92	4,32			
2Q'20	3,4	14,2			29,2	0,1	4,10	4,50			
3Q'20	1,1	4,3			43,0	-0,1	3,80	4,44			
4Q'20	1,0	3,9			44,3	0,1	3,78	4,51			
1Q'21	2,0	7,5			60,9	1,4	3,77	4,55			
2Q'21	3,6	13,4			68,8	2,0	3,76	4,53			
3Q'21	5,4	20,9			73,5	2,3	3,87	4,57			
4Q'21	6,3	25,4			79,7	1,7	4,04	4,62			
1Q'22	12,4	52,3			101,4	6,6	4,12	4,62			
2Q'22	38,6	168,5			113,8	12,2	4,36	4,65			
3Q'22	24,0	112,9			100,9	7,5	4,72	4,74			
4Q'22	28,2	131,9			88,7	6,3	4,64	4,73			
1Q'23	23,4	102,6			81,3	5,2	4,39	4,71	251	272	621
2Q'23	15,6	65,0			78,4	2,0	4,18	4,54	160	173	527
3Q'23	20,8	86,2			86,8	-1,0	4,14	4,50	152	169	504
4Q'23	11,9	48,8			84,0	-2,0	4,10	4,41	190	195	401
1Q'24	16,1	64,2	210	912	83,2	0,1	3,99	4,34	119	143	356
2Q'24	11,6	46,3	244	1 048	84,9	-1,0	4,00	4,30	137	151	398
3Q'24	6,6	25,8	201	861	80,2	-1,1	3,90	4,28	153	172	435
4Q'24	8,6	34,6	137	591	74,7	0,9	4,04	4,30	183	212	472
1Q'25	9,0	35,8	146	611	75,7	0,3	3,99	4,20	196	219	492
2Q'25 (kw)	9,3	35,4	229	978	67,8	-0,3	3,81	4,27	149	162	358

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *z dyferencjałem (od 2022 dyferencjał efektywny do ropy Brent, wcześniej modelowy Brent – Ural), **od 2024 zmiana formuły

Orlen: EBITDA vs CAPEX/M&A – średnie wartości implikowane z założeń strategii do 2035 roku [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka; średnia, jeżeli w danych źródłowych podano przedział

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PTWP

			2024E	2025E	2026E
Kurs [PLN]	62,5	P/E	17,9x	6,3x	5,6x
Kapitalizacja [PLN m]	77,3	EV/EBITDA	5,6x	2,3x	1,7x
EV [PLN m]	51,2	P/BV	3,0x	2,6x	2,3x
		DPS [PLN]	4,7	4,5	6,0

Data publikacji raportu za Q1 2025 2025-05-30

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

W grupie analizowanych podmiotów, PTWP należy do liderów pod względem dynamik wzrostu organicznego EBITDA w skali całego 2025 roku względem 2024 roku.

Obecne otoczenie geopolityczne wskazuje na intensywnie dyskusje na tematy gospodarcze i bezpieczeństwa. W naszym odczuciu jest to bardzo dobry prognostyk dla popytu na usługi świadczone przez PTWP w obszarze organizacji kongresów i konferencji.

Spodziewamy się, że w 2025 roku konferencje organizowane przez PTWP zanotują rekordową frekwencję. Realizacja takiego scenariusza dla segmentu organizacja kongresów (który cechuje się dużym efektem dźwigni operacyjnej) może wskazać na odczuwalny wzrost EBITDA względem 2024 roku.

Jesteśmy również optymistycznie nastawieni do perspektyw segmentu portali internetowych, który w naszej ocenie może wykazywać odczyty wzrostu przychodów w 2025 roku przekraczające ogólne dynamiki dla reklamy w display (w 2025 roku liczymy na dwucyfrowe dynamiki wzrostu r/r przychodów z reklamy).

Przypominamy, że kalendarzowo okres Q1 jest niskim sezonem dla spółki. Kluczowe znaczenie dla rezultatów PTWP ma Q2. Nasza symulacja wskazuje, że w Q1 2025 spółka może wskazać na symbolicznie lepsze odczyty aniżeli w Q1 2024. Jednocześnie jednak nasze bieżące spojrzenie wskazuje, że w H1 2025 spółka na poziomie EBITDA może wypracować odczyt bliski 15,5 mln PLN (względem 7,9 mln PLN w H1 2024).

Prognoza wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	21,5	24,2	12,4%	89,6	105,9	18,2%
EBITDA	-1,1	-0,8		5,2	9,4	80,0%
EBIT	-1,6	-1,4		3,0	7,3	143,0%
Przychody finansowe	0,1	0,1	-5,7%	0,6	0,8	40,7%
Koszty finansowe	0,0	-0,1		-0,5	-0,3	
Wynik brutto	-1,6	-1,4		3,1	6,2	101,6%
Wynik netto	-1,6	-1,4		1,7	4,0	138,2%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	-1,3	-1,3		2,5	4,3	73,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W ramach organizowanych wydarzeń przez PTWP kluczowe znaczenie ma Europejski Kongres Gospodarczy (EEC), który odbywa cyklicznie w Q2 w Katowicach. Spółka na podstawie własnych szacunków wskazała, iż edycja kongresu EEC z 2024 roku stanowiła ekwiwalent reklamowy w kwocie 185 mln PLN (m.in. ponad 650 dziennikarzy z 170 redakcji relacjonujących kongres za pośrednictwem prasy, telewizji, radia i portali internetowych; 60 patronów medialnych; ponad 45 tys. informacji i wzmianek w mediach). W Q2 2025 roku będzie odbywała się XVII edycja EEC.

W dalszej części 2025 roku (poza wspomnianym już EEC) PTWP będzie organizować m.in. następujące wydarzenia:

9-10 czerwca 2025 r.

forum zdrowia
kobiet

Miejsce: Katowice, Międzynarodowe Centrum Kongresowe

1-2 października 2025 r.



Miejsce: Katowice, Międzynarodowe Centrum Kongresowe

14-16 października 2025 r.



Miejsce: Katowice, Międzynarodowe Centrum Kongresowe

14-15 października 2025 r.

**Forum
Nowego
Przemysłu**

Miejsce: Katowice, Międzynarodowe Centrum Kongresowe

17-18 listopada 2025 r.



Miejsce: Warszawa

25-26 września 2025 r.



Miejsce: Warszawa

1-2 października 2025 r.



Miejsce: Katowice, Międzynarodowe Centrum Kongresowe

14-16 października 2025 r.



Miejsce: Katowice, Międzynarodowe Centrum Kongresowe

20-21 października 2025 r.

forum rynku zdrowia

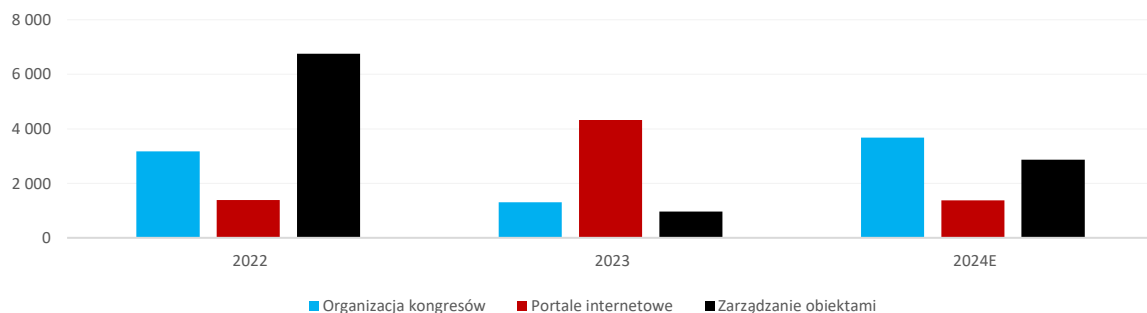
Miejsce: Warszawa

20 listopada 2025 r.



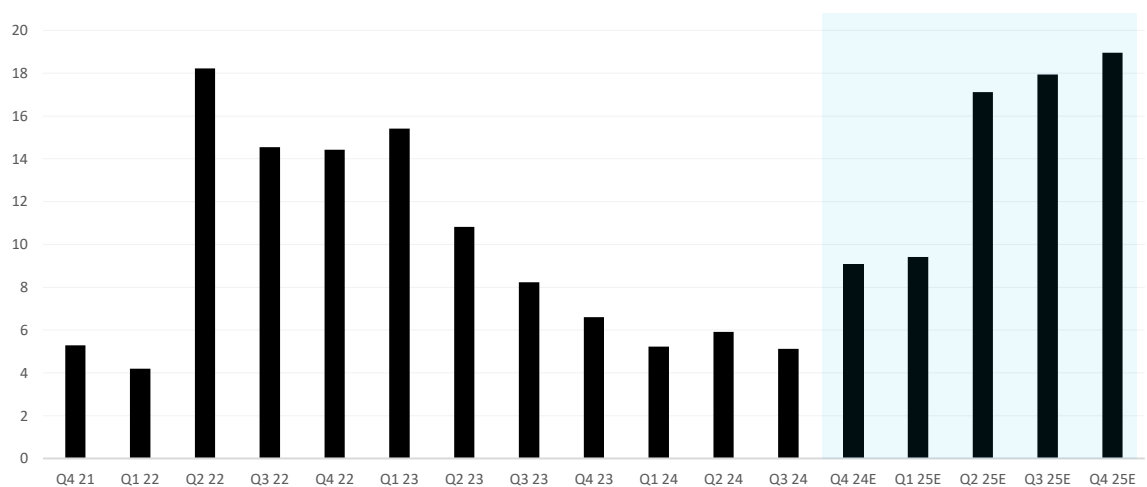
Miejsce: Warszawa

Historyczne odczyty EBITDA w podziale na segmenty oraz nasze założenia na 2024 rok [PLN tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenie dla ścieżki wynikowej w 2025 roku [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

RELPOL

Trzymaj, TP 5,03 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 11 kwietnia 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	5,2	P/E	5,9	---	---	9,3
MC [mln PLN]	50,4	EV/EBITDA	4,3	---	8,8	4,7
		EV/EBIT	6,7	---	56,8	9,0
		P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5

- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku spółka odnotowała sporą stratę netto i istotny spadek przychodów r/r. Spółka doświadczyła niskiego popytu we wszystkich obszarach jak i presji marżowej (wzrost kosztów usług obcych, wynagrodzeń czy ponoszenie kosztów niewykorzystanych mocy produkcyjnych). Koniunktura w końcówce roku była nadal słaba. W 4Q'24 nieco wzrosły w stosunku do 3Q'24 przychody, ale EBITDA z trudem wyszła na break-even. W 4Q'24 spółka zwiększyła dług netto, głównie ze względu na wzrost wartości leasingu finansowego q/q (finansowanie maszyn i urządzeń).
- **Otoczenie rynkowe.** PMI dla niemieckiego przemysłu (kluczowy kierunek eksportowy spółki) w 1Q'25 wyniósł średnio 46,6 pkt (vs 42,8 pkt w 4Q'24). Wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) za 2H'24 i 1Q'25 wskazały na pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień (wzrost zamówień w Europie r/r po okresie wyraźnych spadków w 3Q'23-2Q'24, w Niemczech spory wzrost r/r w 2H'24 i lekki spadek r/r w 1Q'25).
- **Prognoza na 1Q'25.** W lutym'25 spółka wprowadziła kolejną nieznaczną podwyżkę cen (średnio +3%, wcześniej +5% w 3Q'24), co może nieco poprawić perspektywę dla marży. Okres 1H'25 wynikowo pozostanie jednak trudny ze względu na niski poziom backlogu z poprzednich miesięcy. W 1Q'25 oczekujemy delikatnej poprawy wyników w ujęciu q/q (w ujęciu r/r nadal będzie naszym zdaniem słabiej na przychodach, ale powinien być widoczny efekt cięcia kosztów). Nadal ciężko spodziewać się wyjścia na break-even na poziomie netto. Prognozujemy 27,0 mln PLN przychodów oraz -1,6 mln PLN straty netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zdaniem spółki w ostatnich miesiącach widać delikatnie rosnące zamówienia, zwłaszcza w segmencie przełączników przemysłowych i produktach uzupełniających aplikacje energetyczne. Spółka wskazuje, że podjęła szereg działań mających na celu dostosowanie produkcji do niższego zapotrzebowania rynku (uelastycznienie stanów magazynowych, redukcje zatrudnienia, rewizja kosztów dostaw usług, ograniczenie wartości inwestycji), skupiając się na jak najszybszym skomercjalizowaniu inwestycji z ostatnich trzech lat. 1H'25 wynikowo będzie jednak nadal trudny. Pozytywny wpływ działań (przy równoczesnym ożywieniu w krajowym przemyśle) spodziewany jest w 2H'25. Spółka wskazuje, że zwiększa dostawy w kierunku Płw. Arabskiego. Spółka pozyskała również nowych klientów oraz prowadzi rozmowy z kolejnymi z szansą na strategiczną współpracę. Liczy również na stopniową poprawę sytuacji gospodarczej w Niemczech, gdzie zapowiadane są inwestycje w infrastrukturę energetyczną. Do końca 2025 roku spółka planuje w pełni wykorzystać potencjał nowych, zautomatyzowanych linii produkcyjnych. Zwracamy uwagę, że spółka powinna być beneficjentem zakładanego w Polsce wzrostu inwestycji w sieci PSE/OSD.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	31,3	27,0	-13,8%	109,3	121,2	10,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	3,2	3,2	-1,0%	11,9	20,3	71,0%
Zysk na sprzedaży	-1,8	-1,5	---	-6,9	1,2	---
EBITDA	-0,3	0,2	---	-0,2	8,0	---
EBIT	-1,8	-1,5	---	-6,8	1,2	---
Zysk brutto	-2,0	-2,0	---	-7,5	-0,4	---
Zysk netto	-1,8	-1,6	---	-7,5	-0,3	---
Marża brutto ze sprzedaży	10,4%	11,9%		10,8%	16,7%	
marża EBITDA	-1,0%	0,6%		-0,2%	6,6%	
marża EBIT	-5,7%	-5,7%		-6,2%	1,0%	
marża netto	-5,8%	-5,9%		-6,9%	-0,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SELENA FM

Akumuluj, TP 38,9/akcję

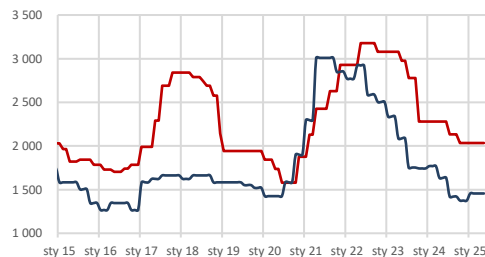
Rekomendacja z dnia 3 lutego 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	38,4	P/E	16,6	9,7	8,7	7,4
MC [mln PLN]*	830,9	EV/EBITDA	6,7	5,2	4,8	4,2
		EV/EBIT	9,2	6,7	6,4	5,5
		P/BV	1,2	1,1	1,0	0,9

*po skorygowaniu o akcje własne

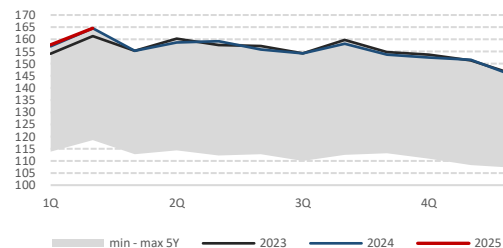
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 1Q'25 (bez marca) odnotował lekkie wzrosty (+1% r/r). Od 2022/23 roku do końca 2024 ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, poliole) stopniowo spadały. 1Q'25 przyniósł stabilizację na niskich poziomach. Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN (który jednocześnie wywiera presję na przychody – duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki Seleny FM w 2024 roku były rekordowe na poziomie EBITDA. Przy wymagającej sytuacji popytowej, spółka wykorzystała sprzyjające otoczenie surowcowe, w końcówce roku widoczne były także cięcia kosztów SG&A. Dług netto po 4Q'24 wynosił 151 mln PLN (dn/EBITDA=0,8x; 87 mln PLN po skorygowaniu o pożyczki)
- **Prognoza na 1Q'25.** 1Q jest sezonowo, obok 4Q, słabszym okresem roku. Baza z 1Q'24 jest wysoka, więc trudno spodziewać się tak wyraźnych dynamik wyników r/r jak w 4Q'24. Jednocześnie wpływ otoczenia kosztowego powinien być nadal pozytywny. EBITDA w 1Q'25 prognozujemy na 40 mln PLN vs 38 mln PLN rok temu. Zakładamy lekko ujemny wpływ różnic kursowych netto (rok temu dodatnie na +2,1 mln PLN). Na poziomie zysku netto prognozujemy 16,5 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku spodziewamy się 1,82 mld PLN przychodów oraz 192 mln PLN EBITDA i 95 mln PLN (wzrost pochodną założenia m.in. braku istotnych różnic FX). Liczymy na początek stopniowej odbudowy wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją (poprawa koniunktury w Europie przy obniżkach stóp procentowych). Od 2H'25 do wyników powinna kontrybuować fabryka JV na Węgrzech. Spółka stara się rozwijać ofertę w kierunku wyżej marżowych produktów, co powinno „chronić” marżę w przypadku powrotu presji cenowej na surowcach. Największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjskim.

Ceny MDI oraz Polioli [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg (MDI), Selenia FM, chemanalyst.com (poliole)

Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	400,3	400,7	0,1%	1 779,6	1 823,4	2,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	135,4	136,4	0,7%	602,5	613,8	1,9%
Zysk na sprzedaży	28,1	28,4	1,1%	147,4	147,8	0,2%
EBITDA	38,1	39,6	4,0%	189,7	191,8	1,1%
EBIT	27,5	28,4	3,4%	145,6	145,3	-0,2%
Zysk brutto	24,6	20,9	-15,1%	107,0	119,1	11,2%
Zysk netto	19,1	16,5	-13,5%	85,9	95,0	10,6%
Marża brutto ze sprzedaży	33,8%	34,0%		33,9%	33,7%	
Marża na sprzedaży	7,0%	7,1%		8,3%	8,1%	
marża EBITDA	9,5%	9,9%		10,7%	10,5%	
marża EBIT	6,9%	7,1%		8,2%	8,0%	
marża netto	4,8%	4,1%		4,8%	5,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SYNEKTIK**Kupuj, TP 225,5 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 11 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	204,6	P/E	20,6	16,5	16,0
MC [mln PLN]	1 745,1	EV/EBITDA	13,6	10,9	10,3
		EV/EBIT	15,6	12,5	11,8
		P/BV	9,1	7,7	6,3

W 2Q'24 fin. (styczeń'25-marzec'25) spółka zainstalowała 3 systemy robotyczne da Vinci – 2 w Czechach oraz 1 na Słowacji. Wartość tych kontraktów wyniosła ponad 92 mln PLN, jednak większość z tej kwoty będą stanowić instrumenty zużywalne i usługa gwarancji po okresie dwóch lat. Zakładamy, że w przychody okresu z tego tytułu wejdzie ok. 35 mln PLN, a powtarzalne przychody związane z dostarczaniem instrumentów zużywalnych wniosą ok. 70 mln PLN. Razem ze sprzedażą pozostałych urządzeń, przychody segmentu szacujemy w wysokości ok. 108,1 mln PLN, wobec 75,1 mln PLN rok wcześniej. Ze względu na spadek udziału da Vinci w przychodach segmentu, spodziewamy się spadku marży EBITDA z 31% do 25%, co oznacza wzrost wyniku z 23,4 mln PLN do 27,0 mln PLN.

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się wzrostu sprzedaży zarówno produktów podstawowych, jak i specjalnych. Przychody segmentu szacujemy na poziomie 13,8 mln PLN (+6,3% r/r). Zakładamy utrzymanie marży EBITDA w okolicach 34%, co oznacza wzrost zysku EBITDA do 4,7 mln PLN.

W związku z trwającymi badaniami klinicznymi 3 fazy nad kardioznacznikiem, oczekujemy utrzymania na podobnym poziomie r/r kosztów w segmencie CBR. W 2Q'24 szacujemy 5,2 mln PLN kosztów prac rozwojowych oraz -4,8 mln PLN EBITDA (vs. -4,9 mln PLN rok wcześniej).

Na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów do 121,5 mln PLN (+38,5% r/r). Przypominamy, że 2Q'23 fin. był słabszy sprzedażowo po bardzo intensywnym 1Q'23 fin. 2Q'24 z kolei był czasem oczekiwania na rozstrzygnięcie konkursu w ramach KPO, dlatego część inwestycji została przesunięta na kolejne okresy, kiedy szpitale dostaną dofinansowanie. Pozytywnie patrzymy na przychody powtarzalne, które wg naszych szacunków powinny stanowić już ok. 65% przychodów segmentu sprzętu diagnostycznego i IT. Szacujemy dwucyfrowy wzrost EBITDA, zarówno z uwzględnieniem CBR, jak i w ujęciu skorygowanym (odpowiednio +22,9% r/r oraz +18,2% r/r). Implikuje to wzrost zysku netto do 15,3 mln PLN (+24,8% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'24 fin. [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	2022	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	87,7	121,5	38,5%	446,9	624,8	744,0	19,1%
EBIT	16,6	20,3	22,0%	67,9	107,8	133,3	23,6%
EBITDA	20,6	25,3	22,9%	82,6	124,2	153,3	23,4%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	<i>23,4</i>	<i>27,0</i>	<i>15,1%</i>	<i>98,9</i>	<i>144,0</i>	<i>167,7</i>	<i>16,5%</i>
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	<i>4,4</i>	<i>4,7</i>	<i>6,2%</i>	<i>11,2</i>	<i>16,3</i>	<i>17,8</i>	<i>8,8%</i>
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	<i>-4,9</i>	<i>-4,8</i>	<i>-</i>	<i>-14,5</i>	<i>-22,1</i>	<i>-20,2</i>	<i>-</i>
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	<i>-2,3</i>	<i>-1,5</i>	<i>-</i>	<i>-13,7</i>	<i>-14,0</i>	<i>-12,0</i>	<i>-</i>
EBITDA znorm.	25,5	30,2	18,2%	97,1	146,3	173,5	18,6%
Wynik netto	12,2	15,3	24,8%	52,5	84,6	105,7	24,9%
Marża EBIT	18,9%	16,7%		15,2%	17,3%	17,9%	
Marża EBITDA	23,5%	20,8%		18,5%	19,9%	20,6%	
Marża zysku netto	13,9%	12,6%		11,7%	13,5%	14,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 6,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 stycznia 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	5,0	P/E	74,1	46,9	39,2	10,2
MC [mln PLN]	351,3	EV/EBITDA	27,5	30,5	13,5	6,3
		EV/EBIT	48,6	34,9	30,4	8,3
		P/BV	3,1	2,9	2,7	2,2

Segment BCG

Ministerstwo Zdrowia nie ogłosiło jeszcze przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, dlatego zakładamy spadek przychodów ze sprzedaży tego produktu w 1Q'25 do 1,0 mln PLN. Spodziewamy się, że sprzedaż szczepionki będzie widoczna głównie w 2H'25. Z drugiej strony, wyniki segmentu powinny wspierać przychody ze sprzedaży Onko BCG (7,9 mln PLN, czyli +82,7% r/r). Mniejsza sprzedaż szczepionki, co do zasady powinna oznaczać zwiększone możliwości produkcyjne Onko. Dodatkowo, inwestycje, które spółka przeprowadza także w starym zakładzie produkcyjnym, powinny pozwolić na zwiększanie wolumenów tego segmentu jeszcze przed uruchomieniem nowego zakładu.

Segment tradycyjny

W segmencie tradycyjnym zakładaliśmy wysoką sprzedaż w 4Q'24. Zazwyczaj, po intensywnym sprzedażowo kwartale, kolejny okres wykazuje niższe przychody, dlatego szacujemy, że w 1Q'25 segment ten pokaże ok. 40% spadku tej pozycji. Zakładamy, że produkcja Lakcidu nie będzie kontynuowana w 2025 r. Do sprzedaży z początkiem roku został wprowadzony nowy lek – Davoster, stosowany przy łagodnym rozroście gruczołu krokowego u mężczyzn. Szacujemy, że w pierwszych okresach sprzedaż tego produktu będzie pomijalna.

W związku z wysokim udziałem w sprzedaży Onko BCG, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży do 63,1% (vs 53,3% rok wcześniej). Wynik operacyjny będzie jednak istotnie obciążać zwiększona amortyzacja. W naszej ocenie, zakończenie kolejnych etapów inwestycji w CBR i nowy zakład produkcyjny będą skutkować stopniowym wzrostem tej pozycji kosztowej. W 1Q'25 zakładamy istotny wzrost amortyzacji do 3,7 mln PLN wobec 1,6 mln PLN w 1Q'24 oraz szacowanych 2,5 mln PLN w 4Q'24. Wzrost kosztów delikatnie mityguować będzie rozpoczęcie rozliczenia dotacji. Prognozujemy, że będzie to powiększać pozostałe przychody operacyjne o ok. 0,9 mln PLN kwartalnie. Implikuje to stratę zysku operacyjnego w 1Q'25 w wysokości -0,4 mln PLN oraz netto na poziomie -0,6 mln PLN. Zysk EBITDA szacujemy na 3,3 mln PLN (+80,2% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024	r/r	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,9	13,1	-5,9%	58,6	71,8	22,4%	79,4	10,7%
Szczepionka BCG 10	2,5	1,0	-60,5%	9,2	9,8	6,4%	9,5	-3,5%
Onko BCG	4,3	7,9	82,7%	17,0	26,8	57,5%	32,9	22,6%
Distreptaza	5,5	3,8	-31,5%	22,5	24,5	8,7%	23,2	-5,5%
Gamma Anty D	0,9	0,2	-81,1%	4,8	6,2	29,4%	4,0	-35,1%
Lakcid	0,5	0,0		2,0	0,5		0,0	
Inne	0,2	0,2	5,0%	3,0	3,9	30,4%	8,9	128,0%
Wynik brutto na sprzedaży	7,4	8,3	11,6%	35,2	44,3	25,8%	50,3	13,6%
EBIT	0,2	-0,4	-	8,6	12,4	43,7%	14,7	18,9%
EBITDA	1,8	3,3	80,2%	15,3	14,2	-7,0%	31,8	124,5%
Zysk netto	-0,4	-0,6	-	4,8	7,6	58,7%	9,8	30,0%
Marża zysku brutto na sprzedaży	53,3%	63,1%		60,0%	61,7%		63,3%	
Marża EBIT	1,8%	-2,8%		14,8%	17,3%		18,5%	
Marża EBITDA	13,1%	25,1%		26,1%	19,8%		40,1%	
Marża zysku netto	-2,8%	-4,8%		8,1%	10,5%		12,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

ŚNIEŻKA

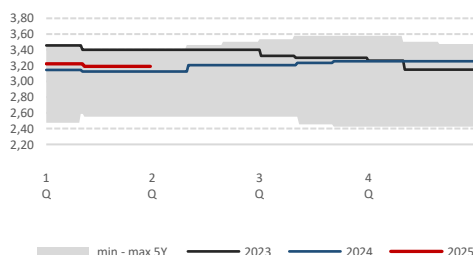
Trzymaj, TP 80,9/akcję

Rekomendacja z dnia 6 lutego 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	85,4	P/E	13,9	15,5	15,0	12,4
MC [mln PLN]	1 077,6	EV/EBITDA	8,4	9,2	8,6	7,3
		EV/EBIT	11,0	12,5	11,5	9,4
		P/BV	3,1	2,9	2,6	2,3

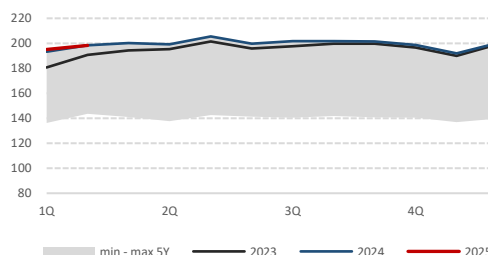
- Otoczenie rynkowe.** Ceny farb na rynku polskim w 1Q'25 (bez marca) wg PSB zmieniły się symbolicznie (-1% r/r). Lekko wyższe r/r były ceny bieli tytanowej (jednak efekt był niwelowany przez sprzyjający kurs PLN vs EUR). Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 1Q'25 wynosił średnio -1,6 pkt (vs -2,1 pkt w 4Q'24 i +1,5 pkt w 1Q'25), na Węgrzech w 4Q'24 było to średnio -27,4 pkt (vs -26,5 pkt w 4Q'24 oraz -22,8 pkt rok temu).
- Wyniki za ostatnie okresy.** W 1Q'24 na sprzedaż w Polsce, jednorazowo negatywnie, wpłynęła zmiana modelu dystrybucyjnego spółki w kanale hurtowym (start sprzedaży bezpośredniej do największych sklepów detalicznych). W 2-3Q'24 spółka miała już porównywalną r/r sprzedaż w Polsce a większy plus pojawił się w 4Q'24. Słabo cały rok wyglądały Węgry a od połowy 2Q'24 na rynku ukraińskim odczuwalne zaczęło być osłabienie (związane m.in. z nową mobilizacją do wojska).
- Prognoza na 1Q'25.** Sezonowo 1Q nie jest zwykle mocny. W tym roku warto pamiętać jednak o niskiej bazie na rynku polskim z 1Q'24 (zmiana modelu dystrybucji). Spodziewamy się, że przychody mogą wzrosnąć o +11% r/r. Oczekujemy podtrzymania trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że wyższe r/r będą koszty SG&A. Na poziomie EBITDA szacujemy wynik na 30,9 mln PLN (vs 26,3 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy 13,2 mln PLN vs 9,9 mln PLN w 1Q'24).
- Prognoza średnioterminowa.** W marcu'24 spółka przedstawiła cele strategiczne na rok 2028, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN oraz marży EBITDA na poziomie 18%. Rynek farb w 2024 w Polsce wolumenowo spadał już czwarty rok z rzędu. Scenariusz bazowy na 2025 rok to co najmniej stabilizacja (rynek to głównie popyt remontowy, zakładamy lekką poprawę nastrojów konsumenckich i powrót naturalnego popytu odtworzeniowego, który zachwiany został w okresie covidowym). Zakładamy, że Śnieżka w 2025 roku wypracuje 831 mln PLN przychodów (+4% r/r), 147 mln PLN EBITDA oraz 72 mln PLN zysku netto.

Biel tytanowa [EUR/kg]



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Indeks cen farb na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	172,3	190,5	10,6%	798,4	831,4	4,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	83,3	94,3	13,2%	393,8	411,6	4,5%
Zysk na sprzedaży	17,5	22,2	26,4%	107,3	111,9	4,3%
EBITDA	26,3	30,9	17,3%	142,8	147,3	3,1%
EBIT	17,0	21,6	27,2%	105,2	110,1	4,6%
Zysk brutto	12,8	17,1	34,1%	87,3	91,5	4,8%
Zysk netto	9,9	13,2	32,9%	69,4	71,8	3,5%
Marża brutto ze sprzedaży	48,4%	49,5%		49,3%	49,5%	
Marża na sprzedaży	10,2%	11,6%		13,4%	13,5%	
marża EBITDA	15,3%	16,2%		17,9%	17,7%	
marża EBIT	9,8%	11,3%		13,2%	13,2%	
marża netto	5,8%	6,9%		8,7%	8,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TORPOL

Kupuj, TP 45,1/akcję

Rekomendacja z dnia 19 lutego 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	39,9	P/E	9,0	13,5	12,9	10,8
MC [mln PLN]	916,5	EV/EBITDA	3,5	7,7	5,3	4,2
		EV/EBIT	4,2	10,4	7,1	5,6
		P/BV	1,8	1,7	1,6	1,5

- **Backlog.** Po 4Q'24 portfel Torpolu wynosił 3,53 mld PLN (vs 2,44 mld PLN rok wcześniej i 4,00 mld PLN po 3Q'24). Niecałą połowę portfela stanowi kontrakt w Katowicach, na którym w końcówce 3Q'24 rozpoczęły się prace budowlane.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W poszczególnych kwartałach 2024 roku marża brutto ze sprzedaży po raz pierwszy od 1H'21 była jednocyfrowa (w 4Q'24 na poziomie 8,9%). Rozpoczęcie nowych kontraktów przełożyło się w ostatnich kwartałach na istotny wzrost zaangażowanego kapitału obrotowego i wysoki poziom należności na koniec 2024 roku (gotówka netto na koniec roku spadła do 143 mln PLN, najniższej od 2029 roku).
- **Prognoza na 1Q'25.** Spodziewamy się w 1Q'25 istotnie wyższych przychodów r/r (378 mln PLN, +45% r/r), przy nieco niższych r/r marżach (6,3% vs 7,7% rok temu). Dużego znaczenia dla przerobu nabiera obecnie kontrakt w Katowicach, którego marża raczej będzie jeszcze dłuższy czas rozpoznawana konserwatywnie. Zakładamy, że w 1Q'25 EBIT wzrośnie do 12,2 mln PLN (z 7,5 mln PLN rok temu) a zysk netto będzie na dość zbliżonym poziomie r/r (zakładamy 10,5 mln PLN). Oczekujemy istotnie lepszej pozycji gotówkowej vs 4Q'24 ze względu na spływ należności i zaliczkę na kontrakt Giżycko-Korsze.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy w całym 2025 roku wypracowanie 1,74 mld PLN przychodów (+20% r/r, przy marży w okolicy 7,5%) oraz 71,0 mln PLN zysku netto (+5% r/r).

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	260,5	377,5	44,9%	1 458,2	1 742,5	19,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,0	23,8	18,8%	126,2	131,3	4,0%
Zysk na sprzedaży	9,9	12,7	27,6%	82,2	84,3	2,5%
EBITDA	13,6	19,0	39,5%	100,4	111,2	10,8%
EBIT	7,5	12,2	63,1%	74,5	82,8	11,1%
Zysk brutto	12,5	13,0	3,7%	82,6	87,6	6,1%
Zysk netto	10,7	10,5	-2,1%	67,9	71,0	4,5%
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	6,3%		8,7%	7,5%	
Marża na sprzedaży	3,8%	3,4%		5,6%	4,8%	
marża EBITDA	5,2%	5,0%		6,9%	6,4%	
marża EBIT	2,9%	3,2%		5,1%	4,8%	
marża netto	4,1%	2,8%		4,7%	4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	10,9	P/E	---	8,5	12,8	13,8
MC [mln PLN]	380,5	EV/EBITDA	---	2,6	5,0	5,1
		EV/EBIT	---	3,0	7,2	7,4
		P/BV	2,8	2,1	1,8	1,7

- **Backlog.** Portfel po 4Q'24 wyniósł 3,08 mld PLN (-15% r/r, -12% q/q).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 1Q'24 wynik została wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości. W 2 i 4Q'24 spółka pokazała jeszcze spore straty w segmencie energetyczno-przemysłowym (rozliczenia na kontraktach Viessmann i Umicore). Na przestrzeni roku wyraźnie poprawiała się marża w kubaturze (skończenie starych umów plus wysoko marżowy kontrakt na ambasadę w Mińsku). W miarę stabilnie wyglądała marża w infrastrukturze. Na niewielkich marża udało się ustabilizować segment modułowy.
- **Prognoza na 1Q'25.** Spodziewamy się w 1Q'25 503 mln PLN przychodów (+10% r/r). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy 6,9% (vs 3,6% rok temu – zakładamy m.in. wyższą kontrybucję deweloperki, nawet pomimo niższej średniej ceny – spółka przekazała 58 lokali vs 42 rok temu). Zakładamy EBIT na poziomie 8,6 mln PLN (vs 99,0 mln PLN rok wcześniej – wynik był wtedy wsparty m.in. przez wycenę działek w Poznaniu, oczyszczony EBIT wykazał wtedy -7,7 mln PLN straty). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje nieznaczny zysk +0,6 mln PLN (po wyłączeniu zysków mniejszości). Spodziewamy się, że zadłużenie netto wzrośnie sezonowo o kilkadziesiąt mln PLN vs 4Q'24.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka jest nadal na etapie porządkowania biznesu (od początku roku D. Blocher przeszedł do RN, a zastąpił go dotychczasowy CFO A. Sterczyński). Segment modułowy pozostał na ten moment w grupie, spółka chce zwiększyć jego automatyzację. Nowego otwarcia wymaga segment deweloperski (m.in. patowa kwestia dalszych etapów projektu JV w Poznaniu sprawia, że bank ziemi pod przyszłe projekty opiera się obecnie o Radom i punktowe inwestycje w Warszawie/Trójmieście). W obszarze budowlanym spółka chce opierać wzrost głównie na infrastrukturze (także wejście w segment kolejowy w konsorcjach) i energetyce. W kubaturze priorytetem raczej nie będzie wzrost a rentowność i dywersyfikacja portfela. W 2025 roku zakładamy na poziomie EBIT poprawę łącznych wyników w segmentach budowlanych, a z kolei słabszy rezultat w deweloperce (spadek liczby przekazanych mieszkań, przy czym w 2024 największa liczba przekazania dotyczyła projektu JV, którego połowa wyniku jest wyłączana na poziomie zysku netto)

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	455,9	502,7	10,3%	2 606,9	2 588,2	-0,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,3	34,7	113,0%	176,6	195,8	10,9%
Zysk na sprzedaży	-7,7	8,6	---	67,7	69,6	2,7%
EBITDA	105,8	16,3	-84,6%	198,9	99,5	-50,0%
EBIT	99,0	8,6	-91,3%	168,6	69,6	-58,8%
Zysk brutto	93,0	1,3	-98,6%	134,8	38,4	-71,5%
Zysk netto	38,2	0,6	-98,3%	44,9	29,7	-33,8%
Marża brutto ze sprzedaży	3,6%	6,9%		6,8%	7,6%	
Marża na sprzedaży	-1,7%	1,7%		2,6%	2,7%	
marża EBITDA	23,2%	3,2%		7,6%	3,8%	
marża EBIT	21,7%	1,7%		6,5%	2,7%	
marża netto	8,4%	0,1%		1,7%	1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIMOT

Data publikacji raportu za 1Q'25 – 2025-05-29

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	151,0	P/E	2,5	8,9	10,6	8,1
MC [mln PLN]	1237,9	EV/EBITDA	7,6	6,5	5,3	4,6
		EV/EBIT	2,8	5,4	5,3	4,6
		P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9

- Paliwa. W 1Q'25 premie lądowe (liczone dla wyrobów ARA) były wg naszych kalkulacji porównywalne do 4Q'24 i wyższe r/r. Zakładamy, że wynik 1Q'25 powinien być lepszy w ujęciu r/r i nieco słabszy q/q. Zakładamy ok. 24 mln PLN skorygowanej EBITDA (vs 10 mln PLN w 1Q'24).
- LPG. Spodziewamy się lepszego kwartału w ujęciu q/q, ale wyraźnie poniżej wcześniejszych oczekiwań – szczelność sankcji na rosyjski produkt nie była w pierwszych miesiącach pełna (spodziewana stopniowa poprawa od 2Q'25). Zakładamy EBITDA na poziomie +3 mln PLN (vs +6 mln PLN rok temu i -7 mln PLN w 4Q'24).
- Stacje paliw. W 1Q'25 marżowość działalności paliwowej powinna być na lepszym poziomie r/r. Spodziewamy się ponad 4-5 mln PLN EBITDA vs 1,5 mln PLN rok temu.
- Bitumeny. Początek roku to sezonowo najgorszy okres roku, Spodziewamy się -6 mln PLN EBITDA (vs -4 mln PLN rok temu).
- Infrastruktura. Biznes obecnie powinien generować w miarę powtarzalne wyniki. W 1Q'25 spodziewamy się 22 mln PLN EBITDA (vs 20 mln PLN rok temu).
- Pozostałe segmenty. W segmencie gazu ziemnego 1Q'25 według naszych szacunków powinien być słabszy r/r ze względu na słabsze warunki do tradingu (5 mln PLN EBITDA vs 14 mln PLN rok temu). W przypadku innych segmentów (energia elektryczna, PV, paliwa stałe) w 1Q'25 spodziewamy łącznie lekko dodatniej kontrybucji do wyników. Przyjmujemy ok 10 mln PLN kosztów korporacyjnych.
- Podsumowując spodziewamy się 47,1 mln PLN EBITDA skoryg. Na poziomie netto estymujemy -3,7 mln PLN straty.
- Outlook. W 2025 spodziewamy się lepszego wyniku w segmencie Paliw (m.in. dobre warunki zakupowe w rocznych kontraktach). Wyższe oczekiwania wiążemy z segmentem LPG (zakładamy, że pojawi się jednak pozytywny wpływ sankcji na rynek). Liczymy na porównywalny r/r wynik Bitumenów i Infrastruktury. Zakładamy także utrzymanie wyniku z 2024 w Detalu.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'25	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	3 009	3 129	4,0%	14 085	12 460	-11,5%	12 540	0,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	176,7	156,8	-11,3%	880,5	871,4	-1,0%	919,3	5,5%
Zysk na sprzedaży	42,0	11,2	-73,3%	239,4	227,2	-5,1%	261,4	15,0%
EBITDA skoryg	47,5	47,1	-0,8%	307,7	348,5	13,2%	384,3	10,3%
Paliwa	10,3	23,9	132,7%	80,4	117,0	45,5%	142,2	21,5%
LPG	5,9	2,7	-54,3%	12,2	35,2	189,1%	40,3	14,4%
Stacje paliw	1,5	4,7	224,6%	17,4	18,0	3,3%	15,0	-16,3%
Bitumeny	-2,9	-5,9	---	113,8	113,8	0,0%	113,2	-0,6%
Infrastruktura	19,8	22,3	13,0%	85,1	90,0	5,7%	92,8	3,1%
pozostałe	13,0	-0,8	---	-1,3	-25,6	---	-19,3	---
EBITDA	73,5	47,1	-36,0%	370,1	348,5	-5,8%	384,3	10,3%
EBIT	40,9	11,2	-72,6%	233,5	203,4	-12,9%	238,2	17,1%
Zysk brutto	25,0	-4,6	---	187,2	144,4	-22,9%	189,8	31,5%
Zysk netto	17,2	-3,7	---	139,3	117,0	-16,1%	153,8	31,5%
Marża brutto ze sprzedaży	5,9%	5,0%		6,3%	7,0%		7,3%	
Marża na sprzedaży	1,4%	0,4%		1,7%	1,8%		2,1%	
marża EBITDA	1,6%	1,5%		2,2%	2,8%		3,1%	
marża EBIT	1,4%	0,4%		1,7%	1,6%		1,9%	
marża netto	0,6%	-0,1%		1,0%	0,9%		1,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników wg segmentów [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P
Przychody	1 579,1	1 685,8	2 088,2	2 839,8	2 325,0	3 587,3	3 797,5	3 659,5	3 272,2	3 228,1	3 387,6	3 025,3	3 009,4	3 473,7	3 651,8	3 949,7	3 128,9
Zysk brutto ze sprzedaży	90,7	83,0	68,9	123,6	210,6	180,5	178,2	384,9	248,9	201,7	156,2	116,8	176,7	222,7	170,9	310,1	156,8
Zysk na sprzedaży	39,3	23,3	8,2	34,8	146,0	60,0	59,7	223,7	110,9	61,0	-2,7	-41,9	42,0	61,7	9,9	125,8	11,2
EBITDA skoryg.	28,3	17,2	12,0	13,1	85,1	74,3	120,7	233,5	104,9	61,9	29,2	46,6	47,5	80,4	105,3	74,5	47,1
ON+PIO	22,1	24,5	13,9	22,8	48,3	61,9	115,8	209,9	87,1	32,3	-32,0	-44,3	10,3	7,6	31,0	31,6	23,9
LPG	3,3	1,4	7,1	5,0	17,4	24,0	16,1	11,7	18,0	11,5	11,7	8,7	5,9	5,4	7,6	-6,6	2,7
Gaz ziemny	5,4	-0,1	-0,3	-2,7	4,2	6,6	1,4	18,2	5,1	8,7	4,2	21,8	13,7	5,7	-1,0	20,8	5,3
Energia	1,4	0,3	-2,8	-6,4	24,2	0,8	4,8	17,1	8,3	2,0	0,2	0,8	6,9	3,4	5,0	3,9	3,6
PV	-1,8	-4,2	-0,8	-2,0	-0,5	5,0	-0,4	-2,7	-0,7	-0,9	-3,0	-2,5	0,1	-1,0	-0,1	-0,1	0,2
Stacje paliw	-0,3	1,2	1,4	-0,9	1,4	0,4	1,1	1,5	-0,5	2,0	1,7	3,6	1,5	3,7	6,7	5,5	4,7
Bitumeny	-0,2	-0,3	-0,9	0,1	0,2	0,9	0,8	0,1	0,3	29,4	35,9	7,7	-2,9	44,6	53,1	19,0	-5,9
Infrastruktura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	8,3	3,0	36,1	19,8	23,9	19,9	21,6	22,3
Paliwa stałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1	8,9	-1,6	-1,7	1,1	1,5	-0,2	0,1
Pozostałe	-1,6	-5,7	-5,6	-2,7	-10,2	-25,3	-18,8	-22,3	-15,7	-31,5	-1,6	16,2	-6,1	-13,9	-18,3	-21,1	-10,0
EBITDA	42,6	27,1	11,3	36,1	147,3	68,1	62,0	224,4	114,6	82,2	11,7	460,5	73,5	92,1	42,2	162,3	47,1
ON+PIO	36,4	35,9	12,2	27,7	128,7	57,0	57,9	195,1	97,6	52,5	-62,9	-50,1	5,3	10,6	17,3	54,1	23,9
LPG	3,3	1,4	7,6	4,5	17,5	24,0	16,5	11,2	18,4	11,5	11,7	8,7	5,9	5,7	8,8	-6,4	2,7
Gaz ziemny	5,4	-2,2	-0,1	-4,0	4,2	2,5	5,0	10,4	5,2	8,7	-2,1	28,1	11,7	5,0	6,5	14,4	5,3
Energia	1,8	0,8	-3,7	17,6	2,9	0,9	5,7	14,6	8,2	2,0	0,2	0,8	6,9	3,4	5,0	3,9	3,6
PV	-1,7	-3,9	-0,7	-0,8	-0,4	5,9	-1,5	-5,6	-0,7	-0,9	-3,0	-2,5	0,1	-1,0	-0,1	-0,1	0,2
Stacje paliw	-0,3	0,3	1,9	-1,9	1,4	0,5	0,8	1,1	-1,6	1,2	1,1	2,5	0,6	2,7	5,8	4,6	4,7
Bitumeny	-0,4	-0,1	-0,9	0,0	0,3	2,5	0,4	0,2	0,3	29,4	59,3	194,2	31,1	56,5	-8,3	73,1	-5,9
Infrastruktura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	8,3	0,0	264,1	19,8	22,0	23,9	29,8	22,3
Paliwa stałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	8,9	-1,4	-1,7	1,1	1,5	-9,6	0,1
Pozostałe	-1,9	-5,1	-5,0	-7,0	-7,1	-25,2	-22,8	-2,5	-15,7	-30,5	-1,6	16,1	-6,1	-13,9	-18,3	-1,5	-10,0
EBIT	39,4	23,6	8,3	33,1	144,2	64,6	58,4	218,3	109,0	63,8	-9,6	411,7	40,9	58,0	8,7	125,9	11,2
Zysk brutto	38,0	22,1	6,1	30,1	140,3	59,3	51,3	213,3	104,3	43,4	-25,7	386,8	25,0	51,0	-24,3	135,5	-4,6
Zysk netto	30,1	16,9	4,0	25,3	114,7	45,0	41,1	173,1	81,8	31,9	-22,2	395,8	17,2	38,5	-20,6	104,7	-3,7
Dług netto	175,1	223,7	336,5	331,4	302,0	245,4	228,2	1,9	149,0	538,1	556,3	607,5	637,7	945,2	847,1	759,3	771,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdom.pl

tel.: 032 208 14 32

VOXEL**Kupuj, TP 134,3 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	138,4	P/E	19,2	14,9	13,9	12,5
MC [mln PLN]	1 453,6	EV/EBITDA	10,3	9,2	8,1	7,3
		EV/EBIT	13,5	12,9	11,4	10,2
		P/BV	5,0	4,0	3,5	3,2

Diagnostyka

W 1Q'25 oczekujemy wzrostu wolumenów badań MR i PET oraz spadku w TK i SPECT. W badaniach TK jest to spowodowane zmniejszeniem liczby pracowni (w 1Q'24 funkcjonowało 15 pracowni Voxela i 2 pracownie Scanix, a w 1Q'25 odpowiednio 13 i 3). W SPECT 1Q'24 był rekordowym wolumenowo kwartałem, kiedy spółka wykonała 4,6 tys. procedur, natomiast w 1Q'25 szacujemy 4,4 tys. Przypominamy, że w okresie porównywalnym wyceny badań refundowanych były niższe, ponieważ podwyżka weszła w życie w lipcu'24.

IT i wyposażenie pracowni

Spółka szacuje backlog Alterisa na 125 mln PLN na 2025 r. Rok temu o tej porze backlog wynosił 85 mln PLN, dlatego spodziewamy się intensywnego wzrostu w tym segmencie w 2025 r. W naszej ocenie widać to będzie już w 1Q'25. Na koniec roku spółka posiadała zobowiązania z tytułu zakupów środków trwałych, które w 1Q'25 powinny wpłynąć na przychody segmentu (ok. 32 mln PLN). Dodatkowo, od 3Q'24 konsolidowane są też wyniki Radpoint. W związku z tym szacujemy wzrost sprzedaży do 49,6 mln PLN wobec 18,1 mln PLN w 1Q'24.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 1Q'25 zakładamy wykonanie 148 procedur wobec 145 rok wcześniej. Implikuje to przychody na poziomie 3,5 mln PLN (-2% r/r).

Na poziomie grupy oczekujemy dwucyfrowego wzrostu przychodów do 121,4 mln PLN oraz zysku EBITDA w wysokości 46,9 mln PLN (+24,8% r/r). Głównym powodem takiego wzrostu jest znaczna poprawa w segmencie IT i wyposażenie pracowni. W segmencie Diagnostyki rentowność będzie obciążać wzrost kosztów wynagrodzeń (ok. +1 mln PLN miesięcznie). Lekki spadek prognozujemy w Neuroradiochirurgii. Implikuje to zysk netto na poziomie 25,6 mln PLN (+30,9% r/r).

Prognozy wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	108,6	121,4	11,8%	507,8	555,5	9,4%
Wynik brutto na sprzedaży	35,4	41,0	15,8%	154,6	171,9	11,2%
EBITDA	37,5	46,9	24,8%	166,5	192,0	15,3%
Diagnostyka	41,1	44,5	8,2%	175,1	190,8	9,0%
Neurochirurgia	1,9	1,8	-4,9%	7,5	7,4	-0,5%
IT i wyposażenie pracowni	3,2	6,9	117,9%	16,9	25,5	51,1%
Szpitalnictwo	0,0	0,0		0,0	0,0	
Wyłączenia	-8,7	-6,4		-32,9	-31,7	
EBIT	25,9	33,6	29,5%	118,8	136,7	15,0%
Zysk brutto	24,3	31,7	30,3%	119,6	130,4	9,0%
Zysk netto	19,6	25,6	30,9%	97,7	104,5	6,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,6%	33,8%		30,4%	30,9%	
Marża EBITDA	34,6%	38,6%		32,8%	34,6%	
Marża EBIT	23,9%	27,7%		23,4%	24,6%	
Marża zysku netto	18,0%	21,1%		19,2%	18,8%	

Źródło: BDM, spółka

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

WIRTUALNA POLSKA

			2024	Q1 25E LTM	2025E*
Kurs [PLN]	87,9	P/E	16,7x	17,4x	
Kapitalizacja [PLN m]	2 603	EV/EBITDA	7,0x	7,0	
EV [PLN m]	3 045	EV/EBIT	11,0x	11,3x	
Data publikacji raportu za Q1 2025 2025-05-27					

*model w aktualizacji (wpływ konsolidacji Invia)

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

AKUMULUJ (cena docelowa: 96,2 PLN; data wydania: 2024-10-21)

Założenia dla WPL na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	349,8	366,1	4,7%	1 476,1	1 584,6	7,3%
Reklama i subskrypcje	161,3	164,2	1,7%	689,8	721,4	4,6%
Turystyka	126,0	135,4	7,5%	528,2	604,8	14,5%
Finanse konsumenckie	47,5	51,1	7,5%	197,9	198,1	0,1%
skor. EBITDA	84,3	84,5	0,3%	447,3	468,4	4,7%
Reklama i subskrypcje	54,4	54,6	0,4%	272,1	273,1	0,4%
Turystyka	22,9	21,9	-4,3%	145,3	161,4	11,0%
Finanse konsumenckie	6,4	7,4	15,5%	26,7	31,5	17,9%
EBITDA	81,1	75,5	-6,9%	432,7	433,0	0,1%
Amortyzacja	38,3	42,6	11,1%	147,3	163,2	10,8%
EBIT	42,8	32,9	-23,0%	285,3	269,8	-5,4%
Saldo finansowe	-15,1	-14,1	---	-62,6	-57,5	---
Wynik brutto	27,3	20,0	-26,7%	219,8	213,1	-3,1%
Wynik netto	19,0	13,6	-28,7%	166,7	160,4	-3,7%
wynik przypisany akcjonariuszom	16,7	10,6	-36,4%	158,0	149,8	-5,2%
EBITDA skor. marża %	24,1%	23,1%	-1,0%	30,3%	29,6%	-0,7%
Reklama i subskrypcje	33,7%	33,3%	-0,5%	39,4%	37,9%	-1,6%
Turystyka	18,1%	16,1%	-2,0%	27,5%	26,7%	-0,8%
Finanse konsumenckie	13,5%	14,5%	1,0%	13,5%	15,9%	2,4%

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje WPL w raportach okresowych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

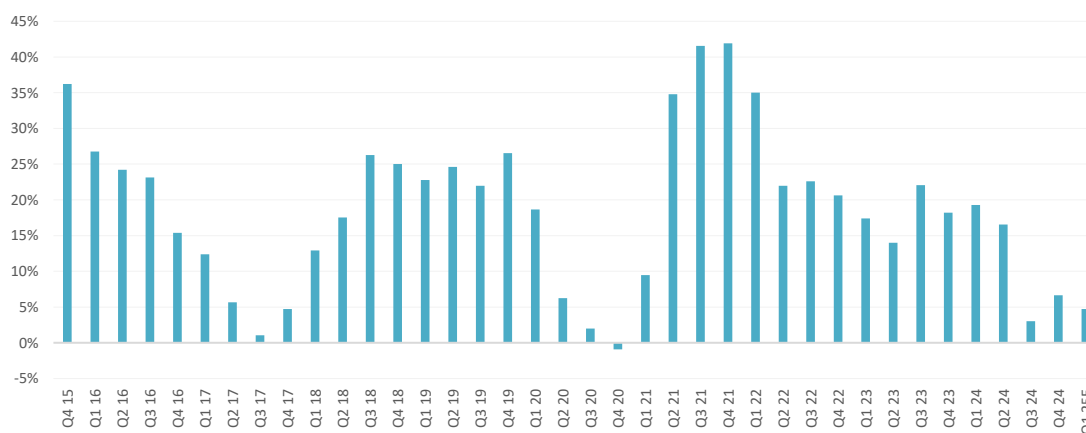
W naszej symulacji uwzględniliśmy względnie słabe dynamiki rynku reklamy w Polsce. Dodatkowo w prognozie staramy się uwzględnić wyższe koszty związane z prowadzeniem szeregu inicjatyw (omówionych podczas ostatniej konferencji wynikowej za 2024 rok), które w średnim horyzoncie powinny pobudzić impulsy wzrostu w segmencie reklama i subskrypcje (w krótkim horyzoncie będą jednak odczuwalne na poziomie kosztów). W segmencie turystyka przyjęliśmy założenie, iż Q1 2025 był kolejnym mocnym okresem dla turystyki zagranicznej (słabszy odczyt skor. EBITDA wynika głównie z konsolidacji podmiotu rumuńskiego).

Zakładamy, iż odczyt za Q1 2025 9w odróżnieniu od Q4 2024) może nie przynieść impulsów wzrostu widocznych w rachunku wyników. Przychody skonsolidowane w Q1 2025 zakładamy na poziomie 366,1 mln PLN (+4,7% r/r). Na poziomie skor. EBITDA spółka według naszej prognozy może pokazać 84,5 mln PLN (+0,3% r/r). Przypominamy, że skor. EBITDA w Q3 2024 i Q4 2024 wzrosła w ujęciu r/r odpowiednio o 2,5% i 16,7%.

W modelu za Q1 2025 spodziewamy się wzrostu wartości sprzedaży w segmencie reklama i subskrypcje o 1,7% r/r. Na poziomie skor. EBITDA w omawianej dywizji biznesowej założyliśmy płaski odczyt w ujęciu r/r (54,6 mln PLN vs 54,4 mln PLN). W ujęciu LTM po Q1 2025 skor. EBITDA segmentu, według naszej symulacji, może wynieść 273,1 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 0,4% r/r. Liczymy, że kolejne kwartały 2025 roku wskażą na dobre odczyty z biznesu subskrypcyjnego oraz niskie dynamiki wzrostu wpływów reklamowych.

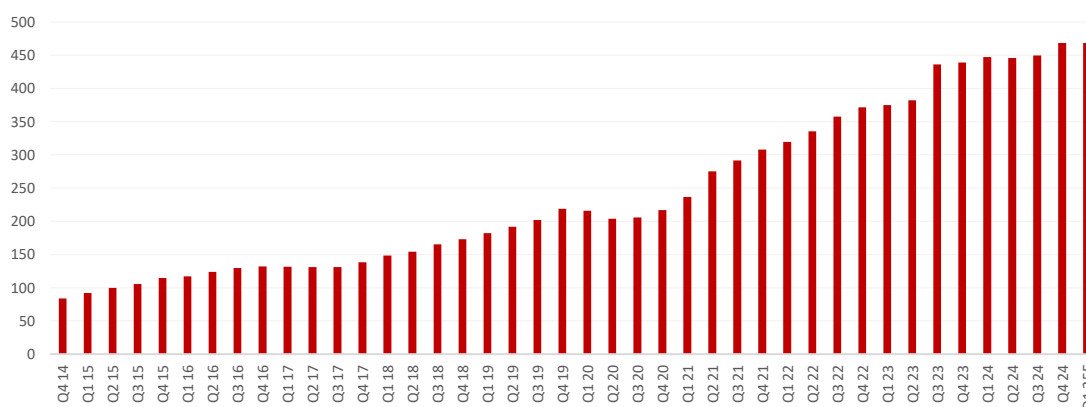
W segmencie turystyka przyjęliśmy założenie o 7,5% wzroście przychodów w ujęciu r/r. Na poziomie skor. EBITDA w Q1 2025 prognozujemy dla segmentu odczyt 21,9 mln PLN (-4,3% r/r). W ujęciu LTM po Q1 2025 skor. EBITDA segmentu według nas może wynieść 161,4 mln PLN (+11% r/r).

Historyczne odczyty dynamiki r/r dla skor. EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q1 2025



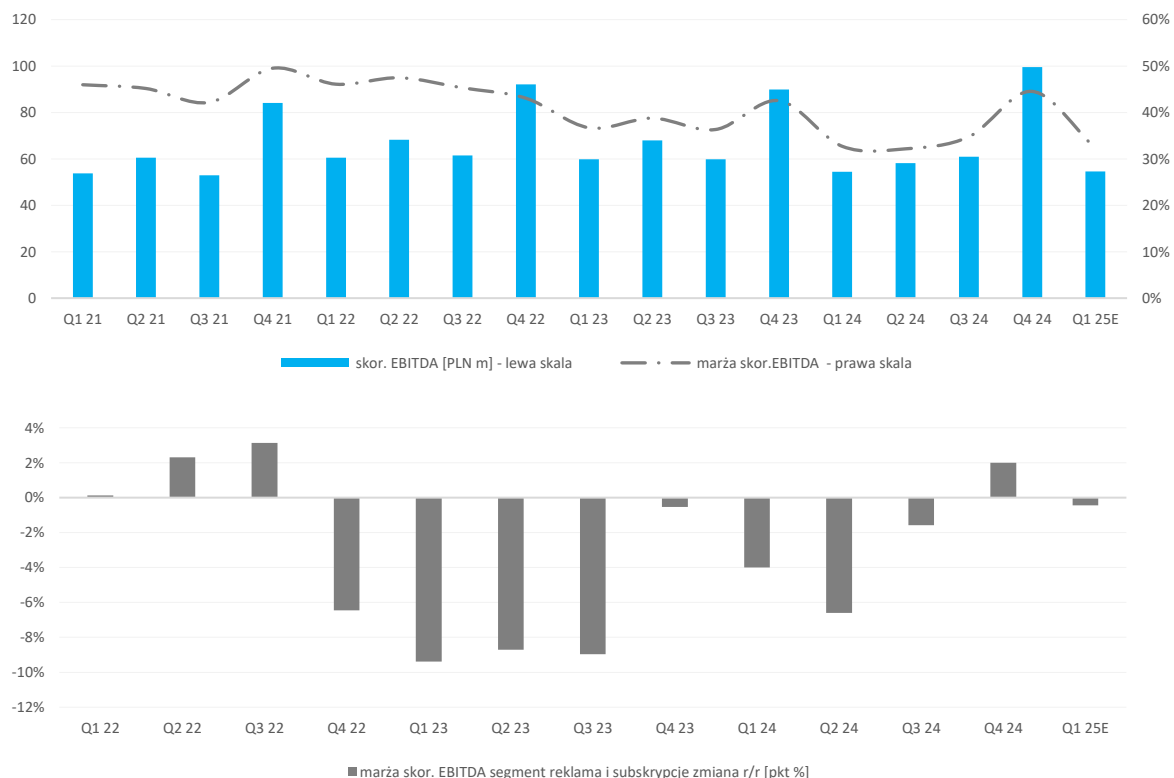
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty dla skor. EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q1 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZABKA GROUP

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	19,88	P/E	33,6x	39,0x	10,8x
Kapitalizacja [PLN m]	19 880	EV/EBITDA	8,5x	7,1x	6,1x
EV [PLN m]	28 654	P/BV	14,3x	7,5x	4,6x
Data publikacji raportu za Q1 2025	12.05.2025	EPS	0,6x	1,3x	1,7x

Spośród wszystkich analizowanych przez nas spółek reprezentujących sektor FMCG na GPW, oceniamy, że wyniki Zabka Group w Q1 2025 będą najmniej odczuwały przesunięcie świąt na połowę kwietnia, za to najbardziej w wynikach spółki uwypukli się wrażliwość sprzedaży w sklepach Żabka na warunki atmosferyczne. Ma na to wpływ sezonowość sprzedaży, ponieważ w Q1 realizowane jest zaledwie ok. 1/5 sprzedaży z całego roku, co wpływa na marżę EBITDA grupy, która waha się w ciągu roku od 9% w Q1 do 14,9% w Q3 (dane za 2024r.). Zakładamy również zwiększone koszty związane z realizowanym programem motywacyjnym w Grupie.

W kontekście przyszłych okresów pragniemy zaznaczyć, że w świetle przełomu narracji RPP ws. przyszłości stóp procentowych w Polsce, Zabka Group, pozostając głównie uzależnionym od finansowania obcego będzie beneficjentem niższych stóp procentowych w Polsce. Według danych z raportu rocznego grupy, obniżka o . -1% (100pb) zaowocuje wpływem +65,8 mln PLN na roczny finansowy wynik brutto spółki. Co więcej, zamiana instrumentów dłużnych z kredytów na obligacje, pozwoli uzyskać spółce docelową stopę podatkową (cel w średnim terminie 20%, obecnie 26%), mając powyższe na uwadze, kreślona przez nas ścieżka wynikowa grupy powinna w średnim horyzoncie, w dalszym ciągu ulegać poprawie.

Prognozy wyników na Q1 25 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25P	r/r
Sprzedaż do klienta końcowego	5 767	6 625	15%
Przychody	5 017	5 764	15%
Zysk brutto na sprzedaży	718	908	26%
EBITDA skor.	518	595	15%
EBITDA	502	541	8%
EBIT	100	62	-38%
Zysk brutto	-158	-83	-47%
Zysk netto	-126	-63	-50%
EPS	-0,13	-0,06	-50%
LFL	11,5%	5,0%	-6,5%
Marża brutto na sprzedaży	12,5%	13,7%	1,2%
Marża EBITDA skor.	9,0%	9,0%	0,0%
Marża EBIT	2,0%	1,1%	-0,9%
Marża zysku netto	-2,5%	-1,1%	1,4%
Sklepy sop	10 014	11 069	11%
otwarcia w okresie	355	275	-23%
Sklepy eop	10 369	11 344	9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Andrzej Wodecki
MPW, CIIA, DI
andrzej.wodecki@bdm.pl
tel.: (+48) 668 516 977

ZUE**Trzymaj, TP 11,0/akcję**

Rekomendacja z dnia 19 lutego 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	9,2	P/E	10,1	19,7	37,8	14,5
MC [mln PLN]	211,4	EV/EBITDA	1,7	6,8	7,8	5,0
		EV/EBIT	2,5	12,5	24,1	9,2
		P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0

*prognozy w aktualizacji

- **Backlog.** Portfel wynosił po 4Q'24 1,08 mld PLN (-38% r/r, -12% q/q). Dopiero w końcu kwietnia'25 spółka pozyskała pierwszy istotny kontrakt od ponad roku (Łomża – Śniadowo – Łapy za 0,33 mld PLN na okres 4 lat). Spółka miała także złożoną najniższą cenę w innym przetargu PKP PLK w konsorcjum na 1,00 mld PLN (z tego 50% dla ZUE, część zasadnicza to 22% a 78% wartości to opcje), jednak w końcu kwietnia oferta została odrzucona przez zamawiającego – ZUE zapowiada odwołanie do KIO.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała rekordowy 2023 rok (głównie dzięki stronie przychodowej). W okresie 1-3Q'24 miała jeszcze lekko dodatnią dynamikę przychodów (gł. kwestia dużego przerobu na kontrakcie na zajezdnię tramwajową Annapol w 1H'24), jednak w samym 4Q'24 spadek był już istotny, co jest pochodną niskiego portfela. W ostatnich kwartałach finalizowane były także stare kontrakty dla PKP PLK z 2017, które z różnych powodów były problematyczne.
- **Prognoza na 1Q'25.** Spółka zakończyła w 4Q'24 podstawowe prace na kontrakcie na zajezdnię Annapol, jednak nadal dokonywane były później poprawki (co może mieć wpływ na marżowość w 1H'25). Spodziewamy się, że 1Q'25 sezonowo będzie słaby. Zakładamy 191 mln PLN przychodów (-40% r/r) oraz stratę netto na poziomie -0,6 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** Portfel spółki w ostatnich kwartałach systematycznie spadał. Po podpisaniu w kwietniu kontraktu z PKP PLK powinien nieco się poprawić, ale przełożenie nowego zlecenia na 2025 rok nie będzie aż tak istotne, by diametralnie zmienić perspektywę znacznego spadku przychodów w tym roku. Bieżący pipeline przetargowy PKP PLK jest nadal bogaty (obecnie duża ilość terminów przypada na okres V'24). Zakładając kilkumiesięczny okres na wybór zwycięskich ofert i odwołania, można przyjmować, że jakieś nowe potencjalne kontrakty w optymistycznym scenariuszu mogłyby wejść do realizacji najwcześniej w 4Q'25 (i to przy założeniu, że mają przynajmniej częściowy charakter „buduj”). Strategia spółki zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (np. Rumunia, kraje bałtyckie, Niemcy), aby ograniczać ryzyko zależności od rynku polskiego.

Prognozy wyników na 1Q'2025

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	316,2	190,8	-39,7%	1 219,4	870,6	-28,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,6	7,2	-42,4%	50,5	41,9	-16,9%
Zysk na sprzedaży	4,7	-0,7	---	16,6	8,1	-51,5%
EBITDA	9,5	3,5	-62,7%	34,7	24,9	-28,3%
EBIT	5,7	-0,7	---	19,1	8,1	-57,7%
Zysk brutto	3,0	-0,8	---	12,1	7,1	-41,8%
Zysk netto	1,0	-0,6	---	10,7	5,6	-47,8%
Marża brutto ze sprzedaży	4,0%	3,8%		4,1%	4,8%	
Marża na sprzedaży	1,5%	-0,3%		1,4%	0,9%	
marża EBITDA	3,0%	1,9%		2,8%	2,9%	
marża EBIT	1,8%	-0,3%		1,6%	0,9%	
marża netto	0,3%	-0,3%		0,9%	0,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

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**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

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC – średni ważony koszt kapitału

CAGR – średnioroczny wzrost

EPS – zysk netto na 1 akcję

DPS – dywidenda na 1 akcję

CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA – stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży – relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA – relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT – relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto – relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

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: 2025-05-07.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-07 (11:00 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-06-01.

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 jakakolwiek 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom 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 portfelową 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 portfelową inwestycji i jakakolwiek 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/analizy-i-informacje/analizy/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.

Analizy (analizy) sporządzający niniejsze dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiiowe. 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.”

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 07.05.2025 roku:

	AMBRA	DINO POLSKA	EUROCASH	ZABKA	ATAL	DOM DEVELOPMENT	BIOMAXIMA	CELON PHARMA	NEUCA	SYNTEK	SYNTHAVSE	VOXEL	ANSWEAR.COM	ESOTIQ & HENDERSON	LPP	AGORA	ATM GRUPA	CYFROWY POLSAT	DIGITAL NETWORK	KINO POLSKA	ORANGE POLSKA	PTWP	WIRTUALNA POLSKA	BUDIMEX	DEPOL	ELEKTROTIM	ERBUD	INSTAL KRAKÓW	MIRBUD	MOSTOSTAL ZABRZE	ONDE	PEKABEX	TORPOL	UNIBEP	ZUE	DECORA	FERRO	SELENA FM	SNIEZKA	KĘTY	ENTER AIR	REPOL	PKN ORLEN	UNIMOT	ARTIFEX
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	N	N	T	T	N	N	T	N	T	N	T	T	T	T	T	T	T	T	N	T	T	N	T	N	N	T	N	N	N	N	T	T	T	T	T	N	N	N	N	T	T	T	T	N	N
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy BDM jest aniatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	N	N	T	T	N	T	T	N	N	N	T	T	N	T	T	T	N	N	N	N	N	N	N	N	T	T	N	N	N	N	N	N	N	T	T	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy BDM 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	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy BDM 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)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	N	N	N	N	N	T	N	N	N	T	N	N	N	N	T	T	N	N	N	T	N	N	N	N	T	N	N	N	N	N	N	N	N	N	T	T	N	N	N	T	T	N	T	T	N
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	T	N	N	N	N	T	N	N	N	N	T	N	N	N	T	N	N	N	N	N	N
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy 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.	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T
Czy 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	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

****BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM, ZUE, KĘTY, MOSTOSTAL ZABRZE**