



Dom Maklerski BDM S.A.

## ZUE

### RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu naszej poprzedniej rekomendacji oferta ZUE w przetargu Gdynia – Łębork (2,6 mld PLN, oferta 3% poniżej II ceny, 14% poniżej budżetu) została uznana za najkorzystniejszą, spółka obroniła się także w KIO. Jednocześnie wyniki spółki za 3Q'25 nie zachwyciły i przyniosły powrót do „bazy” z marżami poniżej benchmarków w branży. Z dzisiejszej perspektywy trudno zawyrokać czy nowy, rekordowy, kontrakt pozwoli spółce na (rentowne) przeskalowanie działalności, ale z pewnością otwiera do tego drzwi. W naszej opinii obecna wycena (MC = 237 mln PLN) w małym stopniu bierze taki scenariusz pod uwagę (spółka jest postrzegana przez pryzmat problematycznych kontraktów z ostatnich 7-8 lat). Pozyskanie kontraktu mogłoby ustabilizować portfel spółki na kilka lat i dać przestrzeń do wyważonego ofertowania czy pozwolić w zrównoważony sposób rozwijać rynki zagraniczne. Krótkoterminowe widoczność wyników spółki jest w naszej opinii nadal jeszcze ograniczona (pytanie m.in. o finalne rozliczenie Annapolu, końcówkę kontraktu w Szczecinie czy wynik na ugodzie z PKP Cargo), ale równocześnie bliski horyzont podpisania kontraktu Gdynia – Łębork skłania nas do podniesienia prognoz na horyzont 2027+. Wpływ na wycenę ma także spadek stopy wolnej od ryzyka czy wzrost kursów spółek z grupy porównawczej. Cenę docelową ZUE wyznaczamy na poziomie 12,4 PLN, co implikuje podniesienie rekomendacji do Kupuj (poprzednio: Akumuluj, 10,9 PLN). Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania roszczeń i waloryzacji od PKP PLK (złożone pozwy o równowartości ok. 5,0 PLN/akcję).

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'25 spółka miała 691 mln PLN przychodów (-25% r/r) oraz 5,2 mln PLN zysku netto (-25% r/r). Wyniki za sam 3Q'25, po bardzo pozytywnym zaskoczeniu w 2Q'25, zgodnie z oczekiwaniami przyniosły spadek marży w ujęciu q/q. Aczkolwiek erozja marży jest nieco większa niż się spodziewaliśmy. Na koniec 3Q'25 dług netto wynosił 38 mln PLN (spadek q/q).

#### Portfel

Portfel po 3Q'25 wynosi 1,14 mld PLN (-7% r/r). Spółka ma wybraną przez PKP PLK ofertę na ok. 2,6 mld PLN w przetargu kolejowym Gdynia Chylonia – Łębork (kontrakt P&B, termin realizacji blisko 5 lat, spółka prowadzi już rekrutację pracowników, co świadczy, że jest dość pewna podpisania umowy). Na najbliższy rok harmonogram PKP PLK przewiduje złożenie ofert w co najmniej 23 przetargach o wartości >100 mln PLN. W latach 2026-28 aktywne w przetargach na linie kolejowe ma być także CPK (zakładamy, że jeśli spółka się pojawi to raczej w konsorcjach, m.in. ze względu na dużą skalę pojedynczych przetargów). Pojawiło się w ostatnim czasie kilka przetargów tramwajowych, ale nadal trudno tu mówić o jakiejś regularności.

#### Pozycjonowanie segmentowe

Spółka posiada ekspozycję na rynek kolejowy (Polska, Rumunia + potencjalnie inne kraje) oraz tramwajowy i w niewielkim zakresie także na drogi lokalne (Energopol). W przeszłości planowano także wejście na rynek PSE. Przez ostatnie lata spółka ma ok 5% udziału w rocznych nakładach na budownictwo PKP PLK. Do tego dochodzą inni odbiorcy (właściciele bocznic, miasta, rynki zagraniczne – średnio przez ostatnie lata 0,4 mld PLN/rok, przy dużej zmienności).

#### Prognozy wyników, wskaźniki

Obecnie estymujemy, że w 2025 roku spółka będzie miała 0,94 mld PLN przychodów oraz 8,2 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy na kolejne lata oparte są na założeniu, że spółka podpisze w najbliższych tygodniach umowę na kontrakt Gdynia Chylonia – Łębork. Jego brak zmusiłby spółkę prawdopodobnie do agresywnego ofertowania w kolejnych przetargach, co wpłynęłoby na perspektywę wyników w naszym modelu. W latach 2026/27 zakładamy odpowiednio 0,97 / 1,42 mld PLN przychodów oraz 8,0 / 23,5 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=8,2x na 2025 rok, 6,5x na 2026 rok oraz 4,0x na 2027 rok. Przy założeniu podpisania kontraktu Gdynia – Łębork wskaźnik EV/backlog po 3Q'25 wyniósłby 0,07x (dla porównania dla Torpolu jest to 0,17x, przy założeniu podpisania kontraktu Białystok-Etk; dla Trakcji 0,32x po X'25).

|                                | 2023    | 2024    | 2025P | 2026P | 2027P   | 2028P   |
|--------------------------------|---------|---------|-------|-------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN]            | 1 484,1 | 1 219,4 | 935,9 | 965,3 | 1 415,9 | 1 666,6 |
| EBITDA [mln PLN]               | 45,2    | 34,7    | 30,7  | 30,5  | 48,0    | 62,4    |
| EBIT [mln PLN]                 | 30,4    | 19,1    | 13,8  | 13,3  | 30,8    | 45,2    |
| Wynik brutto [mln PLN]         | 28,9    | 12,1    | 9,7   | 10,0  | 29,1    | 43,7    |
| Wynik netto [mln PLN]          | 21,0    | 10,7    | 8,2   | 8,0   | 23,5    | 35,3    |
| Dług (gotówka) netto [mln PLN] | -134,2  | 26,3    | 12,9  | -38,8 | -47,3   | -65,6   |
| P/BV                           | 1,2     | 1,2     | 1,1   | 1,1   | 1,0     | 0,9     |
| P/E                            | 11,3    | 22,1    | 28,9  | 29,7  | 10,1    | 6,7     |
| EV/EBITDA                      | 2,3     | 7,6     | 8,2   | 6,5   | 4,0     | 2,7     |
| EV/EBIT                        | 3,4     | 13,8    | 18,1  | 15,0  | 6,2     | 3,8     |
| DPS [PLN/akcję]                | 0,07    | 0,21    | 0,00  | 0,00  | 0,17    | 0,51    |

## KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

**WYCENA 12,4 PLN**

9 GRUDZIEŃ 2025, 08:55 CET

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| Wycena DCF [PLN]                     | 12,2         |
| Wycena porównawcza [PLN]             | 12,9         |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>          | <b>12,4</b>  |
| <b>Potencjał do wzrostu / spadku</b> | <b>20,1%</b> |
| Koszt kapitału                       | 14,7%        |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Cena rynkowa [PLN]      | 10,30 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 237,2 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 23,0  |

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 11,45 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 8,78  |

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | -1,0% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 16,0% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -2,8% |

#### Struktura akcjonariatu:

|               |       |
|---------------|-------|
| Nowak Wiesław | 62,5% |
| Bankowy OFE   | 8,6%  |
| Generali OFE  | 6,3%  |
| ZUE           | 1,1%  |
| Pozostali     | 21,4% |

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



**SPIS TREŚCI:**

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....               | 3  |
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....                           | 4  |
| WYCENA DCF .....                                      | 4  |
| WYCENA PORÓWNAWCZA .....                              | 4  |
| AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....               | 6  |
| STRONA KOSZTOWA.....                                  | 7  |
| PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....                                 | 11 |
| WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY ..... | 13 |
| DANE FINANSOWE .....                                  | 18 |

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

| Wskaźniki rynkowe  | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E                | 14,5 | 11,3 | 22,1 | 28,9  | 29,7  | 10,1  | 6,7   |
| P/BV               | 1,3  | 1,2  | 1,2  | 1,1   | 1,1   | 1,0   | 0,9   |
| EV/EBITDA          | 7,0  | 2,3  | 7,6  | 8,2   | 6,5   | 4,0   | 2,7   |
| EV/EBIT            | 12,3 | 3,4  | 13,8 | 18,1  | 15,0  | 6,2   | 3,8   |
| EV/S               | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,3   | 0,2   | 0,1   | 0,1   |
| BVPS               | 7,8  | 8,6  | 8,9  | 9,3   | 9,6   | 10,4  | 11,5  |
| EPS                | 0,7  | 0,9  | 0,5  | 0,4   | 0,3   | 1,0   | 1,5   |
| DPS (w danym roku) | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,0   | 0,0   | 0,2   | 0,5   |
| Payout ratio       | 0,3  | 0,1  | 0,2  | 0,0   | 0,0   | 0,5   | 0,5   |

| Wyniki roczne [mln PLN]         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P       | 2026P        | 2027P        | 2028P        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                | <b>921</b>   | <b>1 484</b> | <b>1 219</b> | <b>936</b>  | <b>965</b>   | <b>1 416</b> | <b>1 667</b> |
| Budownictwo                     | 831          | 1 405        | 1 152        | 871         | 900          | 1 350        | 1 600        |
| Handel                          | 78           | 74           | 68           | 65          | 65           | 66           | 67           |
| Projektowanie                   | 8            | 4            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| Wyłączenia                      | 4            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b> | <b>42,8</b>  | <b>55,9</b>  | <b>50,5</b>  | <b>48,7</b> | <b>52,4</b>  | <b>72,9</b>  | <b>90,0</b>  |
| Budownictwo                     | 31,1         | 49,9         | 46,0         | 44,8        | 48,0         | 68,4         | 85,5         |
| Handel                          | 10,9         | 4,5          | 4,6          | 4,2         | 4,6          | 4,6          | 4,7          |
| Projektowanie                   | 1,3          | 1,1          | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Wyłączenia                      | -0,5         | 0,3          | -0,1         | -0,2        | -0,2         | -0,2         | -0,2         |
| SG&A                            | 26,2         | 30,4         | 33,8         | 38,3        | 39,2         | 42,1         | 44,8         |
| PPO/PKO                         | 1,5          | 4,9          | 2,4          | 3,4         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>31,9</b>  | <b>45,2</b>  | <b>34,7</b>  | <b>30,7</b> | <b>30,5</b>  | <b>48,0</b>  | <b>62,4</b>  |
| EBIT                            | 18,1         | 30,4         | 19,1         | 13,8        | 13,3         | 30,8         | 45,2         |
| Zysk brutto                     | 22,1         | 28,9         | 12,1         | 9,7         | 10,0         | 29,1         | 43,7         |
| <b>Zysk netto</b>               | <b>16,4</b>  | <b>21,0</b>  | <b>10,7</b>  | <b>8,2</b>  | <b>8,0</b>   | <b>23,5</b>  | <b>35,3</b>  |
| <b>Dług netto</b>               | <b>-14,6</b> | <b>-134</b>  | <b>26,3</b>  | <b>12,9</b> | <b>-38,8</b> | <b>-47,3</b> | <b>-65,6</b> |

| Wskaźniki                 | 2022 | 2023  | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---------------------------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody zmiana r/r      | 8%   | 61%   | -18% | -23%  | 3%    | 47%   | 18%   |
| EBITDA zmiana r/r         | 18%  | 42%   | -23% | -12%  | 0%    | 57%   | 30%   |
| Zysk netto zmiana r/r     | 39%  | 28%   | -49% | -23%  | -3%   | 195%  | 50%   |
| Marża brutto na sprzedaży | 4,6% | 3,8%  | 4,1% | 5,2%  | 5,4%  | 5,1%  | 5,4%  |
| Marża EBITDA              | 3,5% | 3,0%  | 2,8% | 3,3%  | 3,2%  | 3,4%  | 3,7%  |
| Marża netto               | 1,8% | 1,4%  | 0,9% | 0,9%  | 0,8%  | 1,7%  | 2,1%  |
| ROE                       | 9,1% | 10,6% | 5,2% | 3,9%  | 3,6%  | 9,8%  | 13,4% |
| ROA                       | 2,4% | 2,3%  | 1,5% | 1,3%  | 1,2%  | 2,8%  | 3,7%  |

| Bilans [mln PLN]              | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>          | <b>199,4</b> | <b>193,4</b> | <b>214,2</b> | <b>211,9</b> | <b>211,5</b> | <b>211,6</b> | <b>211,6</b> |
| WNIp                          | 33,7         | 33,6         | 33,1         | 33,0         | 33,0         | 32,9         | 32,9         |
| Rzeczowe aktywa trwałe        | 105,4        | 110,5        | 134,1        | 131,8        | 131,5        | 131,6        | 131,7        |
| Pozostałe aktywa trwałe       | 60,4         | 49,3         | 47,0         | 47,0         | 47,0         | 47,0         | 47,0         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>        | <b>475,3</b> | <b>712,4</b> | <b>517,5</b> | <b>417,3</b> | <b>468,9</b> | <b>635,9</b> | <b>737,2</b> |
| Zapasy                        | 81,7         | 70,4         | 27,8         | 26,0         | 22,0         | 32,3         | 38,0         |
| Należności krótkoterminowe    | 327,5        | 417,5        | 433,1        | 332,3        | 347,2        | 506,4        | 594,7        |
| Środki pieniężne              | 63,3         | 223,6        | 52,7         | 55,0         | 95,8         | 93,3         | 100,5        |
| Pozostałe aktywa obrotowe     | 2,8          | 1,0          | 4,0          | 4,0          | 4,0          | 4,0          | 4,0          |
| <b>Aktywa razem</b>           | <b>674,7</b> | <b>905,8</b> | <b>731,7</b> | <b>629,2</b> | <b>680,4</b> | <b>847,5</b> | <b>948,8</b> |
| <b>Kapitał własny</b>         | <b>179,4</b> | <b>198,7</b> | <b>204,9</b> | <b>213,1</b> | <b>221,1</b> | <b>240,6</b> | <b>264,2</b> |
| Udziały mniejszości           | 1,4          | 1,4          | 1,5          | 1,6          | 1,6          | 1,7          | 1,8          |
| <b>Zobowiązania i rezerwy</b> | <b>493,9</b> | <b>705,7</b> | <b>525,3</b> | <b>414,5</b> | <b>457,7</b> | <b>605,2</b> | <b>682,8</b> |
| Rezerwy na zobowiązania       | 36,5         | 38,9         | 32,6         | 32,6         | 32,6         | 32,6         | 32,6         |
| Oprocentowane zobowiązania    | 48,7         | 89,3         | 78,9         | 67,9         | 56,9         | 45,9         | 34,9         |
| Zobowiązania pozostałe        | 408,8        | 577,5        | 413,8        | 314,0        | 368,1        | 526,7        | 615,3        |
| <b>Pasywa razem</b>           | <b>674,7</b> | <b>905,8</b> | <b>731,7</b> | <b>629,2</b> | <b>680,4</b> | <b>847,5</b> | <b>948,8</b> |
| <b>Dług netto</b>             | <b>-14,6</b> | <b>-134</b>  | <b>26,3</b>  | <b>12,9</b>  | <b>-38,8</b> | <b>-47,3</b> | <b>-65,6</b> |
| Dług netto / Kapitał własny   | -0,1         | -0,7         | 0,1          | 0,1          | -0,2         | -0,2         | -0,2         |
| Dług netto / EBITDA           | -0,5         | -3,0         | 0,8          | 0,4          | -1,3         | -1,0         | -1,1         |

| Rachunek przepływu [mln PLN] | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CFO                          | -42,6 | 137,5 | -116  | 27,8  | 68,6  | 29,8  | 47,3  |
| CFI                          | -11,5 | 5,2   | -2,5  | -14,5 | -16,9 | -17,3 | -17,3 |
| CFF                          | 8,6   | 17,4  | -53,2 | -11,0 | -11,0 | -15,0 | -22,7 |
| - w tym dywidenda            | 3,4   | 1,7   | 4,8   | 0,0   | 0,0   | 4,0   | 11,7  |
| Przepływy pieniężne netto    | -45,5 | 160   | -171  | 2,3   | 40,8  | -2,5  | 7,2   |
| CAPEX / Amortyzacja          | 35%   | 56%   | 35%   | 86%   | 98%   | 100%  | 100%  |

## ZUE

|                             |              |                                    |                                                             |
|-----------------------------|--------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| <b>Rekomendacja</b>         | <b>Kupuj</b> | <b>www:</b>                        | <b><a href="http://www.grupazue.pl">www.grupazue.pl</a></b> |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b> | <b>12,4</b>  |                                    |                                                             |
| <b>Potencjał zmiany</b>     | <b>20,1%</b> | <b>daty najbliższych raportów:</b> |                                                             |
| Cena rynkowa [PLN]          | 10,30        | 4Q'25:                             | b.d.                                                        |
| Ilość akcji [mln. szt.]     | 23,0         | 1Q'25:                             | b.d.                                                        |
| Kapitalizacja [mln PLN]     | 237,2        |                                    |                                                             |

| Wyniki Q [mln PLN]              | 2Q'24        | 3Q'24        | 4Q'24        | 1Q'25        | 2Q'25        | 3Q'25        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                | <b>301,0</b> | <b>304,3</b> | <b>297,9</b> | <b>180,1</b> | <b>222,6</b> | <b>288,1</b> |
| Budownictwo                     | 282,0        | 286,4        | 277,9        | 166,5        | 209,1        | 265,6        |
| Handel                          | 19,0         | 17,9         | 20,0         | 13,6         | 13,5         | 22,5         |
| Projektowanie                   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Wyłączenia                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b> | <b>14,9</b>  | <b>7,0</b>   | <b>16,0</b>  | <b>5,4</b>   | <b>21,6</b>  | <b>10,4</b>  |
| Budownictwo                     | 13,7         | 5,8          | 14,8         | 4,8          | 20,7         | 9,0          |
| Handel                          | 1,3          | 1,3          | 1,2          | 0,8          | 0,9          | 1,4          |
| Projektowanie                   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Wyłączenia                      | -0,1         | 0,0          | 0,0          | -0,2         | 0,0          | 0,1          |
| SG&A                            | 8,1          | 8,0          | 9,9          | 9,1          | 9,1          | 10,2         |
| PPO/PKO                         | -0,2         | 2,2          | -0,5         | -0,9         | 2,1          | -0,2         |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>10,3</b>  | <b>5,2</b>   | <b>9,7</b>   | <b>-0,5</b>  | <b>18,5</b>  | <b>3,9</b>   |
| EBIT                            | 6,6          | 1,2          | 5,6          | -4,6         | 14,5         | 0,0          |
| Zysk brutto                     | 6,3          | -1,3         | 4,1          | -6,1         | 12,3         | -0,4         |
| <b>Zysk netto</b>               | <b>6,2</b>   | <b>-0,2</b>  | <b>3,8</b>   | <b>-4,8</b>  | <b>10,4</b>  | <b>-0,4</b>  |
| <b>Dług netto</b>               | <b>75,8</b>  | <b>73,0</b>  | <b>26,3</b>  | <b>39,9</b>  | <b>83,4</b>  | <b>37,9</b>  |

| Wskaźniki                 | 2Q'24  | 3Q'24  | 4Q'24  | 1Q'25  | 2Q'25  | 3Q'25  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r      | 2,9%   | -15,2% | -48,9% | -43,0% | -26,0% | -5,3%  |
| EBITDA zmiana r/r         | 31,5%  | -52,5% | -53,6% | ---    | 79,6%  | -24,4% |
| Zysk netto zmiana r/r     | 103,2% | ---    | -65,0% | ---    | 69,1%  | 93,4%  |
| Marża brutto na sprzedaży | 5,0%   | 2,3%   | 5,4%   | 3,0%   | 9,7%   | 3,6%   |
| Marża EBITDA              | 3,4%   | 1,7%   | 3,3%   | -0,3%  | 8,3%   | 1,4%   |
| Marża netto               | 2,0%   | -0,1%  | 1,3%   | -2,7%  | 4,7%   | -0,2%  |

| Wskaźniki II              | 2022  | 2023    | 2024    | 2025P | 2026P | 2027P   |
|---------------------------|-------|---------|---------|-------|-------|---------|
| EPS, Adj+                 | 0,71  | 0,91    | 0,47    | 0,36  | 0,35  | 1,02    |
| Revenue [mln PLN]         | 921,4 | 1 484,1 | 1 219,4 | 935,9 | 965,3 | 1 415,9 |
| Gross Margin %            | 4,6%  | 3,8%    | 4,1%    | 5,2%  | 5,4%  | 5,1%    |
| EBIT [mln PLN]            | 18,1  | 30,4    | 19,1    | 13,8  | 13,3  | 30,8    |
| EBITDA [mln PLN]          | 31,9  | 45,2    | 34,7    | 30,7  | 30,5  | 48,0    |
| Net Income Adj+ [mln PLN] | 16,4  | 21,0    | 10,7    | 8,2   | 8,0   | 23,5    |
| Net Debt [mln PLN]        | -14,6 | -134,2  | 26,3    | 12,9  | -38,8 | -47,3   |
| BPS                       | 7,79  | 8,63    | 8,90    | 9,25  | 9,60  | 10,45   |
| DPS                       | 0,15  | 0,07    | 0,21    | 0,00  | 0,00  | 0,17    |
| Return on Equity %        | 9,1%  | 10,6%   | 5,2%    | 3,9%  | 3,6%  | 9,8%    |
| Return on Assets %        | 2,4%  | 2,3%    | 1,5%    | 1,3%  | 1,2%  | 2,8%    |
| Depreciation [mln PLN]    | 9,9   | 10,2    | 9,3     | 11,7  | 12,1  | 12,1    |
| Amortization [mln PLN]    | 0,6   | 0,6     | 0,6     | 0,1   | 0,1   | 0,1     |
| Free Cash Flow [mln PLN]  | -54,1 | 142,6   | -118,1  | 13,3  | 51,8  | 12,5    |
| CAPEX [mln PLN]           | 4,8   | 8,2     | 5,5     | 14,5  | 16,9  | 17,3    |

### Główne czynniki ryzyka:

- Uzależnienie od głównych odbiorców (PKP PLK)
- Brak pozyskania nowych umów (szczególnie kontraktu Gdynia Chylonia – Łębork)
- Poziom nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę transportową w regionie CEE.
- Ryzyko związane z dofinansowaniem realizacji projektów z funduszy unijnych.
- Ryzyko związane z wejściem na nowe rynki
- Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów
- Relatywnie niskie bariery wejścia, wzrost konkurencji
- Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy
- Spory sądowe

## WYCENA I PODSUMOWANIE

### Podsumowanie wyceny

|                             | Waga | Wycena      |
|-----------------------------|------|-------------|
| Wycena DCF                  | 80%  | 12,2        |
| Wycena metodą porównawczą   | 20%  | 12,9        |
| <b>Wycena 1 akcji [PLN]</b> |      | <b>12,4</b> |

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,2%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 9 grudnia 2025.

### Model DCF

|                                        | 2025P        | 2026P | 2027P   | 2028P   | 2029P   | 2030P   | 2031P   | 2032P   | 2033P   | 2034P   |
|----------------------------------------|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]       | 935,9        | 965,3 | 1 415,9 | 1 666,6 | 1 683,3 | 1 700,1 | 1 717,1 | 1 734,3 | 1 751,6 | 1 769,1 |
| EBIT [mln PLN]                         | 13,8         | 13,3  | 30,8    | 45,2    | 50,0    | 54,8    | 55,8    | 56,7    | 57,5    | 58,4    |
| Stopa podatkowa                        | 14,3%        | 19,0% | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   |
| Podatek od EBIT [mln PLN]              | 2,0          | 2,5   | 5,8     | 8,6     | 9,5     | 10,4    | 10,6    | 10,8    | 10,9    | 11,1    |
| NOPLAT [mln PLN]                       | 11,9         | 10,7  | 24,9    | 36,6    | 40,5    | 44,4    | 45,2    | 45,9    | 46,6    | 47,3    |
| Amortyzacja [mln PLN]                  | 16,8         | 17,3  | 17,2    | 17,3    | 17,3    | 17,3    | 17,3    | 17,3    | 17,3    | 17,4    |
| CAPEX [mln PLN]                        | -14,5        | -16,9 | -17,3   | -17,3   | -17,3   | -17,3   | -17,4   | -17,4   | -17,4   | -17,4   |
| Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]  | 5,5          | 43,0  | -15,5   | -7,9    | -0,5    | -0,5    | -0,5    | -0,5    | -0,5    | -0,5    |
| FCF [mln PLN]                          | 19,7         | 54,1  | 9,3     | 28,6    | 39,9    | 43,8    | 44,6    | 45,3    | 46,0    | 46,8    |
| DFCF [mln PLN]                         | 19,6         | 47,1  | 7,1     | 19,1    | 23,2    | 22,3    | 19,8    | 17,6    | 15,6    | 13,8    |
| Suma DFCF [mln PLN]                    | 205,1        |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln PLN]           | 345,3        |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. Rezyd. [mln PLN]   | 101,7        |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln PLN]             | 306,9        |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto 2024 [mln PLN]              | 26,3         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Akcje własne [mln PLN]                 | 2,7          |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Udział mniejszości [mln PLN]           | 1,5          |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Wypłacona dywidenda [mln PLN]          | 0,0          |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>      | <b>281,9</b> |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln szt.]                 | 23,0         |       |         |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b> | <b>12,24</b> |       |         |         |         |         |         |         |         |         |

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

|                               |         |         |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | -23,2%  | 3,1%    | 46,7%  | 17,7%  | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   |
| EBIT zmiana r/r               | -27,4%  | -4,2%   | 132,1% | 46,8%  | 10,6%  | 9,8%   | 1,7%   | 1,6%   | 1,6%   | 1,6%   |
| FCF zmiana r/r                | -116,3% | 174,4%  | -82,8% | 206,8% | 39,3%  | 9,9%   | 1,7%   | 1,6%   | 1,6%   | 1,6%   |
| Marża EBITDA                  | 3,3%    | 3,2%    | 3,4%   | 3,7%   | 4,0%   | 4,2%   | 4,3%   | 4,3%   | 4,3%   | 4,3%   |
| Marża EBIT                    | 1,5%    | 1,4%    | 2,2%   | 2,7%   | 3,0%   | 3,2%   | 3,2%   | 3,3%   | 3,3%   | 3,3%   |
| Marża NOPLAT                  | 1,3%    | 1,1%    | 1,8%   | 2,2%   | 2,4%   | 2,6%   | 2,6%   | 2,6%   | 2,7%   | 2,7%   |
| CAPEX / Przychody             | 1,5%    | 1,7%    | 1,2%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   | 1,0%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 86,0%   | 97,8%   | 100,5% | 100,2% | 100,2% | 100,3% | 100,3% | 100,3% | 100,3% | 100,3% |
| Zmiana KO / Przychody         | -0,6%   | -4,5%   | 1,1%   | 0,5%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 1,9%    | -146,5% | 3,4%   | 3,2%   | 3,3%   | 3,2%   | 3,1%   | 3,1%   | 3,0%   | 2,9%   |

Źródło: BDM S.A.

### Kalkulacja WACC

|                                   | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P  |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka             | 5,20% | 5,20% | 5,20% | 5,20% | 5,20% | 5,20% | 5,20% | 5,20% | 5,20% | 5,20%  |
| Premia za ryzyko                  | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50% | 9,50%  |
| Beta                              | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0    |
| Premia kredytowa                  | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50% | 1,50%  |
| Koszt kapitału własnego           | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7%  |
| Udział kapitału własnego          | 89,2% | 91,6% | 94,6% | 96,3% | 96,9% | 97,7% | 98,4% | 99,1% | 99,8% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatk. | 5,7%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%   |
| Udział kapitału obcego            | 10,8% | 8,4%  | 5,4%  | 3,7%  | 3,1%  | 2,3%  | 1,6%  | 0,9%  | 0,2%  | 0,0%   |
| WACC                              | 13,7% | 13,9% | 14,2% | 14,4% | 14,4% | 14,5% | 14,6% | 14,6% | 14,7% | 14,7%  |

Źródło: BDM S.A.

### Wrażliwość modelu DCF

| wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |       |      | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |       |      | Beta             |       |      |      |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|------|-------------------------------------------|-------|-------|-------|------|------------------|-------|------|------|
| beta                                      | 0,00% | 1,00% | 2,00% |      | Premia za ryzyko                          | 0,00% | 1,00% | 2,00% |      | Premia za ryzyko | 0,9   | 1,0  | 1,1  |
|                                           | 0,8   | 13,8  | 14,4  | 15,0 |                                           | 7,5%  | 14,0  | 14,5  | 15,1 |                  | 7,5%  | 15,6 | 14,5 |
|                                           | 0,9   | 12,8  | 13,2  | 13,7 |                                           | 8,5%  | 12,9  | 13,3  | 13,8 |                  | 8,5%  | 14,3 | 13,3 |
|                                           | 1,0   | 11,9  | 12,2  | 12,6 |                                           | 9,5%  | 11,9  | 12,2  | 12,6 |                  | 9,5%  | 13,2 | 12,2 |
|                                           | 1,1   | 11,1  | 11,4  | 11,7 |                                           | 10,5% | 11,1  | 11,3  | 11,7 |                  | 10,5% | 12,3 | 11,3 |
|                                           | 1,2   | 10,4  | 10,6  | 10,9 |                                           | 11,5% | 10,3  | 10,6  | 10,8 |                  | 11,5% | 11,5 | 10,6 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2025-27 (20% wagi dla 2025 roku i po 40% dla każdego kolejnego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 12,9 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

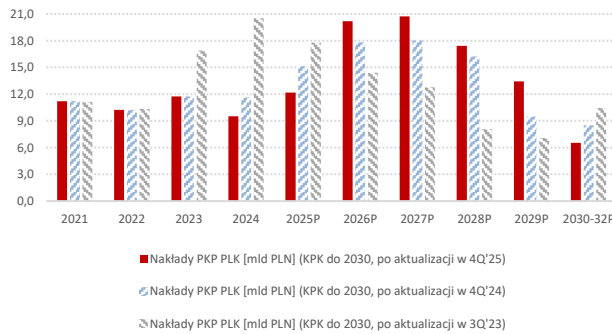
|                                           | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |            |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|                                           | 2025P       | 2026P       | 2027P       | 2025P       | 2026P       | 2027P      |
| Budimex                                   | 24,8        | 21,7        | 19,3        | 14,1        | 11,8        | 10,5       |
| Mirbud                                    | 11,6        | 12,5        | 9,7         | 7,5         | 7,1         | 5,8        |
| Torpol                                    | 18,0        | 13,7        | 12,8        | 8,2         | 6,0         | 5,6        |
| Trakcja                                   | 27,7        | 23,9        | 20,0        | 11,8        | 10,9        | 9,8        |
| <b>Mediana</b>                            | <b>21,4</b> | <b>17,7</b> | <b>16,1</b> | <b>10,0</b> | <b>9,0</b>  | <b>7,8</b> |
| <b>ZUE</b>                                | <b>28,9</b> | <b>29,7</b> | <b>10,1</b> | <b>8,2</b>  | <b>6,5</b>  | <b>4,0</b> |
| Premia/dyskonto do mediany                | 35%         | 68%         | -37%        | -19%        | -28%        | -49%       |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]         | 7,6         | 6,1         | 16,4        | 12,8        | 13,6        | 18,2       |
| Waga roku                                 | 20%         | 40%         | 40%         | 20%         | 40%         | 40%        |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> |             | <b>10,5</b> |             |             | <b>15,3</b> |            |
| Waga wskaźnika                            |             | 50%         |             |             | 50%         |            |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>12,9</b> |             |             |             |             |            |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

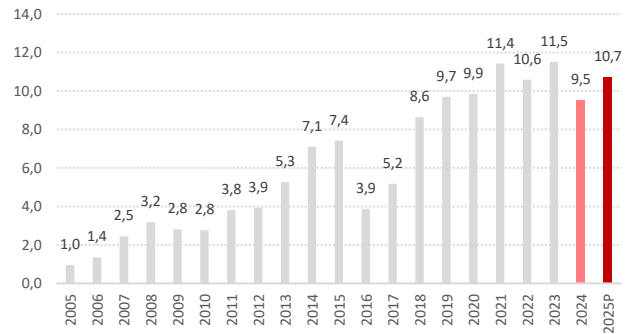
## AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

W październiku '25 zaktualizowano kolejny raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Obecnie plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w tych latach, a jeszcze wcześniej w ...2024 roku). Według raportu rocznego za 2024 rok inwestycje budowlane w PKP PLK wyniosły 9,5 mld PLN (-17% r/r). Plan na 2025 rok przewiduje wzrost do 10,7 mld PLN (+13% r/r).

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



Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



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

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

Wg naszych kalkulacji w 2024 roku PKP PLK ogłosiła przetargi w zakresie budownictwa kolejowego za ok 15 mld PLN (po wcześniejszej „luce przetargowej”), a w 2025 roku ma to być finalnie ok 27 mld PLN, co oznacza przekroczenie wcześniejszych planów, które określano na średnio 15-16 mld PLN na lata 2025-26. Tym samym liczba nowo ogłoszonych postępowań w 2026 rok ma być wyraźnie skromniejsza r/r – na poziomie ok 9-10 mld PLN ([link](#), przy czym należy brać pod uwagę, że przetargi ogłoszone w 4Q'25 realnie będą mieć ofertowanie w 1H'26).

Podobnie jak po okresie luki przetargowej 2015-16, obecna pula przetargów charakteryzuje się dotychczas wysoką konkurencją (m.in. pojawiły się nowe podmioty na rynku, relatywnie niska jest też dostępna pula przetargów drogowych, które dla wielu podmiotów są traktowane alternatywnie). Dopiero kolejna „hossa” przetargowa (która nastąpiła w 2019 roku) przyniosła wysokomarżowe kontrakty (konkurencja wtedy była wtedy niska, ponieważ wiele podmiotów miało portfele wypełnione kontraktami z 2017 roku). Zwracamy jednocześnie uwagę, że 2025 rok będzie rekordowy pod kątem otwartych ofert w przetargach PKP PLK – do listopada jest to wartość ok 23 mld PLN netto (wcześniej rekordowy był 2019 rok - 12,5 mld PLN).

### Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2025 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)

| data         | nazwa                                                          | najniższa oferta<br>(cena z opcjami) | budżet<br>z opcjami | I oferta<br>jako<br>% budżetu | budżet<br>bazowy | I oferta<br>bez opcji<br>jako % budżetu | II oferta | I/II     | liczba<br>ofert          |      |    |
|--------------|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------|-------------------------------|------------------|-----------------------------------------|-----------|----------|--------------------------|------|----|
| lis 25       | Pszczółki - Pruszcz Gd.                                        | 322,5                                | Colas               | b.d.                          | ---              | 181,5                                   | 164%      | 331,2    | Intop Warszawa           | 97%  | 5  |
| paź 25       | LK 201 Maksymilianowo – Wierchucin                             | 880,0                                | Strabag             | b.d.                          | ---              | 1 448,8                                 | 61%       | 899,8    | Budimex                  | 98%  | 11 |
| sie 25       | LK 622 (odc F+J) Podłęże – Gdów / Podłęże – Podłęże Balachówka | 2 593,0                              | Budimex             | b.d.                          | ---              | 2 350,0                                 | 110%      | 2 654,5  | Gulermak/Intop           | 98%  | 6  |
| sie 25       | LK 104 na odcinku C1 Tymbark – Limanowa                        | 1 330,7                              | Gulermak/Intop      | b.d.                          | ---              | 1 350,0                                 | 98%       | 1 382,6  | Porr/Trakcja S.          | 96%  | 7  |
| sie 25       | E 75 Białystok – Elk, faza II                                  | 3 713,0                              | Torpol/Mirbud       | b.d.                          | ---              | 3 070,5                                 | 70%       | 4 046,7  | Budimex/Porr             | 92%  | 5  |
| lip 25       | C-E 20 Czachówek Wschodni - Pilawa wraz z mostem nad Wisłą     | 1 094,6                              | Budimex             | b.d.                          | ---              | 1 281,6                                 | 69%       | 1 113,6  | Strabag                  | 98%  | 9  |
| lip 25       | C-E 20 Skiermiewice – Czachówek Wschodni                       | 1 199,9                              | Trakcja/Sarinż      | b.d.                          | ---              | 694,5                                   | 87%       | 1 205,4  | Torpol                   | 100% | 9  |
| lip 25       | LK 202 Gdynia Chylonia – Łębork Faza II                        | 2 617,6                              | ZUE                 | b.d.                          | ---              | 3 037,3                                 | 86%       | 2 683,5  | Torpol                   | 98%  | 7  |
| cze 25       | LK281 Oleśnica – Chojnice, LK356 Poznań W. – Bydgoszcz Gł.     | 46,5                                 | Mirbud              | bez opcji                     | ---              | 59,2                                    | 79%       | 52,5     | Gór Tor                  | 89%  | 11 |
| maj 25       | Stacja Sokółka                                                 | 193,2                                | Intop Warszawa      | b.d.                          | ---              | 87,5                                    | 95%       | 197,9    | Rajbud                   | 98%  | 4  |
| kwi 25       | LK 622 (odc H) Szczyrzyc - Tymbark                             | 1 693,3                              | Budimex/Gulermak    | b.d.                          | ---              | 2 150,0                                 | 79%       | 1 767,0  | Porr/Trakcja S.          | 96%  | 3  |
| kwi 25       | LK 8 Tunel - Kraków                                            | 105,2                                | Porr/Trakcja S.     | 118,0                         | ---              | 113,5                                   | 90%       | 115,7    | Swietelsky               | 91%  | 6  |
| kwi 25       | LK 273 od km 116,000 do km 285,000                             | 216,4                                | Dolkom/SBM          | b.d.                          | ---              | 87,6                                    | 116%      | 235,4    | Porr                     | 92%  | 2  |
| mar 25       | LK 7 W-wa Wawer - Otwock)                                      | 1 285,4                              | Trakcja/Intop       | b.d.                          | ---              | 1 308,2                                 | 97%       | 1 288,1  | Budimex                  | 100% | 7  |
| mar 25       | LK 104 A2 i A3 Rabka Zaryte – Mszana Dolna - Fornale           | 567,2                                | Porr/Trakcja S.     | b.d.                          | ---              | 753,6                                   | 75%       | 599,6    | ZUE                      | 95%  | 6  |
| mar 25       | LK 229 Kartuszy - Łębork (EJ)                                  | 508,2                                | Torpol              | 895,4                         | 57%              | 814,0                                   | ---       | 539,7    | PPM-T                    | 94%  | 6  |
| mar 25       | LK 201 stacja Maksymilianowo                                   | 927,3                                | Strabag             | b.d.                          | ---              | 1 471,1                                 | 55%       | 966,9    | Mirbud/Transkol/Torhamer | 96%  | 7  |
| lut 25       | LOT-A1-1/2 Skarżysko Kamienna - Łączna / Łączna - Tumlin       | 678,1                                | PNUIK               | bez opcji                     | ---              | 826,3                                   | 82%       | 689,0    | ZUE                      | 98%  | 11 |
| sty 25       | LK 25, 74, 78 Stalowa W. - (...) - Padew                       | 847,4                                | Swietelsky          | bez opcji                     | ---              | 919,0                                   | 92%       | 879,5    | ZUE                      | 96%  | 11 |
| sty 25       | LK 108 Jasło - Nowy Zagórz                                     | 1 043,8                              | Porr                | b.d.                          | ---              | 198,1                                   | 117%      | 1 066,7  | Mirbud                   | 98%  | 9  |
| sty 25       | LK1 Koluszki - Częstochowa                                     | 513,7                                | PNUIK               | b.d.                          | ---              | 318,4                                   | 103%      | 522,4    | Trakcja                  | 98%  | 3  |
| sty 25       | LK 132 Pyskowice - Opole Groszowice                            | 105,4                                | Dolkom/SBM          | bez opcji                     | ---              | 172,7                                   | 61%       | 105,7    | Swietelsky               | 100% | 6  |
| sty 25       | LK 354 Oborniki Wielkopolskie Most - Oborniki Wielkp.          | 99,9                                 | Porr                | bez opcji                     | ---              | 112,0                                   | 89%       | 103,6    | Primost Pld.             | 96%  | 10 |
| sty 25       | LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”      | 163,9                                | Torpol              | bez opcji                     | ---              | 252,9                                   | 65%       | 177,2    | Mirbud                   | 93%  | 13 |
| suma/mediana |                                                                | 22 746,3                             |                     |                               |                  | 23 058,4                                | 86%       | 23 624,1 |                          | 97%  | 7  |

Źródło: BDM S.A., PKP PLK, wartości netto

## Planowane istotne przetargi budowlane PKP PLK w 2025-26 [mln PLN]

| Nazwa postępowania                             | Planowany termin składania ofert* | Data wszczęcia postępowania | Szacunkowa wartość [mln PLN] |
|------------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|------------------------------|
| LK 201 Wierzychucin – Lipowa Tucholska         | 12.12.2025                        | 18.09.2025                  | ok 1300                      |
| stacja Warszawa Wschodnia                      | 16.12.2025                        | 27.08.2025                  | ok 3300                      |
| Gdańsk Osowa – Gdynia Główna                   | 17.12.2025                        | 1.10.2025                   | ok 1200                      |
| Lipowa Tucholska – Kościerzyna                 | 18.12.2025                        | 3.10.2025                   | ok 1300                      |
| LK68 Stalowa Wola Rozwadow – Przeworsk         | 22.12.2025                        | 5.08.2025                   | ok 340                       |
| Miąsowa – Jędrzejów – Sędziszów                | 22.12.2025                        | 3.10.2025                   | b.d.                         |
| Sitkówka Nowiny – Miąsowa                      | 23.12.2025                        | 12.11.2025                  | > 100 mln PLN                |
| Gdów - Szczyrzyc                               | b.d.                              | 1Q'26                       | >1 mld PLN                   |
| Szczecin Gł. - granica                         | b.d.                              | 1Q'26                       | >1 mld PLN                   |
| Fornale - Szczyrzyc oraz Porąbka - Stróża      | b.d.                              | 1Q'26                       | >1 mld PLN                   |
| Toruń Gł. - Toruń Wsch.                        | b.d.                              | 1Q'26                       | ok 557                       |
| Piotrków - Belchatów                           | b.d.                              | 1Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| LK16 Łęczyca - Kutno                           | b.d.                              | 1Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Wrocław Psie Pole - Wrocław Sołtysowice        | b.d.                              | 1Q'26                       | ok 160                       |
| Tychy - Bieruń Stary                           | b.d.                              | 2Q'26                       | ok 424                       |
| Orzesze Jaśkowice - Tychy                      | b.d.                              | 2Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Kraków - Olkusz                                | b.d.                              | 2Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Psary – podg. Starzyny – Kozłów                | b.d.                              | 3Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Modlin do Mazowieckiego Portu Lotniczego (MPL) | b.d.                              | 3Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Ruda Chebzie/Zabrze – Bytom                    | b.d.                              | 3Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Czarnków - Rogoźno - Wągrowiec                 | b.d.                              | 4Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Kraków - Niepołomice                           | b.d.                              | 4Q'26                       | > 100 mln PLN                |
| Środa Śl. - Wrocław                            | b.d.                              | 4Q'26                       | > 100 mln PLN                |

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

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert na 7 dużych postępowaniach w XII'25. Należy jednak liczyć się z przesunięciami tych terminów ze względu na dużą liczbę pytań zadawanych zamawiającemu przez potencjalnych wykonawców.

Z planu przetarg i informacji prasowych PKP PLK wynika, że planowane jest ogłoszenie w 2026 roku przetargów na 9,5 mld PLN (vs 27 mld PLN w 2025, wcześniej mówiło się o średnio 15-16 mld PLN w 2025-25), więc zakładana suma jest obecnie nieco większa.

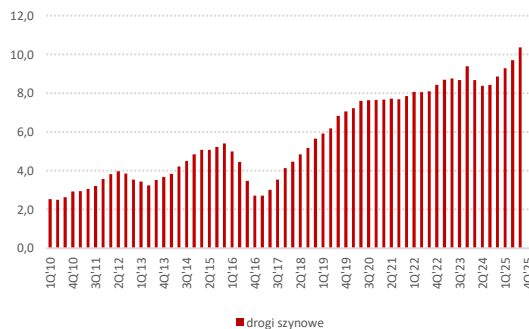
Suma ogłoszonych = min. 7,4 mld PLN

Suma do ogłoszenia = 9,5 mld PLN

\*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

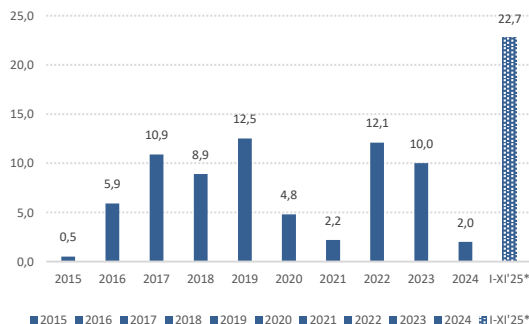
Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Priorytetem inwestycji kolejowych CPK jest 480 km linii KDP "Y", łączącej Warszawę oraz Łódź z Poznaniem i Wrocławiem. Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania ma być odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W VI'25 podpisano umowę na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (1,8 mld PLN – Porr) a w IX'25 złożono oferty na bocznice kolejową (0,1 mld PLN – Track-Tec/Unibep). Ogłoszono m.in. przetargi na budowę terminala pasażerskiego oraz tunelu wraz z dworcem. W 2025 rok CPK planuje uruchomić przetargi za łącznie ok 30 mld PLN a w 2026 za 40 mld PLN ([link1](#), [tabela1](#), [arkusz1](#)).

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



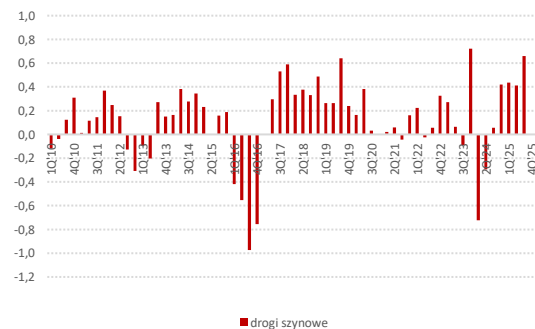
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK, 2024, 2025 – szacunek DM BDM

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



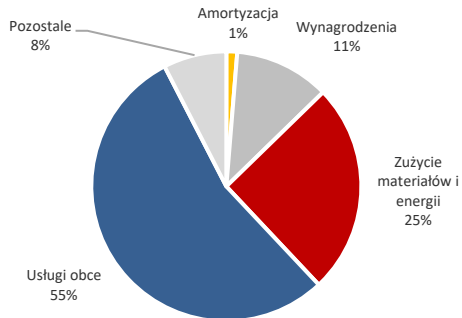
Źródło: DM BDM S.A., GUS

## Inwestycje tramwajowe w Polsce

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

## STRONA KOSZTOWA

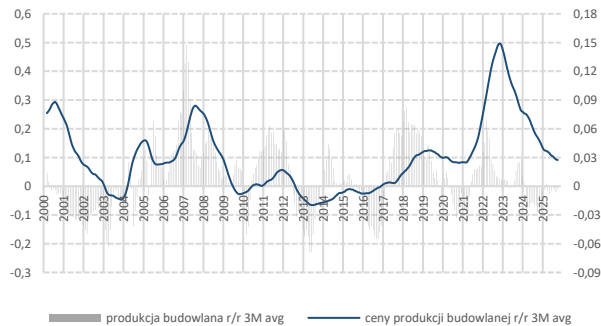
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

## CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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

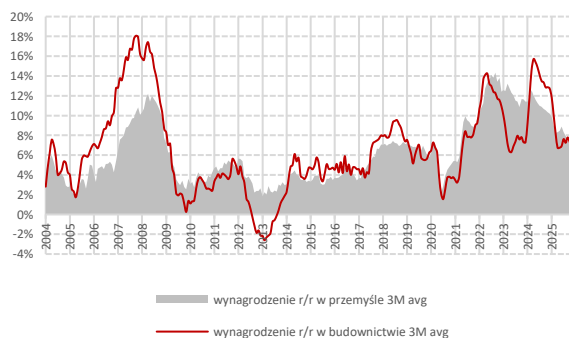


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie dynamika roczna się obniżała. Od kwietnia'25 oscyluje w okolicach +3% r/r. Dynamiki miesięczne w tym roku wahają się pomiędzy 0,0% a 0,8%.

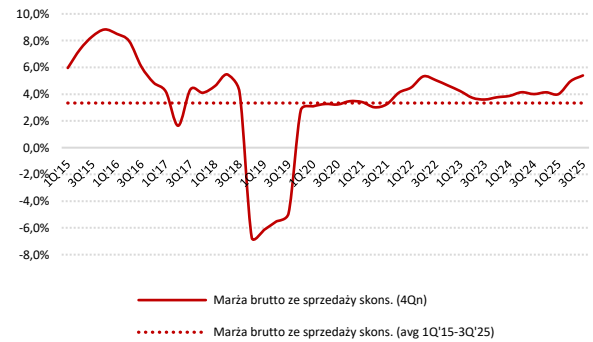
Mimo, że dynamika roczna cen spada już wyraźnie od szczytu, to nadal nie są to relatywnie niskie poziomy w ujęciu r/r, gdy spojrzymy historycznie. W kolejnych miesiącach wsparciem dla stabilizacji dynamiki powinny być nadal ujemne odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równoważy je dodatnia dynamika wynagrodzeń (przy czym w 2025 roku mamy tu powrót do jednocyfrowych dynamik r/r, po dwucyfrowych wzrostach w 2024 roku).

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



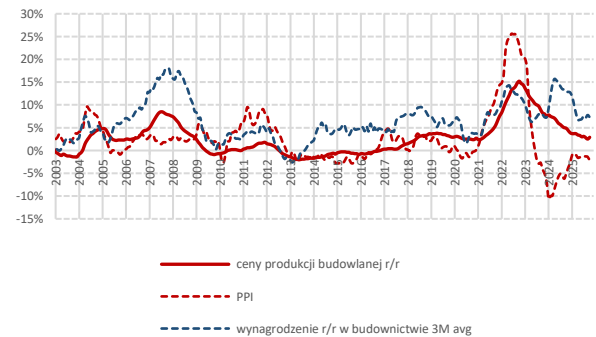
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



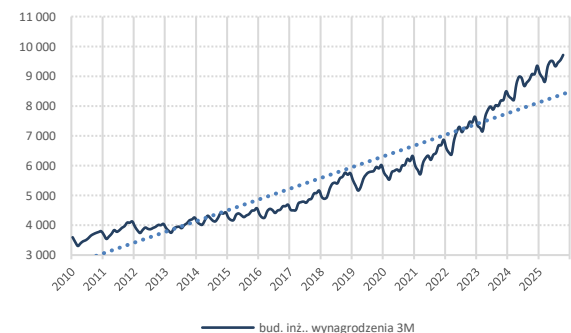
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

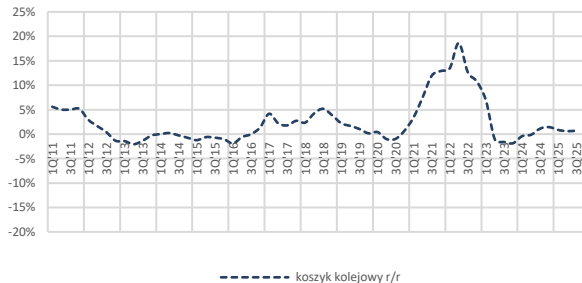


Źródło: DM BDM S.A., GUS

## CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

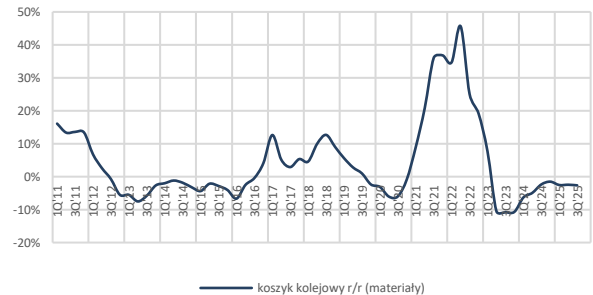
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



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

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

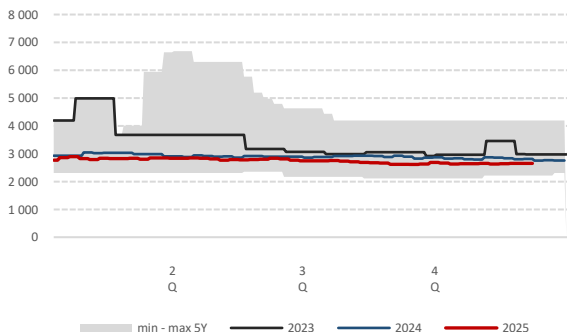


Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

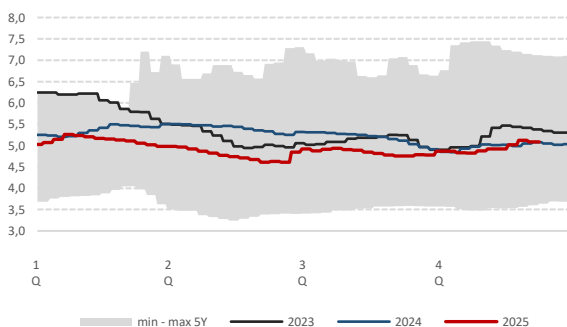
Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 3Q'25 wykazały -3% spadek r/r (-2% w 2Q'25). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK dane za 3Q'25 wykazują +1% wzrost r/r (+1% w 2Q'25).

Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. W 2025 roku z tej grupy wyróżnia się wzrostami miedź. Wysokie pozostają ceny kruszyw czy cementu, które w większym stopniu zależą m.in. od ceny energii czy kosztów emisji CO<sub>2</sub>, aczkolwiek od 2Q'23 mamy tu pewną stabilizację (na rekordowych poziomach).

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

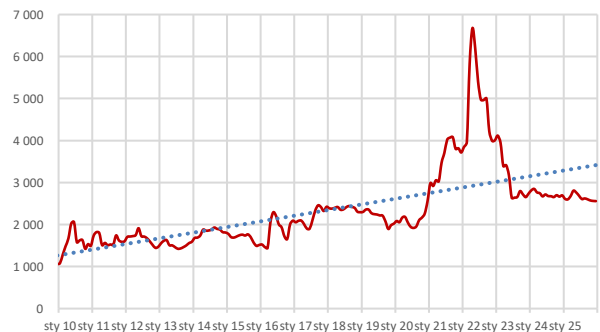


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg  
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



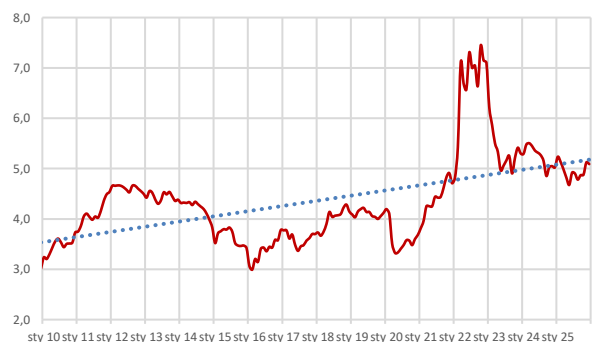
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



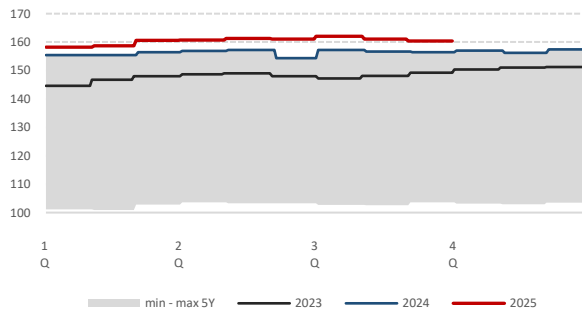
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



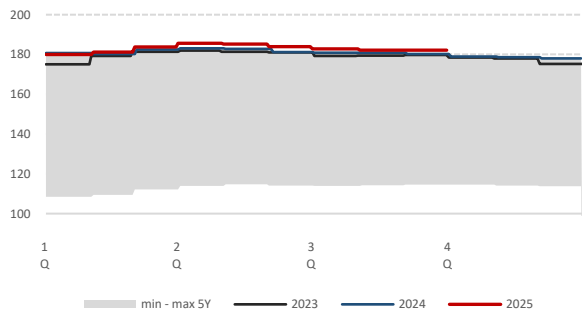
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

### Kruszywa – indeks GUS\*



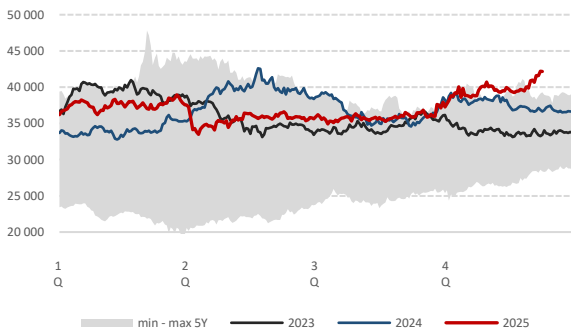
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za IX'25

### Cement – indeks GUS\*



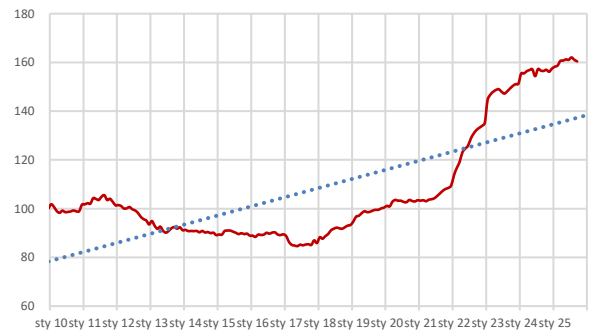
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za IX'25

### Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



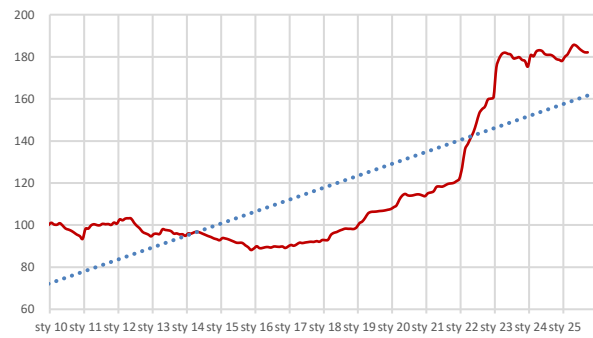
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

### Kruszywa – indeks GUS\*



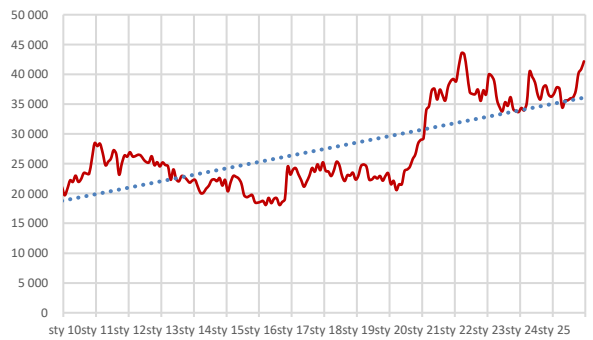
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku

### Cement – indeks GUS\*



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

### Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

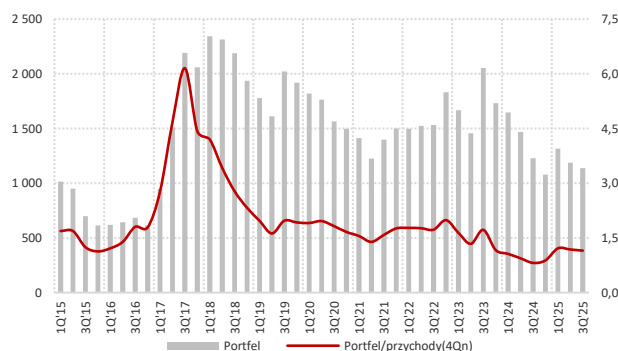
## PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Kontrakty pozyskane od początku 2017 roku o wartości >50 mln PLN netto

| Data        | Kontrahent   | Kontrakt                                                                                          | Wartość netto [mln PLN]* | Koniec**  | % budżetu inwestora |
|-------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|-----------|---------------------|
| <b>2025</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| lis 25      | M. Kraków    | Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2025 - 2028  | 65,5 (opcja do 156,9)    | gru 28    | 0%                  |
| wrz 25      | PKP PLK      | LK 202 Gdynia Chylonia - Łębork                                                                   | 2 617,6                  | 56M (nko) | 86%                 |
| kwi 25      | PKP PLK      | LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łapy                                                     | 329,1                    | kwi 29    | 95%                 |
| <b>2024</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| lut 24      | Tramw. W-wa  | Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)                                    | 147,4                    | kwi 26    | 131%                |
| <b>2023</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| paź 23      | PKP PLK      | Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe                | 785,1                    | cze 27    | 99%                 |
| sie 23      | ZDM Kraków   | Przebudowa torowiska ul. Zwierzyniecka/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”            | 104,0                    | gru 24    | 204%                |
| <b>2022</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| gru 22      | C.F.R.       | SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów) | 311,0                    | gru 26    | 106%                |
| gru 22      | C.F.R.       | SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)       | 129,0                    | gru 26    | 113%                |
| wrz 22      | Poznań       | Przebudowa trasy tramwajowej: Kórnicka – os. Lecha (Odcinek I)                                    | 67,1                     | lut 24    | ---                 |
| wrz 22      | Kraków       | Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025  | 123,0                    | wrz 25    | ---                 |
| lip 22      | PKP Cargo    | Budowa terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach                                    | 100,0                    | paź 23    | 182%                |
| mar 22      | Dąbr. Gór.   | Przebudowa torowiska tramwajowego w ciągu ul. Sobieskiego i ul. Królowej Jadwigi                  | 69,0                     | gru 23    | ---                 |
| <b>2021</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| gru 21      | Warszawa     | Budowa zajezdni Annapol                                                                           | 436,8                    | paź 24    | 176%                |
| lis 21      | Szczecin     | Przebudowa torowiska z trakcją z rozbudową pętli Pomorzany w Szczecinie                           | 280,0                    | lip 25*** | ---                 |
| wrz 21      | Dąbr. Gór.   | Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka)   | 92,0                     | mar 24    | 221%                |
| <b>2020</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| gru 20      | Szczecin     | Przebudowa torowiska wraz z siecią od pl. Żołnierza do pętli Niebuszewo /ul. Matejki/Piłsudskiego | 141,8                    | lip 25    | ---                 |
| kwi 20      | Gorzów Wlkp. | Przebudowa drogi wraz z torowiskiem w ul. Chrobrego i ul. Mieszka I                               | 53,3                     | maj 22    | ---                 |
| <b>2019</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| wrz 19      | PKP PLK      | Projektuj i buduj na odcinku Rusiec Łódzki – Zduńska Wola Karsznice                               | 608,0                    | sie 24    | 188%                |
| wrz 19      | ZDM Kraków   | Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i taktji tramwajowych w Krakowie w latach 2019-2022    | 91,4                     | wrz 22    | ---                 |
| <b>2018</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| wrz 18      | ZIKIT        | Przebudowa ul. Królewska, Podchorążych, Bronowicka w Krakowie wraz z przebudową tor. tramwaj.     | 62,6                     | wrz 19    | 110%                |
| lip 18      | Poznań       | Przebudowa trasy tramwajowej na odcinku od os. Lecha do ronda Żegrze odcinek II                   | 82,6                     | lis 19    | 102%                |
| cze 18      | Bydgoszcz    | Przebudowa infrastruktury transportu szynowego w ciągu ul. Wojska Polskiego                       | 52,8                     | paź 19    | 201%                |
| mar 18      | PKP PLK      | Prace na odcinku linii kolejowej nr 99 Chabówka – Zakopane                                        | 532,0                    | gru 24    | 159%                |
| <b>2017</b> |              |                                                                                                   |                          |           |                     |
| paź 17      | PKP PLK      | Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna - Sandomierz                         | 470,0                    | paź 24    | 130%                |
| paź 17      | PKP PLK      | Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej Trzebinia – Oświęcim                         | 303,1                    | wrz 23    | 94%                 |
| sie 17      | PKP PLK      | Projektuj i Buduj: Warszawa – Granica LCS Łowicz                                                  | 91,8                     | lis 23    | 89%                 |
| lip 17      | PKP PLK      | Projekt i wykonanie robót budowlanych: Częstochowa - Zawiercie                                    | 371,6                    | gru 20    | 76%                 |
| cze 17      | PKP PLK      | Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew                                                       | 209,3                    | mar 20    | 71%                 |
| kwi 17      | PKP PLK      | Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)                                      | 71,9                     | lis 20    | 74%                 |
| kwi 17      | ZIKIT        | Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2                                        | 49,5                     | gru 22    | 55%                 |
| kwi 17      | PKP PLK      | Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno                                                  | 330,5                    | gru 23    | 88%                 |
| mar 17      | PKP PLK      | Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola                                              | 281,0                    | gru 21    | 60%                 |
| lut 17      | PKP PLK      | Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)                   | 52,7                     | lis 19    | 62%                 |
| sty 17      | PKP PLK      | Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze                                  | 124,5                    | paź 19    | 76%                 |

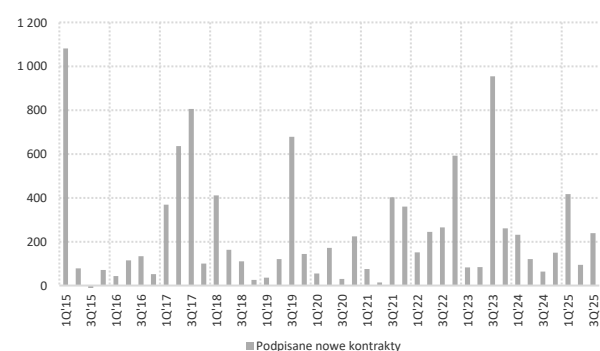
Źródło: BDM S.A., spółka, \*w części dla spółki w przypadku konsorcjum, wg informacji z raportu bieżącego/okresowego, \*\*wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, \*\*\* kontrakt w toku; nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena,

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

- Portfel ZUE wyniósł 1,14 mld PLN po 3Q'25. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). Pozostałą część stanowią kontrakty utrzymaniowe oraz zamówienia spółki handlowej.
- Obecnie największą szansą na istotne zwiększenie portfela spółka może postrzegać w przetargu PKP PLK na 2,6 mld PLN (Gdynia Chylonia – Łębork), gdzie na początku lipca złożyła najniższą cenę, a we wrześniu zamawiający uznał ofertę za najkorzystniejszą. Pod koniec października KIO odrzuciło odwołanie konkurencji (teoretycznie istnieje jeszcze ścieżka odwołania przez drogą sądową, ale bardzo rzadko znajduje zastosowanie). Do podpisania kontraktu powinno dojść na przestrzeni najbliższych tygodni

(termin realizacji to blisko 5 lat od momentu podpisania, kontrakt ma charakter P&B, ale prawdopodobnie możliwa jest „sprzedaż” materiałów na jego początku, co może nieco wygładzić rozłożenie się przychodów w czasie).

- Zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich kwartałach kończyła kolejne stare kontrakty (LCS Kutno, Skarżysko – Sandomierz, Chabówka – Zakopane – ten ostatni nadal formalnie jest na liście kontraktów realizacji) z okresu, kiedy konkurencja na przetargach była wymagająca. Umowy te miały znaczne opóźnienie w stosunku do pierwotnych harmonogramów (m.in. kwestia opóźnień administracyjnych czy zmian zakresu prac), co generowało dodatkowe koszty stałe w stosunku do pierwotnych budżetów.
- W końcówki 2021 (na początku 2022 wybuchła wojna w Ukrainie) pochodziły dwa duże kontrakty tramwajowe: zajezdnia Annapol (wygrana wyraźnie powyżej budżetu, „po drodze” spółka przejęła zakres partnera) oraz kontrakt w Szczecinie (podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Kontrakt na Annapol według oficjalnych informacji ze strony zamawiającego zakończył się w 4Q’24, ale w 1H’25 prowadzono jeszcze prace poprawkowe ([link](#)). Natomiast kontrakt w Szczecinie wydłużono oficjalnie o dwa lata, do 2025 roku, ale z informacji prasowych wynika, że potrwa co najmniej do połowy 2026 roku ([link](#)),
- **Kontrakty na rynku rumuńskim** spółka podpisała na przełomie 2022/23. W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE w konsorcjum (obecnie ok 10% mniej ze względu na umocnienie PLN vs RON). W sumie są to 64 kontrakty na prace Quick Wins (47 kontraktów poprzez oddział CF Cluj, odcinki: Apahida-Baia Mare, Razboieni-Episcopia Bihor i Arad-Oradea oraz 17 poprzez CF Brasov, odcinki: Bucuresti-Brasov-Cluj; [link1](#), [link2](#), [link3](#)) mające na celu zniesienie ograniczeń prędkości i przywrócenie parametrów technicznych kolei (głównie w efekcie wymiany elementów nawierzchni torowej, jak szyny, podkłady, urządzenie torowe i kruszywo). Prace finansowane są ze środków rumuńskiego KPO.
- Prace w Rumunii planowo miały potrwać na kontraktach do 3Q’24 (Brasov) a na części do 1Q’25 (Cluj). Z konferencji wynikowych spółki wynika, że mają one opóźnienia czasowe (poprawki w projektach, konieczność uwzględnienia innych prowadzonych równolegle inwestycji). W przychodach do 3Q’25 rozpoznano łącznie 359 mln PLN (w tym 100 mln PLN w 2023, 155 mln PLN w 2024 roku i 105 mln PLN w 1-3Q’25). Z danych prezentowanych na stronie lokalnego zarządcy infrastruktury ([link](#)) wynika, że odcinki mają bardzo zróżnicowany stopień zaawansowania prac a terminy ukończenia są obecnie ustalone na koniec 4Q’26.
- **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzytelności (spółka wnioskuję o dopłaty do kontraktów; brak obecnie sporów po stronie zobowiązań), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte przez ZUE wyniki finansowe czy cash flow. W listopadzie’25 spółka zawarła ugodę z PKP Cargo Terminale (kontrakt na budowę terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach). ZUE domagało się 12,3 mln PLN – otrzyma 9,3 mln PLN brutto (7,6 mln PLN netto) rozłożone na miesięczne raty do 2031 roku (wpływ na wynik zostanie ujęty w 4Q’25 – będzie uwzględniał dyskonto za termin i ryzyko kredytowe).

#### Istotne sprawy sądowe

| sprawa                     | Data | kwota wnioskowana przez ZUE [mln PLN]* |
|----------------------------|------|----------------------------------------|
| Biadolin – Tarnów          | 2016 | 15,7**                                 |
| Biadolin – Tarnów          | 2023 | 7,0                                    |
| Częstochowa – Zawiercie    | 2020 | 34,8                                   |
| 3 odcinki - waloryzacja    | 2021 | 15,0                                   |
| 1 odcinek - waloryzacja    | 2022 | 7,0                                    |
| ul. Igołomska              | 2022 | 6,0***                                 |
| Trzebinia - Cz-DZ          | 2023 | 23,6                                   |
| Bocznicza WSSE Invest-Park | 2025 | 6,8                                    |
| <b>suma</b>                |      | <b>115,9</b>                           |

Źródło: DM BDM S.A., spółka, \* w przypadku występowanie w konsorcjum kwota przypadająca na ZUE

\*\*zasądzono 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, ale sąd apelacyjny uchylił wyrok, \*\*\* o osobną kwotę wnioskuję Energopol

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

## Wyniki za 3Q'25 [mln PLN]

|                                   | 3Q'24 | 3Q'25 | zmiana r/r | 3Q'25W | odchyl | 3Q'25P BDM | odchyl | 1-3Q'24 | 1-3Q'25 | zmiana r/r | 3Q'24 |
|-----------------------------------|-------|-------|------------|--------|--------|------------|--------|---------|---------|------------|-------|
| Przychody                         | 304,3 | 288,1 | -5,3%      | 288,1  | 0,0%   | 250,0      | 15,3%  | 921,5   | 690,9   | -25,0%     | 304,3 |
| Wynik brutto na sprzedaży         | 7,0   | 10,4  | 48,1%      | 10,4   | -0,2%  | 11,5       | -9,5%  | 34,5    | 37,4    | 8,4%       | 7,0   |
| Wynik na sprzedaży                | -1,0  | 0,3   | ---        | ---    | ---    | 2,0        | -87,5% | 10,5    | 9,0     | -14,7%     | -1,0  |
| PPO/PKO                           | 2,2   | -0,2  | ---        | ---    | ---    | 0,0        | ---    | 2,9     | 1,0     | -66,7%     | 2,2   |
| EBITDA                            | 5,2   | 3,9   | -24,4%     | ---    | ---    | 6,2        | -36,5% | 25,0    | 22,0    | -11,9%     | 5,2   |
| EBIT                              | 1,2   | 0,0   | -97,3%     | 0,0    | ---    | 2,0        | -98,5% | 13,4    | 9,9     | -26,1%     | 1,2   |
| Zysk brutto                       | -1,3  | -0,4  | ---        | ---    | ---    | 1,4        | ---    | 8,0     | 5,9     | -26,5%     | -1,3  |
| Zysk netto przed wyl. mniejszości | -0,2  | -0,3  | ---        | -0,4   | ---    | 1,1        | ---    | 6,9     | 5,2     | -24,2%     | -0,2  |
| Zysk netto                        | -0,2  | -0,4  | ---        | ---    | ---    | 1,1        | ---    | 6,9     | 5,2     | -24,6%     | -0,2  |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży   | 2,3%  | 3,6%  | ---        | 3,6%   | ---    | 4,6%       | ---    | 3,7%    | 5,4%    | ---        | 2,3%  |
| Marża EBITDA                      | 1,7%  | 1,4%  | ---        | ---    | ---    | 2,5%       | ---    | 2,7%    | 3,2%    | ---        | 1,7%  |
| Marża EBIT                        | 0,4%  | 0,0%  | ---        | 0,0%   | ---    | 0,8%       | ---    | 1,5%    | 1,4%    | ---        | 0,4%  |
| Marża zysku netto                 | -0,1% | -0,1% | ---        | -0,1%  | ---    | 0,5%       | ---    | 0,7%    | 0,8%    | ---        | -0,1% |

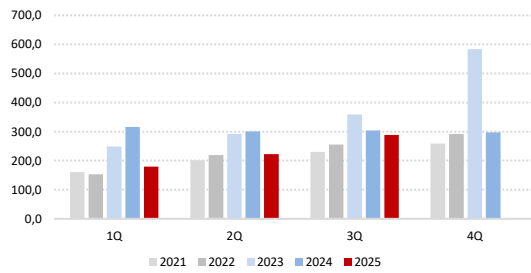
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka przedstawiła najpierw wyniki wstępne a później pełny raport za 3Q'25. Na początku listopada spółka podawała już wstępne wyniki skonsolidowane i jednostkowe.
- W 3Q'25 na poziomie przychodów ZUE miało 288 mln PLN (-5% r/r). Spadek przychodów r/r był głównie konsekwencją niższego portfela (po 2Q'25 wynosił 1,19 mld PLN, co dawało -19% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 3Q'25 (3,6%) była lepsza r/r, ale poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań (2,3% w 3Q'24). Marża spadła wyraźnie vs 2Q'25, kiedy była niestandardowo wysoka (m.in. uzyskano wtedy dopłaty na części kontraktów). Zwracamy uwagę na istotny wzrost (o 6,4 mln PLN vs 2Q'25) w pozycji odpisy aktualizujące wartość należności w związku ze wzrostem ryzyka kredytowego.
- EBIT wyniósł 0,0 mln PLN (vs 1,2 mln PLN rok temu). Saldo pozostałej działalności operacyjnej było minimalnie ujemne (-0,2 mln PLN). Saldo finansowe było ujemne (-0,4 mln PLN).
- Wynik netto wyniósł -0,4 mln PLN (vs -0,2 mln PLN w 3Q'24). Pierwotnie spodziewaliśmy się dodatnich wyników na tych poziomach (niższe wyniki są konsekwencją niższej marży brutto ze sprzedaży).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 3Q'25 35 mln PLN (vs 70 mln PLN w 1H'25, w całym 2024 na poziomie 155 mln PLN).
- Dług netto po 3Q'25 wyniósł 38 mln PLN (rok temu na poziomie 73 mln PLN). CF operacyjny w 3Q'25 był dodatni (+29 mln PLN).
- Backlog na dzień sporządzenia raportu wynosił 1 139 mln PLN (vs 1 188 mln PLN kwartał temu). Wartość podpisanych nowych umów do zatwierdzenia sprawozdania finansowego wyniosła 575 mln PLN. Spółka miała złożone najlepsze oferty w przetargach na łączną kwotę 2 844 mln PLN.

Wyniki za 3Q'25, po bardzo pozytywnym zaskoczeniu w 2Q'25, zgodnie z oczekiwaniami przyniosły spadek marży w ujęciu q/q. Aczkolwiek erozja marży jest nieco większa niż się spodziewaliśmy. Natomiast mocniejsze niż zakładaliśmy są przychody (prawdopodobnie efekt rozpoczęcia realizacji kontraktu Łomża – Łapy). Spółka zmniejszyła także zadłużenie w ujęciu q/q.

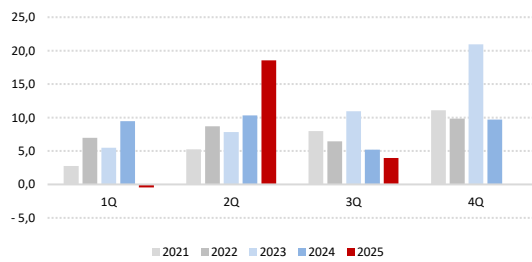
Na ostatniej konferencji wynikowej (po 2Q'25) zarząd komunikował, że spółka chce utrzymywać „dobrą” i „jak najwyższą” marżę (spółka wyznacza sobie cel osiągnięcia marży brutto ze sprzedaży na poziomie 6% w średnim terminie). W ostatnich kwartałach rentowność brutto ze sprzedaży w spółce jest dość mocno rozchwiana. Uważamy, że prawdopodobnie jest to związane z kończeniem przez spółkę starych kontraktów, które w różnym stopniu punktowo mogą wpływać na raportowaną marżowość (do finalnego rozliczenia może pozostawać jeszcze kontrakt na zajezdnię Annopol). Zwracamy uwagę, że bieżące przychody powinny się opierać w sporej mierze na kontrakcie Katowice – Będzin, który pozyskany był w korzystnym „okienku” przetargowym w 2023 roku.

**Przychody wg kwartałów [mln PLN]**



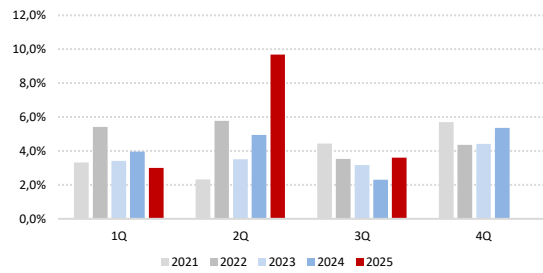
Źródło: BDM S.A., spółka

**EBITDA wg kwartałów [mln PLN]**



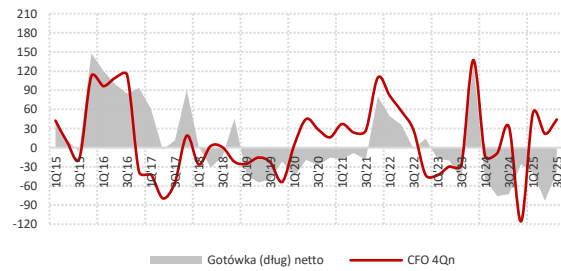
Źródło: BDM S.A., spółka

**Marża brutto ze sprzedaży**



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Spółka nie organizowała konferencji wynikowej po 3Q'25 (podsumowanie telekonferencji po 2Q'25 – w poprzedniej rekomendacji [link](#))

## Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]

|                                  | 1Q'23        | 2Q'23        | 3Q'23        | 4Q'23         | 1Q'24         | 2Q'24        | 3Q'24        | 4Q'24        | 1Q'25        | 2Q'25        | 3Q'25        | 4Q'25P       | 1Q'26P       | 2Q'26P       | 3Q'26P       | 4Q'26P       |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>    | <b>249,3</b> | <b>292,4</b> | <b>359,0</b> | <b>583,5</b>  | <b>316,2</b>  | <b>301,0</b> | <b>304,3</b> | <b>297,9</b> | <b>180,1</b> | <b>222,6</b> | <b>288,1</b> | <b>245,0</b> | <b>183,7</b> | <b>228,6</b> | <b>272,8</b> | <b>280,2</b> |
| Budownictwo                      | 223,8        | 273,2        | 340,6        | 567,6         | 305,4         | 282,0        | 286,4        | 277,9        | 166,5        | 209,1        | 265,6        | 230,0        | 170,0        | 215,0        | 250,0        | 265,0        |
| Handel                           | 23,5         | 17,2         | 18,0         | 15,8          | 10,8          | 19,0         | 17,9         | 20,0         | 13,6         | 13,5         | 22,5         | 15,0         | 13,7         | 13,6         | 22,8         | 15,2         |
| Projektowanie                    | 1,7          | 2,2          | 0,4          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Wyłączenia                       | 0,3          | -0,1         | 0,0          | 0,1           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>  | <b>8,5</b>   | <b>10,3</b>  | <b>11,4</b>  | <b>25,8</b>   | <b>12,6</b>   | <b>14,9</b>  | <b>7,0</b>   | <b>16,0</b>  | <b>5,4</b>   | <b>21,6</b>  | <b>10,4</b>  | <b>11,4</b>  | <b>8,1</b>   | <b>12,7</b>  | <b>15,3</b>  | <b>16,2</b>  |
| Budownictwo                      | 6,4          | 8,6          | 10,0         | 24,9          | 11,7          | 13,7         | 5,8          | 14,8         | 4,8          | 20,7         | 9,0          | 10,4         | 7,2          | 11,8         | 13,8         | 15,2         |
| Handel                           | 1,8          | 0,9          | 1,1          | 0,8           | 0,8           | 1,3          | 1,3          | 1,2          | 0,8          | 0,9          | 1,4          | 1,1          | 1,0          | 1,0          | 1,6          | 1,1          |
| Projektowanie                    | 0,3          | 0,7          | 0,1          | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Wyłączenia                       | -0,1         | 0,1          | 0,2          | 0,1           | 0,0           | -0,1         | 0,0          | 0,0          | -0,2         | 0,0          | 0,1          | -0,1         | -0,1         | -0,1         | -0,1         | -0,1         |
| SG&A                             | 6,8          | 7,5          | 8,0          | 8,1           | 7,9           | 8,1          | 8,0          | 9,9          | 9,1          | 9,1          | 10,2         | 9,9          | 9,2          | 9,2          | 10,2         | 10,6         |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>         | <b>1,7</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,4</b>   | <b>17,6</b>   | <b>4,7</b>    | <b>6,8</b>   | <b>-1,0</b>  | <b>6,1</b>   | <b>-3,7</b>  | <b>12,4</b>  | <b>0,3</b>   | <b>1,5</b>   | <b>-1,1</b>  | <b>3,5</b>   | <b>5,1</b>   | <b>5,7</b>   |
| Saldo PPO/PKO                    | 0,2          | 1,3          | 3,9          | -0,5          | 1,0           | -0,2         | 2,2          | -0,5         | -0,9         | 2,1          | -0,2         | 2,4          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>5,5</b>   | <b>7,8</b>   | <b>11,0</b>  | <b>20,9</b>   | <b>9,5</b>    | <b>10,3</b>  | <b>5,2</b>   | <b>9,7</b>   | <b>-0,5</b>  | <b>18,5</b>  | <b>3,9</b>   | <b>8,6</b>   | <b>3,3</b>   | <b>7,8</b>   | <b>9,5</b>   | <b>10,0</b>  |
| EBIT                             | 1,9          | 4,1          | 7,2          | 17,2          | 5,7           | 6,6          | 1,2          | 5,6          | -4,6         | 14,5         | 0,0          | 3,9          | -1,1         | 3,5          | 5,1          | 5,7          |
| Zysk (strata) brutto             | 2,0          | 3,7          | 7,8          | 15,4          | 3,0           | 6,3          | -1,3         | 4,1          | -6,1         | 12,3         | -0,4         | 3,8          | -2,1         | 2,4          | 4,4          | 5,3          |
| <b>Zysk (strata) netto</b>       | <b>1,1</b>   | <b>3,0</b>   | <b>5,9</b>   | <b>10,9</b>   | <b>1,0</b>    | <b>6,2</b>   | <b>-0,2</b>  | <b>3,8</b>   | <b>-4,8</b>  | <b>10,4</b>  | <b>-0,4</b>  | <b>3,0</b>   | <b>-1,7</b>  | <b>2,0</b>   | <b>3,4</b>   | <b>4,2</b>   |
| <b>Marża brutto ze sprzedaży</b> | <b>3,4%</b>  | <b>3,5%</b>  | <b>3,2%</b>  | <b>4,4%</b>   | <b>4,0%</b>   | <b>5,0%</b>  | <b>2,3%</b>  | <b>5,4%</b>  | <b>3,0%</b>  | <b>9,7%</b>  | <b>3,6%</b>  | <b>4,6%</b>  | <b>4,4%</b>  | <b>5,6%</b>  | <b>5,6%</b>  | <b>5,8%</b>  |
| Budownictwo                      | 2,9%         | 3,1%         | 2,9%         | 4,4%          | 3,8%          | 4,9%         | 2,0%         | 5,3%         | 2,9%         | 9,9%         | 3,4%         | 4,5%         | 4,3%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,8%         |
| Handel                           | 7,7%         | 5,0%         | 5,9%         | 5,1%          | 7,5%          | 6,9%         | 7,1%         | 5,9%         | 6,2%         | 6,8%         | 6,1%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         |
| Projektowanie                    | 19,8%        | 32,0%        | ---          | ---           | ---           | ---          | ---          | ---          | ---          | ---          | ---          | ---          | ---          | ---          | ---          | ---          |
| Marża EBITDA                     | 2,2%         | 2,7%         | 3,1%         | 3,6%          | 3,0%          | 3,4%         | 1,7%         | 3,3%         | -0,3%        | 8,3%         | 1,4%         | 3,5%         | 1,8%         | 3,4%         | 3,5%         | 3,6%         |
| Marża EBIT                       | 0,8%         | 1,4%         | 2,0%         | 2,9%          | 1,8%          | 2,2%         | 0,4%         | 1,9%         | -2,5%        | 6,5%         | 0,0%         | 1,6%         | -0,6%        | 1,5%         | 1,9%         | 2,0%         |
| Marża netto                      | 0,4%         | 1,0%         | 1,7%         | 1,9%          | 0,3%          | 2,0%         | -0,1%        | 1,3%         | -2,7%        | 4,7%         | -0,2%        | 1,2%         | -0,9%        | 0,9%         | 1,3%         | 1,5%         |
| <b>CFO</b>                       | <b>-29,6</b> | <b>4,2</b>   | <b>-34,1</b> | <b>196,9</b>  | <b>-180,6</b> | <b>9,0</b>   | <b>6,7</b>   | <b>49,3</b>  | <b>-10,6</b> | <b>-23,6</b> | <b>29,1</b>  | <b>32,9</b>  | <b>-20,0</b> | <b>0,0</b>   | <b>25,0</b>  | <b>63,6</b>  |
| <b>Dług netto</b>                | <b>17,3</b>  | <b>20,1</b>  | <b>50,5</b>  | <b>-134,2</b> | <b>50,2</b>   | <b>75,8</b>  | <b>73,0</b>  | <b>26,3</b>  | <b>39,9</b>  | <b>83,4</b>  | <b>37,9</b>  | <b>12,9</b>  | <b>37,2</b>  | <b>41,6</b>  | <b>20,9</b>  | <b>-38,8</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|                           | 2025       | 2025      | zmiana | 2026       | 2026      | zmiana | 2027       | 2027      | zmiana | 2028       | 2028      | zmiana |
|---------------------------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|------------|-----------|--------|
|                           | poprzednio | aktualnie |        | poprzednio | aktualnie |        | poprzednio | aktualnie |        | poprzednio | aktualnie |        |
| Przychody                 | 847,8      | 935,9     | 10,4%  | 957,7      | 965,3     | 0,8%   | 1 358,3    | 1 415,9   | 4,2%   | 1 558,8    | 1 666,6   | 6,9%   |
| Zysk brutto ze sprzedaży  | 53,8       | 48,7      | -9,4%  | 54,2       | 52,4      | -3,3%  | 77,3       | 72,9      | -5,8%  | 88,3       | 90,0      | 1,9%   |
| EBITDA                    | 34,6       | 30,7      | -11,4% | 32,5       | 30,5      | -6,1%  | 52,5       | 48,0      | -8,6%  | 60,5       | 62,4      | 3,2%   |
| EBIT                      | 17,7       | 13,8      | -21,8% | 15,2       | 13,3      | -12,8% | 35,3       | 30,8      | -12,8% | 43,2       | 45,2      | 4,6%   |
| Zysk (strata) netto       | 11,3       | 8,2       | -27,3% | 10,0       | 8,0       | -20,2% | 27,6       | 23,5      | -14,9% | 34,0       | 35,3      | 3,9%   |
| Dług (gotówka) netto      | 3,7        | 12,9      | 249,3% | -47,1      | -38,8     | -17,6% | -48,1      | -47,3     | -1,6%  | -57,6      | -65,6     | 13,8%  |
| Marża brutto ze sprzedaży | 6,3%       | 5,2%      |        | 5,7%       | 5,4%      |        | 5,7%       | 5,1%      |        | 5,7%       | 5,4%      |        |
| Marża EBITDA              | 4,1%       | 3,3%      |        | 3,4%       | 3,2%      |        | 3,9%       | 3,4%      |        | 3,9%       | 3,7%      |        |
| Marża EBIT                | 2,1%       | 1,5%      |        | 1,6%       | 1,4%      |        | 2,6%       | 2,2%      |        | 2,8%       | 2,7%      |        |
| Marża zysku netto         | 1,3%       | 0,9%      |        | 1,0%       | 0,8%      |        | 2,0%       | 1,7%      |        | 2,2%       | 2,1%      |        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*z 22/08/2025

- Po 1-3Q'25 spółka ma 691 mln PLN przychodów (-25% r/r) oraz 5,2 mln PLN zysku netto (-25% r/r). Wyniki za sam 3Q'25, po bardzo pozytywnym zaskoczeniu w 2Q'25, zgodnie z oczekiwaniami przyniosły spadek marży w ujęciu q/q (nieco jednak większy niż wcześniej zakładaliśmy).
- W wynikach 4Q'25 ujmujemy rozpoznanie +2,4 mln PLN wyniku na ugodzie z PKP Cargo (jako stopę dyskonta przyjęliśmy WACC dla ZUE oraz dodatkowe 50% dyskonta od uzyskanej wartości za ryzyko kredytowe PKP Cargo).
- Korygujemy nasze prognozy: nieco bardziej konserwatywnie podchodzimy do marż, natomiast w górę korygujemy przychody w okresie 2027+ (wyższe prawdopodobieństwo rozpoznanie przychodów z potencjalnego kontraktu Gdynia Chylonia – Łębork).
- Zakładamy, że spółka wypracuje w 225 roku 0,94 mld PLN przychodów (-23% r/r) oraz 8,2 mln PLN zysku netto (-23% r/r). Założenia na poziomie przychodów są wyższe niż w naszej poprzedniej rekomendacji a dla zysku netto niższe (pochodna m.in. ujęcia wyników 3Q'25).
- Portfel spółki od końcówki 2023 do końca 2024 systematycznie spadał (po 4Q'24 był on około połowę niższy niż szczyt z 3Q'23, kiedy przekraczał 2,0 mld PLN). Sytuacja nieco poprawiła się w tym roku, m.in. w kwietniu podpisano umowę na 0,3 mld PLN z PKP PLK (do realizacji na 4 lata). Po 3Q'25 portfel wynosił 1,1 mld PLN (-7% r/r). Przychody w kolejnych okresach powinny się opierać w sporej mierze na kontrakcie Katowice – Będzin, który pozyskany był w korzystnym „okienku” przetargowym w 2023 roku. Jednocześnie „widoczność” marży ogranicza pytanie finalne rozliczenie kontraktu na zajezdnię Annopol (kontrakt zakończony) czy końcówka kontraktu na przebudowę torowiska w Szczecinie w 2026 roku
- W średnim terminie zwracamy uwagę, że spółka ma wybraną ofertę w przetargu PKP PLK na 2,6 mld PLN na odcinek Gdynia Chylonia – Łębork. Spółka jest już także po procesie odwoławczym w KIO. Zakładamy, że

do podpisania kontraktu powinno dojść prawdopodobnie w okolicy 1Q'26. Termin realizacji to blisko 5 lat od momentu podpisania, kontrakt ma charakter P&B, ale prawdopodobnie możliwa jest „sprzedaż” materiałów na jego początku, co może nieco wygładzić rozłożenie się przychodów w czasie (średnio ponad 0,5 mld PLN przerobu/rok, ale należy zakładać raczej niższy początek i wyższy koniec).

- Nasze prognozy na kolejne lata oparte są na założeniu, że spółka podpisze w 2026 roku umowę na ten kontrakt. Jego brak zmusiłby spółkę prawdopodobnie do agresywnego ofertowania w kolejnych przetargach, co wpłynęłoby na perspektywę marżowości w naszym modelu. Jego potencjalne pozyskanie mogłoby ustabilizować portfel spółki na kilka lat i dać przestrzeń do wyważonego ofertowania w kolejnych latach (plany PKP PLK pozostają ambitne).
- Oferta na Gdynia Chylonia – Łębork nie wydaje nadmiernie „agresywna”, szczególnie jak na warunki konkurencyjne na kolei w ostatnich kwartałach. Jest 3% poniżej II oferty i 14% poniżej budżetu, ale są tu parametry nieodłączające in minus od mediany dla rynku kolejowego w tym roku (odpowiednio 3% dla II ofert i 14% vs budżet).
- Spółka obserwuje ożywienie w przetargach tramwajowych, gdzie od lat posiada silną pozycję (naszym zdaniem trudno jednak na razie mówić o jakiejś regularności czy wysypie takich postępowań). Spółka buduje także ekspozycję na rynki zagraniczne (obecnie głównie w Rumunii, aktywność przetargowa w Słowacji, pierwsze, małe, zlecenia w Niemczech).
- Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscylowała w okolicy 4% (wyłączając dużą stratę w 2018 roku, średnia ważona marża lata 2014-24 to 4,3%). Estymujemy wzrost marży r/r w całym 2025 roku (m.in. pochodna bardzo dobrego 2Q'25, kiedy rozwiązano część istotnych ryzyk kontraktowych). W 2026 roku zakładamy lekką poprawę r/r (m.in. zakładamy, że lepszy r/r będzie 1Q'26 oraz 2H'26). Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 6% rentowności brutto ze sprzedaży i taki poziom zakładamy w długim terminie (2031+). Należy jednak pamiętać, że mamy mimo wszystko obniżoną widoczność marży na 2026+. Rynek kolejowy jest po długim okresie braku postępowań przetargowych, a samo ZUE było już na początku cyklu pod presją odbudowania portfela.
- Udział ZUE w rynku inwestycji finansowanych przez PKP PLK to ok. 5% za ostatnie lata. Nakłady inwestycyjne PKP PLK mają sięgać w latach 2025-29 średnio ok 15 mld PLN/rok. Należy przy tym wziąć pod uwagę, że sam kontrakt Gdynia – Łębork może zapewnić po 0,5-0,6 mld PLN przychodów/rok. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok, Energopol oraz Railway gft – każdy po kilkadziesiąt mln PLN przychodów. Do tego należy dodać rynki zagraniczne (Rumunia dodała w ostatnich latach po 100+ mln PLN/rok). Nowy obszar rynku w Polsce powinna tworzyć CPK.
- Przez ostatnie lata nakłady inwestycyjne spółki skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. Natomiast w 2024 spółka sfinansowała leasingiem zakup podbijarki za 28 mln PLN ([link](#)). Zakładamy, że kolejne lata przyniosą poziom nakładów na poziomie amortyzacji.
- Na koniec 2024 roku spółka miała 26 mln PLN długu netto. Po 3Q'25 dług netto wyniósł 38 mln PLN. Przyjmujemy, że na koniec każdego kolejnego roku od 2026 w szczegółowej prognozie spółka będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami od 2027 roku (zakładamy, że przy założeniu pozyskania kontraktu Gdynia – Łębork, zarząd może ostrożnie podejść w 2026 roku do kwestii dywidendy).

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

|                                  | 2021         | 2022         | 2023           | 2024           | 2025P        | 2026P        | 2027P          | 2028P          | 2029P          | 2030P          | 2031P          | 2032P          | 2033P          | 2034P          |
|----------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>    | <b>851,5</b> | <b>921,4</b> | <b>1 484,1</b> | <b>1 219,4</b> | <b>935,9</b> | <b>965,3</b> | <b>1 415,9</b> | <b>1 666,6</b> | <b>1 683,3</b> | <b>1 700,1</b> | <b>1 717,1</b> | <b>1 734,3</b> | <b>1 751,6</b> | <b>1 769,1</b> |
| Budownictwo                      | 780,7        | 831,1        | 1 405,1        | 1 151,8        | 871,3        | 900,0        | 1 350,0        | 1 600,0        | 1 616,0        | 1 632,2        | 1 648,5        | 1 665,0        | 1 681,6        | 1 698,4        |
| Handel                           | 63,3         | 77,8         | 74,4           | 67,6           | 64,6         | 65,3         | 65,9           | 66,6           | 67,3           | 67,9           | 68,6           | 69,3           | 70,0           | 70,7           |
| Projektowanie                    | 6,9          | 8,5          | 4,3            | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Wyłączenia                       | 0,5          | 4,1          | 0,4            | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>  | <b>35,0</b>  | <b>42,8</b>  | <b>55,9</b>    | <b>50,5</b>    | <b>48,7</b>  | <b>52,4</b>  | <b>72,9</b>    | <b>90,0</b>    | <b>94,9</b>    | <b>99,9</b>    | <b>103,5</b>   | <b>104,5</b>   | <b>105,6</b>   | <b>106,7</b>   |
| Budownictwo                      | 29,9         | 31,1         | 49,9           | 46,0           | 44,8         | 48,0         | 68,4           | 85,5           | 90,4           | 95,4           | 98,9           | 99,9           | 100,9          | 101,9          |
| Handel                           | 3,9          | 10,9         | 4,5            | 4,6            | 4,2          | 4,6          | 4,6            | 4,7            | 4,7            | 4,8            | 4,8            | 4,9            | 4,9            | 4,9            |
| Projektowanie                    | 1,5          | 1,3          | 1,1            | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Wyłączenia                       | -0,3         | -0,5         | 0,3            | -0,1           | -0,2         | -0,2         | -0,2           | -0,2           | -0,2           | -0,2           | -0,2           | -0,2           | -0,2           | -0,2           |
| SG&A                             | 25,1         | 26,2         | 30,4           | 33,8           | 38,3         | 39,2         | 42,1           | 44,8           | 44,9           | 45,1           | 47,7           | 47,9           | 48,0           | 48,2           |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>         | <b>9,9</b>   | <b>16,6</b>  | <b>25,6</b>    | <b>16,6</b>    | <b>10,5</b>  | <b>13,3</b>  | <b>30,8</b>    | <b>45,2</b>    | <b>50,0</b>    | <b>54,8</b>    | <b>55,8</b>    | <b>56,7</b>    | <b>57,5</b>    | <b>58,4</b>    |
| Saldo PPO/PKO                    | 4,3          | 1,5          | 4,9            | 2,4            | 3,4          | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>27,1</b>  | <b>31,9</b>  | <b>45,2</b>    | <b>34,7</b>    | <b>30,7</b>  | <b>30,5</b>  | <b>48,0</b>    | <b>62,4</b>    | <b>67,2</b>    | <b>72,1</b>    | <b>73,1</b>    | <b>74,0</b>    | <b>74,9</b>    | <b>75,8</b>    |
| EBIT                             | 14,2         | 18,1         | 30,4           | 19,1           | 13,8         | 13,3         | 30,8           | 45,2           | 50,0           | 54,8           | 55,8           | 56,7           | 57,5           | 58,4           |
| Zysk (strata) brutto             | 15,4         | 22,1         | 28,9           | 12,1           | 9,7          | 10,0         | 29,1           | 43,7           | 48,7           | 53,6           | 56,3           | 57,6           | 58,8           | 59,9           |
| <b>Zysk (strata) netto</b>       | <b>11,8</b>  | <b>16,4</b>  | <b>21,0</b>    | <b>10,7</b>    | <b>8,2</b>   | <b>8,0</b>   | <b>23,5</b>    | <b>35,3</b>    | <b>39,4</b>    | <b>43,4</b>    | <b>45,6</b>    | <b>46,6</b>    | <b>47,6</b>    | <b>48,5</b>    |
| <b>Marża brutto ze sprzedaży</b> | <b>4,1%</b>  | <b>4,6%</b>  | <b>3,8%</b>    | <b>4,1%</b>    | <b>5,2%</b>  | <b>5,4%</b>  | <b>5,1%</b>    | <b>5,4%</b>    | <b>5,6%</b>    | <b>5,9%</b>    | <b>6,0%</b>    | <b>6,0%</b>    | <b>6,0%</b>    | <b>6,0%</b>    |
| Budownictwo                      | 3,8%         | 3,7%         | 3,6%           | 4,0%           | 5,1%         | 5,3%         | 5,1%           | 5,3%           | 5,6%           | 5,8%           | 6,0%           | 6,0%           | 6,0%           | 6,0%           |
| Handel                           | 6,2%         | 14,1%        | 6,1%           | 6,8%           | 6,5%         | 7,0%         | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           |
| Projektowanie                    | 21,7%        | 14,9%        | 26,6%          | ---            | ---          | ---          | ---            | ---            | ---            | ---            | ---            | ---            | ---            | ---            |
| Marża EBITDA                     | 3,2%         | 3,5%         | 3,0%           | 2,8%           | 3,3%         | 3,2%         | 3,4%           | 3,7%           | 4,0%           | 4,2%           | 4,3%           | 4,3%           | 4,3%           | 4,3%           |
| Marża EBIT                       | 1,7%         | 2,0%         | 2,0%           | 1,6%           | 1,5%         | 1,4%         | 2,2%           | 2,7%           | 3,0%           | 3,2%           | 3,2%           | 3,3%           | 3,3%           | 3,3%           |
| Marża netto                      | 1,4%         | 1,8%         | 1,4%           | 0,9%           | 0,9%         | 0,8%         | 1,7%           | 2,1%           | 2,3%           | 2,5%           | 2,7%           | 2,7%           | 2,7%           | 2,7%           |
| <b>CFO</b>                       | <b>109,8</b> | <b>-42,6</b> | <b>137,5</b>   | <b>-115,6</b>  | <b>27,8</b>  | <b>68,6</b>  | <b>29,8</b>    | <b>47,3</b>    | <b>56,4</b>    | <b>60,4</b>    | <b>62,0</b>    | <b>62,7</b>    | <b>63,4</b>    | <b>64,1</b>    |
| <b>Dług netto</b>                | <b>-80,2</b> | <b>-14,6</b> | <b>-134,2</b>  | <b>26,3</b>    | <b>12,9</b>  | <b>-38,8</b> | <b>-47,3</b>   | <b>-65,6</b>   | <b>-69,3</b>   | <b>-72,9</b>   | <b>-74,8</b>   | <b>-75,4</b>   | <b>-76,0</b>   | <b>-76,5</b>   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

| Bilans [mln PLN]                              | 2023        | 2024        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        | 2031P        | 2032P        | 2033P        | 2034P        |
|-----------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                          | <b>193</b>  | <b>214</b>  | <b>212</b>   | <b>211</b>   | <b>212</b>   | <b>212</b>   | <b>212</b>   | <b>212</b>   | <b>212</b>   | <b>212</b>   | <b>212</b>   | <b>212</b>   |
| Wartości niematerialne i prawne               | 34          | 33          | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           |
| Rzeczowe aktywa trwałe                        | 110         | 134         | 132          | 131          | 132          | 132          | 132          | 132          | 132          | 132          | 132          | 132          |
| Nieruchomości inwestycyjne                    | 16          | 15          | 15           | 15           | 15           | 15           | 15           | 15           | 15           | 15           | 15           | 15           |
| Pozostałe aktywa trwałe                       | 33          | 32          | 32           | 32           | 32           | 32           | 32           | 32           | 32           | 32           | 32           | 32           |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                        | <b>712</b>  | <b>517</b>  | <b>417</b>   | <b>469</b>   | <b>636</b>   | <b>737</b>   | <b>742</b>   | <b>745</b>   | <b>746</b>   | <b>746</b>   | <b>746</b>   | <b>752</b>   |
| Zapasy                                        | 70          | 28          | 26           | 22           | 32           | 38           | 38           | 39           | 39           | 40           | 40           | 40           |
| Należności krótkoterminowe                    | 417         | 433         | 332          | 347          | 506          | 595          | 601          | 606          | 612          | 619          | 625          | 631          |
| Inwestycje krótkoterminowe                    | 224         | 53          | 56           | 96           | 94           | 101          | 99           | 96           | 91           | 84           | 78           | 77           |
| - w tym środki pieniężne                      | 224         | 53          | 55           | 96           | 93           | 100          | 99           | 95           | 90           | 84           | 78           | 77           |
| Pozostałe aktywa obrotowe                     | 1           | 3           | 3            | 3            | 3            | 3            | 3            | 3            | 3            | 3            | 3            | 3            |
| <b>Aktywa razem</b>                           | <b>906</b>  | <b>732</b>  | <b>629</b>   | <b>680</b>   | <b>848</b>   | <b>949</b>   | <b>953</b>   | <b>956</b>   | <b>958</b>   | <b>958</b>   | <b>958</b>   | <b>963</b>   |
| <b>Kapitał (fundusz) własny</b>               | <b>199</b>  | <b>205</b>  | <b>213</b>   | <b>221</b>   | <b>241</b>   | <b>264</b>   | <b>268</b>   | <b>272</b>   | <b>274</b>   | <b>275</b>   | <b>276</b>   | <b>277</b>   |
| <b>Kapitał mniejszości</b>                    | <b>1</b>    | <b>1</b>    | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     |
| <b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b> | <b>706</b>  | <b>525</b>  | <b>415</b>   | <b>458</b>   | <b>605</b>   | <b>683</b>   | <b>683</b>   | <b>682</b>   | <b>681</b>   | <b>680</b>   | <b>679</b>   | <b>684</b>   |
| Rezerwy na zobowiązania                       | 39          | 33          | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           | 33           |
| Zobowiązania długoterminowe                   | 90          | 68          | 58           | 48           | 38           | 28           | 23           | 23           | 23           | 23           | 23           | 23           |
| - w tym zobowiązania oprocentowane            | 72          | 44          | 34           | 24           | 14           | 4            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Zobowiązania krótkoterminowe                  | 577         | 425         | 324          | 377          | 535          | 623          | 627          | 626          | 625          | 624          | 624          | 628          |
| - w tym zobowiązania oprocentowane            | 17          | 34          | 33           | 32           | 31           | 30           | 29           | 22           | 15           | 8            | 2            | 0            |
| Inne                                          | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Pasywa razem</b>                           | <b>906</b>  | <b>732</b>  | <b>629</b>   | <b>680</b>   | <b>848</b>   | <b>949</b>   | <b>953</b>   | <b>956</b>   | <b>958</b>   | <b>958</b>   | <b>958</b>   | <b>963</b>   |
| <b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>      | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> | <b>2029P</b> | <b>2030P</b> | <b>2031P</b> | <b>2032P</b> | <b>2033P</b> | <b>2034P</b> |
| Przychody netto ze sprzedaży                  | 1 484       | 1 219       | 936          | 965          | 1 416        | 1 667        | 1 683        | 1 700        | 1 717        | 1 734        | 1 752        | 1 769        |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży             | 56          | 50          | 49           | 52           | 73           | 90           | 95           | 100          | 104          | 105          | 106          | 107          |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu           | 30          | 34          | 38           | 39           | 42           | 45           | 45           | 45           | 48           | 48           | 48           | 48           |
| Zysk (strata) na sprzedaży                    | 26          | 17          | 10           | 13           | 31           | 45           | 50           | 55           | 56           | 57           | 58           | 58           |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej     | 5           | 2           | 3            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA                                        | 45          | 35          | 31           | 31           | 48           | 62           | 67           | 72           | 73           | 74           | 75           | 76           |
| EBIT                                          | 30          | 19          | 14           | 13           | 31           | 45           | 50           | 55           | 56           | 57           | 58           | 58           |
| Saldo działalności finansowej                 | -1          | -7          | -4           | -3           | -2           | -1           | -1           | -1           | 1            | 1            | 1            | 1            |
| Zysk (strata) brutto                          | 29          | 12          | 10           | 10           | 29           | 44           | 49           | 54           | 56           | 58           | 59           | 60           |
| Zysk (strata) netto mniejszości               | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Zysk (strata) netto**                         | 21          | 11          | 8            | 8            | 23           | 35           | 39           | 43           | 46           | 47           | 48           | 49           |
| **dla akcjonariuszy jedn. dominującej         |             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>CF [mln PLN]</b>                           | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> | <b>2029P</b> | <b>2030P</b> | <b>2031P</b> | <b>2032P</b> | <b>2033P</b> | <b>2034P</b> |
| Przepływy z działalności operacyjnej          | 137         | -116        | 28           | 69           | 30           | 47           | 56           | 60           | 62           | 63           | 63           | 64           |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej        | 5           | -3          | -14          | -17          | -17          | -17          | -17          | -17          | -15          | -16          | -16          | -16          |
| Przepływy z działalności finansowej           | 17          | -53         | -11          | -11          | -15          | -23          | -41          | -46          | -52          | -53          | -54          | -49          |
| Przepływy pieniężne netto                     | 160         | -171        | 2            | 41           | -2           | 7            | -2           | -3           | -5           | -6           | -6           | -1           |
| Środki pieniężne na początek okresu           | 63          | 224         | 53           | 55           | 96           | 93           | 100          | 99           | 95           | 90           | 84           | 78           |
| Środki pieniężne na koniec okresu             | 224         | 53          | 55           | 96           | 93           | 100          | 99           | 95           | 90           | 84           | 78           | 77           |
| <b>Wskaźniki</b>                              | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> | <b>2029P</b> | <b>2030P</b> | <b>2031P</b> | <b>2032P</b> | <b>2033P</b> | <b>2034P</b> |
| Przychody zmiana r/r                          | 61%         | -18%        | -23%         | 3%           | 47%          | 18%          | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           |
| EBITDA zmiana r/r                             | 42%         | -23%        | -12%         | 0%           | 57%          | 30%          | 8%           | 7%           | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           |
| Zysk netto zmiana r/r                         | 28%         | -49%        | -23%         | -3%          | 195%         | 50%          | 11%          | 10%          | 5%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| Marża brutto na sprzedaży                     | 3,8%        | 4,1%        | 5,2%         | 5,4%         | 5,1%         | 5,4%         | 5,6%         | 5,9%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         |
| Marża EBITDA                                  | 3,0%        | 2,8%        | 3,3%         | 3,2%         | 3,4%         | 3,7%         | 4,0%         | 4,2%         | 4,3%         | 4,3%         | 4,3%         | 4,3%         |
| Marża EBIT                                    | 2,0%        | 1,6%        | 1,5%         | 1,4%         | 2,2%         | 2,7%         | 3,0%         | 3,2%         | 3,2%         | 3,3%         | 3,3%         | 3,3%         |
| Marża netto                                   | 1,4%        | 0,9%        | 0,9%         | 0,8%         | 1,7%         | 2,1%         | 2,3%         | 2,5%         | 2,7%         | 2,7%         | 2,7%         | 2,7%         |
| SG&A / przychody                              | 2,0%        | 2,8%        | 4,1%         | 4,1%         | 3,0%         | 2,7%         | 2,7%         | 2,7%         | 2,8%         | 2,8%         | 2,7%         | 2,7%         |
| ROE                                           | 10,6%       | 5,2%        | 3,9%         | 3,6%         | 9,8%         | 13,4%        | 14,7%        | 15,9%        | 16,6%        | 16,9%        | 17,2%        | 17,5%        |
| ROA                                           | 2,3%        | 1,5%        | 1,3%         | 1,2%         | 2,8%         | 3,7%         | 4,1%         | 4,5%         | 4,8%         | 4,9%         | 5,0%         | 5,0%         |
| Dług                                          | 89          | 79          | 68           | 57           | 46           | 35           | 29           | 22           | 15           | 8            | 2            | 0            |
| D / (D+E)                                     | 31,0%       | 27,8%       | 24,2%        | 20,5%        | 16,0%        | 11,7%        | 9,9%         | 7,6%         | 5,3%         | 3,0%         | 0,5%         | 0,0%         |
| D / E                                         | 45,0%       | 38,5%       | 31,9%        | 25,8%        | 19,1%        | 13,2%        | 11,0%        | 8,3%         | 5,6%         | 3,1%         | 0,5%         | 0,0%         |
| Dług / kapitał własny                         | 45,0%       | 38,5%       | 31,9%        | 25,8%        | 19,1%        | 13,2%        | 11,0%        | 8,3%         | 5,6%         | 3,1%         | 0,5%         | 0,0%         |
| Dług netto                                    | -134        | 26          | 13           | -39          | -47          | -66          | -69          | -73          | -75          | -75          | -76          | -77          |
| Dług netto / kapitał własny                   | -0,7        | 0,1         | 0,1          | -0,2         | -0,2         | -0,2         | -0,3         | -0,3         | -0,3         | -0,3         | -0,3         | -0,3         |
| Dług netto / EBITDA                           | -3,0        | 0,8         | 0,4          | -1,3         | -1,0         | -1,1         | -1,0         | -1,0         | -1,0         | -1,0         | -1,0         | -1,0         |
| EV                                            | 103         | 263         | 250          | 198          | 190          | 172          | 168          | 164          | 162          | 162          | 161          | 161          |
| Dług / EV                                     | 86,7%       | 30,0%       | 27,2%        | 28,7%        | 24,2%        | 20,4%        | 17,6%        | 13,7%        | 9,5%         | 5,2%         | 0,9%         | 0,0%         |
| CAPEX / Przychody                             | 0,6%        | 0,5%        | 1,5%         | 1,7%         | 1,2%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         | 1,0%         |
| CAPEX / Amortyzacja                           | 55,7%       | 35,4%       | 86,0%        | 97,8%        | 100,5%       | 100,2%       | 100,2%       | 100,3%       | 100,3%       | 100,3%       | 100,3%       | 100,3%       |
| Zmiana KO / Przychody                         | -5,8%       | 12,1%       | -0,6%        | -4,5%        | 1,1%         | 0,5%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów                 | -15,3%      | -55,9%      | 1,9%         | -146,5%      | 3,4%         | 3,2%         | 3,3%         | 3,2%         | 3,1%         | 3,1%         | 3,0%         | 2,9%         |
| P/E*                                          | 11,3        | 22,1        | 28,9         | 29,7         | 10,1         | 6,7          | 6,0          | 5,5          | 5,2          | 5,1          | 5,0          | 4,9          |
| P/BV*                                         | 1,2         | 1,2         | 1,1          | 1,1          | 1,0          | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 0,9          |
| EV/EBITDA*                                    | 2,3         | 7,6         | 8,2          | 6,5          | 4,0          | 2,7          | 2,5          | 2,3          | 2,2          | 2,2          | 2,2          | 2,1          |
| EV/EBIT*                                      | 3,4         | 13,8        | 18,1         | 15,0         | 6,2          | 3,8          | 3,4          | 3,0          | 2,9          | 2,9          | 2,8          | 2,7          |
| EV/S*                                         | 0,07        | 0,2         | 0,3          | 0,2          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| DPS                                           | 0,1         | 0,2         | 0,0          | 0,0          | 0,2          | 0,5          | 1,5          | 1,7          | 1,9          | 2,0          | 2,0          | 2,1          |
| Payout ratio                                  | 10,2%       | 22,7%       | 0,0%         | 0,0%         | 50,0%        | 50,0%        | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 10,3 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Anna Tobiasz**

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

**Piotr Barcz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

| zalecenie    | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | dzień publikacji   | godzina publikacji | kurs         | WIG            |
|--------------|---------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|--------------|----------------|
| <b>Kupuj</b> | <b>12,4</b>   | <b>Akumuluj</b>         | <b>10,9</b>              | <b>09.12.2025*</b> | <b>08:55 CET</b>   | <b>10,30</b> | <b>110 095</b> |
| Akumuluj     | 10,9          | Trzymaj                 | 8,70                     | 22.08.2025*        | 13:00 CEST         | 10,05        | 108 594        |
| Trzymaj      | 8,70          | Trzymaj                 | 11,0                     | 19.05.2025*        | 07:30 CEST         | 8,90         | 103 150        |
| Trzymaj      | 11,0          | Trzymaj                 | 11,0                     | 19.02.2025*        | 08:48 CEST         | 11,20        | 94 651         |
| Trzymaj      | 11,0          | Trzymaj                 | 11,1                     | 22.08.2024*        | 11:55 CEST         | 10,60        | 84 528         |
| Trzymaj      | 11,1          | Akumuluj                | 8,43                     | 22.04.2024*        | 14:28 CEST         | 11,10        | 84 109         |
| Akumuluj     | 8,43          | Kupuj                   | 7,76                     | 04.01.2024*        | 09:55 CEST         | 7,86         | 77 054         |
| Kupuj        | 7,76          | wznowienie              | ---                      | 12.09.2023*        | 13:45 CEST         | 5,62         | 66 241         |
| Kupuj        | 11,8          | ---                     | ---                      | 17.02.2017         | 14:39 CEST         | 9,94         | 58 348         |

\*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

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

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

#### Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'25\*:

|          |        |     | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: |    |
|----------|--------|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
|          | liczba | %   | liczba                                                                                                                                                        | %  |
| Kupuj    | 7      | 88% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Akumuluj | 1      | 13% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Trzymaj  | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Redukuj  | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Sprzedaj | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |

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

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

**Data sporządzenia materiału: 2025-12-09**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-09 (08:55 CEST/CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-09 (08:55 CEST/CET).**

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.

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.

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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 Inwestycyjnego).

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2025-12-09:**

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane \*
- Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych\*\*
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

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

\*\*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ZUE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.