Raport został przygotowany w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW (PWPA 5.0)

Dom Maklerski BDM S.A.

ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 13,5 PLN

26 SIERPIEŃ 2026, 12:10 CEST

Wycena DCF [PLN]	13,2
Wycena porównawcza [PLN]	14,9
Wycena końcowa [PLN]	**13,5**
Potencjał do wzrostu / spadku	**16,6%**
Koszt kapitału	15,4%
Cena rynkowa [PLN]	11,60
Kapitalizacja [mln PLN]	267,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	11,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-7,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	12,6%
Struktura akcjonariatu:	
Nowak Wiesław	62,5%
Bankowy OFE	8,6%
Generali OFE	6,3%
ZUE	1,1%
Pozostali	21,4%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Wyniki ZUE za 2Q'26 oceniamy lekko pozytywnie, mimo niższej r/r rentowności (baza z 2Q'25 na marży była trudna do powtórzenia). Zwracamy uwagę, że spółka kolejny raz w ostatnim czasie, przy rewizjach budżetów kontraktów, poprawia marżę względem bazowej. Pozytywnie odbieramy wypowiedzi zarządu z konferencji wynikowej. Utrzymanie w skali roku marży na poziomie 6-7% w naszym odczuciu byłoby istotną zmianą jakościową w średnim/długim terminie (przez wiele ostatnich lat spółka notowała raczej poziom 3-4%, dopiero w 2025 roku wykazano >6%). Przy zmianie mixu kontraktów w portfelu, nawet przy obecnym wzroście presji kosztowej, widzimy potencjał dla realizacji takiego scenariusza. Nasza uwaga skupia się także na skali portfela spółki, który osiągnął rekordowy poziom >4 mld PLN (w pipeline jest jeszcze kontrakt za 0,8 mld PLN). W maju podpisano nowy kontrakt w Rumunii, który potwierdza strategię długoterminowego zaangażowanie spółki na tym rynku. Pojawiły się także pierwsze przychody z Niemiec. 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. Biorąc pod uwagę korektę na kursie od czasu naszej ostatniej rekomendacji, zmieniamy zalecenie z Trzymaj na Kupuj. Nasza aktualna cena docelowa to 13,5 PLN (poprzednio: 13,0 PLN). Korekta w górę to m.in pochodna nieco odważniejszego podejścia do marż po ostatniej konferencji wynikowej. Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania roszczeń i waloryzacji od zamawiających (złożone pozwy o równowartości ok. 5 PLN/akcję).

Wyniki za ostatnie okresy

W 2Q'26 spółka miała 249 mln PLN przychodów (+12% r/r) oraz 6,5 mln PLN zysku netto (vs +10,4 mln PLN rok wcześniej). Na koniec 2Q'26 dług netto wynosił 6 mln PLN (rok temu 83 mln PLN). Wyniki za 2Q'26, mino spadku marży r/r, oceniamy lekko pozytywnie – baza na marży z ubiegłego roku była wymagająca. Spółka poprawiła marżę vs 1Q'26 potwierdzając, że ostatnie rewizje budżetów (odbywają się w 2Q i 4Q) przynoszą pozytywne przeszacowania.

Portfel

Według niedawnych wypowiedzi prasowych zarządu spółka jest gotowana na przeroby w skali 2 mld PLN/rok. Portfel po 2Q'26 wynosi 4,09 mld PLN (+244% r/r) i na rekordowym w historii poziomie. Spółce w pipeline pozostał do podpisania jeszcze jeden duży kontrakt na 0,78 mld PLN. Na 2H'26 aktualny harmonogram PKP PLK przewiduje złożenie ofert jeszcze w 6 przetargach o wartości >100 mln PLN (13 takich postępowań było dotychczas od początku roku). W latach 2026-28 aktywne w przetargach na linie kolejowe ma być także CPK (spółka startuje w konsorcjach na odcinki kolejowe). Pojawiło się w ostatnim czasie kilka przetargów tramwajowych, ale nadal trudno tu mówić o jakiejś regularności.

Pozycjonowanie segmentowe

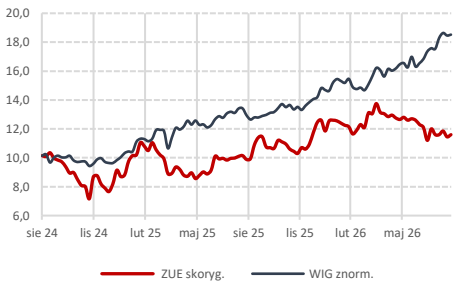
Spółka posiada ekspozycję na rynek kolejowy (Polska, Rumunia + potencjalnie inne kraje) oraz tramwajowy i w niewielkim zakresie także na drogi lokalne (Energopol). W przeszłości planowano także wejście na rynek PSE. Przez ostatnie lata spółka ma ok 4% udziału w rocznych nakładach na budownictwo PKP PLK. Do tego dochodzą inni odbiorcy (właściciele bocznic, 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 0,96 mld PLN przychodów oraz 8,6 mln PLN zysku netto (poprzednio: 1,02 mld PLN / 7,7 mln PLN). W latach 2027/28 zakładamy odpowiednio 1,41 / 1,63 mld PLN przychodów oraz 24,4 / 33,3 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=7,7x na 2026 rok, 4,5x na 2027 rok oraz 3,4x na 2028 rok. Biorąc pod uwagę relację EV do portfela spółka jest nadal wyceniana z bardzo dużym dyskontem do Torpolu (dla ZUE EV=273 mln PLN przy portfel+pipeline=4,9 mld PLN, dla Torpolu EV=1,2 mld PLN a portfel+pipeline=6,2 mld PLN). Z wypowiedzi przedstawicieli spółki na przestrzeni ostatnich 2-3 kwartałów wynika, że ambicją spółki jest przerób roczny na poziomie 2,0 mld PLN (aczkolwiek w średnim terminie spółka raczej nie przekroczy 1,5 mld PLN) oraz generowanie marży brutto ze sprzedaży na poziomie 6-7%, przy relacji kosztów SG&A/przychody <3%.

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 484,1	1 219,4	945,9	956,8	1 407,6	1 633,4
EBITDA [mln PLN]	45,2	34,7	37,0	31,0	47,6	57,8
EBIT [mln PLN]	30,4	19,1	20,9	15,6	32,3	42,6
Wynik brutto [mln PLN]	28,9	12,1	14,0	11,3	30,2	41,2
Wynik netto [mln PLN]	21,0	10,7	11,0	8,6	24,4	33,3
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-134,2	26,3	26,8	-27,8	-52,9	-70,3
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
P/E	12,7	24,9	24,3	31,0	10,9	8,0
EV/EBITDA	2,9	8,5	7,9	7,7	4,5	3,4
EV/EBIT	4,4	15,4	14,0	15,4	6,6	4,6
DPS [PLN/akcję]	0,07	0,21	0,00	0,00	0,19	0,53

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



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.

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

Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	12,7	24,9	24,3	31,0	10,9	8,0	6,3
P/BV	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	2,9	8,5	7,9	7,7	4,5	3,4	2,8
EV/EBIT	4,4	15,4	14,0	15,4	6,6	4,6	3,6
EV/S	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
BVPS	8,6	8,9	9,4	9,8	10,6	11,5	11,9
EPS	0,9	0,5	0,5	0,4	1,1	1,4	1,8
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

ZUE

Rekomendacja	**Kupuj**	**www:**	www.grupazue.pl
Wycena końcowa [PLN]	**13,5**		
Potencjał zmiany	**16,6%**	**daty najbliższych raportów:**	
Cena rynkowa [PLN]	11,60	3Q'26:	19 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	4Q'26:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	267,1		

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	**1 484**	**1 219**	**946**	**957**	**1 408**	**1 633**	**1 784**
Budownictwo	1 405	1 152	874	875	1 325	1 550	1 700
Handel	74	68	72	82	83	83	84
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**	**55,7**	**76,9**	**90,0**	**102,8**
Budownictwo	49,9	46,0	56,4	50,5	71,3	84,3	97,1
Handel	4,5	4,6	4,7	5,2	5,8	5,8	5,9
Projektowanie	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	30,4	33,8	39,8	41,5	44,6	47,4	49,2
PPO/PKO	4,9	2,4	-0,1	1,3	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**45,2**	**34,7**	**37,0**	**31,0**	**47,6**	**57,8**	**68,7**
EBIT	30,4	19,1	20,9	15,6	32,3	42,6	53,6
Zysk brutto	28,9	12,1	14,0	11,3	30,2	41,2	52,5
Zysk netto	**21,0**	**10,7**	**11,0**	**8,6**	**24,4**	**33,3**	**42,4**
Dług netto	**-134**	**26**	**27**	**-28**	**-53**	**-70**	**-76**

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody	**180,1**	**222,6**	**288,1**	**255,0**	**148,1**	**248,6**
Budownictwo	166,5	209,1	265,6	232,9	136,6	223,4
Handel	13,6	13,5	22,5	22,0	11,6	25,2
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	**5,4**	**21,6**	**10,4**	**23,5**	**4,5**	**20,2**
Budownictwo	4,8	20,7	9,0	22,0	4,0	18,7
Handel	0,8	0,9	1,4	1,5	0,6	1,4
Projektowanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
SG&A	9,1	9,1	10,2	11,4	8,6	10,9
PPO/PKO	-0,9	2,1	-0,2	-1,1	0,4	0,9
EBITDA	**-0,5**	**18,5**	**3,9**	**15,0**	**0,3**	**14,3**
EBIT	-4,6	14,5	0,0	11,0	-3,7	10,3
Zysk brutto	-6,1	12,3	-0,4	8,1	-5,4	8,5
Zysk netto	**-4,8**	**10,4**	**-0,4**	**5,8**	**-4,2**	**6,5**
Dług netto	**39,9**	**83,4**	**37,9**	**26,8**	**23,3**	**5,7**

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	61%	-18%	-22%	1%	47%	16%	9%
EBITDA zmiana r/r	42%	-23%	7%	-16%	53%	21%	19%
Zysk netto zmiana r/r	28%	-49%	3%	-22%	183%	36%	27%
Marża brutto na sprzedaży	3,8%	4,1%	6,4%	5,8%	5,5%	5,5%	5,8%
Marża EBITDA	3,0%	2,8%	3,9%	3,2%	3,4%	3,5%	3,9%
Marża netto	1,4%	0,9%	1,2%	0,9%	1,7%	2,0%	2,4%
ROE	10,6%	5,2%	5,1%	3,8%	10,0%	12,5%	15,4%
ROA	2,3%	1,5%	1,8%	1,3%	2,9%	3,6%	4,3%

Wskaźniki	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody zmiana r/r	-43,0%	-26,0%	-5,3%	-14,4%	-17,8%	11,7%
EBITDA zmiana r/r	---	79,6%	-24,4%	54,3%	---	-22,9%
Zysk netto zmiana r/r	---	69,1%	---	51,7%	---	-38,0%
Marża brutto na sprzedaży	3,0%	9,7%	3,6%	9,2%	3,1%	8,1%
Marża EBITDA	-0,3%	8,3%	1,4%	5,9%	0,2%	5,7%
Marża netto	-2,7%	4,7%	-0,2%	2,3%	-2,9%	2,6%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	**193**	**214**	**204**	**203**	**203**	**203**	**203**
WNiP	34	33	33	32	32	32	32
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**	**447**	**636**	**730**	**788**
Zapasy	70	28	41	22	32	37	41
Należności krótkoterminowe	417	433	345	349	514	595	650
Środki pieniężne	224	53	28	71	85	92	92
Pozostałe aktywa obrotowe	1	4	5	5	5	5	5
Aktywa razem	**906**	**732**	**623**	**650**	**839**	**933**	**991**
Kapitał własny	**199**	**205**	**216**	**225**	**245**	**266**	**275**
Udziały mniejszości	1	1	2	2	2	2	2
Zobowiązania i rezerwy	**706**	**525**	**406**	**424**	**593**	**665**	**714**
Rezerwy na zobowiązania	39	33	39	39	39	39	39
Oprocentowane zobowiązania	89	79	55	44	33	22	16
Zobowiązania pozostałe	577	414	312	341	521	604	659
Pasywa razem	**906**	**732**	**623**	**650**	**839**	**933**	**991**
Dług netto	**-134**	**26**	**27**	**-28**	**-53**	**-70**	**-76**
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

Wskaźniki II	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	0,91	0,47	0,48	0,37	1,06	1,45
Revenue [mln PLN]	1 484,1	1 219,4	945,9	956,8	1 407,6	1 633,4
Gross Margin %	3,8%	4,1%	6,4%	5,8%	5,5%	5,5%
EBIT [mln PLN]	30,4	19,1	20,9	15,6	32,3	42,6
EBITDA [mln PLN]	45,2	34,7	37,0	31,0	47,6	57,8
Net Income Adj+ [mln PLN]	21,0	10,7	11,0	8,6	24,4	33,3
Net Debt [mln PLN]	-134,2	26,3	26,8	-27,8	-52,9	-70,3
BPS	8,63	8,90	9,38	9,75	10,62	11,54
DPS	0,07	0,21	0,00	0,00	0,19	0,53
Return on Equity %	10,6%	5,2%	5,1%	3,8%	10,0%	12,5%
Return on Assets %	2,3%	1,5%	1,8%	1,3%	2,9%	3,6%
Depreciation [mln PLN]	10,2	9,3	9,0	9,3	9,3	9,3
Amortization [mln PLN]	0,6	0,6	0,7	0,5	0,3	0,2
Free Cash Flow [mln PLN]	142,6	-118,1	8,8	54,6	29,4	29,6
CAPEX [mln PLN]	8,2	5,5	2,1	14,8	15,1	15,1

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	137	-116	7	69	44	45	54
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	44	14	6	0
CAPEX / Amortyzacja	56%	35%	13%	96%	99%	99%	100%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	13,2
Wycena metodą porównawczą	20%	14,9
Wycena 1 akcji [PLN]	**13,5**	

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 (5,90%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 26 sierpnia 2026.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	956,8	1 407,6	1 633,4	1 784,3	1 802,1	1 820,1	1 838,3	1 856,7	1 875,3	1 894,0
EBIT [mln PLN]	15,6	32,3	42,6	53,6	58,8	59,4	60,3	61,2	62,2	63,1
Stopa podatkowa	23,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,6	6,1	8,1	10,2	11,2	11,3	11,5	11,6	11,8	12,0
NOPLAT [mln PLN]	12,0	26,2	34,5	43,5	47,6	48,1	48,8	49,6	50,4	51,2
Amortyzacja [mln PLN]	15,4	15,2	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
CAPEX [mln PLN]	-14,8	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1	-15,1	-15,2	-15,2
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	45,1	0,2	-6,1	-4,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
FCF [mln PLN]	57,7	26,6	28,5	38,5	47,0	47,5	48,2	49,0	49,8	50,5
DFCF [mln PLN]	55,0	22,0	20,5	24,0	25,5	22,3	19,6	17,3	15,2	13,4
Suma DFCF [mln PLN]	234,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	355,0			*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*		*+1,0%*				
Zdyskontowana wart. Rezyd. [mln PLN]	94,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	328,7									
Dług netto 2025 [mln PLN]	26,8									
Akcje własne [mln PLN]	3,1									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,6									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	**303,4**									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**13,2**									

Przychody zmiana r/r	1,2%	47,1%	16,0%	9,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-25,6%	107,4%	31,9%	25,9%	9,6%	0,9%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
FCF zmiana r/r	665,3%	-54,0%	7,2%	35,3%	22,1%	0,9%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBITDA	3,2%	3,4%	3,5%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	1,6%	2,3%	2,6%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża NOPLAT	1,3%	1,9%	2,1%	2,4%	2,6%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	95,9%	98,8%	99,4%	99,9%	100,1%	100,3%	100,4%	100,5%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	-4,7%	0,0%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	----	0,0%	2,7%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,8%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
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	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Udział kapitału własnego	93,3%	96,1%	97,7%	98,4%	98,9%	99,3%	99,7%	99,9%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatk.	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	6,7%	3,9%	2,3%	1,6%	1,1%	0,7%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%
WACC	14,7%	15,0%	15,2%	15,2%	15,3%	15,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			
		0,00%	**1,00%**	**2,00%**
beta	**0,8**	14,8	15,2	15,8
	0,9	13,8	14,1	14,6
	1,0	12,9	13,2	13,5
	1,1	12,1	12,3	12,6
	1,2	11,4	11,6	11,8

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

	Beta			
		0,9	**1,0**	**1,1**
Premia za ryzyko	**7,5%**	16,4	15,4	14,5
	8,5%	15,2	14,2	13,3
	9,5%	14,1	13,2	12,3
	10,5%	13,2	12,3	11,5
	11,5%	12,4	11,5	10,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

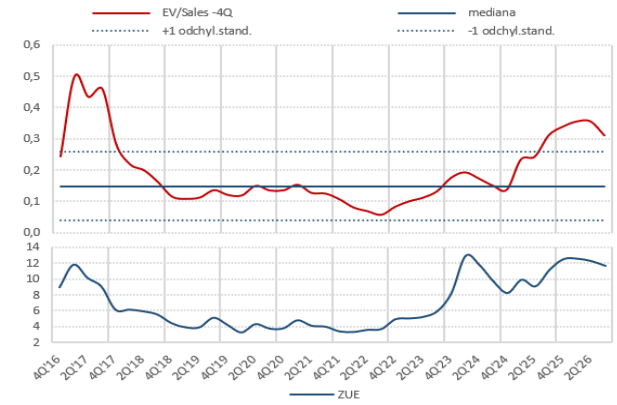
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. 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 14,9 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Budimex	23,4	20,9	18,7	13,2	11,6	10,3
Mirbud	11,1	12,0	9,6	6,3	6,6	5,8
Torpol	16,7	14,7	12,4	7,0	6,4	5,2
Trakcja	19,1	14,7	12,3	10,1	8,3	6,9
Mediana	**17,9**	**14,7**	**12,3**	**8,5**	**7,5**	**6,3**
ZUE	**31,0**	**10,9**	**8,0**	**7,7**	**4,5**	**3,4**
Premia/dyskonto do mediany	73%	-26%	-35%	-10%	-40%	-46%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	6,7	15,6	17,8	12,7	17,7	18,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**13,4**			**16,5**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**14,9**					

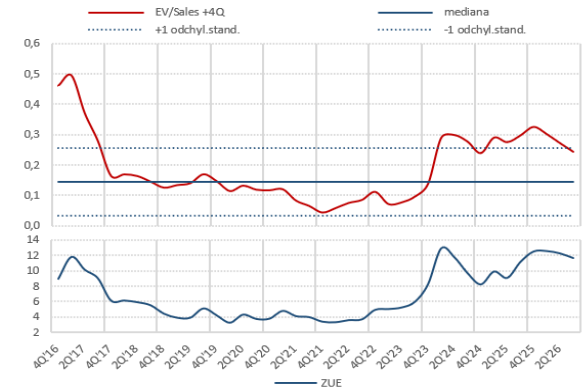
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

ZUE 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)*

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

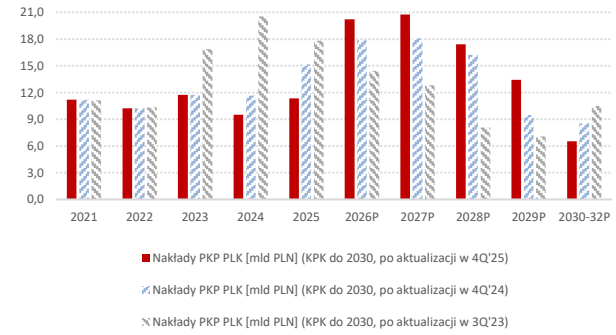


*Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)*

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

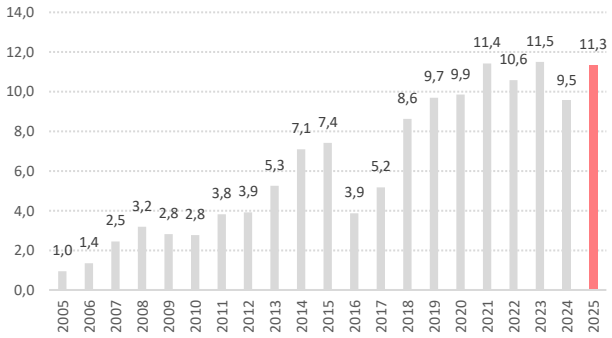
W październiku'25 zaktualizowano ostatni raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w tych latach, a jeszcze wcześniej w …2024 roku). Według raportu rocznego za 2025 rok inwestycje budowlane w PKP PLK wyniosły 11,3 mld PLN (+19% 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 oznaczało 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 11,5 mld PLN (link), po zwiększeniu z wcześniej planowanych 9-10 mld PLN.

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. 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 I-VIII'26 otwarto oferty w przetargach na 9,2 mld PLN (budżetowo na 11,2 mld PLN). Pipeline ogłoszonych istotnych przetargów to obecnie 7-8 mld PLN (z czego większość stanowią cztery duże przetargi).

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). Pojawi się jednak ostatnio jednak sprzeczne sygnały w kwestii dalszego procedowania zmian (MF podnosi kwestię konieczności dofinansowania detalicznych cen paliw przy wysokich cenach ropy, pomysł nie podoba się też oczywiście branży drogowej, która utraciłaby część wpływów z opłaty paliwowej).

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											
sie 26	Wrocław Psie Pole – Wrocław Sołtysowice	93	ZRK-DOM/Torkol	134	70%	127	---	100	Skanska	93%	16
sie 26	Wejcherowo - Choczewo	789	Porr	bez opcji	---	727	108%	888	PPM-T/Transkol	89%	11
lip 26	Modlin - Modlin Lotnisko	299	Skanska	256	116%	256	116%	324	Future/Wysowa	92%	11
maj 26	LK16 Łęczyca - Kutno	302	Budimex	b.d.	---	305	99%	335	Torpol	90%	12
kwi 26	Pszczółki – Pruszcz Gdański	393	ZRK-DOM/Torkol	277	142%	b.d.	---	398	Porr	99%	10
mar 26	Miąsowa - Jędrzejów - Sędziszów	781	ZUE	b.d.	---	847	92%	812	Skanska	96%	11
mar 26	Sitkówka Nowiny – Miąsowa	404	PPMT/Mirbud	b.d.	---	464	87%	434	Porr/Trakcja S.	93%	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	874	Unibep/Track-Tec	1 257	70%	b.d.	---	914	NDI/Rajbud	96%	10
sty 26	LK 201 Wierzchucin – Lipowa Tucholska	915	ZUE/Duna	b.d.	---	1 524	60%	931	SBM/Trakcja	98%	10
	suma/średnia	**9 229**				**11 185**	**87%**	**9 761**		**93%**	**11**
2025											
	suma/średnia	**22 905**				**22 877**	**86%**	**23 735**		**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]
Szczecin Gł. - granica	28.08.2026	30.03.2026	727 (podstawa)
Fornale – Szczyrzyc i podg. Porąbka – podg. Stróża	3.09.2026	5.05.2026	1 900
Orzesze Jaśkowice - Tychy	3.09.2026	2.07.2026	ok. 313
Gdów - Szczyrzyc	4.09.2026	6.07.2026	2 500
Tychy – Bieruń Stary	4.09.2026	5.05.2026	ok 424
Pilawa - Łuków	11.09.2026	24.04.2026	>1 mld PLN
Piotrków - Bełchatów	b.d.	2026	> 100 mln PLN
Jstrzębie Zdrój - Katowice	b.d.	2026	> 100 mln PLN
Toruń Gł. - Toruń Wsch.	b.d.	2026	ok 557

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

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert na czterech dużych postępowaniach i dwóch średnich.

Z planu przetarg i informacji prasowych PKP PLK wynika, że planowane jest ogłoszenie w 2026 roku przetargów na w sumie 11,5 mld PLN (vs 27 mld PLN w 2025, wcześniej mówiło się o średnio 15-16 mld PLN w 2025-25).

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 bocznicy kolejowej (0,1 mld PLN – Track-Tec/Unibep). Ogłoszono m.in. przetargi na budowę terminala pasażerskiego, tunelu wraz z dworcem oraz dwóch z odcinków LK na trasie z Warszawy do CPK. Z wcześniejszych wypowiedzi prezesa CPK wynikało, że w 2025 rok ogłoszono w sumie przetargi za 40 mld PLN a w 2026 powinna ma pojawić się kwota 54 mld PLN (część tych kwot prawdopodobnie się dubluje, ze względu na m.in. liczenie umów ramowych - link1, tabela1, arkusz1).

Suma aktualnie ogłoszonych >7 mld PLN
**brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto*

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 bocznicy 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**
Projekt i budowa LK 85 Węzeł CPK (bez węzła) - węzeł Bolimowski	b.d.	23.04.2026	1000-3000	**dialog konkurencyjny**
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 1	b.d.	b.d.	>5000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 4	b.d.	3Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 5	b.d.	3Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 6	b.d.	3Q'26	3000-5000	
Dworzec kolejowy	b.d.	2027	1000-3000	
Roboty budowlane dla Pakietu 1 w Projekcie Y - Węzeł kolejowy	b.d.	2027	3000-5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Sieradz - Kępno	b.d.	2027	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Kępno - Czernica	b.d.	2027	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Sieradz - Pleszew	b.d.	2028	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Pleszew - Poznań	b.d.	2028	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Łódź - Sieradz	b.d.	2028	>5000	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., CPK

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

- Dopuszczone do dialogu konkurencyjnego zostały cztery konsorcja (tyle ile złożyło wnioski): 1) Mirbud – Torpol, 2) Porr-Gulermak, 3) MS Warszawa – Intercor – NDI oraz 4) Strabag -Tymbud.

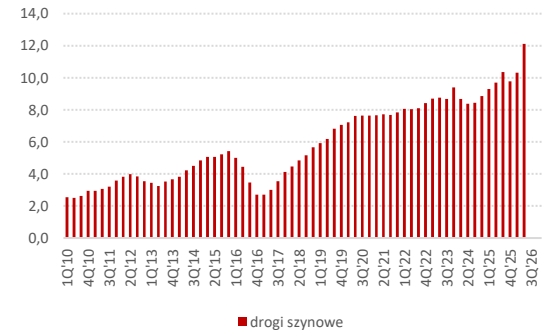
Postępowanie na „Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Węzeł CPK (bez węzła)":

- Dopuszczone do dialogu konkurencyjnego zostało sześć konsorcjów (tyle ile złożyło wnioski): 1) Budimex, 2) **ZUE (lider)** – Duna - PolAqua, 3) Torpol - Mirbud, 4) Trakcja - Porr, 5) Gulermak – Unibep – TracTec - PPMT oraz 6) MS Warszawa – Intercor – NDI.

Postępowanie na „Projekt i budowa LK 85 Węzeł CPK (bez węzła) - węzeł Bolimowski (bez węzła)":

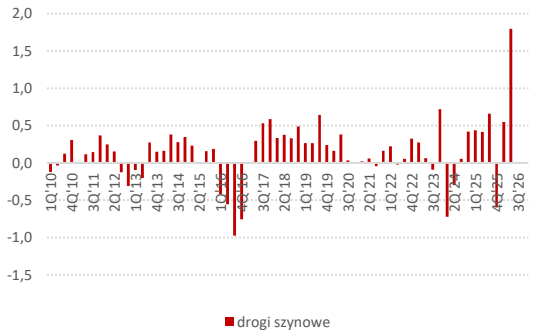
- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyło osiem konsorcjów: 1) Strabag, Tym-Bud, 2) Torpol, Mirbud, 3) **ZUE**, Duna, PolAqua, 4) Budimex, 5) Porr, Trakcja, 6) Gulermak, Unibep, Trac-Tec, PPMT, 7) MS Warszawa, 8) Intercor, NDI.

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



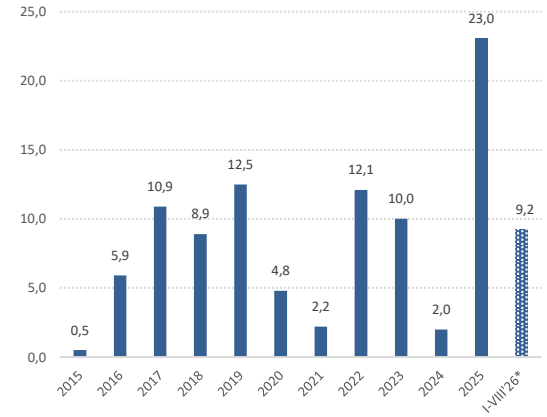
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na drogi szynowe zmiana r/r [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

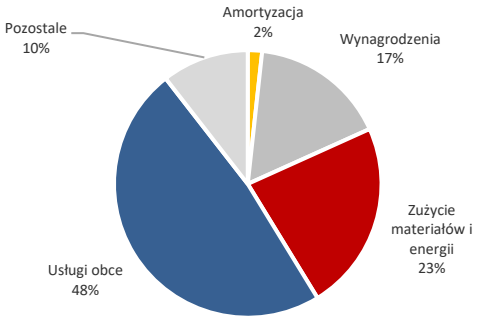
Inwestycje tramwajowe w Polsce

Obecnie w Polsce systemy tramwajowe posiada 15 ośrodków miejskich (ok. 900 km tras). Praktycznie wszystkie ośrodki rozwijają lub planują rozwijać swoje systemy poprzez modernizacją 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).

W czerwcu otwarto oferty w przetargu na budowę nowej linii w Katowicach. Przy budżecie na poziomie 527 mln PLN, najniższą ceną złożył Budimex – 290 mln PLN (łącznie złożono 14 ofert, ZUE = 336 mln PLN).

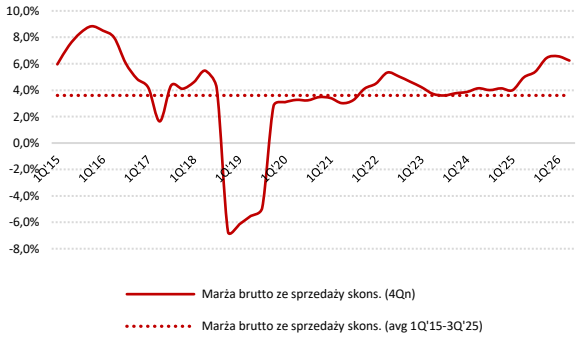
STRONA KOSZTOWA

ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

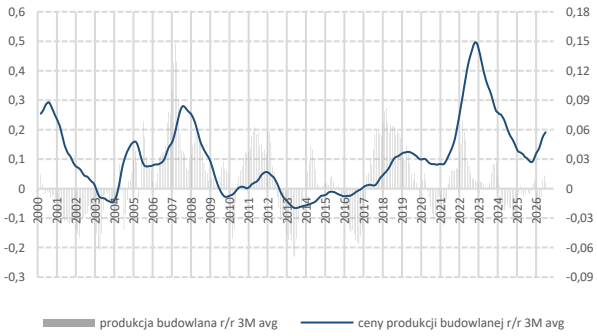
ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

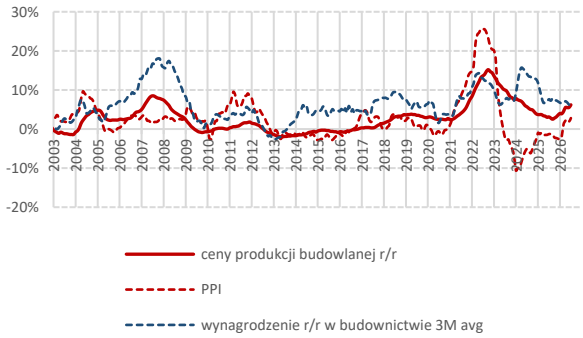
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

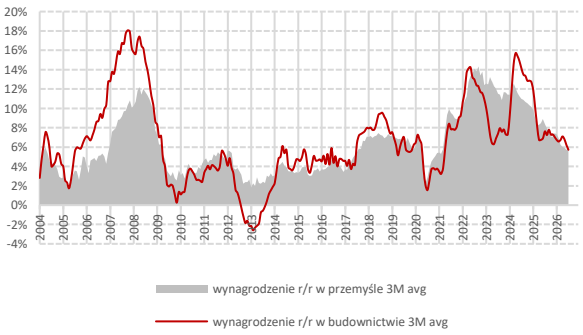
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

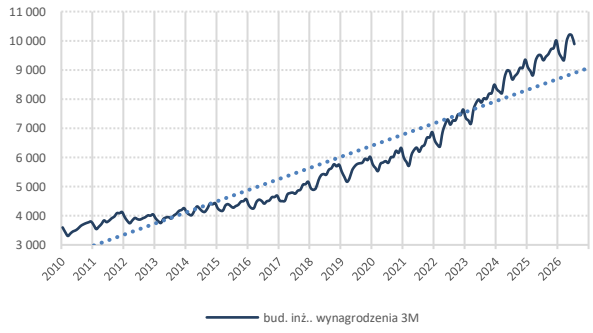
Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku'22 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie obniżała się. We wrześniu'25 odnotowano lokalny dołek na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach dynamika przyspieszyła. W lipcu'26 osiągnęła 6,2% r/r (najwyższy odczyt od maja'24). 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 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 inżynieryjnym (średnia 3M, PLN/m-c]

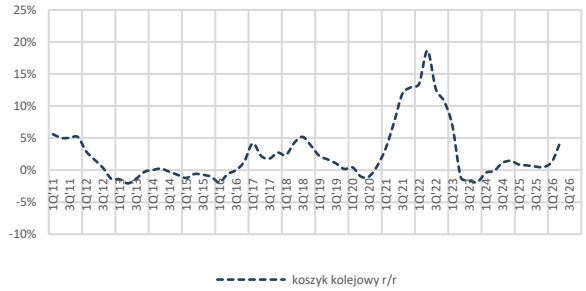


Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

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

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



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

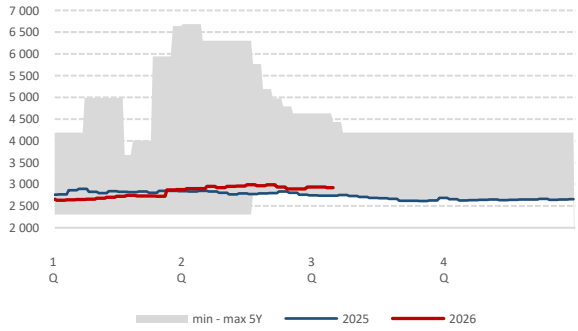
Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w kolei [r/r]*

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

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 2Q'26 wykazały +9% wzrost r/r (+1% w 1Q'26). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą). Wskaźnik był nieprzerwanie ujemny w 2Q'23-4Q'25. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK dane za 2Q'26 wykazują +5% r/r (+1% w 1Q'26).

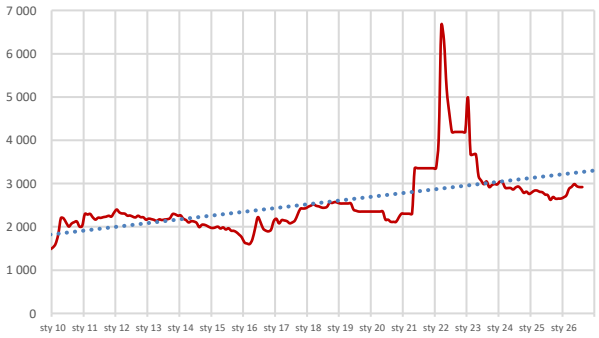
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Wysokie pozostawały ceny kruszyw czy cementu. Od 2H'25 obserwowany jest powtórny dynamiczny wzrost cen miedzi. Konflikt na linii USA/Izrael-Iran wywindował w drugiej połowie 1Q'26 ceny diesla (oraz innych materiałów opartych o ropę – jak asfalt, tworzywa sztuczne – aczkolwiek ich znaczenie w sektorze kolejowym jest niewielkie). Widać ruch na benchmarkach cen stali, ale nie jest on tak dynamiczny jak np. w 2022 roku.

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



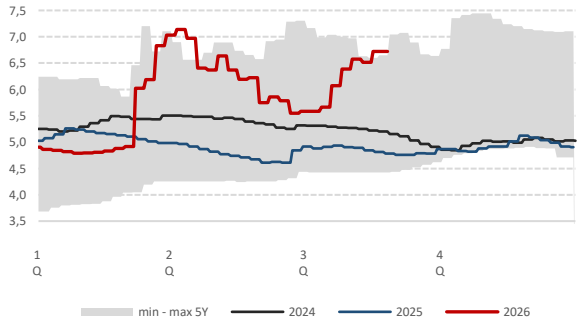
Źródło: DM BDM S.A., PUDS (cena max)

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



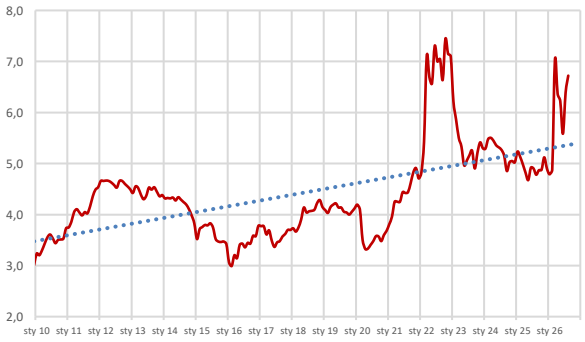
Źródło: DM BDM S.A., PUDS (cena max)

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



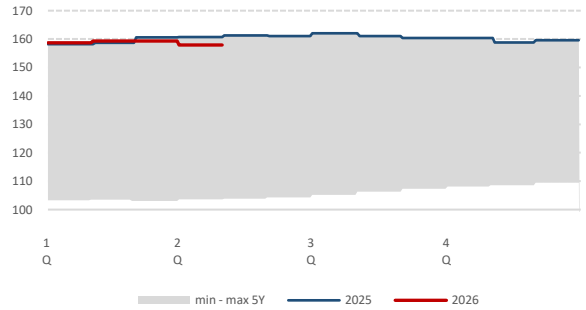
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



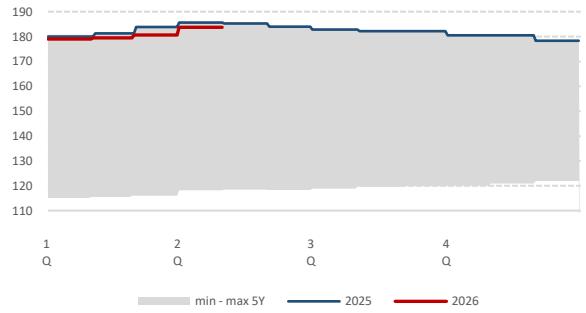
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



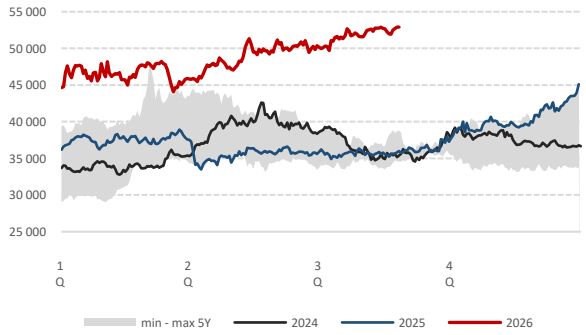
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina", ostatnie dane za VI'26

Cement – indeks GUS*



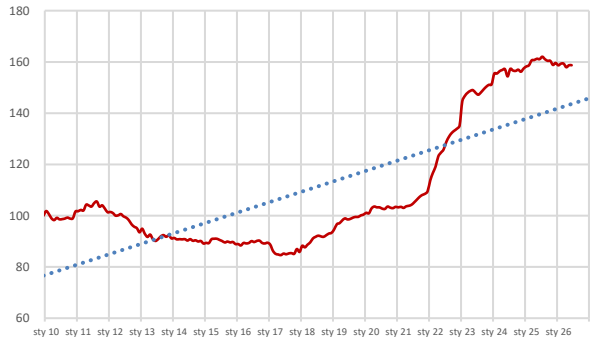
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips", ostatnie dane za VI'26

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



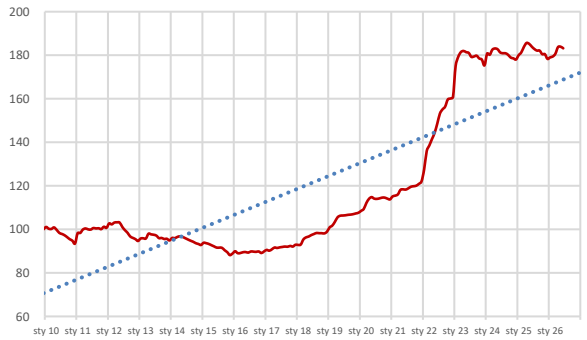
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



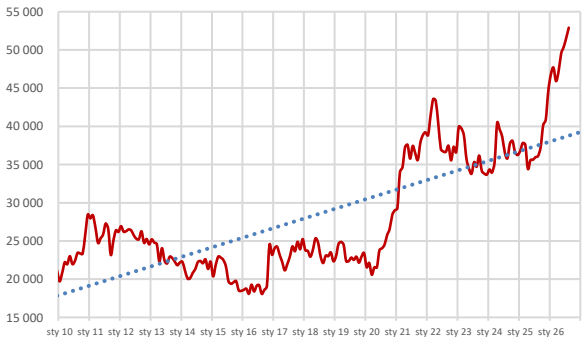
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

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

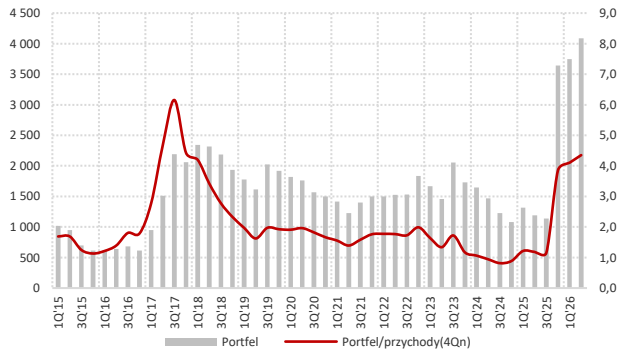
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2026					
cze 26	PKP PLK	LK 201 Wierzchucin – Lipowa Tucholska	457,5	sie 29	60%
cze 26	PKP PLK	LK 8 Miąsowa - Jędrzejów - Sędziszów (LOT - B2_1, LOT - B1_2)	780,8	nko	92%
maj 26	Cluj-Napoca	Metropolitalna kolej w Cluj	128,5	maj 29	99%
kwi 26	M. Kraków	Utrzymanie, konserwacja oświetlenia dla Gminy Miejskiej Kraków	32,9	mar 30	103%
2025					
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	4Q'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 Annopol	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	---

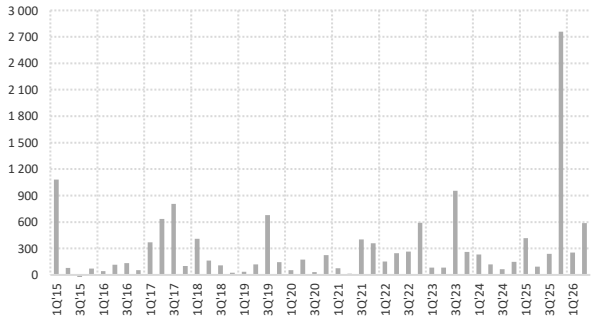
*Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, wg informacji z raportu bieżącego/okresowego, **wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, *** kontrakt w toku; nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena*

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 4,09 mld PLN po 2Q'26 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 cześć stanowią kontrakty w Niemczech (29 mln PLN po 2Q'26, 9 mln PLN przerobu w 1H'26) 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 (możliwa jest „sprzedaż" materiałów na jego początku, co może nieco wygładzić rozłożenie się przychodów w czasie).
- Przy naszej poprzedniej rekomendacji na początku czerwca'26 spółka miała złożone dwie oferty w przetargach PKP PLK, które były uznane za najkorzystniejsze (1,2 mld PLN). Jedna z tych umów (0,46 mld PLN dla ZUE w konsorcjum z Duną) została już podpisana, w przypadku drugiej spółka czeka na popis (0,78 mld PLN).
- Zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich kwartałach skończyła kolejne stare kontrakty (LCS Kutno, Skarżysko – Sandomierz czy Chabówka – Zakopane) z okresu, kiedy konkurencja na przetargach była wymagająca.
- Z końcówki 2021 (na początku 2022 wybuchła wojna w Ukrainie) pochodziły dwa duże kontrakty tramwajowe: zajezdnia Annopol (kontrakt jest ukończony, do rozliczeń pozostają sprawy serwisowe, z informacji z konferencji wynikowej wynika, że nie jest on ryzykiem dla spółki) oraz kontrakt w Szczecinie, który kilkukrotnie już wydłużono, ostatnio spółka zawnioskowała o jego wydłużenie do 1Q'27 (link).

- **Kontrakty na rynku rumuńskim** spółka podpisała na przełomie 2022/23. W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE w konsorcjum (obecnie ponad 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 2Q'26 rozpoznano łącznie 431 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 postepowań sądowych jedynie po stronie wierzytelności (spółka wnioskuje o dopłaty do kontraktów; brak obecnie sporów po stronie zobowiązań), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągane przez ZUE wyniki finansowe czy cash flow.

Istotne sprawy sądowe

sprawa	Data	kwota wnioskowana przez ZUE [mln PLN]*
Biadoliny – Tarnów	2016	15,7**
Biadoliny – 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
Bocznica WSSE Invest-Park	2025	6,8
suma		**114,9**

*Źródło: DM BDM S.A., spółka, * w przypadku występowanie w konsorcjum kwota przypadająca na ZUE*
***zasądzono 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, ale sąd apelacyjny uchylił wyrok, *** o osobną kwotę wnioskuje Energopol*

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'26 [mln PLN]

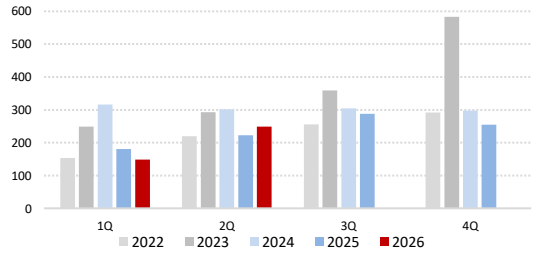
	2Q'25	2Q'26	zmiana r/r	2Q'26W	odchyl	2Q'26P BDM	odchyl	1H'25	1H'26	zmiana r/r
Przychody	222,6	248,6	11,7%	248,6	0,0%	246,6	0,8%	402,8	396,7	-1,5%
Wynik brutto na sprzedaży	21,6	20,2	-6,2%	20,2	0,2%	19,5	3,4%	27,0	24,7	-8,3%
Wynik na sprzedaży	12,4	9,3	-24,7%	---	---	10,5	-11,4%	8,7	5,3	-39,5%
PPO/PKO	2,1	0,9	-53,8%	---	---	0,0	---	1,2	1,3	11,1%
EBITDA	18,5	14,3	-22,9%	---	---	14,4	-0,8%	18,1	14,6	-19,3%
EBIT	14,5	10,3	-28,9%	10,3	0,0%	10,5	-2,4%	9,9	6,6	-33,4%
Zysk brutto	12,3	8,5	-31,0%	8,5	---	8,5	-0,7%	6,2	3,1	-49,8%
Zysk netto przed wył. mniejszości	10,4	6,5	-37,4%	5,6	15,8%	6,4	1,4%	5,6	2,1	-62,5%
Zysk netto	10,4	6,5	-38,0%	---	---	6,4	0,2%	5,6	2,2	-60,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,7%	8,1%		8,1%		7,9%		6,7%	6,2%	
Marża EBITDA	8,3%	5,7%		---		5,8%		4,5%	3,7%	
Marża EBIT	6,5%	4,1%		4,1%		4,3%		2,5%	1,7%	
Marża zysku netto	4,7%	2,6%		2,3%		2,6%		1,4%	0,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka przedstawiła pełny raport za 2Q'26. W pierwszej połowie sierpnia podawała już wstępne wyniki skonsolidowane i jednostkowe. Finalne wyniki są zgodne z szacunkami spółki na poziomie przychodów/EBIT a wyższe o blisko 1 mln PLN na zysku netto (efekt innego ujęcia rozliczeń podatkowych).
- W 2Q'26 na poziomie przychodów ZUE miało 249 mln PLN (+11% r/r), co było dość bliskie naszym oczekiwaniom. Relatywnie niska była baza porównawcza a jednocześnie rekordowy jest portfel (w kontrakcie Gdynia – Lębork mogła już zacząć się sprzedaż materiałów).
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 2Q'26 (8,1%) była słabsza r/r, ale minimalnie lepsza niż w naszych założeniach. W 2Q'26 spółka zmniejszyła rezerwy na straty o -1,3 mln PLN q/q.
- Po dość słabym 1Q'26 (3,7%), po 1H'26 marża wyniosła 6,2%. W naszej opinii wpływ rozliczeń starych kontraktów jest już niewielki, wahania marży (wzrost w 2/4Q vs 1/3Q) wynikać mogą z pozytywnych rewizji budżetów na bieżących kontraktach (zwracamy np. uwagę na pozyskany w dobrym momencie rynkowym kontrakt Katowice-Będzin).
- Koszty SG&A wzrosły o 19% r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +0,9 mln PLN.
- EBIT w 2Q'26 wyniósł finalnie +10,3 mln PLN (vs +14,5 mln PLN rok temu).
- Saldo finansowe było ujemne (-1,8 mln PLN)
- Wynik netto to +6,5 mln PLN (vs +10,4 mln PLN w 2Q'25).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 2Q'26 25 mln PLN (w 1H'26 na poziomie 45 mln PLN, od początku realizacji kontraktów na tamtejszym rynku jest to 431 mln PLN).
- Dług netto po 2Q'26 wyniósł 6 mln PLN (rok temu na poziomie 83 mln PLN). CF operacyjny w 2Q'26 był dodatni (+25 mln PLN).

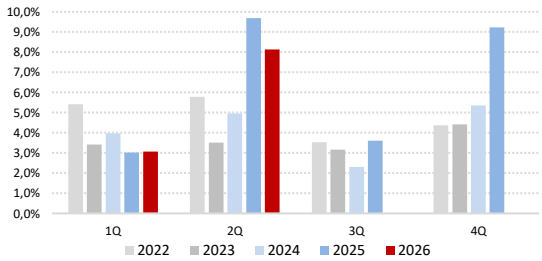
Finalne wyniki były zbieżne z publikowanymi wcześniej szacunkami na poziomie przychodów/EBIT, nieco wyższy był zysk netto. Wyniki za 2Q'26 były bliskie naszym ostatnim prognozom. Marża brutto ze sprzedaży była nawet minimalnie wyższa niż oczekiwania. Przy porównaniu wyników r/r należy brać pod uwagę bardzo wysoką bazę na marży brutto ze sprzedaży z 2Q'25. Portfel spółki jest obecnie na rekordowym poziomie (kontrakt na odcinek Gdynia Chylonia – Lębork powinien zapewnić spółce stabilną „bazę" na kolejne 4-5 lat).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



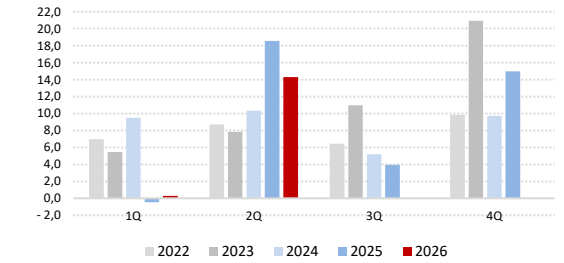
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



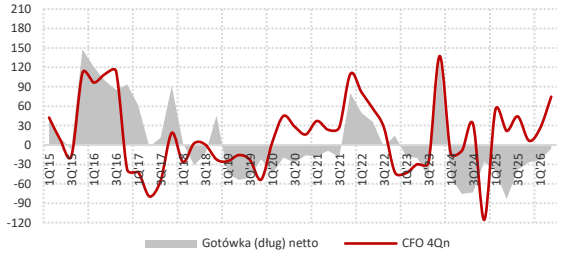
Źródło: BDM S.A., spółka

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 2Q'25 (20/08/2026)

2Q'26/1H'26

-wyższy wynik niż w szacunkach za 1H'26 jest efektem korekty na podatku w Rumunii

-największy wpływ na poprawę marży pomiędzy 1Q'26 a 2Q'26 miały kontrakty rumuńskie oraz Będzin - Katowice

Perspektywy

-spółka chciałaby utrzymać marżę >6%

-spółka robi rewizje budżetów 2x w roku

-spółka nie widzi istotnych ryzyk

-spółka nie zapowiada istotnych odchyleń od przychodów, które były pokazywane historycznie (0,8-1,4 mld PLN)

-obecna baza kontraktów wskazuje na pozytywny OCF w 2026 roku

-najbliższe kwartały powinny wyglądać dobrze

-spółka ma nadal miejsce na pozyskanie nowych kontraktów

-spółka nie chce deklarować czy w 2026 roku przekroczy 1 mld PLN przychodów

Strategia

-spółka zadaje sobie pytania jak się rozwijać – organicznie czy w procesach M&A

-w biznesie „nigdy nie mów nigdy"

CAPEX

-CAPEX'26 podobny jak w ubiegłym roku

-spółka ma w planach większe inwestycje do 10 mln PLN, które mogą być zrealizowane na przełomie roku

Koszty

-ceny paliw/ropopochodnych wpływają na niestabilność

-spółka ma umowy ramowe z dostawcami, dobrze działają, gdy inflacja jest w ryzach, na dziś nie ma większych problemów

Konkurencja

-konkurencja nadal jest duża w ofertowaniu

-postępowań na rynku kolejowym jest wiele

-postępowań na rynku infrastruktury miejskiej jest mało

-ograniczeniem może być kadra i siły wykonawcze (rynek jest większy niż w poprzednich latach)

Backlog

-spółka czeka na termin podpisanie umowy Miąsowo – Jędrzejów (przegrany przetarg na sąsiedni odcinek nie ma znaczenie dla umowy)

-spółka ma kontrakty z ujemną marżą, na które w 100% zawiązane są rezerwy, są to generalnie kontrakty, które są bliskie zakończenia

-nowe kontrakty do momenty pierwszej rewizji są rozpoznawane z zerową marżą, a w kolejnych z „ostrożną" marżą

-średnia marża to obecnie 3% (kontrakty zwykle poprawiają marże), są też kontrakty z dwucyfrowymi marżami

Gdynia – Lębork

-kadra zabezpieczona w 100%

-zakup materiałów obecnie są realizowane z wyprzedzeniem

-umowy zawierana z wybranymi podwykonawcami (srk, teletechnika), które są możliwe na obecnym etapie projektowania

-obecnie duże jest obciążanie linii kolejowych przez dostawy matariałów

Kontrakt Annopol

-nie ma ryzyk finansowych

-rozliczony w 97%, pozostałe 3% dotyczy głównie okresu serwisowego

Kontrakt na tramwaj na Dw. Zachodni

-szereg robót dodatkowych

-trwają rozmowy o wydłużeniu terminu i zapłacie za prace dodatkowe

-spółka nie widzi ryzyk związanych z kontraktem

Energopol

-głównie DW i drogi powiatowe

-GDDKiA nie jest głównym zamawiającym dla spółki

-celem nie jest budowa autostrad

CPK

-zmiany na szczeblach zarządu nieco opóźniły postępowania przetargowe

Niemcy

-rynek dość zamknięty, spółka uczy się rynku

-pozyskano pracowników będących obywatelami Niemiec

-sprzęt musi mieć niemiecką certyfikację (spółka ma trzy takie maszyny, resztę musi wynajmować)

-ciężko będzie o zmiany w biurokracji

Rumunia

- spółka będzie startować w Rumunii na rynku infrastruktury miejskiej (przygotowywana oferta w Oradei)

AI

-wykorzystywana głównie w zakresie usług wspierających

Konferencja dla prasy

-spółka zakłada, że będzie odrabiać ubytek wyników r/r z 1H'26

-spółka ocenia obecny poziom backlogu jako satysfakcjonujący

-spółka chce wypracowywać 6-7% marży brutto ze sprzedaży, przy trzymaniu w ryzach kosztów zarządu poniżej 3% (do przychodów)

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'26	2Q'26	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**	**148,1**	**248,6**	**272,8**	**287,3**
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	136,6	223,4	250,0	265,0
Handel	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	17,9	20,0	13,6	13,5	22,5	22,0	11,6	25,2	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**	**4,5**	**20,2**	**10,9**	**20,1**
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	4,0	18,7	9,4	18,6
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	0,6	1,4	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	0,0	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	8,6	10,9	10,5	11,5
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**	**-4,1**	**9,3**	**0,4**	**8,6**
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	0,4	0,9	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**	**0,3**	**14,3**	**4,3**	**12,1**
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	-3,7	10,3	0,4	8,6
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	-5,4	8,5	0,0	8,2
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**	**-4,2**	**6,5**	**-0,1**	**6,5**
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%**	**3,1%**	**8,1%**	**4,0%**	**7,0%**
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%	2,9%	8,4%	3,8%	7,0%
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%	5,2%	5,7%	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%	0,2%	5,7%	1,6%	4,2%
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%	-2,5%	4,1%	0,2%	3,0%
Marża netto	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,7%	4,7%	-0,2%	2,3%	-2,9%	2,6%	0,0%	2,3%
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**	**8,3**	**25,3**	**10,0**	**25,8**
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**	**23,3**	**5,7**	**-0,5**	**-27,8**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

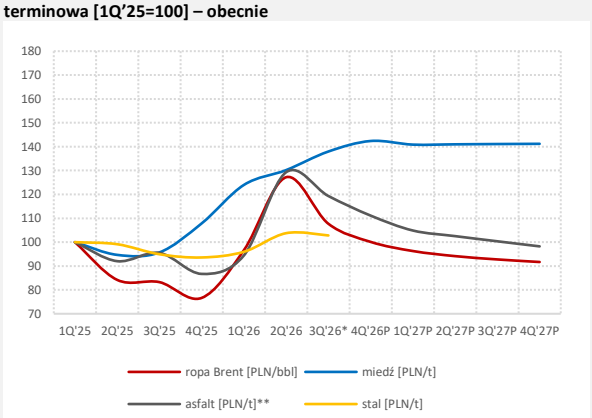
Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2026 poprzednio	2026 aktualnie	zmiana	2027 poprzednio	2027 aktualnie	zmiana	2028 poprzednio	2028 aktualnie	zmiana
Przychody	1 020,2	956,8	-6,2%	1 520,9	1 407,6	-7,4%	1 721,6	1 633,4	-5,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,3	55,7	6,5%	73,6	76,9	4,5%	86,5	90,0	4,0%
EBITDA	28,1	31,0	10,4%	46,0	47,6	3,4%	56,9	57,8	1,5%
EBIT	13,4	15,6	16,2%	31,3	32,3	3,2%	42,1	42,6	1,2%
Zysk (strata) netto	7,7	8,6	11,9%	23,5	24,4	3,8%	33,0	33,3	0,9%
Dług (gotówka) netto	-24,2	-27,8	14,8%	-51,3	-52,9	3,0%	-69,3	-70,3	1,4%
Marża brutto ze sprzedaży	5,1%	5,8%		4,8%	5,5%		5,0%	5,5%	
Marża EBITDA	2,8%	3,2%		3,0%	3,4%		3,3%	3,5%	
Marża EBIT	1,3%	1,6%		2,1%	2,3%		2,4%	2,6%	
Marża zysku netto	0,8%	0,9%		1,5%	1,7%		1,9%	2,0%	

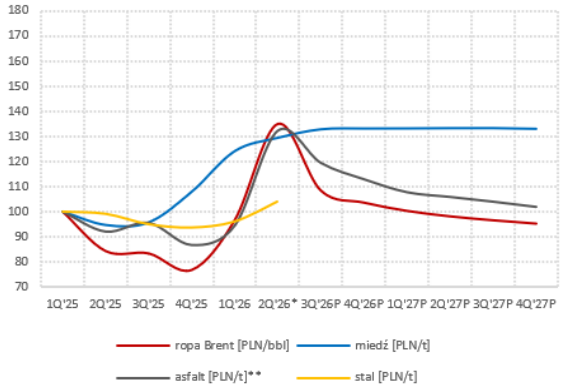
*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, *z 11/06/2026*

- Wyniki 2Q'26 były lepsze od naszych oczekiwań z raportu analitycznego z czerwca'26 (zarówno na poziomie przychodów, jak i zysku netto).
- Od czasu naszej poprzedniej rekomendacji spółka podpisała mniejsze (licząc po udziale spółki w konsorcjum) z wygranych dla PKP PLK zamówień, natomiast nadal w pipeline pozostaje większy z kontraktów (wcześniej w tym roku spółka straciła szanse na pozyskanie sąsiedniego kontraktu, gdzie miała początkowo najniższą cenę)
- Natomiast głównym czynnikiem niepewności pozostaje trwający od lutego'26 konflikt na Bliskim Wschodzie, który ma przełożenie na rynek surowcowy. Relatywnie bardziej dotyka to branży drogowej niż kolejowej (ceny asfaltu są w dużej mierze skorelowane z ropą). Rynek terminowy zakłada nadal 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] – obecnie



Indeks cen bazowych surowców w ostatnich kwartałach i ich krzywa terminowa [1Q'25=100] – na początku czerwca'26



*Źródło: BDM S.A., Bloomberg, PUDS, Orlen Asflat, ** w oparciu o kontrakty na ciężki olej opałowy*

- Nasze odczucia z ostatniej sierpniowej konferencji wynikowej są następujące: zarząd dość pewnie wypowiadał się odnośnie perspektywy marż (minimum utrzymanie 6%, wykazanych w 2025 i 1H'26), natomiast nieco studził oczekiwania po stronie przychodów (w krótkim/średnim terminie utrzymania się w widełkach z ubiegłych lat, czyli 0,8-1,5 mld PLN). Z wcześniejszych wypowiedzi prezesa spółki (po 4Q'25) można wnioskować, że ambicją spółki jest przerób roczny na poziomie 2,0 mld PLN (link).
- Biorąc to pod uwagę oraz wyniki za 1H'26, kierunkowo korygujemy nasze prognozy: nieznacznie bardziej optymistycznie podchodzimy do marż, natomiast nieco obniżamy zakładane przychody.
- 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 pojawiać się także pierwsze przychody z kontraktu Gdynia – Lębork (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 niewielki wzrost przychodów do 0,96 mld PLN (+1% r/r), ale zysk netto spadnie z 11,0 mln PLN do 8,6 mln PLN (-22% 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).
- Nasze prognozy na kolejne lata oparte są na założeniu, że spółka podpisze w 2026 roku umowę na wspomniane kontrakty dla PKP PLK, gdzie posiada najkorzystniejszą ofertę (0,8 mld PLN).
- 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 (niedawny przetarg na linię w Katowicach charakteryzował się dużą konkurencją).
- Spółka buduje także ekspozycję na rynki zagraniczne (obecnie głównie w Rumunii, aktywność przetargowa w Słowacji, pierwsze, małe, zlecenia w Niemczech).
- W perspektywie 2030 nasza projekcja w modelu zakłada obecnie nieco ponad 1,8 mld PLN.
- Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscylowała w okolicy 4-5% (średnia ważona za ostanie 5 lat to 4,5%). W 2025 roku było to 6,4%, najwyżej 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 5,8% (m.in. efekt ostrożnego podejścia do rozpoznawania marż w otoczeniu dużej zmienności czynników kosztowych). Spółka docelowo chciałaby

osiągać min. 6% rentowności brutto ze sprzedaży i taki poziom zakładamy w długim terminie (2030+). Należy jednak pamiętać, że mimo wszystko mamy 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 2026-29 średnio ok 18 mld PLN/rok (zakładamy, przy tym, że ta wartość zostanie skorygowana w dół przy najbliższej aktualizacji KPK). Należy przy tym wziąć pod uwagę, że sam kontrakt Gdynia – Lębork zapewni po 0,5-0,6 mld PLN przychodów/rok. Potencjalna nadwyżka to kolejne postępowania oraz kontrakty, które spółka ma już w portfelu. 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 – Lębork i kontrakty pozyskane w 2026 roku). Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami od 2027 roku (w 2026 roku spółka nie wypłaci 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**	**956,8**	**1 407,6**	**1 633,4**	**1 784,3**	**1 802,1**	**1 820,1**	**1 838,3**	**1 856,7**	**1 875,3**	**1 894,0**
Budownictwo	831,1	1 405,1	1 151,8	874,2	875,0	1 325,0	1 550,0	1 700,0	1 717,0	1 734,2	1 751,5	1 769,0	1 786,7	1 804,6
Handel	77,8	74,4	67,6	71,7	81,8	82,6	83,4	84,3	85,1	86,0	86,8	87,7	88,6	89,5
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**	**55,7**	**76,9**	**90,0**	**102,8**	**108,1**	**109,9**	**111,0**	**112,1**	**113,2**	**114,3**
Budownictwo	31,1	49,9	46,0	56,4	50,5	71,3	84,3	97,1	102,4	104,1	105,1	106,1	107,2	108,3
Handel	10,9	4,5	4,6	4,7	5,2	5,8	5,8	5,9	6,0	6,0	6,1	6,1	6,2	6,3
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	0,0	-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	41,5	44,6	47,4	49,2	49,3	50,5	50,7	50,8	51,0	51,2
Zysk na sprzedaży	**16,6**	**25,6**	**16,6**	**21,1**	**14,3**	**32,3**	**42,6**	**53,6**	**58,8**	**59,4**	**60,3**	**61,2**	**62,2**	**63,1**
Saldo PPO/PKO	1,5	4,9	2,4	-0,1	1,3	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**	**31,0**	**47,6**	**57,8**	**68,7**	**73,9**	**74,4**	**75,4**	**76,3**	**77,3**	**78,2**
EBIT	18,1	30,4	19,1	20,9	15,6	32,3	42,6	53,6	58,8	59,4	60,3	61,2	62,2	63,1
Zysk (strata) brutto	22,1	28,9	12,1	14,0	11,3	30,2	41,2	52,5	57,7	60,5	61,7	62,7	63,8	64,8
Zysk (strata) netto	**16,4**	**21,0**	**10,7**	**11,0**	**8,6**	**24,4**	**33,3**	**42,4**	**46,7**	**49,0**	**49,9**	**50,8**	**51,7**	**52,5**
Marża brutto ze sprzedaży	**4,6%**	**3,8%**	**4,1%**	**6,4%**	**5,8%**	**5,5%**	**5,5%**	**5,8%**	**6,0%**	**6,0%**	**6,0%**	**6,0%**	**6,0%**	**6,0%**
Budownictwo	3,7%	3,6%	4,0%	6,4%	5,8%	5,4%	5,4%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Handel	14,1%	6,1%	6,8%	6,5%	6,3%	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%	3,2%	3,4%	3,5%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	2,0%	2,0%	1,6%	2,2%	1,6%	2,3%	2,6%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża netto	1,8%	1,4%	0,9%	1,2%	0,9%	1,7%	2,0%	2,4%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%
CFO	**-42,6**	**137,5**	**-115,6**	**6,8**	**69,4**	**44,4**	**44,7**	**54,2**	**61,4**	**62,5**	**63,3**	**64,0**	**64,8**	**65,6**
Dług netto	**-14,6**	**-134,2**	**26,3**	**26,8**	**-27,8**	**-52,9**	**-70,3**	**-76,1**	**-80,0**	**-81,9**	**-82,4**	**-82,8**	**-83,2**	**-83,6**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	**214**	**204**	**203**	**203**	**203**	**203**	**203**	**203**	**203**	**203**	**203**	**203**
Wartości niematerialne i prawne	33	33	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Rzeczowe aktywa trwałe	134	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	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**	**447**	**636**	**730**	**788**	**794**	**798**	**802**	**808**	**814**	**822**
Zapasy	28	41	22	32	37	41	41	41	42	42	43	43
Należności krótkoterminowe	433	345	349	514	595	650	656	663	669	676	683	689
Inwestycje krótkoterminowe	53	28	72	86	92	93	91	89	86	84	84	84
- w tym środki pieniężne	53	28	71	85	92	92	91	89	85	84	83	84
Pozostałe aktywa obrotowe	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa razem	**732**	**623**	**650**	**839**	**933**	**991**	**996**	**1 001**	**1 005**	**1 011**	**1 017**	**1 025**
Kapitał (fundusz) własny	**205**	**216**	**225**	**245**	**266**	**275**	**279**	**281**	**282**	**283**	**284**	**285**
Kapitał mniejszości	**1**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**525**	**406**	**424**	**593**	**665**	**714**	**715**	**718**	**720**	**725**	**731**	**738**
Rezerwy na zobowiązania	33	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Zobowiązania długoterminowe	68	65	55	45	35	31	27	27	27	27	27	27
- w tym zobowiązania oprocentowane	44	39	29	19	9	4	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	425	301	329	509	591	644	649	652	655	659	665	672
- w tym zobowiązania oprocentowane	34	16	15	14	13	12	11	7	3	1	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	**732**	**623**	**650**	**839**	**933**	**991**	**996**	**1 001**	**1 005**	**1 011**	**1 017**	**1 025**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody netto ze sprzedaży	1 219	946	957	1 408	1 633	1 784	1 802	1 820	1 838	1 857	1 875	1 894
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50	61	56	77	90	103	108	110	111	112	113	114
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	34	40	41	45	47	49	49	51	51	51	51	51
Zysk (strata) na sprzedaży	17	21	14	32	43	54	59	59	60	61	62	63
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	35	37	31	48	58	69	74	74	75	76	77	78
EBIT	19	21	16	32	43	54	59	59	60	61	62	63
Saldo działalności finansowej	-7	-7	-4	-2	-1	-1	-1	1	1	2	2	2
Zysk (strata) brutto	12	14	11	30	41	53	58	61	62	63	64	65
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	11	11	9	24	33	42	47	49	50	51	52	52
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												

CF [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	-116	7	69	44	45	54	61	63	63	64	65	66
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	-48	-51	-53	-52	-52	-52
Przepływy pieniężne netto	-171	-24	44	14	6	0	-1	-2	-4	-1	-1	0
Środki pieniężne na początek okresu	224	53	28	71	85	92	92	91	89	85	84	83
Środki pieniężne na koniec okresu	53	28	71	85	92	92	91	89	85	84	83	84

Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	-18%	-22%	1%	47%	16%	9%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-23%	7%	-16%	53%	21%	19%	7%	1%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-49%	3%	-22%	183%	36%	27%	10%	5%	2%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	4,1%	6,4%	5,8%	5,5%	5,5%	5,8%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Marża EBITDA	2,8%	3,9%	3,2%	3,4%	3,5%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	1,6%	2,2%	1,6%	2,3%	2,6%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża netto	0,9%	1,2%	0,9%	1,7%	2,0%	2,4%	2,6%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%
SG&A / przychody	2,8%	4,2%	4,3%	3,2%	2,9%	2,8%	2,7%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%
ROE	5,2%	5,1%	3,8%	10,0%	12,5%	15,4%	16,7%	17,4%	17,7%	17,9%	18,2%	18,4%
ROA	1,5%	1,8%	1,3%	2,9%	3,6%	4,3%	4,7%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
Dług	79	55	44	33	22	16	11	7	3	1	0	0
D / (D+E)	27,8%	20,2%	16,3%	11,8%	7,5%	5,5%	3,8%	2,4%	1,0%	0,4%	0,0%	0,0%
D / E	38,5%	25,3%	19,4%	13,3%	8,1%	5,9%	3,9%	2,5%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	38,5%	25,3%	19,4%	13,3%	8,1%	5,9%	3,9%	2,5%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%
Dług netto	26	27	-28	-53	-70	-76	-80	-82	-82	-83	-83	-84
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	293	294	239	214	197	191	187	185	185	184	184	184
Dług / EV	26,9%	18,6%	18,2%	15,2%	11,0%	8,4%	5,9%	3,8%	1,6%	0,6%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,2%	1,5%	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	35,4%	13,4%	95,9%	98,8%	99,4%	99,9%	100,1%	100,3%	100,4%	100,5%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	12,1%	2,4%	-4,7%	0,0%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-55,9%	-8,4%	-414,2%	0,0%	2,7%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,8%
P/E*	24,9	24,3	31,0	10,9	8,0	6,3	5,7	5,4	5,3	5,3	5,2	5,1
P/BV*	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA*	8,5	7,9	7,7	4,5	3,4	2,8	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3
EV/EBIT*	15,4	14,0	15,4	6,6	4,6	3,6	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9
EV/S*	0,2	0,3	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	1,8	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2
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 11,60 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
Analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
biotechnologia/medycyna, handel (odzież)

Jakub Zamorski
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Tomasz Grzeszczyk
tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Tomasz Figiel
tel. (022) 62-20-855
e-mail: tomasz.figiel@bdm.pl

Piotr Komorowski
tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	**13,5**	**Trzymaj**	**13,0**	**26.08.2026***	**12:10 CEST**	**11,60**	**153 657**
Trzymaj	13,0	Trzymaj	13,2	11.06.2026*	16:37 CEST	12,70	135 420
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 oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

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

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

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

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

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, 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 wypadkowa 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'26*:			**, 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	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2026-08-26

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-08-26 (12:10 CEST/CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-08-26 (12:10 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 jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, 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 niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2026-08-xx:

•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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH" zawartej z GPW.
**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ZUE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.