



Dom Maklerski BDM S.A.

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Kurs Torpolu jest po kolejnej dynamicznej fali wzrostowej (+27% w 4Q'25, +67% w 2H'25). Od czasu naszej ostatniej rekomendacji (wrzesień'25): i) Torpol pozyskał kontrakt na kolejny odcinek linii kolejowej do EJ (1,4 mld PLN netto, pozytywna niespodzianka - przebieg przetargu nie był wcześniej komunikowany publicznie), ii) spółka jest bliżej pozyskania zlecenia Białystok – Elk (wybór oferty przez PKP PLK, ale konkurencja złożyła odwołanie do KIO), iii) CPK ogłosiła plan przetargowy na lata 2026-28 (oferty cenowe w dużych przetargach kolejowych realne od 4Q'26), iv) wyniki 3Q'25 były nieznacznie poniżej naszych oczekiwań na poziomie marży, v) zarząd na konferencji wynikowej przedstawił dość pozytywny guidance. Zwracamy m.in. uwagę, że w 2026 roku spółka skończy kilka kontraktów pozyskanych w korzystnym okienku przetargowym - obecnie otoczenie kosztowe postrzegamy jako szansę, że kontrakty mogą generować wyższe od oczekiwań marże. Wymienione wcześniej czynniki skłaniają nas do podniesienia naszych założeń wynikowych. Jednocześnie obecnie nasze założenie modelowe przekracza już założenia spółki ze strategii (14% wyżej na poziomie skumul. EBITDA, poprzednio było to 2% niżej vs spółka) oraz konsensus rynkowy na 2026 rok (zakładamy 100 mln PLN zysku netto). Nasze założenia implikują cenę docelową dla akcji Torpolu na poziomie 62,2 PLN, co skłania nas do obniżenia zalecenia do Trzymaj (poprzednio: Akumuluj). Zwracamy przy tym uwagę na nadal odczuwalne dyskonto mnożników spółki do mediany grupy porównawczej.

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'25 spółka miała 1,36 mld PLN przychodów (+50% r/r) oraz 48,3 mln PLN zysku netto (+22% r/r). W samym 3Q'25 Torpol miał 505 mln PLN przychodów (+45% r/r) oraz 17,8 mln PLN zysku netto (+30% r/r). Wyniki były minimalnie poniżej naszych oczekiwań na poziomie marży. Spółka pokazała wyższą marżę niż w 1H'25 (7,2% vs 6,9%), przy czym nadal był to poziom niższy r/r. Gotówka netto (262 mln PLN) była na podobnym poziomie q/q (przy wypłacie dywidendy).

Portfel

Po 3Q'25 portfel wynosił 4,5 mld PLN (2,3x przychody za ostatnie 4Q). Największą pozycję (1,6 mld PLN) stanowił kontrakt w Katowicach podpisany w 2Q'24. Pozostałe kontrakty w portfelu to głównie: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (dobiegające końca w 2026 roku), ii) zlecenia pozyskane w 2025 roku. Kontrakty z 2023 (oraz Katowice) były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). Nasze postrzeganie tegorocznego ofertowania poprawił pozyskany w X'25 drugi kontrakt na dostęp do EJ (możliwość wygenerowanie synergii z wcześniej pozyskanym mniejszym odcinkiem). W pipeline spółka ma kontrakt na odcinek Białystok – Elk, gdzie w XI'25 złożona oferta została uznana za najkorzystniejszą (50% z 3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem; oferta 30% poniżej budżetu, 8% poniżej II ceny, konkurencja złożyła odwołanie do KIO).

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka jest mocno eksponowana na napływ środków unijnych na obszar infrastruktury szynowej. W obecnej strukturze portfela >95% to kontrakty kolejowe, reszta to małe zlecenia tramwajowe i obszar oil&gas. Spółka sygnalizuje możliwość pojawienia się na rynku kontraktów dla PSE.

Strategia

Spółka zakłada wypracowania narastająco w okresie 2025-30: 14,5 mld PLN przychodów, 840 mln PLN EBITDA oraz 500 mln PLN zysku netto. Daje to średniorocznie odpowiednio: 2,4 mld PLN oraz 140 / 83 mln PLN (marża EBITDA: 5,8%, marża netto 3,4%). Spółka szacuje wartość rynku kolejowego w latach 2025-32 na 180 mld PLN (PLK + CPK + Kolej plus + Program przystankowy) i chce mieć w nim 12% udziałów.

Prognozy wyników, wskaźniki

Spodziewamy się w całym 2025 roku 1,87 mld PLN przychodów (+28% r/r, przy marży brutto na poziomie 7,5%) oraz 76 mln PLN zysku netto (+12% r/r). W 2026 roku zakładamy wzrost przychodów do 2,10 mld PLN oraz zysku netto do 100 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=8,9x oraz 6,5x w '26. Przyjmujemy, że do połowy 2026 spółka podpisze umowę na kontrakt Białystok-Elk. Bieżący pipeline przetargów PKP PLK pozostaje nadal dość bogaty (mimo prawdopodobnie niższej sumy ofertowania w 2026 roku), oferty w przetargach kolejowych dla CPK to perspektywa najwcześniej 4Q'26 (wcześniej etap dialogów konkurencyjnych).

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 091,8	1 458,2	1 870,2	2 097,5	2 350,0	2 553,0
EBITDA [mln PLN]	138,7	100,4	117,6	148,9	157,2	166,7
EBIT [mln PLN]	113,9	74,5	89,7	116,8	123,6	131,3
Zysk netto [mln PLN]	101,9	67,9	76,0	99,7	106,6	113,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-432,7	-143,0	-398,1	-467,1	-486,9	-481,8
P/BV	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	2,0
P/E	14,2	21,2	19,0	14,5	13,5	12,8
EV/EBITDA	7,3	12,9	8,9	6,5	6,1	5,8
EV/EBIT	8,9	17,4	11,6	8,4	7,7	7,3
DPS [PLN/akcję]	0,0	2,1	1,4	1,7	2,2	3,5

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

Raport 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.

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 62,2 PLN

11 GRUDZIEŃ 2025, 11:20 CET

Wycena DCF [PLN]	57,6
Wycena porównawcza [PLN]	80,4
Wycena końcowa [PLN]	62,2
Potencjał do wzrostu / spadku	-1,0%
Koszt kapitału	13,3%

Cena rynkowa [PLN]	62,80
Kapitalizacja [mln PLN]	1 442,5
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	62,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	35,8

Stopa zwrotu za 3 mc	31,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	70,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	57,3%

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

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

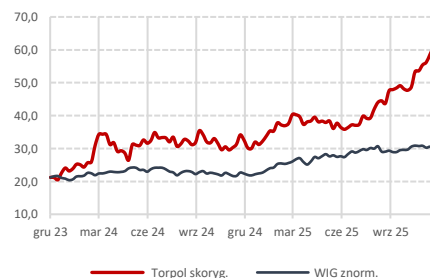
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	9
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	7,8	14,2	21,2	19,0	14,5	13,5	12,8
P/BV	3,5	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	2,0
EV/EBITDA	4,3	7,3	12,9	8,9	6,5	6,1	5,8
EV/EBIT	4,7	8,9	17,4	11,6	8,4	7,7	7,3
EV/S	1,0	0,9	0,9	0,6	0,5	0,4	0,4
BVPS	17,8	22,2	23,0	25,0	27,7	30,2	31,6
EPS	8,0	4,4	3,0	3,3	4,3	4,6	4,9
DPS (w danym roku)	3,00	0,00	2,11	1,35	1,65	2,17	3,48
Payout ratio	89%	0%	48%	46%	50%	50%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 085	1 092	1 458	1 870	2 098	2 350	2 553
Zysk brutto ze sprzedaży	259	158	126	141	171	184	197
SG&A	38	44	44	51	53	60	65
PPO/PKO	0	0	-8	0	-1	-1	-1
EBITDA	245	139	100	118	149	157	167
EBIT	221	114	75	90	117	124	131
Zysk brutto	232	129	83	95	123	132	140
Zysk netto	184	102	68	76	100	107	113
Dług netto	-399	-433	-143	-398	-467	-487	-482

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-3%	1%	34%	28%	12%	12%	9%
EBITDA zmiana r/r	92%	-43%	-28%	17%	27%	6%	6%
Zysk netto zmiana r/r	138%	-45%	-33%	12%	31%	7%	6%
Marża brutto na sprzedaży	23,9%	14,5%	8,7%	7,5%	8,2%	7,8%	7,7%
Marża EBITDA	22,6%	12,7%	6,9%	6,3%	7,1%	6,7%	6,5%
Marża netto	16,9%	9,3%	4,7%	4,1%	4,8%	4,5%	4,4%
ROE	45,0%	20,0%	12,8%	13,2%	15,7%	15,4%	15,6%
ROA	18,8%	9,0%	5,6%	5,2%	6,3%	6,2%	6,3%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	221	229	233	260	278	297	314
WNiP	13	12	12	15	16	16	16
Rzeczowe aktywa trwałe	168	173	184	209	225	244	261
Pozostałe aktywa trwałe	40	44	37	37	37	37	37
Aktywa obrotowe	758	906	973	1 215	1 310	1 412	1 472
Zapasy	69	122	94	120	135	151	164
Należności krótkoterminowe	187	257	627	605	635	712	773
Środki pieniężne	496	516	240	478	528	537	523
Pozostałe aktywa obrotowe	5	11	12	12	12	12	12
Aktywa razem	978	1 135	1 206	1 475	1 588	1 709	1 786
Kapitał własny	408	510	529	574	636	693	726
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	571	626	677	901	953	1 017	1 061
Rezerwy na zobowiązania	75	49	31	31	31	31	31
Oprocentowane zobowiązania	97	83	97	79	61	50	41
Zobowiązania pozostałe	399	493	548	790	860	935	988
Pasywa razem	978	1 135	1 206	1 475	1 588	1 709	1 786
Dług netto	-399	-433	-143	-398	-467	-487	-482
Dług netto / Kapitał własny	-1,0	-0,8	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-1,6	-3,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,1	-2,9

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	175	47	-212	342	157	123	127
CFI	-3	-1	-15	-56	-50	-53	-52
CFF	-108	-26	-48	-49	-56	-61	-89
- w tym dywidenda	69	0	48	31	38	50	80
Przepływy pieniężne netto	64	20	-276	237	51	9	-14
CAPEX / Amortyzacja	63%	109%	109%	199%	154%	157%	148%

TORPOL

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	62,2		
Potencjał zmiany	-1,0%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	62,8	4Q'25:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	1Q'26:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	1442,5		

Wyniki Q [mln PLN]	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25
Przychody	298	347	552	385	468	505
Zysk brutto ze sprzedaży	29	28	49	23	35	36
SG&A	11	11	12	13	12	13
PPO/PKO	0	-1	-5	0	1	-1
EBITDA	25	24	39	18	30	29
EBIT	18	17	32	11	24	22
Zysk brutto	20	17	33	13	26	23
Zysk netto	15	14	28	10	20	18
Dług netto	-174	-214	-143	-267	-266	-262

Wskaźniki	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25
Przychody zmiana r/r	39%	41%	32%	48%	57%	45%
EBITDA zmiana r/r	-27%	-26%	-29%	31%	24%	25%
Zysk netto zmiana r/r	-36%	-40%	-31%	-6%	34%	30%
Marża brutto na sprzedaży	9,8%	8,1%	8,9%	6,1%	7,5%	7,2%
Marża EBITDA	8,2%	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%	5,8%
Marża netto	5,1%	3,9%	5,1%	2,6%	4,4%	3,5%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	7,85	14,15	21,24	18,97	14,48	13,54
Revenue	1 085	1 092	1 458	1 870	2 098	2 350
Gross Margin %	23,9	14,5%	8,7%	7,5%	8,2%	7,8%
EBIT	221	114	75	90	117	124
EBITDA	245	139	100	118	149	157
Net Income Adj+	184	102	68	76	100	107
Net Debt	-399	-433	-143	-398	-467	-487
BPS	3,53	2,83	2,72	2,51	2,27	2,08
DPS	3,00	0,00	2,11	1,35	1,65	2,17
Return on Equity %	45,0	20,0%	12,8	13,2%	15,7%	15,4%
Return on Assets %	18,8	9,0%	5,6%	5,2%	6,3%	6,2%
Depreciation	23	24	25	27	31	32
Amortization	1	1	1	1	1	2
Free Cash Flow	173	46	-227	286	107	70
CAPEX	15	27	28	56	50	53

Główne czynniki ryzyka:

- uzależnienie od głównego odbiorcy (73% przychodów w 2024 od PKP PLK)
- ryzyko związane z dostępem projektów kolejowych do finansowania
- ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów
- zatory płatnicze i upadłości w branży budowlanej
- problemy z pozyskaniem finansowania i gwarancji bankowych;
- ryzyko skokowego wzrostu kosztów materiałowych przekładające się na spadek marż w trakcie realizacji projektów
- ryzyko braku wykwalifikowanych pracowników
- niskie bariery wejścia na polski rynek budowlany
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji
- ryzyko związane z akcjonariatem (m.in. ryzyka decyzji politycznych czy podaży akcji)
- sezonowość wyników oraz czynnik pogodowe
- spory sądowe

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	57,6
Wycena metodą porównawczą	20%	80,4
Wycena 1 akcji [PLN]		62,2

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 (5,25%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. W stosunku do poprzedniego modelu podnosimy wzrost FCF w okresie rezydualnym do 2,0% (z 1,0% - wpływ na wycenę DCF na poziomie +1,6 PLN). Wycena została sporządzona na dzień 11 grudnia 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 870,2	2 097,5	2 350,0	2 553,0	2 756,1	2 959,2	3 085,0	3 190,0	3 245,0	3 300,0
EBIT [mln PLN]	89,7	116,8	123,6	131,3	140,9	151,9	159,3	166,4	170,8	175,4
Stopa podatkowa	20,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	18,1	22,2	23,5	24,9	26,8	28,9	30,3	31,6	32,5	33,3
NOPLAT [mln PLN]	71,6	94,6	100,1	106,3	114,2	123,0	129,1	134,8	138,4	142,1
Amortyzacja [mln PLN]	27,9	32,1	33,6	35,4	36,7	37,3	37,5	37,5	37,5	37,6
CAPEX [mln PLN]	-55,6	-49,6	-52,9	-52,3	-45,8	-40,2	-37,5	-37,7	-37,7	-37,7
Inwestycje w kapitał obrot, [mln PLN]	233,7	22,5	-20,1	-23,4	-3,8	-3,8	-2,4	-2,0	-1,0	-1,0
FCF [mln PLN]	277,6	99,6	60,7	66,1	101,2	116,4	126,6	132,6	137,2	140,9
DFCF [mln PLN]	275,7	87,6	47,2	45,5	61,5	62,5	60,1	55,6	50,8	46,1
Suma DFCF [mln PLN]	792,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1278,7	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%								
Zdyskontowana wart. Rezyd, [mln PLN]	418,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1211,0									
Dług netto 2024 [mln PLN]	-143,0									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	31,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	1323,0									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	57,6									

Przychody zmiana r/r	28,3%	12,2%	12,0%	8,6%	8,0%	7,4%	4,3%	3,4%	1,7%	1,7%
EBIT zmiana r/r	20,3%	30,2%	5,8%	6,2%	7,4%	7,8%	4,9%	4,4%	2,7%	2,7%
FCF zmiana r/r	---	-64,1%	-39,1%	8,9%	53,1%	15,0%	8,8%	4,7%	3,5%	2,7%
Marża EBITDA	6,3%	7,1%	6,7%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%
Marża EBIT	4,8%	5,6%	5,3%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%
Marża NOPLAT	3,8%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%
CAPEX / Przychody	3,0%	2,4%	2,3%	2,0%	1,7%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	199,1%	154,3%	157,3%	147,6%	124,9%	107,7%	100,2%	100,4%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-12,5%	-1,1%	0,9%	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-56,7%	-9,9%	8,0%	11,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	94,6%	96,1%	97,1%	97,7%	98,3%	98,8%	99,2%	99,5%	99,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	5,4%	3,9%	2,9%	2,3%	1,7%	1,2%	0,8%	0,5%	0,2%	0,0%
WACC	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta				
beta	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1			
	0,8	62,6	65,1		68,1	6,0%	64,6		67,4	70,8	6,0%	71,2	67,4	64,0
	0,9	59,0	61,0		63,5	7,0%	59,9		62,0	64,6	7,0%	65,6	62,0	58,8
	1,0	55,9	57,6		59,6	8,0%	55,9		57,6	59,6	8,0%	61,0	57,6	54,6
	1,1	53,3	54,6		56,2	9,0%	52,6		53,9	55,5	9,0%	57,2	53,9	51,1
	1,2	50,9	52,0		53,4	10,0%	49,8		50,8	52,1	10,0%	53,9	50,8	48,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

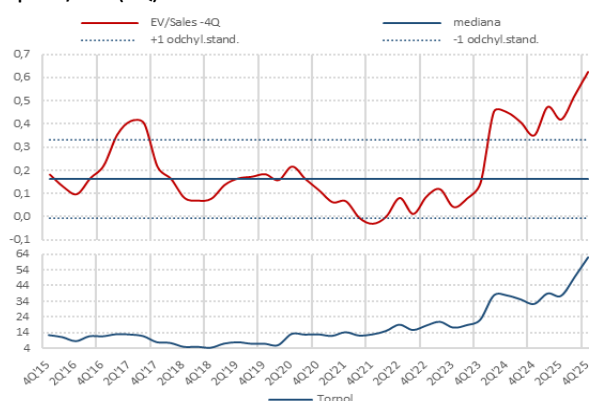
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2025-27 (20% wagi dla 2025 roku oraz po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 80,4 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	25,9	22,7	20,1	14,9	12,5	11,1
Mirbud	11,4	12,3	9,6	7,4	7,0	5,7
Trakcja	27,6	23,8	19,9	11,7	10,8	9,7
ZUE	29,7	30,6	10,4	8,4	6,7	4,1
Mediana	26,7	23,2	15,2	10,1	8,9	7,7
Torpol	19,0	14,5	13,5	8,9	6,5	6,1
Premia/dyskonto do mediany	-29%	-38%	-11%	-12%	-27%	-21%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	88,5	100,8	70,3	68,9	78,2	73,9
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		86,2			74,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	80,4					

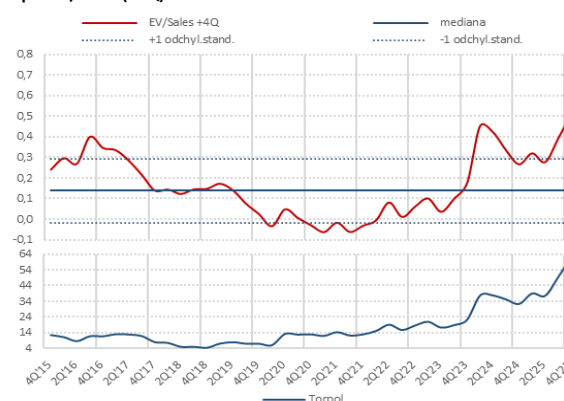
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

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

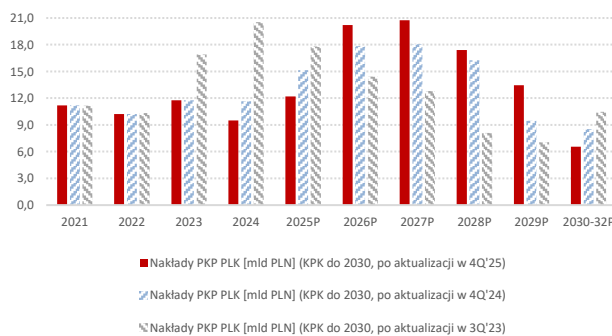


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

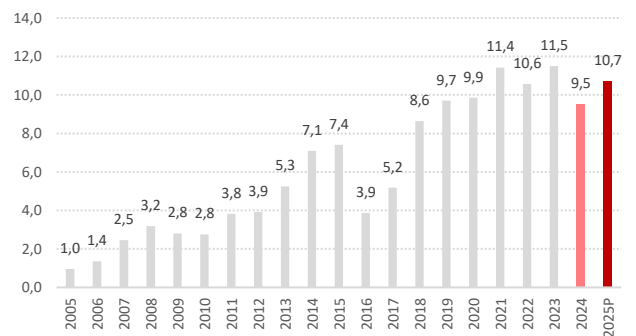
W październiku'25 zaktualizowano kolejny raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Obecnie plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w 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]



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

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



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

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 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)

Ustępowa przetargowa PRR PZK, na której złożono oferty w 2023 roku (budżet inwestora > 50 mln PLN, roboty budowlane – drukcyjne, torowe, stacje)											
data	nazwa	najniższa oferta (cena z opcjami)	budżet z opcjami	I oferta jako % budżetu	budżet bazowy	I oferta bez opcji jako % budżetu	II oferta	I/II	liczba 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 – Wierzychucin	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 Skierniewice – Czachówek Wschodni	1 199,9	Trakcja/Sarinż	b.d.	---	694,5	87%	1 205,4	Torpol	100%	9
lip 25	LK 202 Gdynia Chylonia – Lębork 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 - Lębork (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

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert*	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]
LK 201 Wierzchucin – Lipowa Tucholska	12.12.2025	18.09.2025	ok 1300
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
stacja Warszawa Wschodnia	12.01.2026	27.08.2025	ok 3300
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 od 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

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.

*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](#)).

[illegible]TORPOL | 7
RAPORT ANALITYCZNY

Przetargi z obszaru budownictwa kolejowego w ramach projektu CPK

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]	uwagi
Budowa tunelu dalekobieżnego w Łodzi (LK 85) Retkinia - Fabryczna	20.12.2024	29.07.2024	1 761	umowa z Porr
Projekt i budowa bocznic kolejowej	12.09.2025	7.04.2025	116	najniższa cena: Track-Tec/Unibep
Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2	X'26	27.10.2025	9 243	dialog konkurencyjny do 01/2026
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 3	b.d.	1Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 4	b.d.	1Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 5	b.d.	1Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 6	b.d.	2Q'26	3000-5000	
Dworzec kolejowy	b.d.	4Q'26	1000-3000	
Roboty budowlane dla Pakietu 1 w Projekcie Y - Węzeł kolejowy	b.d.	1H'27	3000-5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Sieradz - Kępno	b.d.	2H'27	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Kępno - Czernica	b.d.	2H'27	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Sieradz - Pleszew	b.d.	2H'28	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Pleszew - Poznań	b.d.	2H'28	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Łódź - Sieradz	b.d.	2H'28	>5000	

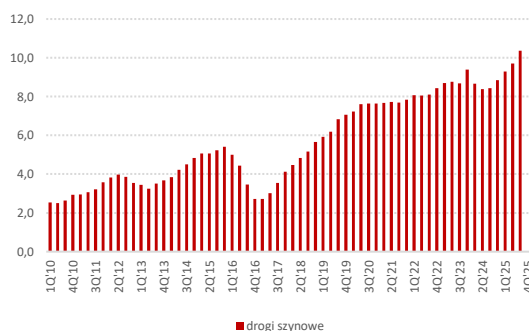
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., CPK

Wybrane warunki udziału w postępowaniu na „Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2”:

- min 2,0 mld PLN przychodów w każdym z ostatnich 4 lat (w przypadku konsorcjum, co najmniej jeden podmiot min. 1,0 mld PLN przychodów)
- w okresie ostatnich 15 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu o wartości min. 500 mln PLN, który swoim zakresem obejmował m.in. budowę jednego tunelu kolejowego/drogowego/tramwajowego/linii metra, o długości min. 500 m
- w okresie ostatnich 15 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu o wartości min. 200 mln PLN w zakresie obiektów budownictwa kubaturowego niemieszkalnego (o min pow. 20 tys. m²)
- w okresie ostatnich 15 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu, który obejmował budowę/modernizację infrastruktury kolejowej lub metra w technologii nawierzchni bezpodsyphkowej o długości min. 1000 m

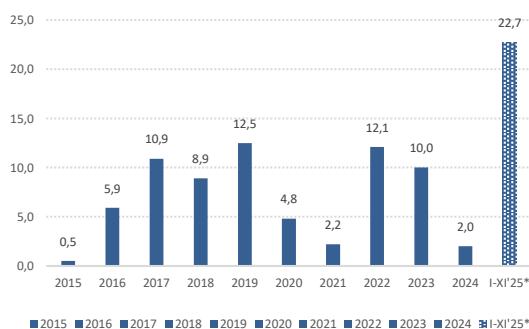
Warunki wskazują na konieczność startu w konsorcjum przez Torool

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



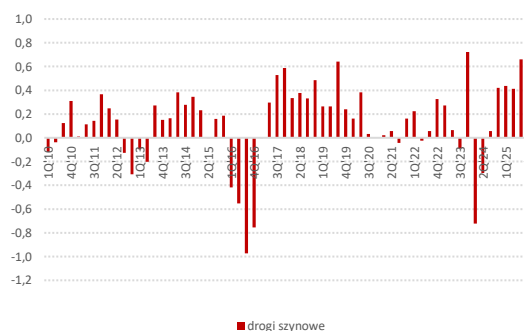
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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]



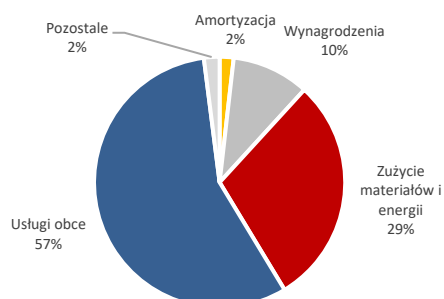
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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

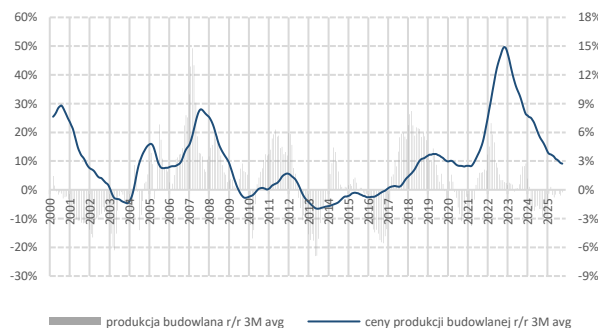
Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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

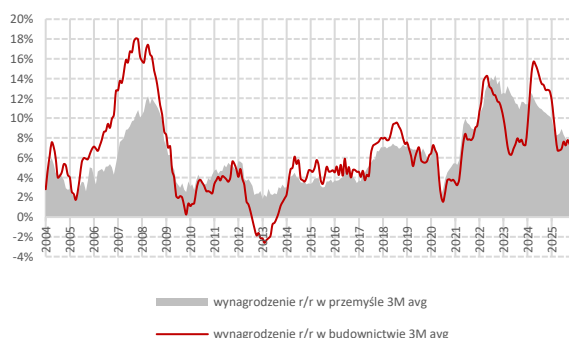


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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)



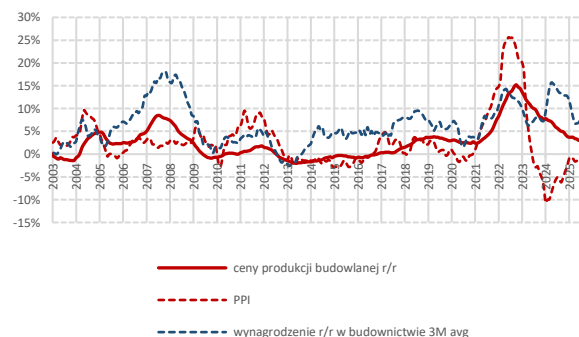
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



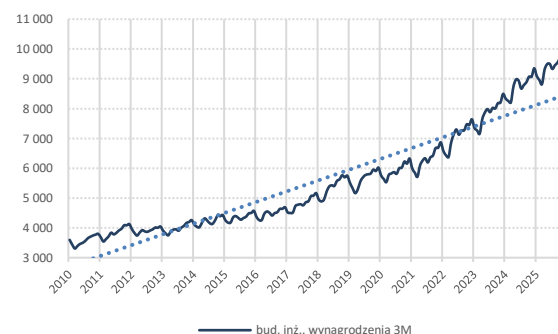
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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)

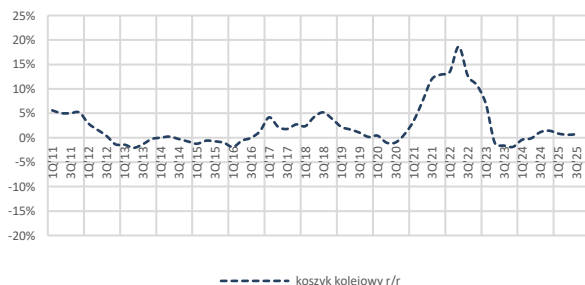


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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%).

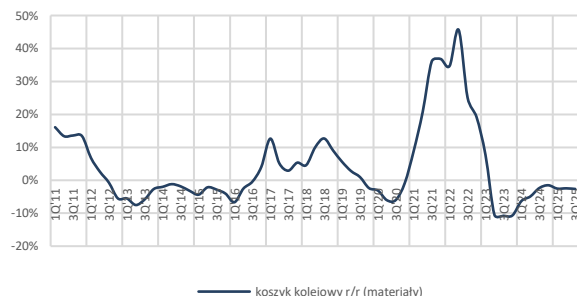
Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



--- koszyk kolejowy 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]*



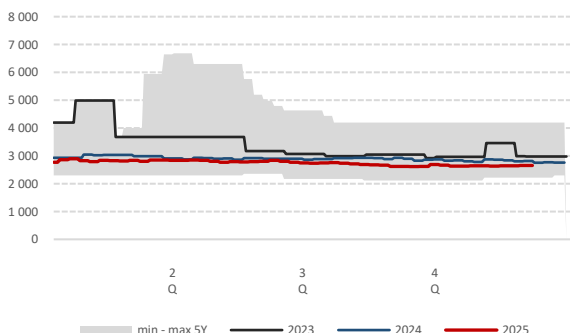
— koszyk kolejowy r/r (materiały)

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

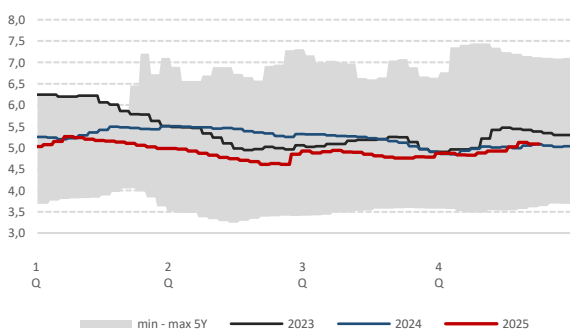
Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 3Q'25 wykazały -3% spadek r/r (-2% w 2Q'25). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym 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 CO₂, aczkolwiek od 2Q'23 mamy tu pewną stabilizację (na rekordowych poziomach).

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

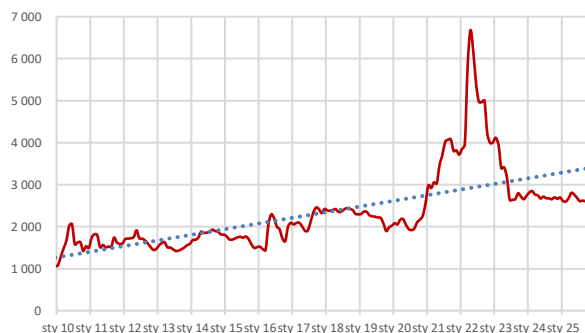


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



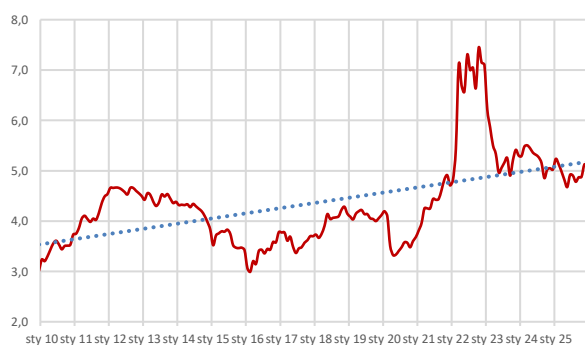
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



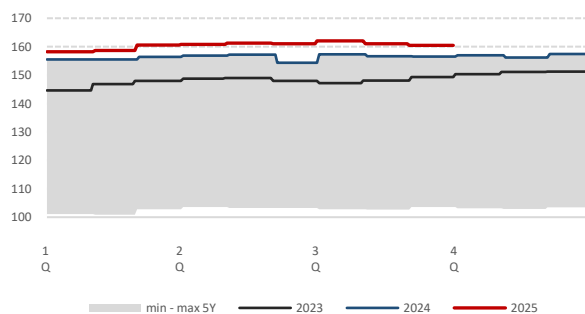
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



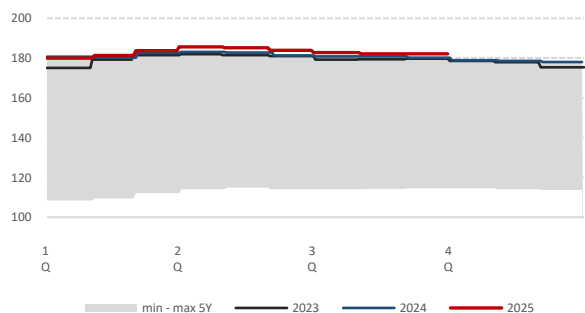
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



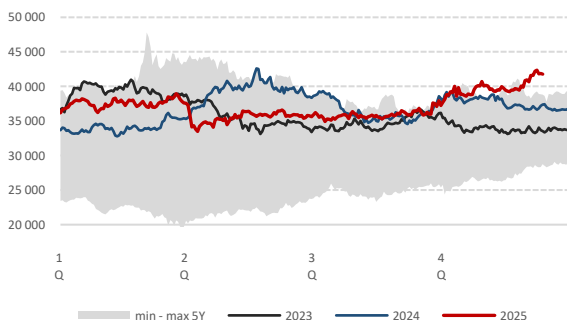
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za IX'25

Cement – indeks GUS*



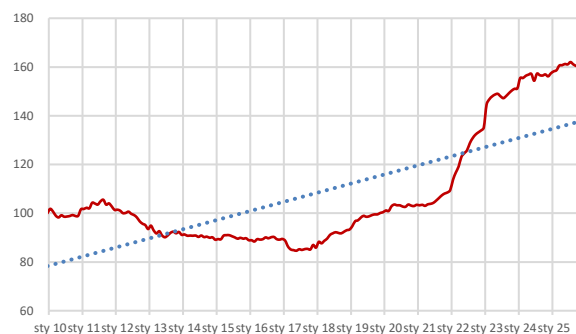
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za IX'25

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



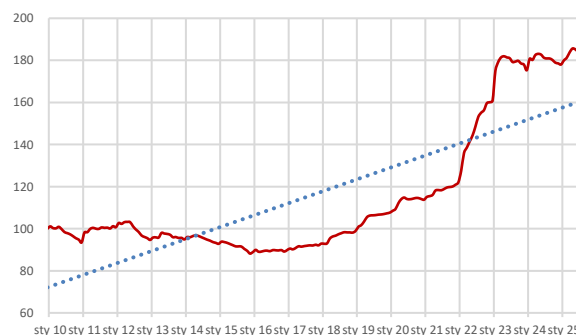
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



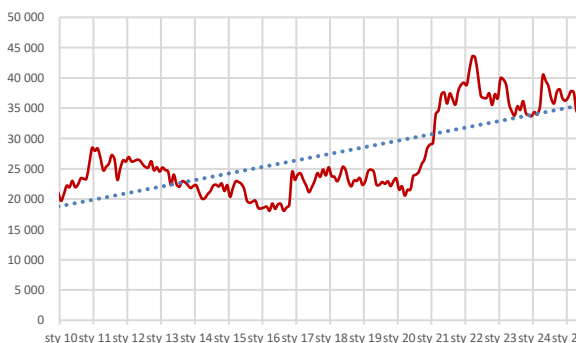
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

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 2022 roku o wartości >100 mln PLN netto

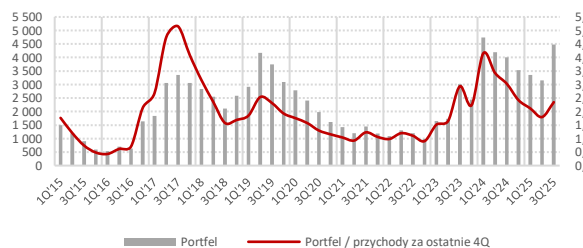
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu	% II oferty	liczba ofert
2025							
lis 25	PKP PLK	E 75 Białystok – Elk, faza II	1 856	46 mcy	70%	92%	5
paź 25	PKP PLK	Wykonanie robót na odcinku Lębork - Elektrownia - Choczewo	1 443	cze 29	b.d.	b.d.	3
wrz 25	PKP PLK	Projekt i roboty budowlane na LK229 na odcinku Kartuzy – Lębork	508	mar 28	57%	94%	6
cze 25	PKP PLK	LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”	164	sty 28	65%	93%	13
2024							
kwi 24	PKP PLK	Modernizacja E 65 na odcinku Katowice Szopienice - Katowice Piotrowice	2 362	kwi 28	106%	z 3 miejsca	5
2023							
lis 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk (roboty bud.)	572	lis 26	99%	100% (aukcja)	10
paź 23	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 38 na odcinku Giżycko - Korsze	877	kwi 26	100%	85% (aukcja)	13
sie 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda (roboty bud.)	254	sie 26	85%	b.d. (aukcja)	4
maj 23	PKP PLK	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E (P&B)	541	lis 25	126%	b.d. (aukcja)	5
kwi 23	PMT LK	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26	b.d.	b.d.	b.d.
2022							
sie 22	PGNiG/Orlen	Rozbudowa OC Lubiatów i OG Międzychód	320	sie 24	b.d.	b.d.	b.d.

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

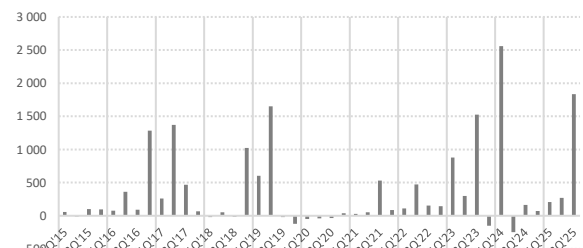
Portfel zleceń spółki po 3Q'25 (łącznie z kontraktem podpisanym w X'25) miał wartość 4,48 mld PLN, z czego 4,36 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,13 mld PLN na zależny TOG. W portfelu największą pozycję stanowi podpisany na przełomie 1/2Q'24 kontrakt w Katowicach (po 3Q'25 do zafakturowania pozostało 1,63 mld PLN). W pipeline spółka ma kontrakt na odcinek Białystok – Elk, gdzie w XI'25 złożona oferta została uznana za najkorzystniejszą (3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem – do podziału 50/50%; konkurencja złożyła odwołanie do KIO).

Spora część portfela Torpolu zbudowana była naszym zdaniem w dość korzystnym momencie rynkowym (oferty składane w okresie dużych obaw inflacyjnych, dodatkowo kontrakt katowicki został wygrany dopiero z trzeciego miejsca, po wyeliminowaniu m.in. oferty Budimexu). Poza kontraktem w Katowicach, większość zleceń kończy się jednak już w 2026 roku. Implikuje to, że w 2025 roku spółka musiała punktowo wziąć udział w wojnie cenowej, aby uzupełnić portfel w perspektywie 2027+. Zwracamy uwagę, że kontrakty, które spółka wygrała lub może wygrać są zlokalizowane w pobliżu obecnie realizowanych kontraktów, co może dawać pewne synergije kosztowe. Zakładamy, że jeśli spółka podpisze dużą umowę na kontrakt Białystok-Elk, to kolejne oferty spółki mogą być mniej „agresywne” cenowo.

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

Portfel [mln PLN]

BACKLOG NETTO		2023	2024	2025	2026	2027	2028
48,5 mln zł	Modern. Inf. Kolej. PMT- KGHM Lubin						
90,8 mln zł	LK 104 Chabówka – Nowy Sącz						
121,9 mln zł	Modernizacja stacji Ostróda						
189,1 mln zł	LK 38 Giżycko – Korsze						
253,4 mln zł	LK 202 Gdynia Chylonia – Słupsk						
1 629,90 mln zł	E65 Katowice						
52,8 mln zł	Boczna kolejowa ZPK Szumowo						
46,2 mln zł	Gądky Terminal Intermodalny						
152,7 mln zł	Port Police						
426,8 mln zł	LK 229 Kartuzy – Lębork						
69,6 mln zł	Zajezdnia i stacja wodorowa Konin						
1 249,20 mln zł	Stajszewo Elektrownia – Choczewo						
132,5 mln zł – TOG							
17,1 mln zł – pozostałe Torpol							

Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

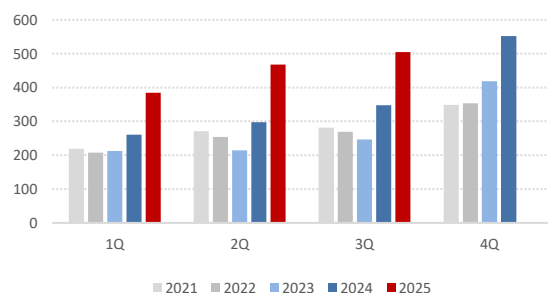
Wyniki za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25	zmiana r/r	3Q'25W	odchyl.	3Q'25P BDM	odchyl.	1-3Q'24	1-3Q'25	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	347,4	504,6	45,2%	504,6	0,0%	480,0	5,1%	905,9	1 357,7	49,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	28,0	36,4	29,7%	36,4	-0,1%	36,0	1,1%	77,2	95,0	23,0%
Wynik na sprzedaży	17,4	23,7	35,8%	---	---	23,2	2,1%	45,6	57,2	25,6%
PPO/PKO	-0,6	-1,3	---	---	---	0,0	---	-3,0	0,1	---
EBITDA	23,5	29,5	25,5%	---	---	30,4	-3,0%	61,6	77,7	26,1%
EBIT	16,8	22,4	33,1%	22,4	0,0%	23,2	-3,4%	42,6	57,3	34,5%
Wynik brutto	17,5	22,5	28,9%	---	---	23,9	-5,8%	49,6	61,1	23,2%
Wynik netto	13,7	17,8	30,0%	17,8	0,1%	19,4	-8,2%	39,6	48,3	21,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,1%	7,2%	---	7,2%	---	7,5%	---	8,5%	7,0%	---
Marża na sprzedaży	5,0%	4,7%	---	---	---	4,8%	---	5,0%	4,2%	---
Marża EBITDA	6,8%	5,8%	---	---	---	6,3%	---	6,8%	5,7%	---
Marża EBIT	4,8%	4,4%	---	4,4%	---	4,8%	---	4,7%	4,2%	---
Marża zysku netto	3,9%	3,5%	---	3,5%	---	4,0%	---	4,4%	3,6%	---

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

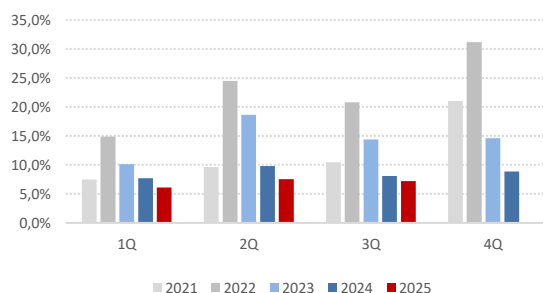
- W 3Q'25 na poziomie skonsolidowanych przychodów Torpol miał 505 mln PLN (+45% r/r). Wzrost przychodów jest głównie konsekwencją wysokiego portfela zleceń kolejowych w bieżącej realizacji. Po zakończeniu dużego kontraktu dla Orlenu, wyrażnie obecnie natomiast spadły przychody (i wynik) zależnego TOG.
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 3Q'25 (7,2%) była nieco słabsza q/q (7,5%) oraz r/r (8,1% rok temu). Marża była delikatnie poniżej naszych pierwotnych oczekiwań (zakładaliśmy 7,5%). Na poziomie jednostkowym marża wyniosła 7,0%, natomiast TOG miał 13,1% marży. Znaczenie dla marży miała tym razem zmiana szacunków wyceny kontraktów (+16,7 mln PLN w 3Q'25 vs +2,4 mln PLN w 2Q'25 i +20,3 mln PLN rok temu). W 3Q'25 spółka zawarła z PKP PLK ugodę, na mocy której otrzymała 5,7 mln PLN tytułem poniesionych kosztów pośrednich na kontrakcie „Działdowo – Olsztyn” (spółka domagała się 13,6 mln PLN). Kwota ta została ujęta w przychodach 3Q'25.
- EBIT wyniósł 22,4 mln PLN (vs 16,8 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 17,8 mln PLN (vs 13,7 mln PLN w 3Q'24). Wyniki na tych liniach są nieco poniżej naszych założeń, co jest konsekwencją wspomnianej nieco niższej marży oraz lekko ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej.
- Gotówka netto po 3Q'25 na poziomie 262 mln PLN (vs 266 mln PLN po 2Q'25 i 214 mln PLN rok temu; w 3Q'25 spółka wypłaciła dywidendę). CF operacyjny +34 mln PLN w 3Q'25. CAPEX po 1-3Q'25 ok 28 mln PLN (uwzględniając nowy leasing; plan roczny na poziomie 62 mln PLN). Większego wpływu gotówki spodziewamy się w końcówce roku ze względu na oczekiwaną wypłatę II raty zaliczki na kontrakcie w Katowicach.
- Finalne wyniki były zgodne z publikowanymi wcześniej danymi szacunkowymi (były one minimalnie poniżej naszych oczekiwań na marżowości). Dzięki wysokiej dynamice przychodów (+45% r/r), podobnie jak w 1H'25, spółce udało się odnotować wzrost EBIT r/r, pomimo niższej r/r marży brutto ze sprzedaży. Marżę wsparła tym razem dodatnia zmiana szacunków wyceny kontraktów oraz ugodą na jednym z kontraktów. Poziom gotówki netto jest podobny q/q (dodatni był OCF, ale spółka wypłaciła też dywidendę).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



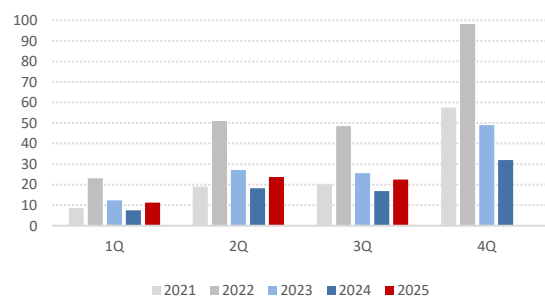
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



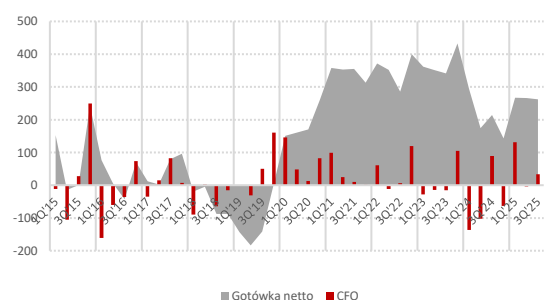
Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT wg kwartałów [mln PLN]



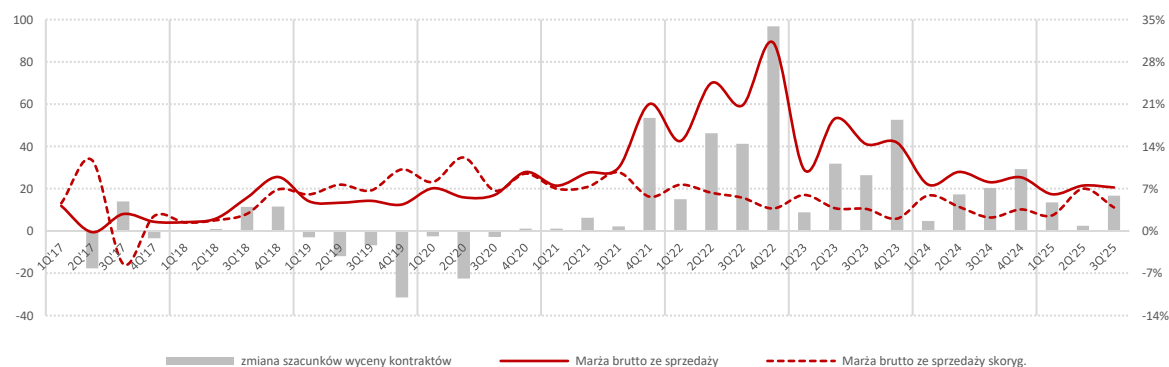
Źródło: BDM S.A., spółka

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



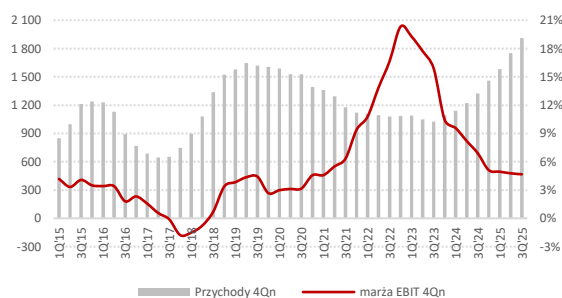
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zmiana szacunków z tyt. wyceny kontraktów [mln PLN] vs marża brutto ze sprzedaży



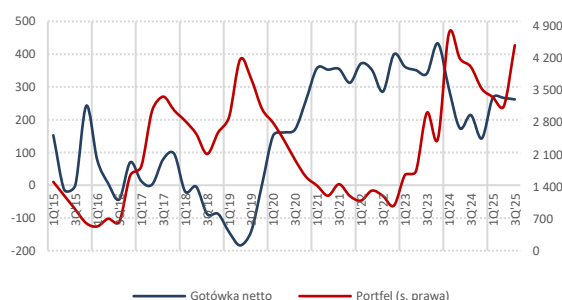
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowania konferencji wynikowej po 3Q'25 (24 listopada 2025):**Perspektywa 2025**

- min. 1,8 mld PLN przychodów w 2025 roku, dodatkowo nowe kontrakty mogą mieć zakontraktowaną sprzedaż materiałów (ok 50-60 mln PLN)
- zakończenie roku nie powinno być gorsze na marży niż poziom 1-3Q'25 bez uгод/waloryzacji
- toczą się rozmowy ws. ugod, są szanse na zakończenie procesów w 4Q'25

Perspektywa 2026

- spółka nie postrzega roku 2026 jako gorszego vs 2025, pracuje nad tym by było lepiej, backlog jest solidny
- przychodowo 2026, wg dzisiejszego backlogu, jest zabezpieczony na poziomie min. porównywalnym r/r (bez uwzględniania Białystok – Elk)

Zaangażowanie w kapitał obrotowy

- kontrakt na odcinek do EJ nie ma zaliczki
- spółka dopina wniosek o zaliczkę na Katowice, w XII'25 powinna pozyskać zaliczkę (204 mln PLN brutto), jeśli nie będzie opóźnień po stronie PKP PLK

Portfel

- średnia marża dla portfela wynosi 6%
- kontrakt na dostęp do EJ pozyskany w trybie specjalnym (dialog z zamawiającym, zaproszono trzy podmioty do złożenia ofert, wszystkie oferty przekraczały budżet, finalnie przeprowadzono aukcję, 1-2% poniżej budżetu inwestora)

Katowice

- po aneksie nastąpiło „minimalne” podniesienie rentowności na kontrakcie
- aneks w ok. 70% przypada na Torpol
- kontrakt ma marżę nieco ponad 6% średniej dla całego portfela
- przebieg zgodnie z planem, ale pojawia się wiele robót dodatkowych czy kolizji w infrastrukturze, które mogą potencjalnie wpłynąć na termin zakończenia

Ofertowanie

- spółka z zadowoleniem przyjmuje dużą aktywność przetargowa w 2025 ze strony PKP PLK
- jeszcze w XI/XII'25 przewidziane jest złożenie kilku dużych ofert (m.in. Warszawa Wschodnia), ale terminy często ulegają przesunięciu
- spółka z nadzieją patrzy na 2026 rok
- spółka chce dywersyfikować zamawiających (PKP – dworce, PSE)
- PSE – spółka szuka partnerów, chce zaistnieć na rynku

Białystok – Elk

- obecnie postępowanie odwoławcze, KIO wyznacza bardzo odległe terminy (może to być styczeń'26)
- podział ryzyk w konsorcjum uzgodniono w podziale 50/50
- PLK jest przygotowana do szybkiego podpisania umowy, finansowanie jest zapewnione

CPK

- wysokie wymagania (finansowe i personalne) w przetargu na tunel i dworzec, wpłynęły odwołania
- spółka liczy na składanie ofert cenowych jeszcze w 2026 na odcinki kolejowe, umowy to raczej dłuższa perspektywa

Tramwaje

- spółka chciałaby wygrać jakiś przetarg, ale jest dużo ofert na niskich marżach

Akcjonariat

- spółka nie ma żadnego uprzywilejowania z tytułu akcjonariatu (największy to CPK) w przetargach PKP PLK, np. rynek utrzymaniowy jest dla spółki niedostępny

Stal

- trudno powiedzieć czy CBAM wpłynie na ceny, na razie spółka nie widzi ruchów cenowych

Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalne [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P	4Q'25P	1Q'26	2Q'26	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	212,4	214,4	246,3	418,7	260,5	298,0	347,4	552,3	385,0	468,1	504,6	512,5	415,0	520,0	563,0	599,5
jednostkowe	188,7	171,0	183,3	361,2	214,1	270,2	320,0	519,5	363,4	459,9	485,1	500,0	400,0	500,0	533,0	567,0
spółki zależne	23,7	43,4	62,9	57,5	46,4	27,8	27,4	32,7	21,5	8,3	19,5	12,5	15,0	20,0	30,0	32,5
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	40,0	35,4	61,2	20,0	29,1	28,0	49,0	23,4	35,2	36,4	45,9	29,1	43,6	47,7	50,8
jednostkowe	19,9	37,0	30,5	55,5	16,7	26,0	25,1	42,6	21,2	34,8	33,8	45,0	28,0	42,0	45,3	48,2
spółki zależne	1,5	3,0	4,9	5,7	3,3	3,2	2,9	6,4	2,3	0,4	2,6	0,9	1,1	1,6	2,4	2,6
SG&A	9,6	10,8	10,7	13,0	10,1	11,0	10,6	12,3	12,6	12,5	12,7	13,0	13,0	13,9	12,5	14,0
Zysk na sprzedaży	11,9	29,1	24,7	48,2	9,9	18,2	17,4	36,7	10,8	22,7	23,7	32,9	16,1	29,7	35,2	36,8
Saldo PPO/PKO	0,5	-2,0	0,9	0,7	-2,5	0,1	-0,6	-4,7	0,5	0,9	-1,3	-0,5	0,0	-0,5	0,0	-0,5
EBITDA	18,8	33,4	31,6	54,8	13,6	24,5	23,5	38,8	17,8	30,4	29,5	39,9	24,1	37,3	43,2	44,3
EBIT	12,3	27,1	25,6	48,9	7,5	18,3	16,8	31,9	11,3	23,6	22,4	32,4	16,1	29,2	35,2	36,3
Zysk brutto	18,3	30,4	29,0	51,5	12,5	19,6	17,5	33,0	13,0	25,6	22,5	34,2	17,6	30,9	36,6	37,9
Zysk netto	14,4	23,7	23,0	40,9	10,7	15,2	13,7	28,3	10,1	20,4	17,8	27,7	14,3	25,0	29,7	30,7
Marża brutto ze sprzedaży	10,1%	18,6%	14,4%	14,6%	7,7%	9,8%	8,1%	8,9%	6,1%	7,5%	7,2%	9,0%	7,0%	8,4%	8,5%	8,5%
jednostkowa	10,6%	21,6%	16,6%	15,4%	7,8%	9,6%	7,9%	8,2%	5,8%	7,6%	7,0%	9,0%	7,0%	8,4%	8,5%	8,5%
spółki zależne	6,5%	6,8%	7,8%	9,9%	7,1%	11,5%	10,6%	19,6%	10,6%	4,6%	13,1%	7,0%	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBITDA	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%	5,8%	7,8%	5,8%	7,2%	7,7%	7,4%
Marża EBIT	5,8%	12,6%	10,4%	11,7%	2,9%	6,1%	4,8%	5,8%	2,9%	5,0%	4,4%	6,3%	3,9%	5,6%	6,3%	6,1%
Marża zysku netto	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%	3,9%	5,1%	2,6%	4,4%	3,5%	5,4%	3,4%	4,8%	5,3%	5,1%
CFO	-28,6	-14,5	-15,3	105,3	-136,5	-102,1	89,1	-63,0	131,2	-3,5	33,6	180,4	30,0	0,0	0,0	126,6
dług netto	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-294,7	-173,9	-214,1	-143,0	-266,8	-266,3	-261,9	-398,1	-420,1	-412,0	-366,0	-467,1
Portfel	1 650	1 732	3 010	2 440	4 738	4 191	4 009	3 530	3 350	3 150	4 480	4 568	4 153	5 483	4 920	6 003

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

	2025	2025	odchyl.	2026	2026	zmiana	2027	2027	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 810,6	1 870,2	3,3%	1 897,5	2 097,5	10,5%	2 100,0	2 350,0	11,9%
EBITDA	114,9	117,6	2,3%	132,9	148,9	12,1%	137,5	157,2	14,3%
EBIT	87,0	89,7	3,1%	101,3	116,8	15,3%	105,7	123,6	16,9%
Zysk netto	75,0	76,0	1,3%	87,1	99,7	14,4%	91,9	106,6	16,0%
Gotówka netto	397,4	398,1	0,2%	456,8	467,1	2,2%	478,2	486,9	1,8%
Marża EBITDA	6,3%	6,3%		7,0%	7,1%		6,5%	6,7%	
Marża EBIT	4,8%	4,8%		5,3%	5,6%		5,0%	5,3%	
Marża zysku n.	4,1%	4,1%		4,6%	4,8%		4,4%	4,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *z 08/09/2025

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2025	2025	odchyl.	2026	2026	odchyl.	2027	2027	odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 870,2	1 891,0	-1,1%	2 097,5	2 103,0	-0,3%	2 350,0	2 431,3	-3,3%
EBITDA	117,6	110,0	6,9%	148,9	132,8	12,2%	157,2	169,3	-7,2%
EBIT	89,7	84,4	6,3%	116,8	105,8	10,4%	123,6	141,0	-12,4%
Zysk (strata) netto	76,0	69,8	8,9%	99,7	86,7	14,9%	106,6	115,7	-7,9%
Gotówka (dług) netto	398,1	348,5	14,2%	467,1	347,5	34,4%	486,9	449,0	8,4%
Marża EBITDA	6,3%	5,8%		7,1%	6,3%		6,7%	7,0%	
Marża EBIT	4,8%	4,5%		5,6%	5,0%		5,3%	5,8%	
Marża zysku netto	4,1%	3,7%		4,8%	4,1%		4,5%	4,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

- W całym 2025 roku spodziewamy się 1,87 mld PLN przychodów (+28% r/r) oraz 76,0 mln PLN zysku netto (+12% r/r). Zakładamy, że spółka ma jeszcze przestrzeń do poprawy rentowności w 4Q'25. Strona kosztowa pozostaje stabilna, spółka zwykle jest w stanie w końcowej fazie optymalizować kontrakty (w portfelu jest sporo kontraktów z 2023, które kończą się w 2026 roku). Zarząd na konferencji wynikowej wskazywał także na toczące rozmowy o rozliczeniu kosztów stałych zakończonych kilka lat temu kontraktów (sprawy sporne ujęliśmy w tabeli na kolejnej stronie).
- Po 3Q'25 portfel wzrósł do 4,5 mld PLN. Można podzielić go na trzy części: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (ofertowane w 2022), dobiegające końca w 2026 roku, ii) kontrakt w Katowicach (podpisany w 2024, ale ofertowany także w 2022), iii) zlecenia pozyskane w 2025 roku. Kontrakty z 2023 oraz Katowice były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie rynkowym (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). Nasze, wcześniej raczej chłodne, postrzeganie tegorocznego ofertowania (spore dyskonto vs budżety czy II ceny w przetargach) poprawił pozyskany w X'25 drugi kontrakt na dostęp do EJ (możliwość wygenerowanie synergii z wcześniej pozyskanym mniejszym odcinkiem).

- W pipeline spółka ma kontrakt na odcinek Białystok – Elk, gdzie w XI'25 złożona oferta została uznana za najkorzystniejszą (50% z 3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem; termin realizacji nieco ponad 3 lata; oferta 30% poniżej budżetu, 8% poniżej II ceny, konkurencja złożyła odwołanie do KIO). Tu bazowo zakładalibyśmy marżę lekko poniżej modelowych dla spółki 6%). Przyjmujemy, że do połowy 2026 spółka podpisze umowę na ten kontrakt (dawałoby to szansę jeszcze na jakiś przerób w końcu 2026 roku). W innym przypadku będzie potrzebowała innego dużego zlecenia, aby uzupełnić portfel na okres 2027+. Jednocześnie zwracamy uwagę, że PKP PLK nadal ma w najbliższym ofertowaniu sporo dużych przetargów, także >1 mld PLN (gdzie konkurencja jest relatywnie mniejsza).
- Ostatnie wzmocnienie portfela oraz bliższe skonkretyzowanie planów przetargowych CPK (realne ofertowanie cenowe znacznie się naszym zdaniem od 4Q'26, analizując wymogi, które stawia ten zamawiający, Torpol w dużych postępowaniach będzie raczej musiał startować w konsorcjach) implikuje podniesienie naszych założeń na lata 2026+.
- Na ten moment zakładamy wzrost przychodów o 12% r/r w 2026 roku oraz wypracowanie ok 100 mln PLN zysku netto. W stosunku do konsensu jesteśmy zgodni na przychodach, natomiast wyżej prognozujemy marżę. Dostrzegamy przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń – spółka w 2026 będzie kończyć kilka dużych kontraktów pozyskanych w 2023 roku. Otoczenie kosztowe daje szansę by marże w końcowej fazie realizacji były wyższe od oczekiwanych.
- W 2027 zakładamy wzrost przychodów do 2,35 mld PLN, spadek marży brutto ze sprzedaży do 7,8% (8,2% w 2026) oraz wzrost zysku netto do 107 mln PLN.
- W długim terminie zakładamy, że marża EBIT będzie znajdować się nieco powyżej 5% (poprzednio: poniżej 5%). Są to raczej nadal konserwatywne założenia – w okresie 2020-24 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 9,4% (natomiast w ostatnich 10 latach było to 6,0%).
- Uważamy na ten moment, że zerwanie przez PKP PLK umów z podmiotami odpowiedzialnymi za opracowanie dokumentacji projektowej dla kontraktu w Katowicach ([link](#)), nie będzie miało istotnego negatywnego wpływu na postęp prac na kontrakcie w zakresie budowlanym (za nie odpowiada Torpol). Paradoksalnie, jeśli nie wystąpią z tego tytułu jakieś nieprzewidziane zdarzenia, sytuacja może w pewnych aspektach okazać się korzystna dla Torpolu np. w kontekście stosowania rozwiązań zamiennych, roszczeń terminowych czy wyceny prac dodatkowych wg cen katalogowych.
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie ujmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych (zakładamy, że nie będzie to obecnie dla spółki priorytetem ze względu na znaczący portfel w kraju) czy wejścia w nowe obszary rynkowe (np. PSE, kubatura).
- Na koniec 2024 roku pozycja gotówkowa była wyraźnie słabsza r/r, co wynika ze wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy na nowych kontraktach. Po 3Q'25 widać tu już było sporą poprawę (rozliczenie fakturowania, zaległa zaliczka na jednym z kontraktów na początku roku). W końcu 2025 roku spółka powinna otrzymać II transzę zaliczki na kontrakcie w Katowicach (ok 200 mln PLN). Tym samym zakładamy, że na koniec roku spółka będzie miała blisko 400 mln PLN gotówki netto.
- Zakładamy, że spółka będzie wypłacać w krótkim terminie dywidendę na poziomie min. 50% zysku netto a od 2028 na poziomie 75%-100%. Dostrzegamy przy tym ryzyko, że przy „jedynie” 38% udziale w akcjonariacie, będzie się utrzymywać ryzyko, że CPK może nie być skłonne do oddawania znaczącego strumienia gotówki innym akcjonariuszom.
- Na kolejnej stronie pokazujemy nasze założenia vs strategia spółki na lata 2025-30.
- **Spory sądowe.** Realizacja kontraktów dla podmiotów publicznych historycznie często wiąże się z wchodzeniem w spory sądowe na końcowym etapie ich realizacji, co związane jest m.in. z brakiem elastyczności tych podmiotów kwestii budżetów projektów czy słabym przygotowaniem projektów od strony projektowej. Obecnie spółka jest stroną kilku istotnych postępowań po stronie wierzytelności (spółka wnioskuje różnego rodzaju dopłaty do kontraktów), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte wyniki finansowe czy cash flow.

Istotne sprawy sądowe z wniosku spółki [mln PLN]

sprawa	data	kwota konsorcjum	kwota Torpol
Łódź Fabryczna	2017	48,2	19,3
Łódź Fabryczna	2017	34,0	13,6*
Łódź Fabryczna (podwykonawcy)	2023	11,1	4,4*
Działdowo – Olsztyn	2020	---	24,7
Trzebinia – Krzeszowice	2021	26,5	13,3**
Trzebinia – Krzeszowice	2024	20,2	10,1**
2 odcinki - waloryzacje	2022	---	58,4
suma			143,8

Źródło: DM BDM S.A., spółka, * przyjęto proporcjonalnie, jak w sprawie nr 1, ** przyjęto 50% kwoty konsorcjum

Istotne sprawy sądowe przeciw spółce [mln PLN]

strona	kwota roszczenia*
PKP PLK	10,1
administracja publ.	5,4
kontrahenci	5,6
suma	21,1

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *część roszczeń przypada w całości na konsorcja, w których uczestniczyła spółka

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	1 121,4	1 084,8	1 091,8	1 458,2	1 870,2	2 097,5	2 350,0	2 553,0	2 756,1	2 959,2	3 085,0	3 190,0	3 245,0	3 300,0
jednostkowe	1 031,1	994,6	904,2	1 323,8	1 808,4	2 000,0	2 200,0	2 400,0	2 600,0	2 800,0	2 900,0	3 000,0	3 050,0	3 100,0
spółki zależne	90,4	90,2	187,6	134,4	61,8	97,5	150,0	153,0	156,1	159,2	185,0	190,0	195,0	200,0
Zysk brutto ze sprzedaży	145,5	259,3	158,0	126,2	140,8	171,2	184,3	196,8	211,4	227,2	238,4	248,1	254,0	260,0
jednostkowe	138,0	251,3	142,9	110,4	134,8	163,5	172,7	185,2	199,7	215,3	224,5	233,7	239,1	244,6
spółki zależne	7,4	8,1	15,1	15,8	6,1	7,7	11,6	11,6	11,7	11,9	13,9	14,4	14,9	15,4
SG&A	38,8	38,2	44,2	44,0	50,7	53,4	59,7	64,6	69,5	74,4	77,5	80,2	81,5	82,9
Zysk na sprzedaży	106,7	221,1	113,8	82,2	90,1	117,8	124,6	132,3	141,9	152,9	160,9	168,0	172,5	177,0
Saldo PPO/PKO	-1,5	-0,5	0,1	-7,7	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7
EBITDA	127,3	244,8	138,7	100,4	117,6	148,9	157,2	166,7	177,6	189,2	196,8	203,9	208,4	212,9
EBIT	105,1	220,6	113,9	74,5	89,7	116,8	123,6	131,3	140,9	151,9	159,3	166,4	170,8	175,4
Zysk brutto	101,3	231,5	129,2	82,6	95,3	123,0	131,6	139,5	149,1	160,5	167,3	174,3	178,9	183,5
Zysk netto	77,1	183,8	101,9	67,9	76,0	99,7	106,6	113,0	120,8	130,0	135,5	141,2	144,9	148,7
Marża brutto ze sprzedaży	13,0%	23,9%	14,5%	8,7%	7,5%	8,2%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%
jednostkowa	13,4%	25,3%	15,8%	8,3%	7,5%	8,2%	7,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%
spółki zależne	8,2%	8,9%	8,0%	11,8%	9,8%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	12,7%	6,9%	6,3%	7,1%	6,7%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%
Marża EBIT	9,4%	20,3%	10,4%	5,1%	4,8%	5,6%	5,3%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%
Marża zysku netto	6,9%	16,9%	9,3%	4,7%	4,1%	4,8%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%
CFO	134,4	175,2	47,0	-212,5	341,7	156,6	122,6	127,1	155,7	165,5	158,9	164,6	168,6	172,2
dług netto	-312,8	-399,5	-432,7	-143,0	-398,1	-467,1	-486,9	-481,8	-506,9	-511,4	-515,8	-520,4	-523,5	-526,7

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Nasze aktualne prognozy na tle założeń strategii spółki na lata 2025-30

Strategia spółki na lata 2025-30 zakłada wypracowania narastająco w tym okresie: 14,5 mld PLN przychodów, 840 mln PLN EBITDA oraz 500 mln PLN zysku netto (średniorocznie odpowiednio: 2,4 mld PLN oraz 140 / 83 mln PLN, przy marży EBITDA: 5,8%, marży netto: 3,4%). CAPEX w całym okresie założono na 300 mln PLN (czyli 50 mln PLN/rok). Spółka zakłada możliwość akwizycji w celu wzmocnienia łańcucha wartości. Spółka będzie dążyć do wypłaty dywidendy w wysokości 50% zysku netto jednostkowego za ubiegły rok obrotowy. Spółka zakłada 12% udziału w rynku budownictwa kolejowego (szacowany na 180 mld PLN w okresie 2025-32).

Strategia 2025-30 główne założenia vs prognozy DM BDM*

strategia 2025-30			wyniki 2019-24					
	2025-30	średnia	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody [mln PLN]	14 500	2 417	1 604	1 392	1 121	1 085	1 092	1 458
EBITDA [mln PLN]	840	140	65	86	127	245	139	100
zysk netto [mln PLN]	500	83	29	49	77	184	102	68
CAPEX [mln PLN]	300	50	19	6	8	15	27	28
DPS [PLN/akcję]	50% jedn. zysku	1,81	0,3	0,9	1,5	3,0	0,0	2,1
marża brutto ze sprzedaży	---	---	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	14,5%	8,7%
marża EBITDA	5,8%	5,8%	4,0%	6,2%	11,4%	22,6%	12,7%	6,9%
marża netto	3,4%	3,4%	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	9,3%	4,7%

prognozy DM BDM*			poprzednia strategia 2019-23	
	2025-30	średnia	2019-23P	wykonanie
Przychody [mln PLN]	14 586	2 431	Przychody [mln PLN]	8 800
EBITDA [mln PLN]	957	160	marża brutto ze sprzedaży	6 295
zysk netto [mln PLN]	646	108		>5,0%
CAPEX [mln PLN]	296	49		11,7%
DPS [PLN/akcję]	---	2,93		
marża brutto ze sprzedaży	7,8%	7,8%		
marża EBITDA	6,6%	6,6%		
marża netto	4,4%	4,4%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *prognozy z raportu analitycznego z 19 lutego 2025

- Nasze aktualne prognozy od strony przychodowej od założeń spółki są wyższe o średnio 1%/rok w okresie 2025-30. Natomiast skumulowana EBITDA jest u nas o 14% wyższa niż założenia spółki. W przypadku zysku netto jesteśmy obecnie 29% powyżej założeń spółki.
- Zakładamy obecnie porównywalny do spółki CAPEX.
- Spółka zapisała w strategii, że będzie „dążyć” do wypłaty dywidendy w kwocie 50% zysku netto – takie też jest nasze założenie na lata 2026-27, natomiast w kolejnych dostrzegamy raczej miejsce na wyższe poziomy (spółka ma nadal spore nadwyżki gotówki netto).

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	229	233	260	278	297	314	323	326	326	326	326	326
Wartości niematerialne i prawne	12	12	15	16	16	16	17	17	17	17	18	18
Rzeczowe aktywa trwałe	173	184	209	225	244	261	269	272	272	272	272	272
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	44	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Aktywa obrotowe	906	973	1 215	1 310	1 412	1 472	1 563	1 633	1 677	1 713	1 730	1 750
Zapasy	122	94	120	135	151	164	177	190	198	205	208	212
Należności krótkoterminowe	257	627	605	635	712	773	834	896	934	966	983	999
Inwestycje krótkoterminowe	518	242	479	530	539	525	541	536	534	532	529	528
- w tym środki pieniężne*	516	240	478	528	537	523	539	535	533	530	527	527
Pozostałe aktywa obrotowe	9	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Aktywa razem	1 135	1 206	1 475	1 588	1 709	1 786	1 886	1 959	2 003	2 039	2 056	2 076
Kapitał (fundusz) własny	510	529	574	636	693	726	762	771	777	782	786	790
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	626	677	901	953	1 017	1 061	1 124	1 188	1 227	1 257	1 271	1 287
Rezerwy na zobowiązania	49	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Zobowiązania długoterminowe	72	87	72	57	49	43	37	31	28	28	28	28
- w tym zobowiązania oprocentowane	53	60	45	30	22	16	10	4	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	421	512	751	818	890	940	1 010	1 080	1 122	1 152	1 166	1 182
- w tym zobowiązania oprocentowane	30	38	35	32	29	26	23	20	17	10	4	0
Pozostałe	85	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
Pasywa razem	1 135	1 206	1 475	1 588	1 709	1 786	1 886	1 959	2 003	2 039	2 056	2 076
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	1 092	1 458	1 870	2 098	2 350	2 553	2 756	2 959	3 085	3 190	3 245	3 300
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	158	126	141	171	184	197	211	227	238	248	254	260
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	44	44	51	53	60	65	69	74	78	80	82	83
Zysk (strata) na sprzedaży	114	82	90	118	125	132	142	153	161	168	172	177
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	-8	0	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2
EBITDA	139	100	118	149	157	167	178	189	197	204	208	213
EBIT	114	75	90	117	124	131	141	152	159	166	171	175
Saldo działalności finansowej	15	8	6	6	8	8	8	9	8	8	8	8
Zysk (strata) brutto	129	83	95	123	132	140	149	160	167	174	179	184
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	102	68	76	100	107	113	121	130	135	141	145	149
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	47	-212	342	157	123	127	156	165	159	165	169	172
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1	-15	-56	-50	-53	-52	-46	-40	-24	-24	-24	-24
Przepływy z działalności finansowej	-26	-48	-49	-56	-61	-89	-94	-130	-137	-143	-148	-149
Przepływy pieniężne netto	20	-276	237	51	9	-14	16	-4	-2	-2	-3	-1
Środki pieniężne na początek okresu	496	516	240	478	528	537	523	539	535	533	530	527
Środki pieniężne na koniec okresu	516	240	478	528	537	523	539	535	533	530	527	527
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	1%	34%	28%	12%	12%	9%	8%	7%	4%	3%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-43%	-28%	17%	27%	6%	6%	7%	7%	4%	4%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-45%	-33%	12%	31%	7%	6%	7%	8%	4%	4%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	14,5%	8,7%	7,5%	8,2%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%
Marża EBITDA	12,7%	6,9%	6,3%	7,1%	6,7%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%
Marża EBIT	10,4%	5,1%	4,8%	5,6%	5,3%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%
Marża netto	9,3%	4,7%	4,1%	4,8%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%
SG&A / przychody	4,0%	3,0%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
ROE	20,0%	12,8%	13,2%	15,7%	15,4%	15,6%	15,9%	16,9%	17,4%	18,0%	18,4%	18,8%
ROA	9,0%	5,6%	5,2%	6,3%	6,2%	6,3%	6,4%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%
Dług	83	97	79	61	50	41	32	23	17	10	4	0
D / (D+E)	14,0%	15,5%	12,1%	8,8%	6,8%	5,4%	4,1%	2,9%	2,1%	1,2%	0,5%	0,0%
D / E	16,3%	18,4%	13,8%	9,7%	7,3%	5,7%	4,2%	3,0%	2,2%	1,3%	0,5%	0,0%
Dług / kapitał własny	16,3%	18,4%	13,8%	9,7%	7,3%	5,7%	4,2%	3,0%	2,2%	1,3%	0,5%	0,0%
Dług netto	-433	-143	-398	-467	-487	-482	-507	-511	-516	-520	-524	-527
Dług netto / kapitał własny	-0,8	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-3,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7	-2,6	-2,6	-2,5	-2,5
EV	1 010	1 300	1 044	975	956	961	936	931	927	922	919	916
Dług / EV	8,2%	7,5%	7,6%	6,3%	5,3%	4,3%	3,5%	2,5%	1,8%	1,1%	0,4%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,5%	1,9%	3,0%	2,4%	2,3%	2,0%	1,7%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	109,2%	108,6%	199,1%	154,3%	157,3%	147,6%	124,9%	107,7%	100,2%	100,4%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	9,5%	19,2%	-12,5%	-1,1%	0,9%	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1479,8%	76,5%	-56,7%	-9,9%	8,0%	11,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
P/E*	14,2	21,2	19,0	14,5	13,5	12,8	11,9	11,1	10,6	10,2	10,0	9,7
P/BV*	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA*	7,3	12,9	8,9	6,5	6,1	5,8	5,3	4,9	4,7	4,5	4,4	4,3
EV/EBIT*	8,9	17,4	11,6	8,4	7,7	7,3	6,6	6,1	5,8	5,5	5,4	5,2
EV/S*	0,925	0,9	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DPS	0,0	2,1	1,4	1,7	2,2	3,5	3,7	5,3	5,7	5,9	6,1	6,3
Payout ratio	0,0%	47,6%	45,7%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 62,8 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.plstrategia, przemysł, media/rozrywka, TMT**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.ploil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl**Piotr Barcz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

e-mail: piotr.barcz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	62,2	akumuluj	49,1	11.12.2025*	11:20 CET	62.8	111 969
akumuluj	49,1	kupuj	45,1	08.09.2025*	15:50 CEST	45,1	107 136
kupuj	45,1	akumuluj	37,3	19.02.2025	08:50 CEST	38,80	94 651
akumuluj	37,3	akumuluj	35,6	22.08.2024	11:52 CEST	33,55	84 528
akumuluj	35,6	kupuj	27,9	22.04.2024	14:25 CEST	32,35	84 109
kupuj	27,9	trzymaj	19,3	04.01.2024	09:55 CEST	23,75	77 054
trzymaj	19,3	trzymaj	22,0	12.09.2023	13:35 CEST	18,50	66 241
trzymaj	22,0	akumuluj	22,8	14.04.2023	14:50 CEST	21,15	61 305
akumuluj	22,8	---	---	16.01.2023	12:40 CEST	21,00	61 324

*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	8	80%	0	0%
Akumuluj	1	10%	0	0%
Trzymaj	1	10%	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 dwadzieścia miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposób 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 Gieldowego 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: 2025-12-11

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-11 (11:20 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-11 (11:20 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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 wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2025-12-11:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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 *
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

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

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 zajść 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.