



Dom Maklerski BDM S.A.

ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji dotyczącej ZUE (grudzień'25, Kupuj, 12,4 PLN): i) spółka podpisała umowę na kontrakt Gdynia – Łębork (2,6 mld PLN), ii) złożyła trzy najniższe cenowo oferty w przetargach PKP PLK (1,6 mld PLN), iii) ma najniższą ofertę w Rumunii, iv) ruszyły prace nad zmianami w Funduszu Kolejowy (zapewnienie stabilnego finansowania inwestycji PKP PLK), v) wyniki 4Q'25 były powyżej naszych oczekiwań. Z drugiej strony wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie ma przełożenie na: i) rynek surowcowy (dotychczas relatywnie bardziej dotyczy to branży drogowej niż kolejowej), ii) wzrost rentowności obligacji 10Y (stopa dyskonta dla wyceny DCF). Nowy portfel pozwoli spółce na istotne przeskalowanie działalności (przychody >1,5 mld PLN na trwale od 2027 roku). Trudniejsza do zawyrokowanie jest kwestia rentowności (m.in. pytanie o ścieżkę surowców w kilkuletniej perspektywie). Rynek może mieć długo w pamięci słaby track-record spółki w poprzednim dużym rozdaniu kontraktów kolejowych z lat 2016-17. Biorąc pod uwagę relację EV/(portfel+pipeline) spółka jest nadal wyceniana z bardzo dużym dyskontem do Torpolu (dla ZUE EV=334 mln PLN przy portfel+pipeline=5,4 mld PLN, dla Torpolu EV=959 mln PLN a portfel+pipeline=6,9 mld PLN). Podwyższamy naszą cenę docelową do 13,2 PLN (poprzednio: 12,4 PLN). Po wzroście kursu od naszej poprzedniej rekomendacji obniżamy jednocześnie zalecenie do Trzymaj z Kupuj. Czekamy na dalsze kroki w postępowaniach PKP PLK. Istotny wpływ na wycenę może mieć także rozwój sytuacji na rynku surowców. Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania roszczeń i waloryzacji od zamawiających (złożone pozwy o równowartości ok. 5 PLN/akcję).

Wyniki za ostatnie okresy

W 2025 roku spółka miała 946 mln PLN przychodów (-22% r/r) oraz 11,0 mln PLN zysku netto (+3% r/r). Wyniki za sam 4Q'25 przyniosły istotny wzrost marży r/r i q/q (efekt aktualizacji budżet oraz umowy z Kupon Cargo). Na koniec 4Q'25 dług netto wynosił 27 mln PLN (spadek q/q, porównywalnie r/r).

Portfel

Według ostatnich wypowiedzi prasowych spółka jest gotowana na przeroby w skali 2 mld PLN/rok. Portfel po 4Q'25 wynosi 3,64 mld PLN (+238% r/r). Spółka w ostatnich tygodniach złożyła trzy najniższe cenowo oferty w przetargach PKP PLK (1,6 mld PLN), w przetargu kolejowym w Rumunii (0,1 mld PLN). Na 2-4Q'26 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 (spółka zapowiedziała start w konsorcjach na odcinki kolejowe). 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 4% udziału w rocznych nakładach na budownictwo PKP PLK. Do tego dochodzą inni odbiorcy (właściciele bocznicy, miasta, rynki zagraniczne – średnio przez ostatnie lata 0,5 mld PLN/rok, przy dużej zmienności).

Prognozy wyników, wskaźniki

Obecnie estymujemy, że w 2026 roku spółka będzie miała 1,02 mld PLN przychodów oraz 8,0 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że wyniki 2025 roku były wsparte przez dopłaty/ugody). W latach 2027/28 zakładamy odpowiednio 1,52 / 1,72 mld PLN przychodów oraz 23,5 / 33,2 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=10,4x na 2026 rok, 5,5x na 2027 rok oraz 4,1x na 2028 rok. Biorąc pod uwagę relację EV do portfela spółka jest nadal wyceniana z bardzo dużym dyskontem do Torpolu (dla ZUE EV=334 mln PLN przy portfel+pipeline=5,4 mld PLN, dla porównania dla Torpolu EV=959 mln PLN a portfel+pipeline=6,9 mld PLN). Z ostatnich wypowiedzi prezesa spółki (po 4Q'25) można wnioskować, że ambicją spółki jest przerób roczny na poziomie 2,0 mld PLN - w perspektywie 2030 nasza projekcja w modelu zakłada obecnie nieco ponad 1,8 mld PLN.

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 484,1	1 219,4	945,9	1 022,4	1 523,1	1 723,9
EBITDA [mln PLN]	45,2	34,7	37,0	27,2	46,2	57,3
EBIT [mln PLN]	30,4	19,1	20,9	12,5	31,4	42,6
Wynik brutto [mln PLN]	28,9	12,1	14,0	10,1	29,2	41,2
Wynik netto [mln PLN]	21,0	10,7	11,0	8,0	23,5	33,2
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-134,2	26,3	26,8	-24,6	-51,7	-70,1
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
P/E	14,6	28,7	27,9	38,4	13,1	9,3
EV/EBITDA	3,8	9,6	9,0	10,4	5,5	4,1
EV/EBIT	5,7	17,5	16,0	22,6	8,1	5,6
DPS [PLN/akcję]	0,07	0,21	0,00	0,00	0,17	0,51

TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 13,2 PLN

7 KWIECIEŃ 2026, 11:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	12,6
Wycena porównawcza [PLN]	15,7
Wycena końcowa [PLN]	13,2
Potencjał do wzrostu / spadku	-0,9%
Koszt kapitału	15,3%
Cena rynkowa [PLN]	13,35
Kapitalizacja [mln PLN]	307,5
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,30
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10,30
Stopa zwrotu za 3 mc	6,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	23,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	33,5%

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.....	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	14
DANE FINANSOWE	19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	14,6	28,7	27,9	38,4	13,1	9,3	7,6
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	3,8	9,6	9,0	10,4	5,5	4,1	3,5
EV/EBIT	5,7	17,5	16,0	22,6	8,1	5,6	4,6
EV/S	0,1	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
BVPS	8,6	8,9	9,4	9,7	10,6	11,5	11,8
EPS	0,9	0,5	0,5	0,3	1,0	1,4	1,7
DPS (w danym roku)	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	1,4
Payout ratio	0,1	0,2	0,0	0,0	0,5	0,5	1,0

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	1 484	1 219	946	1 022	1 523	1 724	1 825
Budownictwo	1 405	1 152	874	950	1 450	1 650	1 750
Handel	74	68	72	72	73	74	75
Projektowanie	4	0	0	0	0	0	0
Wyłączenia	0	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	55,9	50,5	60,9	54,2	76,3	89,7	99,5
Budownictwo	49,9	46,0	56,4	49,4	71,4	84,8	94,5
Handel	4,5	4,6	4,7	5,1	5,1	5,2	5,2
Projektowanie	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	30,4	33,8	39,8	41,7	44,9	47,2	48,5
PPO/PKO	4,9	2,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	45,2	34,7	37,0	27,2	46,2	57,3	65,8
EBIT	30,4	19,1	20,9	12,5	31,4	42,6	51,0
Zysk brutto	28,9	12,1	14,0	10,1	29,2	41,2	49,9
Zysk netto	21,0	10,7	11,0	8,0	23,5	33,2	40,3
Dług netto	-134	26	27	-25	-52	-70	-75

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	61%	-18%	-22%	8%	49%	13%	6%
EBITDA zmiana r/r	42%	-23%	7%	-26%	70%	24%	15%
Zysk netto zmiana r/r	28%	-49%	3%	-27%	193%	41%	21%
Marża brutto na sprzedaży	3,8%	4,1%	6,4%	5,3%	5,0%	5,2%	5,5%
Marża EBITDA	3,0%	2,8%	3,9%	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%
Marża netto	1,4%	0,9%	1,2%	0,8%	1,5%	1,9%	2,2%
ROE	10,6%	5,2%	5,1%	3,6%	9,6%	12,5%	14,8%
ROA	2,3%	1,5%	1,8%	1,2%	2,7%	3,4%	4,0%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	193	214	204	204	204	204	204
WNIp	34	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	110	134	124	124	124	124	124
Pozostałe aktywa trwałe	49	47	47	47	47	47	47
Aktywa obrotowe	712	517	420	469	680	765	803
Zapasy	70	28	41	23	35	39	42
Należności krótkoterminowe	417	433	345	372	556	628	665
Środki pieniężne	224	53	28	68	84	92	91
Pozostałe aktywa obrotowe	1	4	5	5	5	5	5
Aktywa razem	906	732	623	673	884	969	1 007
Kapitał własny	199	205	216	224	243	265	272
Udziały mniejszości	1	1	2	2	2	2	2
Zobowiązania i rezerwy	706	525	406	447	639	702	733
Rezerwy na zobowiązania	39	33	39	39	39	39	39
Oprocentowane zobowiązania	89	79	55	44	33	22	16
Zobowiązania pozostałe	577	414	312	364	567	641	677
Pasywa razem	906	732	623	673	884	969	1 007
Dług netto	-134	26	27	-25	-52	-70	-75
Dług netto / Kapitał własny	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-3,0	0,8	0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,1

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	137	-116	7	66	46	45	53
CFI	5	-3	2	-15	-15	-15	-15
CFF	17	-53	-33	-11	-15	-23	-39
- w tym dywidenda	2	5	0	0	4	12	33
Przepływy pieniężne netto	160	-171	-24	40	16	7	0
CAPEX / Amortyzacja	56%	35%	13%	101%	100%	100%	100%

ZUE

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.grupazue.pl
Wycena końcowa [PLN]	13,2		
Potencjał zmiany	-0,9%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	13,35	1Q'26:	21 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	2Q'26:	19 sie
Kapitalizacja [mln PLN]	307,5		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25
Przychody	304,3	297,9	180,1	222,6	288,1	255,0
Budownictwo	286,4	277,9	166,5	209,1	265,6	232,9
Handel	17,9	20,0	13,6	13,5	22,5	22,0
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
Zysk brutto ze sprzedaży	7,0	16,0	5,4	21,6	10,4	23,5
Budownictwo	5,8	14,8	4,8	20,7	9,0	22,0
Handel	1,3	1,2	0,8	0,9	1,4	1,5
Projektowanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0
SG&A	8,0	9,9	9,1	9,1	10,2	11,4
PPO/PKO	2,2	-0,5	-0,9	2,1	-0,2	-1,1
EBITDA	5,2	9,7	-0,5	18,5	3,9	15,0
EBIT	1,2	5,6	-4,6	14,5	0,0	11,0
Zysk brutto	-1,3	4,1	-6,1	12,3	-0,4	8,1
Zysk netto	-0,2	3,8	-4,8	10,4	-0,4	5,8
Dług netto	73,0	26,3	39,9	83,4	37,9	26,8

Wskaźniki	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25
Przychody zmiana r/r	-15,2%	-48,9%	-43,0%	-26,0%	-5,3%	-14,4%
EBITDA zmiana r/r	-52,5%	-53,6%	---	79,6%	-24,4%	54,3%
Zysk netto zmiana r/r	---	-65,0%	---	69,1%	93,4%	51,7%
Marża brutto na sprzedaży	2,3%	5,4%	3,0%	9,7%	3,6%	9,2%
Marża EBITDA	1,7%	3,3%	-0,3%	8,3%	1,4%	5,9%
Marża netto	-0,1%	1,3%	-2,7%	4,7%	-0,2%	2,3%

Wskaźniki II	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	0,91	0,47	0,48	0,35	1,02	1,44
Revenue [mln PLN]	1 484,1	1 219,4	945,9	1 022,4	1 523,1	1 723,9
Gross Margin %	3,8%	4,1%	6,4%	5,3%	5,0%	5,2%
EBIT [mln PLN]	30,4	19,1	20,9	12,5	31,4	42,6
EBITDA [mln PLN]	45,2	34,7	37,0	27,2	46,2	57,3
Net Income Adj+ [mln PLN]	21,0	10,7	11,0	8,0	23,5	33,2
Net Debt [mln PLN]	-134,2	26,8	-24,6	-51,7	-70,1	-75,1
BPS	8,63	8,90	9,38	9,72	10,57	11,50
DPS	0,07	0,21	0,00	0,00	0,17	0,51
Return on Equity %	10,6%	5,2%	5,1%	3,6%	9,6%	12,5%
Return on Assets %	2,3%	1,5%	1,8%	1,2%	2,7%	3,4%
Depreciation [mln PLN]	10,2	9,3	9,0	9,0	9,1	9,1
Amortization [mln PLN]	0,6	0,6	0,7	0,1	0,1	0,1
Free Cash Flow [mln PLN]	142,6	-118,1	8,8	51,4	31,1	30,2
CAPEX [mln PLN]	8,2	5,5	2,1	14,8	14,8	14,8

Główne czynniki ryzyka:

- Uzależnienie od głównych odbiorców (PKP PLK)
- Brak pozyskania nowych umów
- 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%	12,6
Wycena metodą porównawczą	20%	15,7
Wycena 1 akcji [PLN]		13,2

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 (5,75%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 7 kwietnia 2026.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 022,4	1 523,1	1 723,9	1 824,6	1 842,8	1 861,3	1 879,9	1 898,7	1 917,7	1 936,8
EBIT [mln PLN]	12,5	31,4	42,6	51,0	56,3	61,5	62,4	63,4	64,4	65,4
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,4	6,0	8,1	9,7	10,7	11,7	11,9	12,0	12,2	12,4
NOPLAT [mln PLN]	10,1	25,4	34,5	41,3	45,6	49,8	50,6	51,4	52,2	53,0
Amortyzacja [mln PLN]	14,7	14,7	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,9
CAPEX [mln PLN]	-14,8	-14,8	-14,8	-14,8	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	42,5	2,5	-5,1	-3,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
FCF [mln PLN]	52,6	27,9	29,3	38,1	45,0	49,2	50,0	50,8	51,6	52,4
DFCF [mln PLN]	47,5	21,9	20,1	22,7	23,2	22,0	19,4	17,1	15,0	13,2
Suma DFCF [mln PLN]	222,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	368,6									
Zdyskontowana wart. Rezyd. [mln PLN]	93,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	315,5									
Dług netto 2025 [mln PLN]	26,8									
Akcje własne [mln PLN]	3,5									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,6									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	290,6									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	12,6									

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

Przychody zmiana r/r	8,1%	49,0%	13,2%	5,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-40,3%	151,2%	35,6%	19,8%	10,3%	9,2%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	596,8%	-47,0%	5,2%	30,1%	17,9%	9,4%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBITDA	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	1,2%	2,1%	2,5%	2,8%	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Marża NOPLAT	1,0%	1,7%	2,0%	2,3%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	-4,2%	-0,2%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-55,6%	-0,5%	2,5%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
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	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Udział kapitału własnego	93,5%	96,3%	97,8%	98,4%	99,1%	99,8%	100,5%	101,2%	101,3%	101,3%
Koszt kapitału obcego po opodatk.	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	6,5%	3,7%	2,2%	1,6%	0,9%	0,2%	-0,5%	-1,2%	-1,3%	-1,3%
WACC	14,6%	14,9%	15,0%	15,1%	15,2%	15,2%	15,3%	15,4%	15,4%	15,4%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1			
beta	0,8	14,3	14,8	15,3	Premia za ryzyko	7,5%	14,4	14,9	15,5	Premia za ryzyko	7,5%	16,0	14,9	14,0
	0,9	13,3	13,6	14,0		8,5%	13,3	13,7	14,1		8,5%	14,7	13,7	12,8
	1,0	12,3	12,6	13,0		9,5%	12,3	12,6	13,0		9,5%	13,6	12,6	11,7
	1,1	11,5	11,7	12,0		10,5%	11,5	11,7	12,0		10,5%	12,7	11,7	10,9
	1,2	10,8	11,0	11,2		11,5%	10,7	10,9	11,1		11,5%	11,8	10,9	10,1

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 2026-28 (33% dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 15,7 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

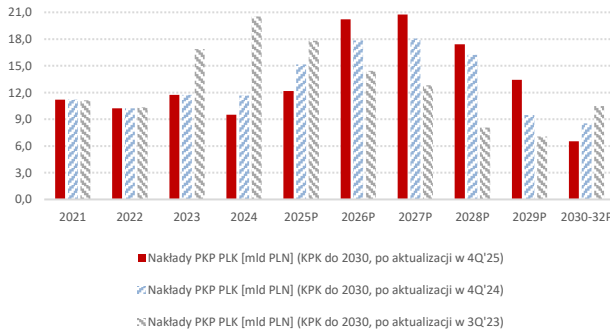
	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Budimex	22,3	20,8	19,1	12,4	11,5	10,3
Mirbud	9,2	7,9	6,3	5,0	4,4	3,7
Torpol	15,6	14,2	12,5	6,6	5,9	5,1
Trakcja	25,5	19,2	15,8	12,2	10,1	8,4
Mediana	18,9	16,7	14,2	9,4	8,0	6,7
ZUE	38,4	13,1	9,3	10,4	5,5	4,1
Premia/dyskonto do mediany	103%	-22%	-35%	10%	-30%	-39%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	6,6	17,0	20,4	12,2	18,2	19,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		14,7			16,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	15,7					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

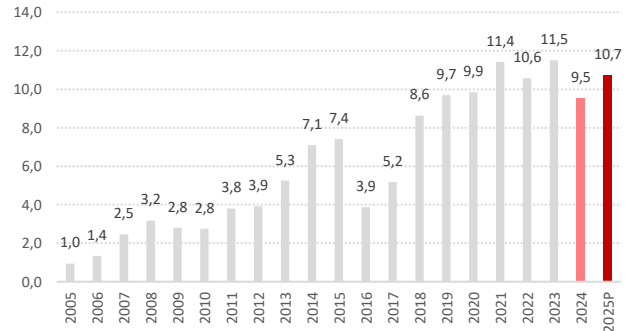
W październiku'25 zaktualizowano kolejny raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Obecnie plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w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

W 2025 roku PKP PLK ogłosiła przetargi w zakresie budownictwa kolejowego za ok 27 mld PLN, co oznacza przekroczenie wcześniejszych planów, które określano na średnio 15-16 mld PLN na lata 2025-26. Jednocześnie liczba nowo ogłoszonych postępowań w 2026 rok ma być wyraźnie skromniejsza r/r – na poziomie ok 9-10 mld PLN ([link](#)).

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). Cały 2025 rok był rekordowy pod kątem otwartych ofert w przetargach PKP PLK – ok 23 mld PLN netto (wcześniej najwyższy był 2019 rok - 12,5 mld PLN). Dotychczas w 1Q'26 otwarto oferty w przetargach na 6,5 mld PLN (budżetowo na 8,6 mld PLN). Pipeline ogłoszonych istotnych przetargów jest obecnie dość ubogi. Jeśli PKP PLK zacznie w najbliższych tygodniach ogłaszać nowe przetargi, to realnie składanie ofert nastąpi naszym zdaniem dopiero po wakacjach (a nawet później), co będzie oznaczać dość sporą lukę w kolejnych miesiącach.

Zapowiadane są zmiany w finansowaniu Funduszu Kolejowego, które pojawiły się w lutym'26 w wykazie prac rządu ([link](#)). Fundusz ma mieć zapewnione finansowanie na poziomie ok 10 mld PLN/rok (obecnie ok 2 mld PLN/rok, co wpływa na duże uzależnienie finansowania inwestycji kolejowych od napływu środków UE).

Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2026 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, 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
2026									
mar 26	Miąsowa - Jędrzejów - Sędziszów	781 ZUE	b.d.	---	847	92%	812 Skanska	96%	11
mar 26	Sitkówka Nowiny – Miąsowa	386 ZUE	b.d.	---	464	83%	404 PPMT/Mirbud	96%	14
lut 26	LK68 Stalowa Wola Rozwadów – Przeworsk	397 Aldesa	b.d.	---	392	100%	400 Swietelsky	99%	13
lut 26	Lipowa Tucholska - Kościerzyna	915 Intercor	b.d.	---	1 128	68%	1 011 Torpol	90%	10
sty 26	stacja Warszawa Wschodnia	2 956 Torpol	b.d.	---	3 745	74%	3 095 Intercor/PPM-T/Adamietz	96%	6
sty 26	LK 29 i 36	112 Domost	131	85%	106	---	120 Gór-Tor/Olikol	93%	6
sty 26	Gdańsk Osowa – Gdynia Główna	827 PPMT/Intop	1 257	66%	b.d.	---	874 Unibep/Track-Tec	95%	10
sty 26	LK 201 Wierzchucin – Lipowa Tucholska	915 ZUE/Duna	b.d.	---	1 524	60%	931 SBM/Trakcja	98%	10
suma/średnia		7 288			9 486	78%	7 645	96%	10
2025		suma/średnia	23 031		23 058	86%	23 802	96%	7
2024		suma/średnia	2 000		2 024	94%	2 123	94%	11
2023		suma/średnia	10 237		11 697	88%	10 764	95%	9

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

Planowane istotne przetargi budowlane PKP PLK w 2026 roku [mln PLN]

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert*	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]
Tunel - Bukowno - Sosnowiec Pld. - Etap II	10.04.2026	10.12.2025	< 100 mln PLN
Pszczółki – Pruszcz Gdański	13.04.2026	2.02.2026	ok. 180 mln PLN
LK16 Łęczycza - Kutno	24.04.2026	20.03.2026	> 100 mln PLN
Szczecin Gł. - granica	7.05.2026	30.03.2026	>1 mld PLN
Modlin do Mazowieckiego Portu Lotniczego (MPL)	14.05.2026	2.04.2026	ok. 256 mln PLN
Gdów - Szczyrzyc	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 mln PLN
Piotrków - Bełchatów	b.d.	1Q'26**	> 100 mln PLN
Wrocław Psie Pole - Wrocław Sołtysowice	b.d.	1Q'26**	ok 160 mln PLN
Tychy - Bieruń Stary	b.d.	2Q'26	ok 424 mln PLN
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
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

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert jedynie na trzech średniej wielkości postępowaniach i jednym dużym

Z planu przetarg i informacji prasowych PKP PLK wynika, że planowane jest ogłoszenie w 2026 roku przetargów na w sumie 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 ok 2 mld PLN
Suma do ogłoszenia ok 8 mld PLN

*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PKP PLK, *terminy mogą ulec przesunięciu, **nie ogłoszono w planowanym terminie

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 2025 roku podpisano umowy na budowę tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (1,8 mld PLN – Porr) oraz bocznic kolejowej (0,1 mld PLN – Track-Tec/Unibep). Ogłoszono m.in. przetargi na budowę terminala pasażerskiego, tunelu wraz z dworcem oraz jednego z odcinków LK na trasie z Warszawy do CPK. Z ostatnich wypowiedzi prezesa CPK wynika, że w 2025 rok ogłoszono w sumie przetargi za 40 mld PLN a w 2026 powinna pojawić podobna kwota 40 mld PLN ([link](#), [link1](#), [tabela1](#), [arkusz1](#)).

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	umowa: Track-Tec/Unibep
Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2	4Q'26	27.10.2025	9 243	dialog konkurencyjny
Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Węzeł CPK (bez węzła)	2Q'27	29.12.2025	>5000	dialog konkurencyjny
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 1	b.d.	b.d.	>5000	
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

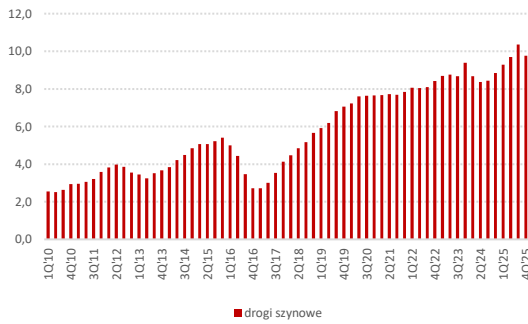
Postępowanie na „Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2”:

- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyły cztery konsorcja: Mirbud – Torpol, Porr-Gulermak, MS Warszawa – Intercor – NDI oraz Strabag -Tymbud.

Wybrane warunki udziału w postępowaniu na „Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Węzeł CPK (bez węzła)”:

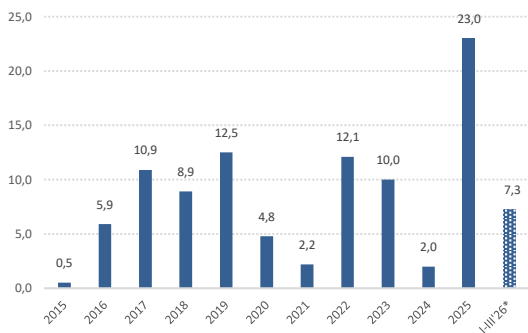
- min 0,8 mld PLN przychodów w każdym z ostatnich 3 lat (w przypadku konsorcjum, co najmniej jeden podmiot min. 0,4 mld PLN przychodów)
- w okresie ostatnich 10 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu o polegającego na budowie min. 15 km odcinka autostrady, drogi ekspresowej lub budowie, przebudowie min. 15 km odcinka linii kolejowej dwutorowej zelektryfikowanej.
- w przypadku zgłoszenie się więcej niż sześciu wykonawców CPK przeprowadzi selekcję na bazie punktów za liczbę zrealizowanych kontraktów w ostatnich 10 latach o wartości >0,4 mld PLN na budowę autostrady/drogi ekspresowej lub budowę/przebudowę LK dwutorowej zelektryfikowanej (max 12 pkt, w tym 6 pkt za realizacje w Polsce).
- Termin składania wniosków o dopuszczenie do udziału w dialogu konkurencyjnych: 13/04/2026 (termin był już wielokrotnie przesuwany).

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



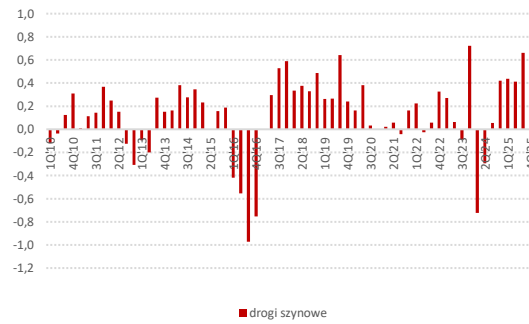
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK, 2024 - 2026 – szacunek DM BDM

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



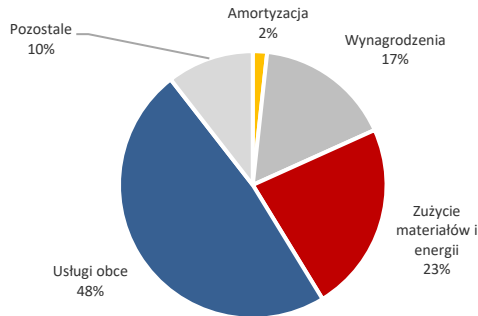
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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

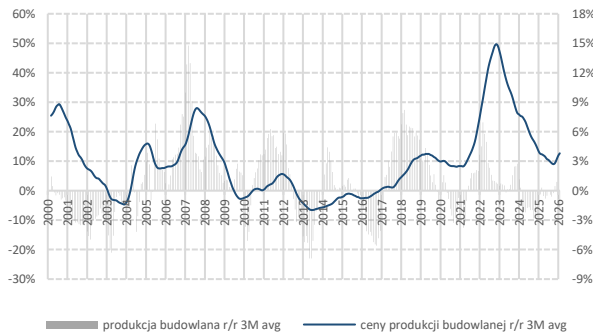
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

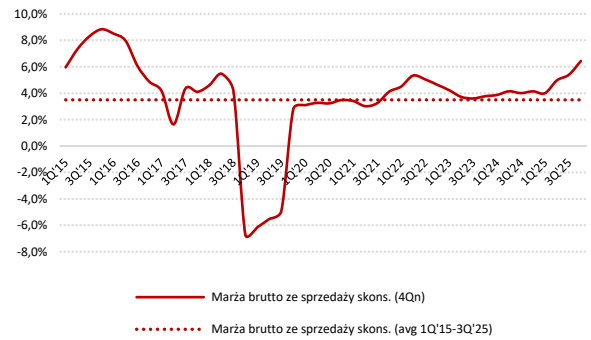
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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



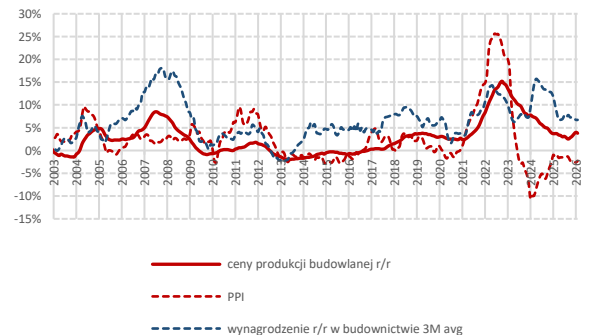
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

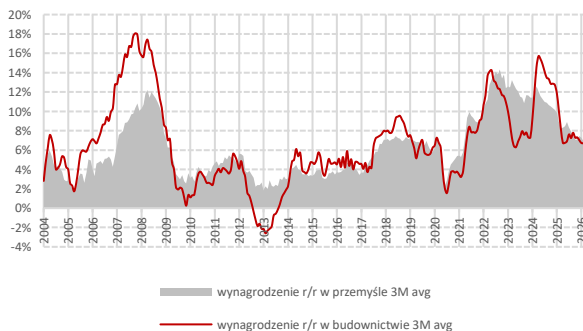
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

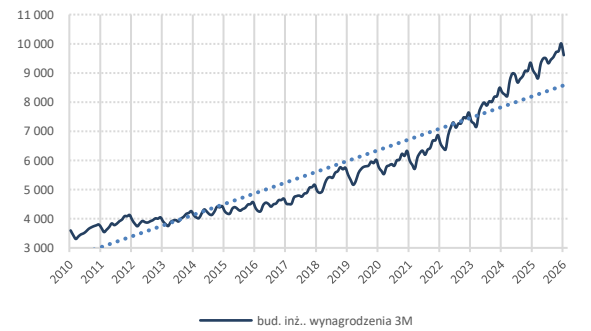
Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku'22 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie dynamika roczna obniżała się. We wrześniu'25 odnotowano lokalny dołek na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach dynamika przyspieszyła do ok. 4%. Dynamiki miesięczne od tego czasu wahają się pomiędzy 0,0% a 0,8%. W kolejnych miesiącach, ze względu na negatywny wpływ cen ropy na szereg materiałów budowlanych (np. asfalt, tworzywa sztuczne) i koszty ich transporty zakładamy, że trudno może być o powrót do poziomów <3%, które przejściowo widzieliśmy w kilku miesiącach 2025 roku.

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



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

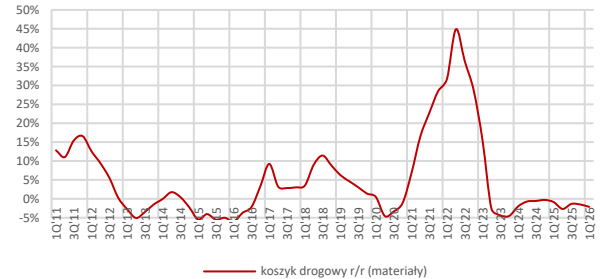
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

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]*

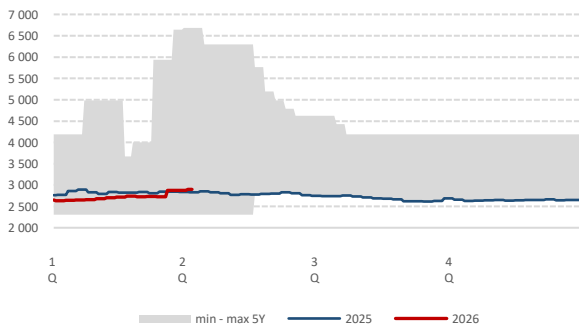


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 4Q'25 wykazały -3% spadek r/r (-3% w 3Q'25). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mieliśmy do czynienia w ostatnim czasie (wskaźnik jest ujemny od 2Q'23). Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK dane za 4Q'25 wykazują brak zmian r/r (+1% w 3Q'25).

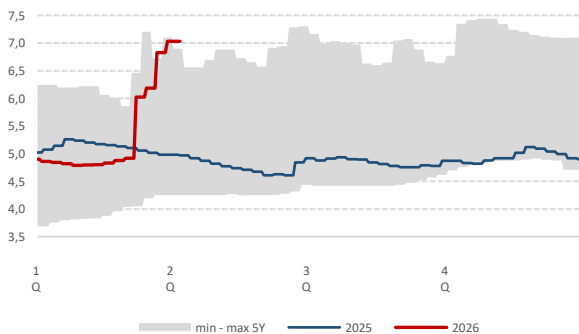
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Wysokie pozostawały ceny kruszyw czy cementu. Od 2H'25 obserwowany był powtórny dynamiczny wzrost cen miedzi (ostatnio przystopowany). Konflikt na linii USA/Izrael-Iran wywindował w drugiej połowie ceny diesla (oraz innych materiałów opartych o ropę – jak asfalt, tworzywa sztuczne – aczkolwiek ich znaczenie w sektorze kolejowym jest niewielkie). Na razie widać tylko relatywnie nieznaczny ruch na benchmarkach cen stali.

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



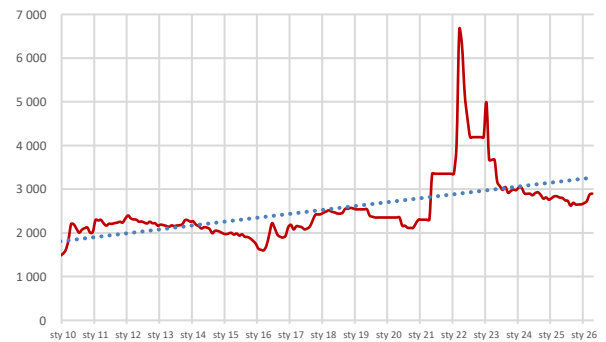
Źródło: DM BDM S.A., PUDS (cena max)

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



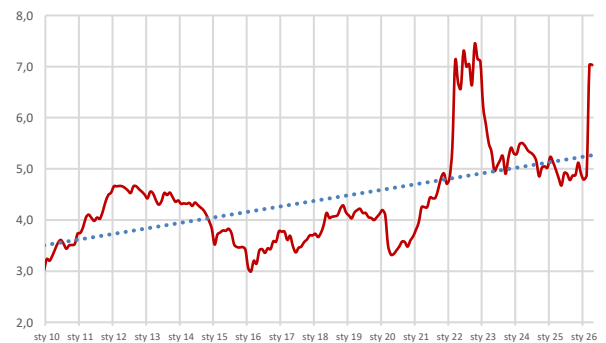
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



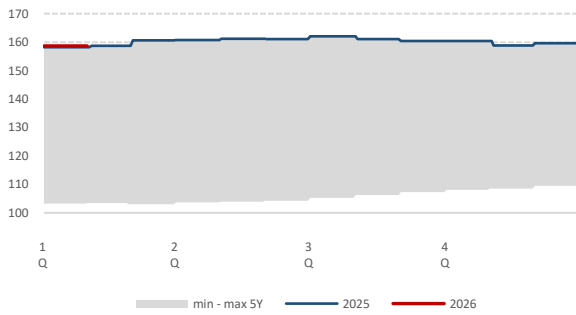
Źródło: DM BDM S.A., PUDS (cena max)

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



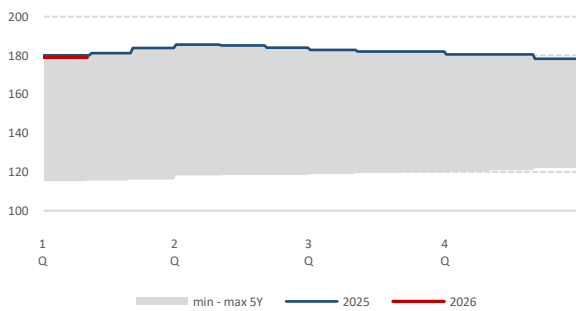
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



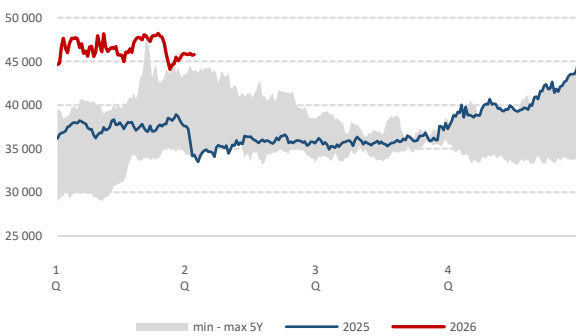
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za I'25

Cement – indeks GUS*



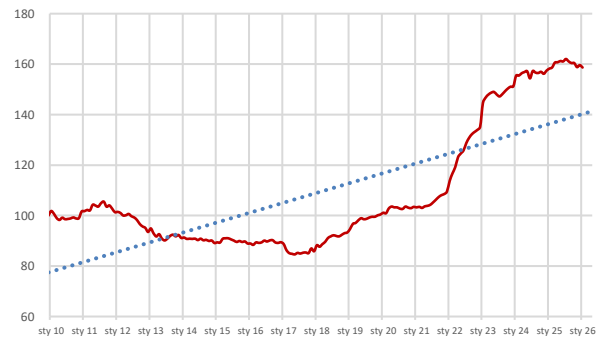
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za I'26

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



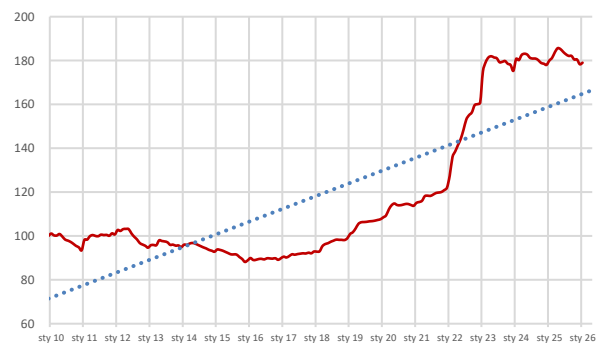
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



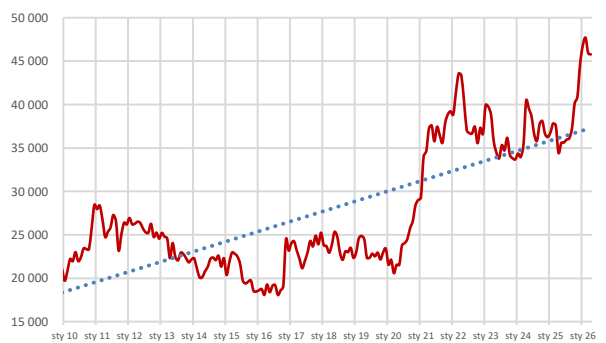
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

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

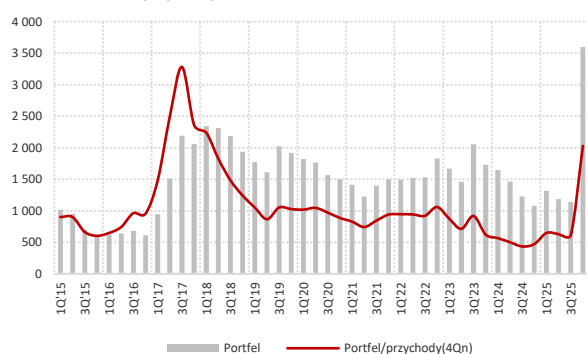
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty pozyskane od początku 2018 roku o wartości >50 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2026					
mar 26	M. Kraków	Utrzymanie, konserwacja oświetlenia dla Gminy Miejskiej Kraków	32,9	nko	103%
mar 26	PKP PLK	LK 8 Mięsowa - Jędrzejów - Sędziszów (LOT - B2_1, LOT - B1_2)	780,8	nc	92%
mar 26	PKP PLK	LK 8 Sitkówka Nowiny – Mięsowa (LOT B1_1)	386,0	nc	83%
sty 26	PKP PLK	LK 201 Wierzchucin – Lipowa Tucholska	457,5	nc	60%
2025					
gru 25	Cluj-Napoca	Metropolitalna kolej w Cluj	130,7	nc	99%
gru 25	PKP PLK	LK 202 Gdynia Chylonia - Lębork	2 617,6	lip 30	86%
lis 25	M. Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2025 - 2028	65,5	gru 28	0%
kwi 25	PKP PLK	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łapy	329,1	kwi 29	95%
2024					
lut 24	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	kwi 26	131%
2023					
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%
2022					
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. Górn.	Przebudowa torowiska tramwajowego w ciągu ul. Sobieskiego i ul. Królowej Jadwigi	69,0	gru 23	---
2021					
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. Górn.	Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka)	92,0	mar 24	221%
2020					
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	---

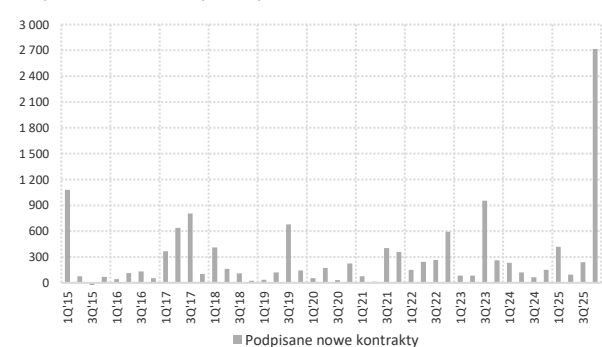
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, wg informacji z raportu bieżącego/okresowego, **wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, *** kontrakt w toku; nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena

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 wynosił 3,6 mld PLN po 4Q'25 i jest rekordowy w historii. 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.
- Największą pozycję w portfelu stanowi pozyskany w grudniu'25 kontrakt dla PKP PLK na 2,6 mld PLN (Gdynia Chylonia – Lębork, oferta 3% poniżej II ceny, 14% poniżej budżetu). 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.
- Spółka prawdopodobnie w kolejnych miesiącach jeszcze wzmocni portfel. Obecnie ma złożoną najniższą cenę w przetargu w Rumunii (0,13 mld PLN dla spółki w konsorcjum) oraz na trzech przetargach dla PKP PLK w Polsce za łącznie 1,62 mld PLN (średnia ważona ofert 3% poniżej II ceny, 19% poniżej budżetu).
- W jednym ze wspomnianych przetargów dla PKP PLK spółka wystartowała w konsorcjum z Duna Polska (LK 201 Wierzchucin – Lipowa Tucholska) a w dwóch samodzielnie na LK8 (Mięsowa - Jędrzejów – Sędziszów oraz Sitkówka Nowiny – Mięsowa /// zwracamy uwagę, że w tym drugim przetargu w arkuszu z ofertami prezentowanymi na stronie zamawiającego cena całkowita nie jest równa cenie podstawowej + opcje – trudno wyrokować czy to jakiś błąd techniczny czy ewentualnie jakiś problem przy ocenie oferty)
- 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 Annopol (wygrana wyraźnie powyżej budżetu, „po drodze” spółka przejęła zakres partnera) oraz kontrakt w Szczecinie (podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Kontrakt na Annopol według oficjalnych informacji ze strony zamawiającego zakończył się w 4Q’24, ale w 1H’25 prowadzono jeszcze prace poprawkowe ([link](#), z konferencji wynikowej spółki po 4Q’25 wynika, że finansowo kontrakt został już rozliczony z zamawiających, spółka natomiast wykonuje jeszcze naprawy gwarancyjne). 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 (ok 10% negatywny wpływ umocnienia PLN vs RON, ale kontrakt podlega też waloryzacji). 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 4Q’25 rozpoznano łącznie 386 mln PLN (w tym 100 mln PLN w 2023, 155 mln PLN w 2024 roku i 131 mln PLN w 2025). 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 wiarygodności (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.

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 - waloryzacje	2021	15,0
1 odcinek - waloryzacja	2022	6,0
ul. Igołomska	2022	6,0***
Trzebinia - Cz-DZ	2023	23,6
Bocznicza WSSE Invest-Park	2025	6,8
suma		114,9

Źródło: DM BDM S.A., spółka, * w przypadku występowania 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 4Q'25 [mln PLN]

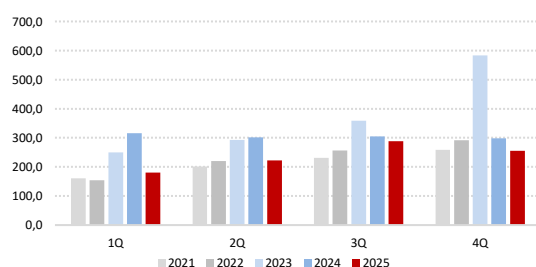
	4Q'24	4Q'25	zmiana r/r	4Q'25W	odchyl	4Q'25P BDM	odchyl	2024	2025	zmiana r/r
Przychody	297,9	255,0	-14,4%	255,0	0,0%	245,0	4,1%	1 219,4	945,9	-22,4%
Wynik brutto na sprzedaży	16,0	23,5	47,2%	23,5	0,0%	11,4	107,1%	50,5	60,9	20,7%
Wynik na sprzedaży	6,1	12,1	98,6%	---	---	1,5	708,5%	16,6	21,1	26,9%
PPO/PKO	-0,5	-1,1	---	---	---	2,4	---	2,4	-0,1	---
EBITDA	9,7	15,0	54,3%	---	---	8,6	73,2%	34,7	37,0	6,6%
EBIT	5,6	11,0	96,0%	11,1	-0,5%	3,9	182,4%	19,1	20,9	9,9%
Zysk brutto	4,1	8,1	95,9%	---	---	3,8	113,4%	12,1	14,0	15,2%
Zysk netto przed wył. mniejszości	3,9	5,9	52,6%	6,0	-0,7%	3,1	93,0%	10,8	11,2	3,5%
Zysk netto	3,8	5,8	51,7%	---	---	3,0	92,8%	10,7	11,0	2,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,4%	9,2%	---	9,2%	---	4,6%	---	4,1%	6,4%	---
Marża EBITDA	3,3%	5,9%	---	---	---	3,5%	---	2,8%	3,9%	---
Marża EBIT	1,9%	4,3%	---	4,3%	---	1,6%	---	1,6%	2,2%	---
Marża zysku netto	1,3%	2,3%	---	2,3%	---	1,3%	---	0,9%	1,2%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- W pierwszej połowie marca'26 podawała wstępne wyniki skonsolidowane i jednostkowe. Finalne wyniki były zgodne ze wstępnymi. Wyniki były lepsze od naszych założeń.
- W 4Q'25 na poziomie przychodów ZUE miało 255 mln PLN (-14% r/r). Spadek przychodów r/r był głównie konsekwencją niższego portfela (po 3Q'25 wynosił 1,14 mld PLN, co dawało -7% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 4Q'25 (9,2%) była lepsza r/r i powyżej naszych oczekiwań (5,4% w 4Q'24 i 4,6% w naszej prognozie). Marża, po wyraźnym spadku q/q w 3Q'25, znów odbiła (ze względu na rewizję marż na portfelu oraz ujęcie ugody z PKP Cargo na ok 8 mln PLN, z drugiej strony zwracamy też uwagę na wzrost rezerw na straty o 7 mln PLN na jednym z kontraktów (jak wynika z konferencji wynikowej spółka negocjuje dopłaty na tym kontrakcie).
- Marża na poziomie jednostkowym wyniosła 8,2%, natomiast dla jednostek zależnych było to aż 16,0% (prawdopodobnie pojawiły się tu rewizje marż w Energopolu). Zwracamy także uwagę, że wynik mógł być jeszcze wyższy, ale w 4Q'25 spółka zwiększyła wspomniane wyżej rezerwy na straty (ok. 2,7% marży).
- EBIT wyniósł 11,0 mln PLN (vs 5,6 mln PLN rok temu). Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -1,1 mln PLN (w tym -1,2 mln PLN to odpis należności).
- Saldo finansowe było wyraźnie ujemne (-2,9 mln PLN, w tym -1,5 mln PLN to ujęte dyskonto). Stopa podatku na poziomie 27% (rok temu 6%).
- Wynik netto w 4Q'25 to 5,8 mln PLN (vs -3,8 mln PLN w 4Q'24).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 4Q'25 26 mln PLN (w całym 2025 na poziomie 131 mln PLN, od początku realizacji kontraktów na tamtejszym rynku jest to 386 mln PLN).
- W całym roku przychody z PKP PLK wyniosły 392 mln PLN (41% całości).
- Dług netto po 4Q'25 wyniósł 27 mln PLN (rok temu na poziomie 26 mln PLN). CF operacyjny w 4Q'25 był dodatni (+12 mln PLN).
- Backlog na dzień sporządzenia raportu wynosił 3 643 mln PLN (vs 1 139 mln PLN kwartał temu). Spółka ma backlog w Niemczech na 31 mln PLN (od 2H'25 realizuje kontrakty dla DB). Spółka ma złożone obecnie najniższe oferty łącznie na 1,8 mld PLN.

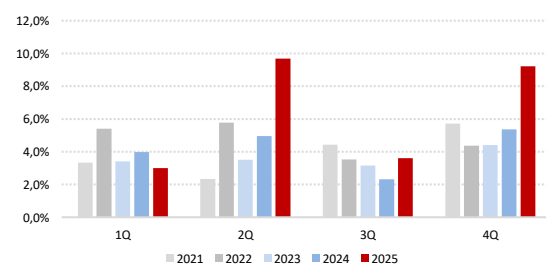
Wyniki za 4Q'25 przyniosły wyraźną poprawę marży (na poziomie skonsolidowanym jest ona niewiele niższa niż w 2Q'25, wpływ ugody z PKP Cargo „znosi się” ze wzrostem rezerw na straty). Na niższych liniach wyników w 4Q'25 zwracają uwagę nadal rosnące koszty SG&A czy wysokie koszty finansowe (ujęte w wynikach dyskonto). W całym 2025 roku spółka wypracowała 6,4% marży brutto ze sprzedaży, co jest najlepszym wynikiem od 10 lat i zgodne z celem, który spółka wyznacza sobie w średnim terminie. Portfel spółki jest obecnie na rekordowym poziomie (może jeszcze wzrosnąć w sytuacji pozyskania przez spółkę kontraktów z pipeline).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



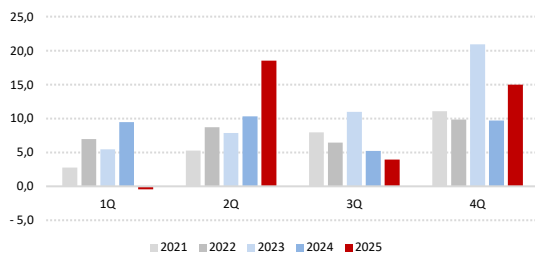
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



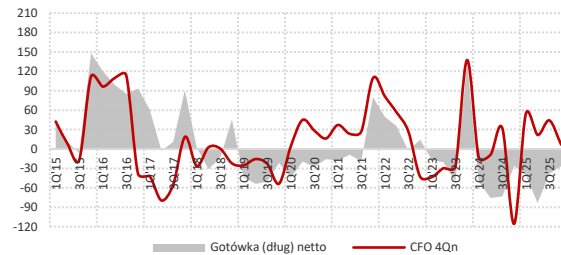
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 4Q'25 (26/03/2026)

4Q'25/2025

- w 2025 roku spółka skupiła się na rozliczeniu starych kontraktów
- relatywnie wysoka marża w 2025 roku jest efektem kończenia kontraktów oraz korzystnych rozliczeń, dopłat
- w sporej mierze dopłaty są do podziału z podwykonawcami
- Energopol miał dodatni wynik w 2025 roku (łącznie ze spółką niemiecką wpływ był na poziomie +3 mln PLN)
- spółka handlowa była na lekkim minusie w 2025 roku
- wahania marży pomiędzy kwartałami związane były z rewizjami budżetów
- wzrost rezerwy na straty w 4Q'25 wynika z jednego kontraktu, spółka negocjuje dodatkowe płatności
- ugoda z PKP Cargo – zaksięgowana w marży brutto, zostało utworzone dyskonto w kosztach

Perspektywy

- spółka chce poprawiać wyniki, chce utrzymywać dobrą marżę
- sytuacja kosztowa jest nieprzewidywalna
- spółka ofertowała w realistycznych cenach, nadal uważa, że tak jest, ale trudno odpowiedzieć co będzie się działo z cenami materiałów
- spółka ma długoterminowe umowy z dostawcami, ale nie są one w stanie zabezpieczyć cen
- spółka nie widzi wąskich gardeł wewnątrz, ale dla całego rynku problemem jest malejący potencjał kadrowy
- spółka nie spodziewa się już negatywnego wpływu ze starych kontraktów
- nie będzie 1:1 powtórki z 2016/17 – nie było wtedy waloryzacji (choć powinna być wyższa – prowadzone są rozmowy)
- wzrost kosztów nastąpi na pewno, ale kilka procent nie zaszkodzi rynkowi (kilkadziesiąt procent byłoby problemem)

Dywidenda

- spółka chciałaby wypłacać dywidendę

CAPEX

- obecny park maszynowy jest wystarczający do obsługi backlogu i pipeline
- w 2026 roku głównie odtworzeniowe inwestycje

Dług/gotówka

- ok 60 mln PLN zaangażowane w Rumunii w kapitał obrotowy
- spółka nie widzi problemu po stronie kapitału obrotowego dla realizacji backlogu
- w 2026 roku spółka otrzymała I zaliczkę na 40 mln PLN na Gdynia – Łębork, chce sprzedawać materiały na kontrakcie, spółka musi wydać zaliczkę, aby otrzymać kolejną

Backlog

- spółka jest przygotowana na skalę portfela, przerabiała już 1,5 mld PLN/rok
- spółka chce jeszcze powiększać portfel
- w 2025 roku spółka pozyskała 3,1 mld PLN nowych kontraktów
- w pipeline jest obecnie ok 1,8 mld PLN (3 kontrakty dla PKP PLK + 2 kontrakty w Rumunii) – są to kontrakty „buduj”
- spółka chce być obecna na rynku CPK

CPK

- ogłaszane przetargi na koleje dużych prędkości – inne wymagania niż w PKP PLK (CPK bierze pod uwagę też referencje drogowe, być może zostaną wprowadzone zmiany)
- spółka weźmie udział w konsorcjum w przetargu na pierwszy odcinek kolejowy CPK (ewentualnie w komponencie energetycznym)
- Kontrakt Annopol
- kontrakt zakończony, trwa usuwanie usterek, które powinny zakończyć się w 1H'26 (spółka ma związane rezerwy),
- kontrakt nie ma ryzyk finansowych (poza naprawą usterek gwarancyjnych)

Gdynia – Łębork

- przerób w 2026 nie będzie znaczący, harmonogramy są dopiero w trakcie tworzenia
- spółka przygotowywała się do kontraktu już przed jego formalnym pozyskaniem (koncepcja, umowy ramowe z dostawcami)

Waloryzacja w PKP PLK

- liczona od terminu 28 dni przed ofertą

Rynek tramwajowy

- spółka ma dwa kontrakty potencjalnie do podpisania (po odwołaniach)
- spółka chce złożyć sporą ofertę w Bukareszcie

Niemcy

- spółka ma certyfikat na sieci trakcyjne, jest nadal w trakcie uzyskiwania certyfikatu na prace
- spółka chce startować w małych przetargach
- rynek jest inaczej zorganizowany niż rynek polski (m.in. duża biurokracja budów, duże problemy z dopuszczeniem maszyn – konieczne są lokalnie wyprodukowane maszyny, które spółka musi dzierżawić), rynek dość zamknięty
- marżowość pierwszych kontraktów jest dobra
- lokalna akwizycja mogłaby ułatwić obecność na rynku
- spółka ma spore ambicje, chce być zauważalna na rynku

Rumunia

- pozostało 94 mln PLN do realizacji
- waloryzacja kontraktów jest bez limitu
- spółka traci na różnicach kursowych
- długie są procedury fakturowania
- spółka chce na tym rynku rosnąć, ma zbudowaną organizację (opartą w sporej części na lokalnych pracownikach), potrafi się na nim poruszać

Self-cleaning Budimexu

- sprawa jest „naprawialna”

Konferencja dla prasy

- spółka chce zwiększyć przychody r/r w 2026
- spółka powinna rozpocząć prace na Gdynia – Łębork jeszcze w 2026 roku
- spółka ma nadal możliwość zwiększenia portfela
- spółka jest przygotowana na 2 mld PLN przychodu rocznie

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'25	1Q'26P	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
Przychody ze sprzedaży	249,3	292,4	359,0	583,5	316,2	301,0	304,3	297,9	180,1	222,6	288,1	255,0	193,7	228,6	272,8	327,3
Budownictwo	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0	286,4	277,9	166,5	209,1	265,6	232,9	180,0	215,0	250,0	305,0
Handel	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	17,9	20,0	13,6	13,5	22,5	22,0	13,7	13,6	22,8	22,3
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
Zysk brutto ze sprzedaży	8,5	10,3	11,4	25,8	12,6	14,9	7,0	16,0	5,4	21,6	10,4	23,5	7,2	13,8	13,4	19,8
Budownictwo	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7	5,8	14,8	4,8	20,7	9,0	22,0	6,3	12,9	11,9	18,3
Handel	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3	1,3	1,2	0,8	0,9	1,4	1,5	1,0	1,0	1,6	1,6
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	0,0	-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	11,4	9,5	9,5	10,5	12,2
Zysk na sprzedaży	1,7	2,8	3,4	17,6	4,7	6,8	-1,0	6,1	-3,7	12,4	0,3	12,1	-2,3	4,3	2,9	7,6
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	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,5	7,8	11,0	20,9	9,5	10,3	5,2	9,7	-0,5	18,5	3,9	15,0	1,4	8,0	6,6	11,3
EBIT	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6	1,2	5,6	-4,6	14,5	0,0	11,0	-2,3	4,3	2,9	7,6
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	8,1	-3,0	3,6	2,3	7,2
Zysk (strata) netto	1,1	3,0	5,9	10,9	1,0	6,2	-0,2	3,8	-4,8	10,4	-0,4	5,8	-2,3	2,9	1,8	5,7
Marża brutto ze sprzedaży	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,0%	5,0%	2,3%	5,4%	3,0%	9,7%	3,6%	9,2%	3,7%	6,0%	4,9%	6,1%
Budownictwo	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	3,8%	4,9%	2,0%	5,3%	2,9%	9,9%	3,4%	9,4%	3,5%	6,0%	4,8%	6,0%
Handel	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	7,5%	6,9%	7,1%	5,9%	6,2%	6,8%	6,1%	6,9%	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%	5,9%	0,7%	3,5%	2,4%	3,4%
Marża EBIT	0,8%	1,4%	2,0%	2,9%	1,8%	2,2%	0,4%	1,9%	-2,5%	6,5%	0,0%	4,3%	-1,2%	1,9%	1,1%	2,3%
Marża netto	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,7%	4,7%	-0,2%	2,3%	-1,2%	1,3%	0,6%	1,7%
CFO	-29,6	4,2	-34,1	196,9	-180,6	9,0	6,7	49,3	-10,6	-23,6	29,1	11,9	15,0	0,0	10,0	41,2
Dług netto	17,3	20,1	50,5	-134,2	50,2	75,8	73,0	26,3	39,9	83,4	37,9	26,8	15,5	19,1	12,8	-24,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

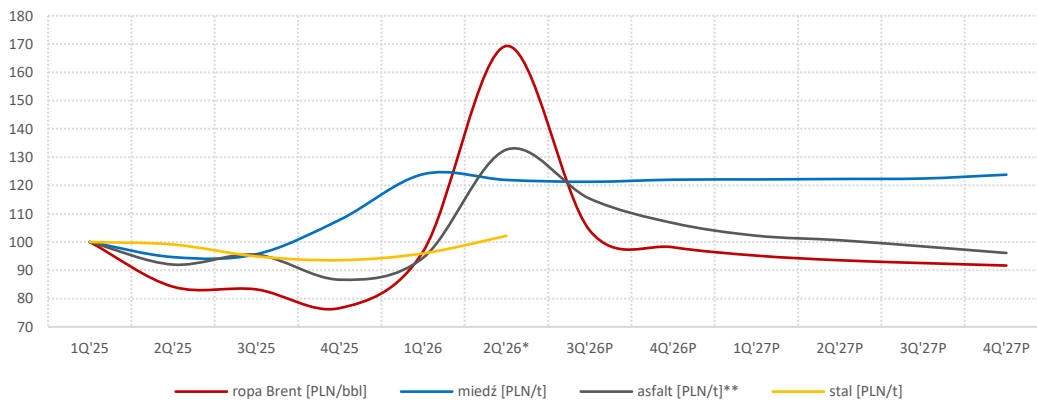
Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2025		zmiana	2026		zmiana	2027		zmiana	2028		zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	935,9	945,9	1,1%	965,3	1 022,4	5,9%	1 415,9	1 523,1	7,6%	1 666,6	1 723,9	3,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	48,7	60,9	25,0%	52,4	54,2	3,5%	72,9	76,3	4,6%	90,0	89,7	-0,3%
EBITDA	30,7	37,0	20,5%	30,5	27,2	-10,7%	48,0	46,2	-3,9%	62,4	57,3	-8,1%
EBIT	13,8	20,9	51,8%	13,3	12,5	-6,0%	30,8	31,4	2,0%	45,2	42,6	-5,8%
Zysk (strata) netto	8,2	11,0	34,3%	8,0	8,0	0,1%	23,5	23,5	-0,1%	35,3	33,2	-5,9%
Dług (gotówka) netto	12,9	26,8	107,7%	-38,8	-24,6	-36,7%	-47,3	-51,7	9,2%	-65,6	-70,1	6,9%
Marża brutto ze sprzedaży	5,2%	6,4%		5,4%	5,3%		5,1%	5,0%		5,4%	5,2%	
Marża EBITDA	3,3%	3,9%		3,2%	2,7%		3,4%	3,0%		3,7%	3,3%	
Marża EBIT	1,5%	2,2%		1,4%	1,2%		2,2%	2,1%		2,7%	2,5%	
Marża zysku netto	0,9%	1,2%		0,8%	0,8%		1,7%	1,5%		2,1%	1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *z 09/12/2025

- Wyniki 4Q'25 były wyższe od naszych oczekiwań, nieco słabsza była natomiast pozycja gotówkowa (zwracamy uwagę, że już w 1Q'26 wpłynęła I rata zaliczki na kontrakcie Gdynia – Łębork).
- Od czasu naszej poprzedniej rekomendacji z pozytywnych aspektów zwracamy uwagę m.in.: i) spółka podpisała umowę na kontrakt Gdynia – Łębork (2,6 mld PLN, kontrakt mieliśmy ujęty w naszych projekcjach z wysokim prawdopodobieństwem, realizacji do połowy 2030 roku), ii) złożyła trzy najniższe cenowo oferty w przetargach PKP PLK (1,6 mld PLN – czas realizacji 40-51 miesięcy, czyli przy podpisaniu w 3Q'26, powinny zakończyć się w okolicy 2030 roku),
- Natomiast głównym negatywnym czynnikiem jest wybuch w lutym'26 konfliktu na Bliskim Wschodzie, który ma przełożenie na rynek surowcowy. Dotychczas relatywnie bardziej dotyka to branży drogowej niż kolejowej (ceny asfaltu są w dużej mierze skorelowane z ropą). Rynek terminowy zakłada w dość krótkiej perspektywie normalizację cen ropy i jej pochodnych. Natomiast na wyższych poziomach niż w 2025 mają pozostać ceny miedzi (wzrosły one już na przełomie 2025/26).

Indeks cen bazowych surowców w ostatnich kwartałach i ich krzywa terminowa [1Q'25=100]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg, PUDS, Orlen Asfalt

- Korygujemy nasze prognozy: nieznacznie bardziej konserwatywnie podchodzimy do marż, natomiast w górę korygujemy przychody w okresie 2027+ (wyższe prawdopodobieństwo rozpoznanie przychodów z kolejnych kontraktów dla PKP PLK).
- Z ostatnich wypowiedzi prezesa spółki (po 4Q'25) można wnioskować, że ambicją spółki jest przerób roczny na poziomie 2,0 mld PLN ([link](#)). W perspektywie 2030 nasza projekcja w modelu zakłada obecnie nieco ponad 1,8 mld PLN.
- Przychody w 2026 roku powinny się opierać w sporej mierze na kontraktach dla PKP PLK takich jak Katowice – Będzin (pozyskany był w korzystnym „okienku” przetargowym w 2023 roku, obecnie jego wartość, po aneksach, to 104% budżetu PKP PLK z przetargu) czy Łomża – Śniadowo – Łapy (pozyskany na początku 2025 roku za 95% budżetu PKP PLK). W sprzedaży powinny pojawić się także pierwsze przychody z kontraktu Gdynia – Łębork (projektowanie + sprzedaż części materiałów, ale zwracamy tu uwagę, że spółka zwykle na takim etapie rozpoznaje kontrakty na „zerowej” marży).
- Zakładamy, że spółka wypracuje w 2026 roku wzrost przychodów do 1,02 mld PLN (+8% r/r), ale zysk netto spadnie z 11,0 mln PLN do 8,0 mln PLN (-27% r/r). Zwracamy przy tym uwagę, że baza z 2025 roku jest podbita m.in. przez ugodę z PKP Cargo (szacujemy wpływ na zysk netto na ok. +5-6 mln PLN w 2025 roku).
- Potencjalne przetargi do wygrania w PKP PLK (1,6 mld PLN) – to na razie przetargi na etapie z złożonych ofert (ceny ZUE są w nich najniższe). Zamawiający nie wybrał jeszcze oficjalnie najkorzystniejszych ofert, zapewne także pojawią się odwołania do KIO.
- Z punktu widzenia spółki ważne jest także, aby wygrać oba sąsiednie odcinki na LK 8: Miąsowa - Jędrzejów – Sędziszów oraz Sitkówka Nowiny – Miąsowa. Odcinki pod kątem lokalizacyjnym są blisko bazy spółki w Krakowie. Dwa sąsiednie odcinki dają też pole do synergii kosztowych. Zwracamy uwagę, że w tym drugim przetargu w arkuszu z ofertami prezentowanymi na stronie zamawiającego cena całkowita nie jest równa cenie podstawowej + opcje – trudno wyrokować czy to jakiś błąd techniczny czy ewentualnie jakiś problem przy ocenie oferty.
- Nasze prognozy na kolejne lata oparte są na założeniu, że spółka podpisze w 2026 roku umowy na trzy wspomniane kontrakty dla PKP PLK z dużym prawdopodobieństwem.
- 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 4-5% (średnia ważona za ostatnie 5 lat to 4,5%). W 2025 roku było to 6,4%, najwyższej od 2015 roku, jednak należy brać pod uwagę, że jest ona pod wpływem zdarzeń o charakterze „jednorazowym” (ugoda z PKP Cargo, rozliczenie dopłat na starych kontraktach). W 2026 roku zakładamy spadek r/r do 5,3% (m.in. efekt ostrożnego podejścia do rozpoznawania marż – w otoczeniu dużej zmienności czynników kosztowych). 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 był 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. 4% 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 zapewni po 0,5-0,6 mld PLN przychodów/rok. Przy podpisaniu trzech umów z PKP PLK, gdzie spółka ma najniższą ceną, dołożyć można kolejne ok 0,4 mld PLN/rok. Potencjalna nadwyżka to kolejne postępowania oraz kontrakty, które spółka ma już w portfolio. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok (wchodzą tu m.in. kontrakty utrzymaniowe w Krakowie), 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.
- Zakładamy, że kolejne lata przyniosą poziom CAPEX na poziomie amortyzacji.
- Na koniec 2025 roku spółka miała 27 mln PLN długu netto. Przyjmujemy, że na koniec każdego kolejnego roku od 2026 w szczegółowej prognozie spółka będzie w stanie wykazywać gotówkę netto – w 2026 roku do spółki powinny wpłynąć zaliczki na nowe kontrakty (Gdynia – Łębork i kontrakty z pipeline). Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami od 2027 roku (w 2026 roku zakładamy brak dywidendy, podobnie jak w 2025 roku).

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	921,4	1 484,1	1 219,4	945,9	1 022,4	1 523,1	1 723,9	1 824,6	1 842,8	1 861,3	1 879,9	1 898,7	1 917,7	1 936,8
Budownictwo	831,1	1 405,1	1 151,8	874,2	950,0	1 450,0	1 650,0	1 750,0	1 767,5	1 785,2	1 803,0	1 821,1	1 839,3	1 857,7
Handel	77,8	74,4	67,6	71,7	72,4	73,1	73,9	74,6	75,3	76,1	76,9	77,6	78,4	79,2
Projektowanie	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	0,0
Wyłączenia	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	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	42,8	55,9	50,5	60,9	54,2	76,3	89,7	99,5	105,0	112,2	113,4	114,5	115,6	116,8
Budownictwo	31,1	49,9	46,0	56,4	49,4	71,4	84,8	94,5	99,9	107,1	108,2	109,3	110,4	111,5
Handel	10,9	4,5	4,6	4,7	5,1	5,1	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	5,5	5,5
Projektowanie	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	0,0
Wyłączenia	-0,5	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	26,2	30,4	33,8	39,8	41,7	44,9	47,2	48,5	48,7	50,8	50,9	51,1	51,3	51,4
Zysk na sprzedaży	16,6	25,6	16,6	21,1	12,5	31,4	42,6	51,0	56,3	61,5	62,4	63,4	64,4	65,4
Saldo PPO/PKO	1,5	4,9	2,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	31,9	45,2	34,7	37,0	27,2	46,2	57,3	65,8	71,1	76,3	77,3	78,2	79,2	80,2
EBIT	18,1	30,4	19,1	20,9	12,5	31,4	42,6	51,0	56,3	61,5	62,4	63,4	64,4	65,4
Zysk (strata) brutto	22,1	28,9	12,1	14,0	10,1	29,2	41,2	49,9	55,2	62,8	64,2	65,5	66,6	67,7
Zysk (strata) netto	16,4	21,0	10,7	11,0	8,0	23,5	33,2	40,3	44,5	50,9	52,0	53,0	54,0	54,8
Marża brutto ze sprzedaży	4,6%	3,8%	4,1%	6,4%	5,3%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Budownictwo	3,7%	3,6%	4,0%	6,4%	5,2%	4,9%	5,1%	5,4%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Handel	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%	7,0%
Projektowanie	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	3,5%	3,0%	2,8%	3,9%	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	2,0%	2,0%	1,6%	2,2%	1,2%	2,1%	2,5%	2,8%	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Marża netto	1,8%	1,4%	0,9%	1,2%	0,8%	1,5%	1,9%	2,2%	2,4%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
CFO	-42,6	137,5	-115,6	6,8	66,2	45,9	45,0	53,1	59,1	64,0	64,7	65,5	66,2	67,1
Dług netto	-14,6	-134,2	26,3	26,8	-24,6	-51,7	-70,1	-75,1	-79,1	-85,0	-85,7	-86,3	-86,9	-87,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	214	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204	204
Wartości niematerialne i prawne	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	134	124	124	124	124	124	124	124	125	125	125	125
Nieruchomości inwestycyjne	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Pozostałe aktywa trwałe	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Aktywa obrotowe	517	420	469	680	765	803	807	813	814	815	821	829
Zapasy	28	41	23	35	39	42	42	42	43	43	44	44
Należności krótkoterminowe	433	345	372	556	628	665	671	678	685	692	698	705
Inwestycje krótkoterminowe	53	28	69	85	92	92	89	88	81	75	74	74
- w tym środki pieniężne	53	28	68	84	92	91	88	87	81	75	74	74
Pozostałe aktywa obrotowe	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa razem	732	623	673	884	969	1 007	1 011	1 017	1 018	1 019	1 025	1 033
Kapitał (fundusz) własny	205	216	224	243	265	272	276	283	284	285	286	286
Kapitał mniejszości	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	525	406	447	639	702	733	732	732	732	732	737	744
Rezerwy na zobowiązania	33	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Zobowiązania długoterminowe	68	65	55	45	35	31	31	31	31	31	31	31
- w tym zobowiązania oprocentowane	44	39	29	19	9	4	4	4	4	4	4	4
Zobowiązania krótkoterminowe	425	301	353	554	627	663	662	662	662	662	667	674
- w tym zobowiązania oprocentowane	34	16	15	14	13	12	5	-2	-9	-16	-17	-17
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	732	623	673	884	969	1 007	1 011	1 017	1 018	1 019	1 025	1 033
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	1 219	946	1 022	1 523	1 724	1 825	1 843	1 861	1 880	1 899	1 918	1 937
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50	61	54	76	90	100	105	112	113	114	116	117
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	34	40	42	45	47	49	49	51	51	51	51	51
Zysk (strata) na sprzedaży	17	21	13	31	43	51	56	61	62	63	64	65
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	35	37	27	46	57	66	71	76	77	78	79	80
EBIT	19	21	13	31	43	51	56	61	62	63	64	65
Saldo działalności finansowej	-7	-7	-2	-2	-1	-1	-1	1	2	2	2	2
Zysk (strata) brutto	12	14	10	29	41	50	55	63	64	65	67	68
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	11	11	8	23	33	40	45	51	52	53	54	55
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	-116	7	66	46	45	53	59	64	65	65	66	67
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3	2	-15	-15	-15	-15	-15	-13	-13	-13	-14	-14
Przepływy z działalności finansowej	-53	-33	-11	-15	-23	-39	-47	-52	-58	-58	-54	-53
Przepływy pieniężne netto	-171	-24	40	16	7	0	-3	-1	-6	-6	-1	0
Środki pieniężne na początek okresu	224	53	28	68	84	92	91	88	87	81	75	74
Środki pieniężne na koniec okresu	53	28	68	84	92	91	88	87	81	75	74	74
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	-18%	-22%	8%	49%	13%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-23%	7%	-26%	70%	24%	15%	8%	7%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-49%	3%	-27%	193%	41%	21%	11%	14%	2%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	4,1%	6,4%	5,3%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Marża EBITDA	2,8%	3,9%	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	1,6%	2,2%	1,2%	2,1%	2,5%	2,8%	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Marża netto	0,9%	1,2%	0,8%	1,5%	1,9%	2,2%	2,4%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
SG&A / przychody	2,8%	4,2%	4,1%	2,9%	2,7%	2,7%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
ROE	5,2%	5,1%	3,6%	9,6%	12,5%	14,8%	16,1%	18,0%	18,3%	18,6%	18,9%	19,1%
ROA	1,5%	1,8%	1,2%	2,7%	3,4%	4,0%	4,4%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%
Dług	79	55	44	33	22	16	9	2	-5	-12	-13	-13
D / (D+E)	27,8%	20,2%	16,3%	11,8%	7,5%	5,6%	3,2%	0,7%	-1,8%	-4,3%	-4,9%	-4,9%
D / E	38,5%	25,3%	19,5%	13,4%	8,1%	5,9%	3,3%	0,8%	-1,7%	-4,2%	-4,7%	-4,7%
Dług / kapitał własny	38,5%	25,3%	19,5%	13,4%	8,1%	5,9%	3,3%	0,8%	-1,7%	-4,2%	-4,7%	-4,7%
Dług netto	26	27	-25	-52	-70	-75	-79	-85	-86	-86	-87	-87
Dług netto / kapitał własny	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	0,8	0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
EV	334	334	283	256	237	232	228	222	222	221	221	220
Dług / EV	23,7%	16,3%	15,4%	12,7%	9,1%	6,9%	4,0%	1,0%	-2,2%	-5,4%	-6,1%	-6,1%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,2%	1,4%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	35,4%	13,4%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	12,1%	2,4%	-4,2%	-0,2%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-55,9%	-8,4%	-55,6%	-0,5%	2,5%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%
P/E*	28,7	27,9	38,4	13,1	9,3	7,6	6,9	6,0	5,9	5,8	5,7	5,6
P/BV*	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA*	9,6	9,0	10,4	5,5	4,1	3,5	3,2	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7
EV/EBIT*	17,5	16,0	22,6	8,1	5,6	4,6	4,1	3,6	3,6	3,5	3,4	3,4
EV/S*	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	1,4	1,7	1,9	2,2	2,3	2,3	2,3
Payout ratio	22,7%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 13,35 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	13,2	Kupuj	12,4	07.04.2026*	11:45 CEST	13,35	127 394
Kupuj	12,4	Akumuluj	10,9	09.12.2025*	08:55 CET	10,30	110 095
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 oprecontowane 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 2Q'26*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	0	0%	0	0%
Akumuluj	1	50%	1	100%
Trzymaj	1	50%	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: 2026-04-07

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-04-07 (11:45 CEST/CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-04-07 (11:45 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 instrumenty lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać 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 poszczególne instrumenty 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 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 WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa 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 2026-04-07:

- 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 świadomy, 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.