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

Dom Maklerski BDM S.A.

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 74,2 PLN

07 WRZESIEŃ 2026, 15:40 CEST

Wycena DCF [PLN]	74,1
Wycena porównawcza [PLN]	74,4
Wycena końcowa [PLN]	**74,2**
Potencjał do wzrostu / spadku	**8,4%**
Koszt kapitału	14,1%
Cena rynkowa [PLN]	68,4
Kapitalizacja [mln PLN]	1 571,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	58,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	3,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	19,9%
Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
NN PTE	9,8%
Esaliens TFI	8,7%
Pozostali	43,5%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Wyniki 2Q'26 Torpolu oceniamy lekko pozytywnie, były lepsze od naszych oczekiwań (głównie dzięki przychodom). Zwracamy uwagę na dalszą poprawę rentowności r/r. Spółka zakłada odbudowę CF operacyjnego w 2H'26. Od czasu naszego ostatniego raportu spółka podpisała umowę na Warszawę Wschodnią (z II miejsca). W krótkim terminie zwracamy uwagę, że w 2H'26 Torpol skończy kilka kontraktów pozyskanych w korzystnym okienku przetargowym – dostrzegamy szansę, że kontrakty mogą generować wyższe od oczekiwań marże. Tym samym pozytywna trajektoria marży może wyróżniać spółkę na tle branży w trudniejszej fazie otoczenia kosztowego. Nieznacznie podnosimy nasze założenia modelowe (lepszy 2Q'26, finalne podpisanie Warszawy Wsch., zakładany wzrost aktywności ofertowania TOG). Nasze estymacje (tak jak poprzednio) przekraczają założenia spółki ze strategii (obecnie o 27% na poziomie EBITDA) oraz konsensus rynkowy na 2026 rok (jesteśmy natomiast bardziej ostrożni dla lat 2028+). Nasze założenia implikują cenę docelową dla akcji Torpolu na poziomie 74,2 PLN (poprzednio 73,3 PLN), co skłania nas do utrzymania zalecenia Akumuluj.

Akcjonariat

W krótkim terminie źródłem niepewności jest kwestia akcjonariatu. W ostatnim czasie wyszedł z niego Mirbud, ale jednocześnie niejasna jest kwestia dalszej obecności CPK. Bierzemy pod uwagę kilka scenariuszy: I) zachowanie status quo, II) przejęcie pakietu CPK przez inny podmiot kontrolowany przez SP, III) zakup pakietu przez Mirbud, IV) zakup pakietu przez inny podmiot, V) sprzedaż pakietu na GPW. Scenariusze powyżej ułożyliśmy według skali prawdopodobieństwa w naszej ocenie (I-II – najwyżej, V – najniżej). Z powyższymi scenariuszami wiązać się mogą różne ryzyka/szanse dla akcjonariuszy mniejszościowych Torpolu (m.in. kwestia podejścia do wykorzystania pozycji gotówkowej w średnim terminie).

Wyniki za ostatnie okresy

W 2Q'26 spółka miała 579 mln PLN przychodów (+24% r/r) oraz 23,5 mln PLN zysku netto (+15% r/r). Spółka pokazała wyższą r/r marżę brutto ze sprzedaży (8,2% vs 7,5%). Gotówka netto (354 mln PLN, przed wypłatą DIV w 3Q'26) spadła vs 1Q'26, ale była istotnie wyższa r/r. Wyniki 2Q'26 oceniamy lekko pozytywnie. Spółka nadrobiła ubytek przychodów z 1Q'26 i po 1H'26 ma dodatnią dynamikę. Zwracamy uwagę na dalszą poprawę rentowności r/r.

Portfel

Po 2Q'26 portfel wynosił rekordowe 6,34 mld PLN (3,1x przychody za ostatnie 4Q). Największą pozycję (2,8 mld PLN + opcje) stanowi obecnie kontrakt na Warszawę Wschodnią podpisany w 2Q'26. Pozostałe kontrakty w portfelu to głównie: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (dobiegające końca w 2026 roku), ii) kontrakt w Katowicach, ii) zlecenia pozyskane w 2025 roku. Kontrakty z 2023 oraz Katowice były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). W pipeline spółki nie ma już finalnie kontraktu na odcinek Białystok – Ełk (sądu oddalił odwołanie forsowane przez Mirbud). Na konferencji wynikowej spółka podkreśliła perspektywy wysokiego ofertowanie TOG (w konsorcjum w Polimexem) w najbliższych miesiącach (planowane oferty na 3,5 mld PLN, w tym 1,4 mld PLN dla TOG). Bieżący pipeline nowych przetargów PKP PLK nie jest imponujący, ale znajduje się w nim kilka jednostkowo dużych zleceń. Oferty w ogłoszonych przetargach kolejowych dla CPK to w naszej opinii perspektywa najwcześniej 4Q'26/1H'27 (etap dialogów konkurencyjnych). Re

Pozycjonowanie segmentowe

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

Strategia

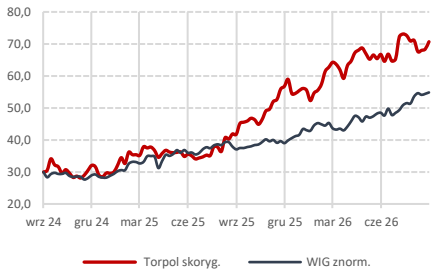
Spółka zakłada wypracowania narastająco w okresie 2025-30: 14,5 mld PLN przychodów, 840 mln PLN EBITDA oraz 500 mln PLN zysku netto. Daje to średniorocznie odpowiednio: 2,4 mld PLN oraz 140 / 83 mln PLN (marża EBITDA: 5,8%, marża netto 3,4%). Spółka szacuje wartość rynku kolejowego w latach 2025-32 na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

Prognozy wyników, wskaźniki

Spodziewamy się w 2026 roku 2,05 mld PLN przychodów (+4% r/r, przy marży brutto na poziomie 8,6%) oraz 98 mln PLN zysku netto (+25% r/r). W 2027 roku zakładamy wzrost przychodów do 2,38 mld PLN oraz zysku netto do 116 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'26=6,8x oraz 5,8x w '27.

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

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 091,8	1 458,2	1 978,4	2 048,5	2 375,0	2 780,0
EBITDA [mln PLN]	138,7	100,4	120,9	146,3	167,7	193,6
EBIT [mln PLN]	113,9	74,5	93,8	115,3	135,2	159,7
Zysk netto [mln PLN]	101,9	67,9	78,1	97,8	115,7	136,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-432,7	-143,0	-570,9	-572,1	-604,2	-645,4
P/BV	3,1	3,0	2,7	2,6	2,5	2,3
P/E	15,4	23,1	20,1	16,1	13,6	11,5
EV/EBITDA	8,2	14,2	8,3	6,8	5,8	4,8
EV/EBIT	10,0	19,2	10,7	8,7	7,2	5,8
DPS [PLN/akcję]	0,0	2,1	1,4	3,4	3,2	3,8



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 5
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH 6
STRONA KOSZTOWA 8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ 12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY 13
DANE FINANSOWE 19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	15,4	23,1	20,1	16,1	13,6	11,5	10,4
P/BV	3,1	3,0	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA	8,2	14,2	8,3	6,8	5,8	4,8	4,1
EV/EBIT	10,0	19,2	10,7	8,7	7,2	5,8	4,9
EV/S	1,0	1,0	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
BVPS	22,2	23,0	25,1	26,0	27,8	30,0	32,1
EPS	4,4	3,0	3,4	4,3	5,0	5,9	6,6
DPS (w danym roku)	0,00	2,11	1,35	3,39	3,19	3,78	4,45
Payout ratio	0%	48%	46%	100%	75%	75%	75%

TORPOL

Rekomendacja	**Akumuluj**	**www:**	www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	**74,2**		
Potencjał zmiany	**8,4%**	**daty najbliższych raportów:**	
Cena rynkowa [PLN]	68,4	3Q'26:	27 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	4Q'26:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	1571,1		

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	**1 092**	**1 458**	**1 978**	**2 048**	**2 375**	**2 780**	**3 015**
Zysk brutto ze sprzedaży	**158**	**126**	**146**	**176**	**201**	**236**	**260**
SG&A	44	44	53	58	65	76	82
PPO/PKO	0	-8	0	-3	-1	-1	-1
EBITDA	**139**	**100**	**121**	**146**	**168**	**194**	**212**
EBIT	114	75	94	115	135	160	177
Zysk brutto	129	83	98	123	143	168	186
Zysk netto	**102**	**68**	**78**	**98**	**116**	**136**	**151**
Dług netto	**-433**	**-143**	**-571**	**-572**	**-604**	**-645**	**-699**

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody	**385**	**468**	**505**	**621**	**334**	**579**
Zysk brutto ze sprzedaży	**23**	**35**	**36**	**51**	**24**	**47**
SG&A	13	12	13	15	13	14
PPO/PKO	0	1	-1	0	-1	-2
EBITDA	**18**	**30**	**29**	**43**	**17**	**39**
EBIT	11	24	22	37	10	31
Zysk brutto	13	26	23	37	13	33
Zysk netto	**10**	**20**	**18**	**30**	**10**	**24**
Dług netto	**-267**	**-266**	**-262**	**-571**	**-436**	**-354**

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	1%	34%	36%	4%	16%	17%	8%
EBITDA zmiana r/r	-43%	-28%	20%	21%	15%	15%	9%
Zysk netto zmiana r/r	-45%	-33%	15%	25%	18%	18%	11%
Marża brutto na sprzedaży	14,5%	8,7%	7,4%	8,6%	8,5%	8,5%	8,6%
Marża EBITDA	12,7%	6,9%	6,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%
Marża netto	9,3%	4,7%	3,9%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
ROE	20,0%	12,8%	13,5%	16,4%	18,1%	19,8%	20,5%
ROA	9,0%	5,6%	5,6%	6,7%	7,3%	7,9%	8,2%

Wskaźniki	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody zmiana r/r	48%	57%	45%	12%	-13%	24%
EBITDA zmiana r/r	31%	24%	25%	12%	-4%	28%
Zysk netto zmiana r/r	-6%	34%	30%	5%	2%	15%
Marża brutto na sprzedaży	6,1%	7,5%	7,2%	8,3%	7,2%	8,2%
Marża EBITDA	4,6%	6,5%	5,8%	7,0%	5,1%	6,7%
Marża netto	2,6%	4,4%	3,5%	4,8%	3,1%	4,1%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	**229**	**233**	**270**	**299**	**317**	**333**	**343**
WNiP	12	12	12	13	14	15	16
Rzeczowe aktywa trwałe	173	184	209	237	254	270	279
Pozostałe aktywa trwałe	44	37	48	48	48	48	48
Aktywa obrotowe	**906**	**973**	**1 125**	**1 165**	**1 267**	**1 400**	**1 501**
Zapasy	122	94	102	106	123	144	156
Należności krótkoterminowe	257	627	351	404	468	548	594
Środki pieniężne	516	240	656	639	660	692	734
Pozostałe aktywa obrotowe	11	12	16	16	16	16	16
Aktywa razem	**1 135**	**1 206**	**1 396**	**1 464**	**1 584**	**1 733**	**1 844**
Kapitał własny	**510**	**529**	**577**	**596**	**639**	**688**	**737**
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	**626**	**677**	**820**	**868**	**946**	**1 046**	**1 108**
Rezerwy na zobowiązania	49	31	61	61	61	61	61
Oprocentowane zobowiązania	83	97	85	67	56	47	36
Zobowiązania pozostałe	493	548	674	740	829	938	1 011
Pasywa razem	**1 135**	**1 206**	**1 396**	**1 464**	**1 584**	**1 733**	**1 844**
Dług netto	**-433**	**-143**	**-571**	**-572**	**-604**	**-645**	**-699**
Dług netto / Kapitał własny	-0,8	-0,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBITDA	-3,1	-1,4	-4,7	-3,9	-3,6	-3,3	-3,3

Wskaźniki II	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	15,42	23,14	20,12	16,07	13,58	11,54
Revenue	1 092	1 458	1 978	2 048	2 375	2 780
Gross Margin %	14,5	8,7%	7,4%	8,6%	8,5%	8,5%
EBIT	114	75	94	115	135	160
EBITDA	139	100	121	146	168	194
Net Income Adj+	102	68	78	98	116	136
Net Debt	-433	-143	-571	-572	-604	-645
BPS	3,08	2,97	2,73	2,63	2,46	2,28
DPS	0,00	2,11	1,35	3,39	3,19	3,78
Return on Equity %	20,0	12,8%	13,5	16,4%	18,1%	19,8%
Return on Assets %	9,0%	5,6%	5,6%	6,7%	7,3%	7,9%
Depreciation	24	25	27	30	31	33
Amortization	1	1	1	1	1	1
Free Cash Flow	46	-227	476	79	105	128
CAPEX	27	28	42	60	51	50

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	47	-212	508	139	156	178	200
CFI	-1	-15	-31	-60	-51	-50	-45
CFF	-26	-48	-61	-96	-84	-96	-113
- w tym dywidenda	0	48	31	78	73	87	102
Przepływy pieniężne netto	20	-276	415	-17	21	32	42
CAPEX / Amortyzacja	109%	109%	154%	193%	156%	148%	128%

Główne czynniki ryzyka:

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	74,1
Wycena metodą porównawczą	20%	74,4
Wycena 1 akcji [PLN]	**74,2**	

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,1%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wzrost FCF w okresie rezydualnym to 2,0%. Wycena została sporządzona na dzień 07 września 2026.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 048,5	2 375,0	2 780,0	3 015,0	3 129,0	3 265,2	3 395,0	3 449,9	3 504,9	3 560,0
EBIT [mln PLN]	115,3	135,2	159,7	176,9	186,8	195,9	205,5	210,5	215,6	220,8
Stopa podatkowa	20,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	23,4	25,7	30,3	33,6	35,5	37,2	39,0	40,0	41,0	41,9
NOPLAT [mln PLN]	91,9	109,5	129,4	143,3	151,3	158,7	166,4	170,5	174,6	178,8
Amortyzacja [mln PLN]	31,0	32,4	33,9	35,1	35,8	36,1	36,1	36,2	36,2	36,3
CAPEX [mln PLN]	-59,6	-50,5	-50,1	-44,9	-39,1	-36,3	-36,4	-36,4	-36,4	-36,4
Inwestycje w kapitał obrot, [mln PLN]	9,2	4,5	4,0	11,9	5,8	6,9	6,6	2,8	2,8	2,8
FCF [mln PLN]	72,4	96,0	117,1	145,3	153,8	165,3	172,7	173,0	177,2	181,4
DFCF [mln PLN]	69,5	80,9	86,7	94,5	87,7	82,7	75,7	66,5	59,7	53,5
Suma DFCF [mln PLN]	757,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1530,8		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%*							
Zdyskontowana wart. Rezyd, [mln PLN]	451,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1209,0									
Dług netto 2025 [mln PLN]	-570,9									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	77,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	**1702,1**									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**74,1**									

Przychody zmiana r/r	3,5%	15,9%	17,1%	8,5%	3,8%	4,4%	4,0%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	22,9%	17,3%	18,1%	10,8%	5,6%	4,9%	4,9%	2,5%	2,4%	2,4%
FCF zmiana r/r	---	32,5%	22,0%	24,1%	5,8%	7,5%	4,4%	0,2%	2,4%	2,4%
Marża EBITDA	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
Marża EBIT	5,6%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
Marża NOPLAT	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%
CAPEX / Przychody	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	192,5%	155,8%	147,7%	127,9%	109,2%	100,7%	100,8%	100,7%	100,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	-0,2%	-0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-13,1%	-1,4%	-1,0%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Udział kapitału własnego	95,4%	96,5%	97,3%	98,1%	98,7%	99,3%	99,6%	99,9%	99,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	4,6%	3,5%	2,7%	1,9%	1,3%	0,7%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%
WACC	13,7%	13,8%	13,9%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym		
		1,00%	2,00%	3,00%
beta	0,8	79,9	82,4	85,4
	0,9	75,9	78,0	80,4
	1,0	72,4	74,1	76,1
	1,1	69,3	70,7	72,4
	1,2	66,6	67,8	69,1

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym		
		1,00%	2,00%	3,00%
Premia za ryzyko	6,0%	82,1	84,9	88,2
	7,0%	76,9	79,0	81,6
	8,0%	72,4	74,1	76,1
	9,0%	68,6	70,0	71,5
	10,0%	65,3	66,4	67,7

		Beta		
		0,9	1,0	1,1
Premia za ryzyko	6,0%	89,0	84,9	81,2
	7,0%	83,0	79,0	75,5
	8,0%	78,0	74,1	70,7
	9,0%	73,7	70,0	66,7
	10,0%	70,0	66,4	63,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

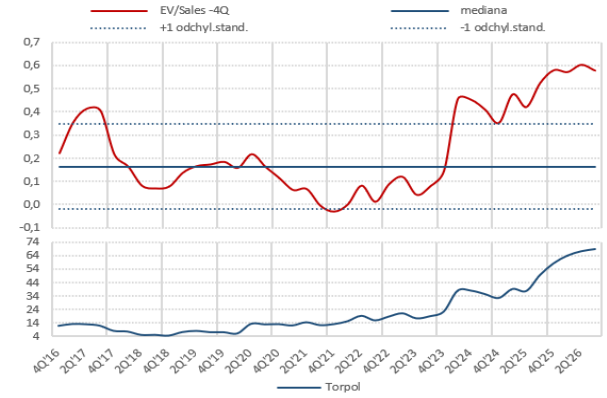
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2026-28 (33% wagi dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 74,4 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Budimex	23,5	20,9	18,7	13,2	11,6	10,3
Mirbud	11,9	12,5	9,1	6,6	6,2	4,9
Trakcja	17,7	13,7	11,4	9,3	7,6	6,3
ZUE	31,5	11,1	8,2	7,9	4,6	3,5
Mediana	**20,6**	**13,1**	**10,2**	**8,6**	**6,9**	**5,6**
Torpol	**16,1**	**13,6**	**11,5**	**6,8**	**5,8**	**4,8**
Premia/dyskonto do mediany	-22%	4%	13%	-20%	-17%	-15%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	87,7	66,0	60,7	79,6	76,8	75,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**71,5**			**77,3**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**74,4**					

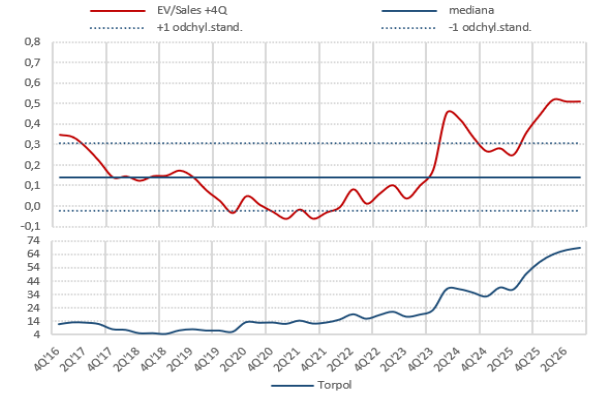
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

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

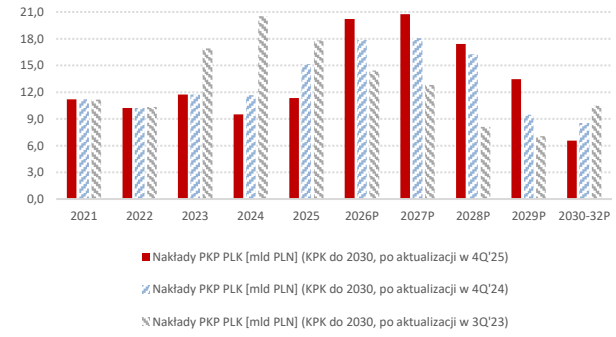


*Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)*

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

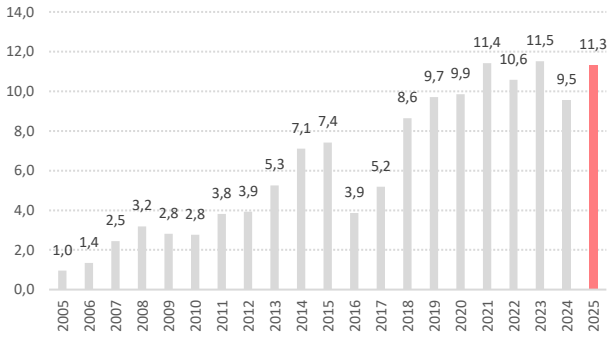
W październiku'25 zaktualizowano ostatni raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w tych latach, 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-IX'26 otwarto oferty w przetargach na 10,4 mld PLN (budżetowo na 12,3 mld PLN). Pipeline ogłoszonych istotnych przetargów to obecnie 6-7 mld PLN (z czego większość stanowią trzy 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											
wrz 26	Tychy – Bieruń Stary	286	PNUiK	b.d.	---	382	75%	290	Skanska	99%	18
sie 26	Szczecin Gł. - granica	898	Trakcja/SBM	b.d.	---	727	107%	943	Budimex	95%	11
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	**10 412**				**12 295**	**87%**	**10 994**		**95%**	**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]
Orzesze Jaśkowice - Tychy	10.09.2026	2.07.2026	ok. 313
Pilawa - Łuków	11.09.2026	24.04.2026	>1 mld PLN
Fornale – Szczyrzyc i podg. Porąbka – podg. Stróża	18.09.2026	5.05.2026	ok. 1 900
Gdów - Szczyrzyc	21.09.2026	6.07.2026	ok. 2 500
Piotrków - Bełchatów	7.10.2026	27.08.2026	ok. 660
Jastrzębie 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***

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert na trzech 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).

Suma ogłoszonych > 6 mld PLN
**brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto*

Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Priorytetem inwestycji kolejowych CPK jest 480 km linii KDP "Y", łączącej Warszawę oraz Łódź z Poznaniem i Wrocławiem. Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania ma być odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W 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). W ostatnim czasie pojawiły się jednak doniesienia (link), że CPK będzie opóźniać część postępowań, aby rozłożyć je w czasie i zapewnić finansowanie (m.in. z przyszłej perspektywy UE po 2027 roku).

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":

- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyły cztery konsorcja: 1) Mirbud – **Torpol**, 2) Porr-Gulermak, 3) MS Warszawa – Intercor – NDI oraz 4) Strabag -Tymbud.

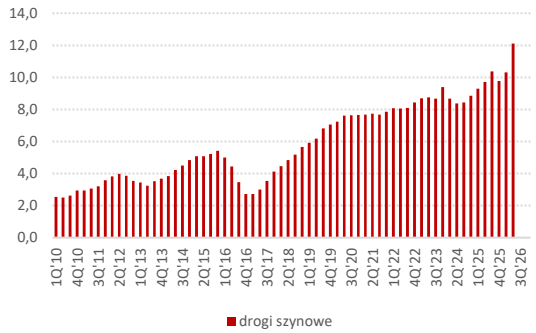
Postępowanie na „Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Węzeł CPK (bez węzła)":

- 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)":

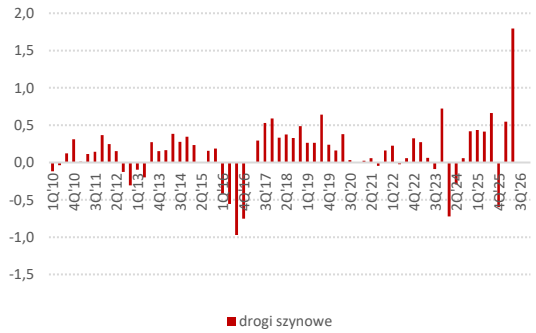
- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyło osiem konsorcjów: 1) Strabag, Tym-Bud, 2) **Torpol,** Mirbud, 3) ZUE, Duna, PolAqua, 4) Budimex, 5) Porr, Trakcja, 6) Gulermak, Unibep, Trac-Tec, PPMT, 7) MS Warszawa, 8) Intercor, NDI.

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



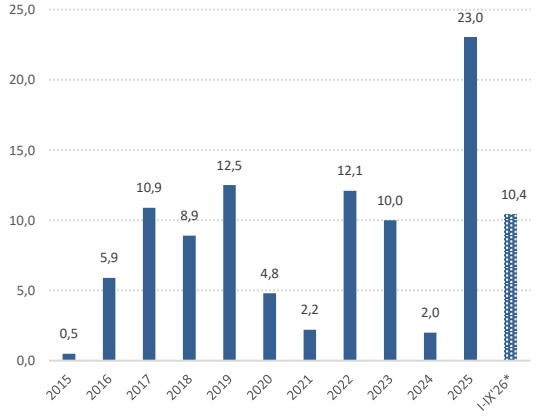
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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

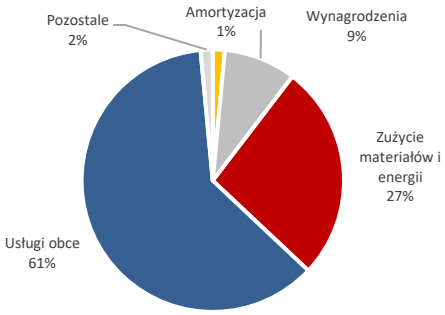
Inwestycje tramwajowe w Polsce

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, Torpol = 363 mln PLN).

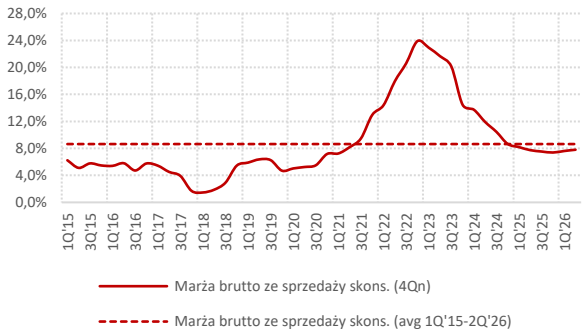
STRONA KOSZTOWA

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

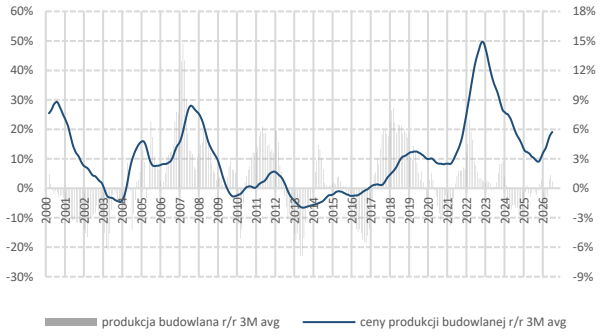
Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

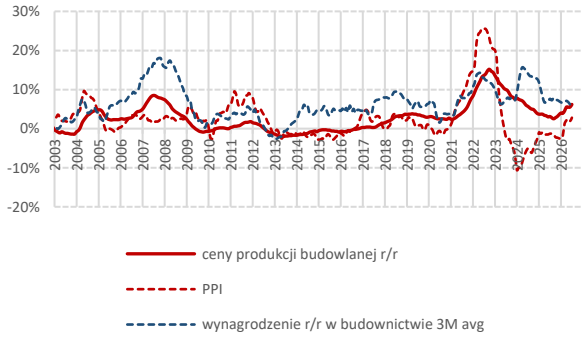
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

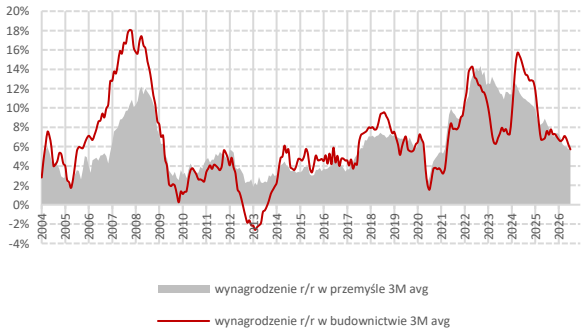
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

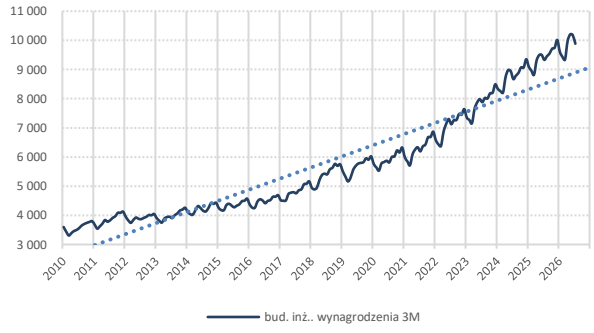
Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku'22 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie obniżała się. We wrześniu'25 odnotowano lokalny dołek na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach dynamika przyspieszyła. W lipcu'26 osiągnęła 6,2% r/r (najwyższy odczyt od maja'24).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

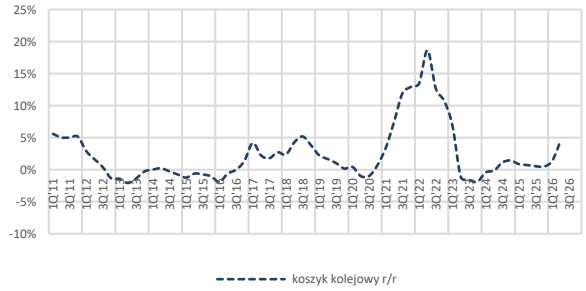


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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.

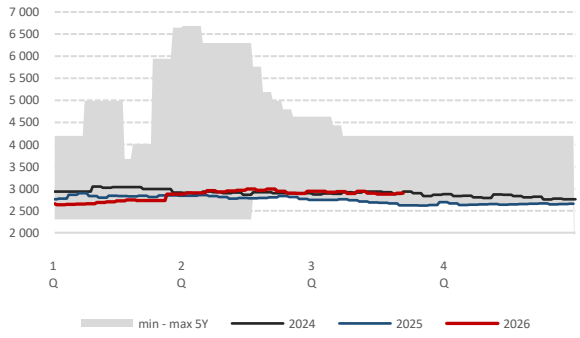
Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w kolei [r/r]*

*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).

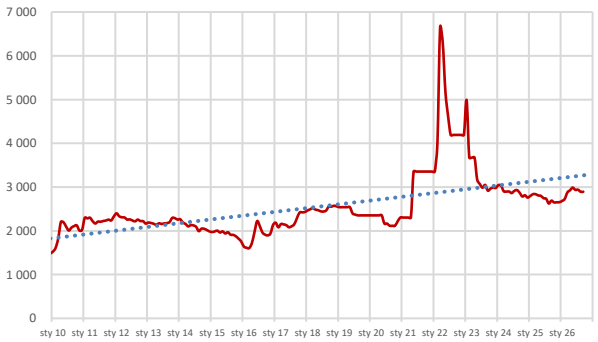
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Wysokie pozostawały ceny kruszyw czy cementu. Od 2H'25 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 lekki ruch na benchmarkach cen stali, ale nie jest on tak dynamiczny jak np. w 2022 roku.

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



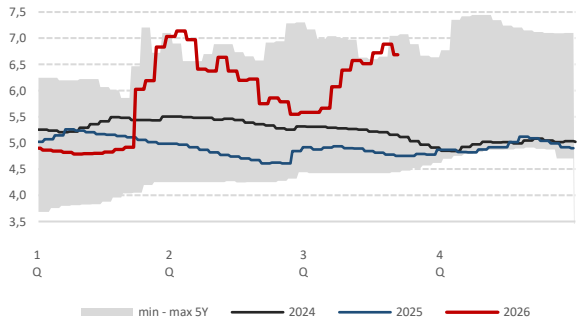
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



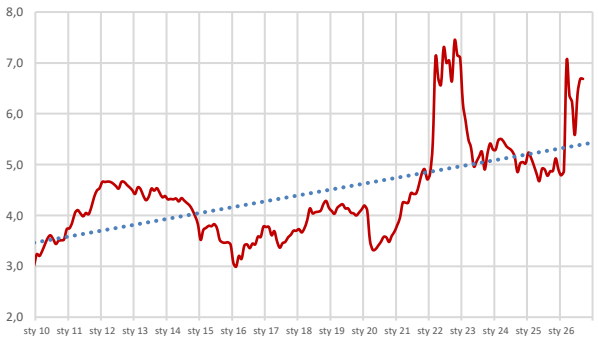
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



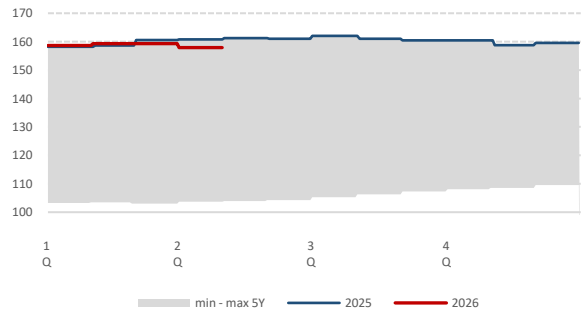
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



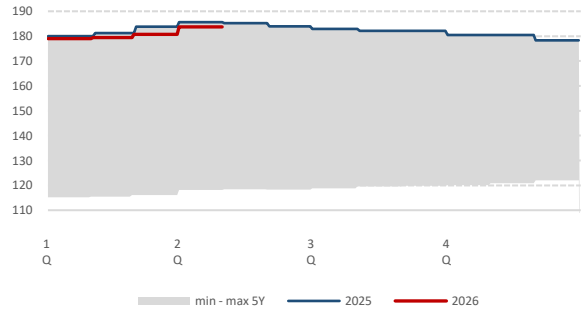
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



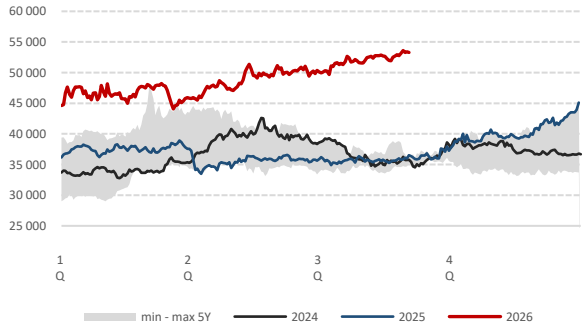
*Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina", ostatnie dane za VI'26*

Cement – indeks GUS*



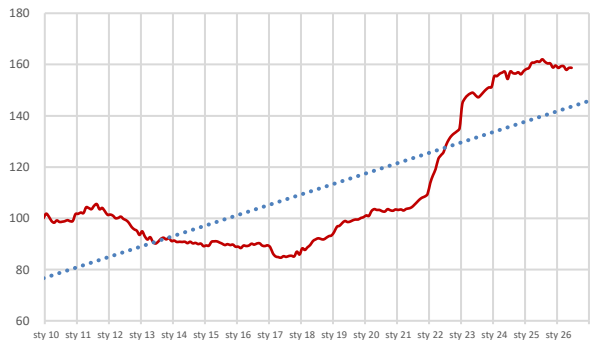
*Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips", ostatnie dane za VI'26*

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



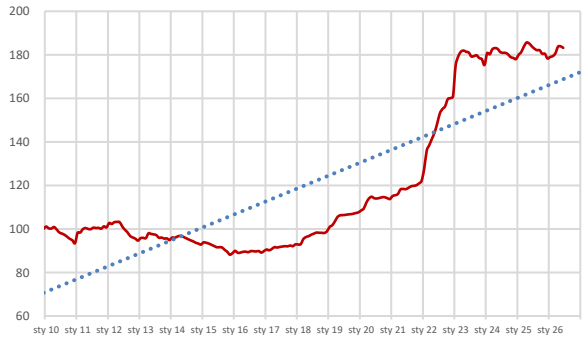
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



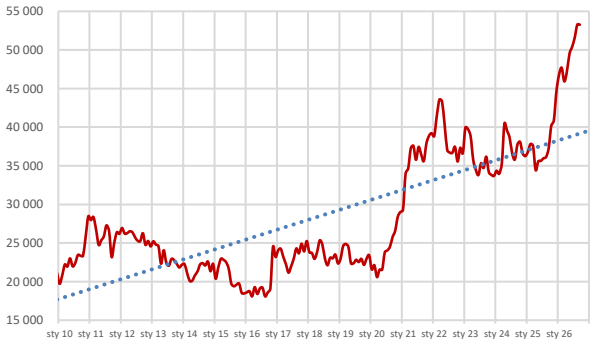
*Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku*

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

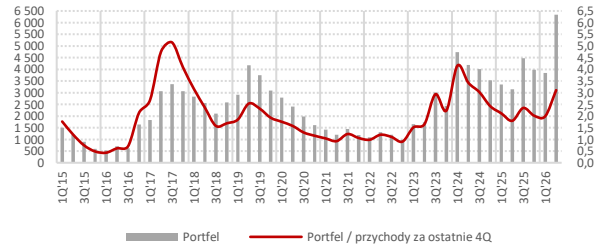
Kontrakty pozyskane od początku 2022 roku o wartości >100 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu	% II oferty	liczba ofert
2026							
cze 26	PKP PLK	stacja Warszawa Wschodnia	2 956	wrz 30	74%	96% (z II miejsca)	6
2025							
paź 25	PKP PLK	Wykonanie robót na odcinku Lębork - Elektrownia - Choczewo	1 443	cze 29	b.d.	b.d.	3
wrz 25	PKP PLK	Projekt i roboty budowlane na LK229 na odcinku Kartuzy – Lębork	508	mar 28	57%	94%	6
cze 25	PKP PLK	LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”	164	sty 28	65%	93%	13
2024							
kwi 24	PKP PLK	Modernizacja E 65 na odcinku Katowice Szopienice - Katowice Piotrowice	2 650	kwi 28	106%	z III miejsca	5
2023							
lis 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Słupsk (roboty bud.)	572	lis 26	99%	100% (aukcja)	10
paź 23	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 38 na odcinku Giżycko - Korsze	877	kwi 26	100%	85% (aukcja)	13
sie 23	PKP PLK	Modernizacja stacji Ostróda (roboty bud.)	254	sie 26	85%	b.d. (aukcja)	4
maj 23	PKP PLK	LK nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. E (P&B)	541	lis 25	126%	b.d. (aukcja)	5
kwi 23	PMT LK	Modernizacja Infrastruktury Kolejowej	176	kwi 26	b.d.	b.d.	b.d.
2022							
sie 22	PGNiG/Orlen	Rozbudowa OC Lubiatów i OG Międzychód	320	sie 24	b.d.	b.d.	b.d.

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

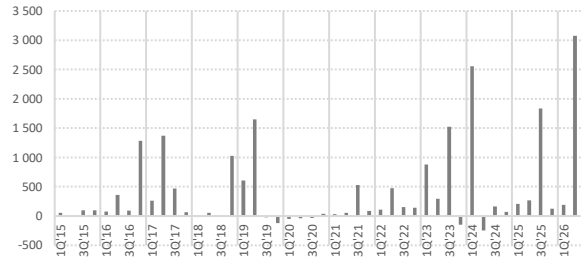
Portfel zleceń spółki po 2Q’26 miał wartość 6,34 mld PLN, z czego 6,15 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,19 mld PLN na zależny TOG. W portfelu największą pozycję stanowi obecnie podpisany w 2Q’26 kontrakt na modernizację stacji Warszawa Wschodnia (spółka zdobyła kontrakt z II miejsca; po 2Q’26 spółka wykazała do zafakturowania 2,78 mld PLN, dodatkowo istnieje opcja na 0,17 mld PLN) a w dalszej kolejności kontrakt z 2024 roku w Katowicach (po 2Q’26 do zafakturowania pozostało 1,33 mld PLN). Z potencjalnego pipeline finalnie wypadł kontrakt na odcinek Białystok – Ełk (3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem). Sąd oddalił skargę konsorcjum - konkurencja skutecznie odwoła się do KIO na karę środowiskową Mirbudu. Spora część portfela Torpolu zbudowana była naszym zdaniem w dość korzystnym momencie rynkowym (oferty składane w okresie dużych obaw inflacyjnych, dodatkowo kontrakt katowicki został wygrany dopiero z trzeciego miejsca, po wyeliminowaniu m.in. oferty Budimexu).

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



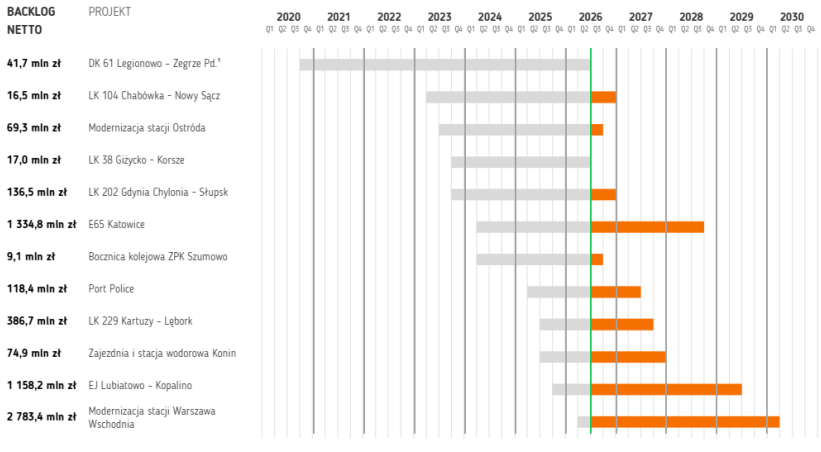
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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 [mln PLN]



4,7 mln zł – Torpol pozostałe

RAZEM TORPOL: ok. 6,15 mld zł*

*bez udziału konsorcjantów; stan na 30.06.2026; projekty TOG: dodatkowo ok. 0,19 mld zł netto

Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

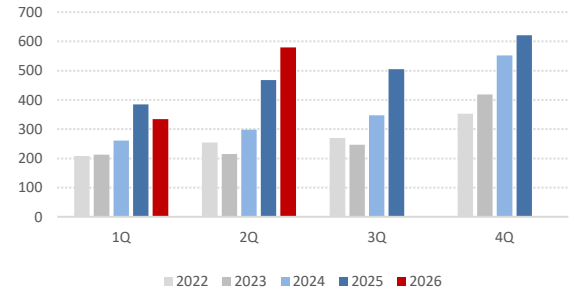
Wyniki za 2Q'26 [mln PLN]

	2Q'25	2Q'26	zmiana r/r	2Q'26W	odchyl.	2Q'26P BDM	odchyl.	2Q'25	2Q'26	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	468,1	579,0	23,7%	579,5	-0,1%	505,0	14,7%	853,1	913,5	7,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	35,2	47,5	35,0%	47,5	0,0%	41,4	14,8%	58,6	71,6	22,1%
Wynik na sprzedaży	22,7	33,4	47,3%	---	---	27,9	19,8%	33,5	44,1	31,6%
PPO/PKO	0,9	-2,4	---	---	---	-0,5	---	1,4	-3,2	---
EBITDA	30,4	39,0	28,3%	---	---	35,0	11,6%	48,2	56,1	16,3%
EBIT	23,6	31,1	31,6%	31,1	-0,1%	27,4	13,4%	34,9	40,9	17,2%
Wynik brutto	25,6	32,7	27,6%	---	---	28,6	14,1%	38,5	45,7	18,6%
Wynik netto	20,4	23,5	15,2%	23,5	0,2%	22,9	2,7%	30,5	33,8	10,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,5%	8,2%		8,2%		8,2%		6,9%	7,8%	
Marża na sprzedaży	4,9%	5,8%		---		5,5%		3,9%	4,8%	
Marża EBITDA	6,5%	6,7%		---		6,9%		5,7%	6,1%	
Marża EBIT	5,0%	5,4%		5,4%		5,4%		4,1%	4,5%	
Marża zysku netto	4,4%	4,1%		4,0%		4,5%		3,6%	3,7%	

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

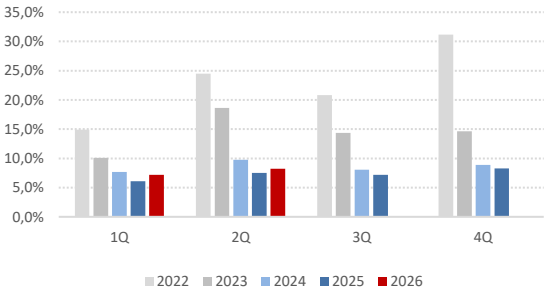
- Finalne wyniki za 2Q'26 były zgodne z wcześniej publikowanymi danymi szacunkowymi (które były wyższe od naszych oczekiwań).
- W 2Q'26 na poziomie skonsolidowanych przychodów Torpol miał 579 mln PLN (+24% r/r). Wzrosły przychody zarówno na poziomie jednostkowym jak i w TOG.
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 2Q'26 (8,2%) była lepsza r/r (7,5% w 2Q'25). Marża była dokładnie na poziomie naszych oczekiwań (zakładaliśmy 8,2%). Na poziomie jednostkowym marża wyniosła 8,2%, TOG miał 8,0% marży. Pozytywny wpływ na marżę miała zmiana szacunków wyceny kontraktów (+16,1 mln PLN w 2Q'26 vs +2,4 mln PLN 2Q'25).
- Spółka podała, że na wyższy r/r poziom marży w 1H'26 (7,8% vs 6,9% rok temu) wynikał głównie poprawy efektywności operacyjnej oraz rozliczenia waloryzacji i wprowadzonych poleceń zmian na kontraktach.
- EBIT wyniósł w 2Q'26 31,1 mln PLN (vs 23,6 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 23,5 mln PLN (vs 20,4 mln PLN w 2Q'25). Spółka odnotowała ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej na -2,4 mln PLN, relatywnie wysoka była stopa podatku dochodowego (28%).
- Gotówka netto po 2Q'26 na poziomie 354 mln PLN (vs 436 mln PLN po 1Q'26 i 266 mln PLN rok temu). CF operacyjny w 2Q'26 na poziomie -64 mln PLN. Na początku 3Q'26 została wypłacona dywidenda (spółka w kalkulacji gotówki netto odjęła już dywidendę, my odejmiemy ją w kwartale faktycznej wypłaty).
- Spółka podała, że ujemny CF operacyjny w 1H'26 to sytuacja o charakterze charakter przejściowym. Oczekuje, że kolejne okresy przyniosą zbilansowanie przepływów wraz ze spływem należności.
- CAPEX w 1H'26 na poziomie 28 mln PLN (uwzględniając nowy leasing; plan roczny zakłada poziom 67 mln PLN).
- Wyniki 2Q'26 oceniamy lekko pozytywnie. Spółka nadrobiła ubytek przychodów z 1Q'26 i po 1H'26 ma dodatnią dynamikę. Zwracamy uwagę na dalszą poprawę rentowności r/r. Pozycja gotówkowa w 2Q'26 spadła o kilkadziesiąt mln PLN q/q, ale jest wyraźnie wyższa r/r. Spółka zakłada poprawę CF operacyjnego w dalszej części roku.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



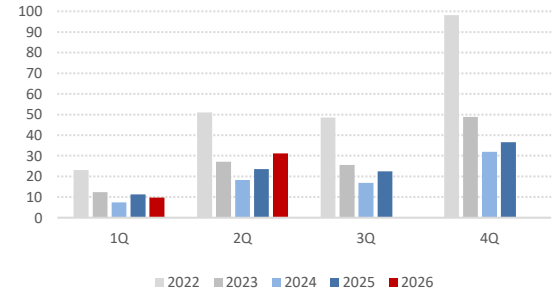
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



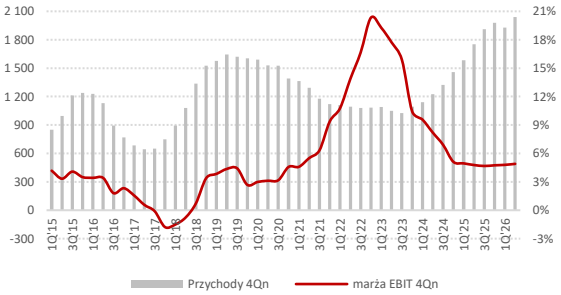
Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT wg kwartałów [mln PLN]



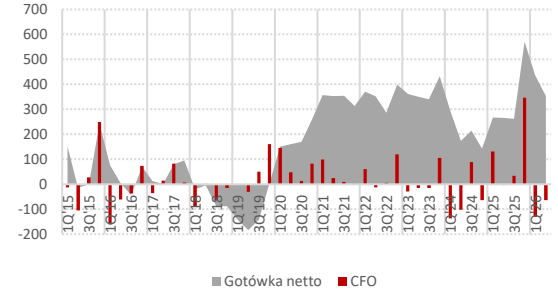
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



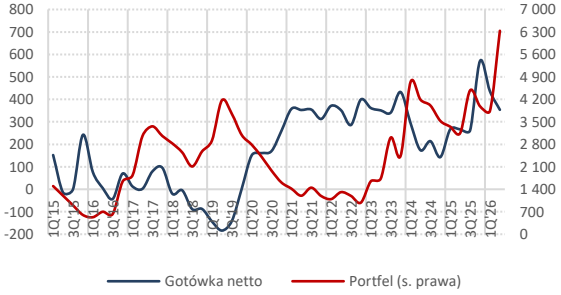
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



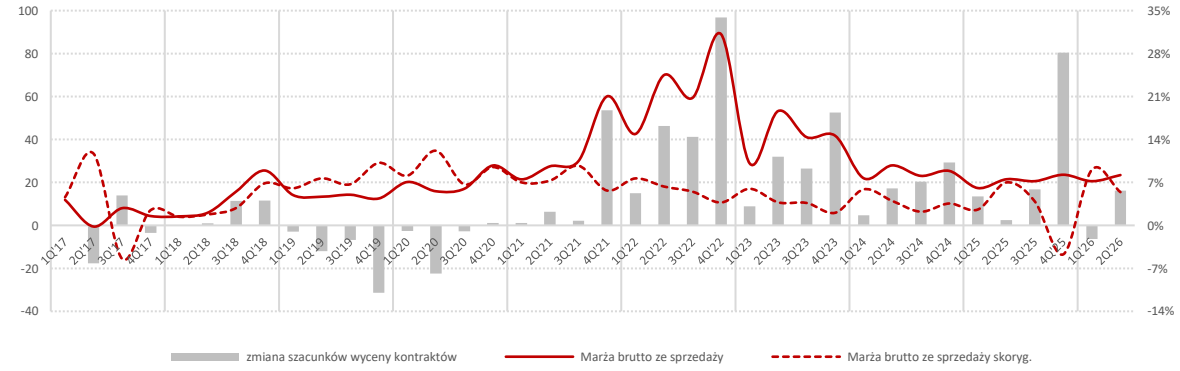
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej po 2Q'26 (7 września 2026):

Podatek w 2Q'26

-wzrost efektywnej stopy podatku był jednorazowy w 2Q'26

Pozycja gotówkowa

-ujemne przepływy w 1H'26 są związane z nadzwyczaj wysoką pozycją gotówkową na koniec 2025 (95 mln PLN przyspieszonych płatności)

-spółka regulowała w 1H'26 zobowiązania

-kontrakty na dostęp do EJ mają ujemne przepływy, silna kontraktacja materiałów przy braku zaliczek

-sytuacja od 3Q'26 będzie się odwracać

-zaliczka na Warszawę Wsch. powinna pojawić się w 4Q'26 (56 mln PLN brutto)

Perspektywy

-w całym roku CFO może być „wyraźnie" dodatni (3Q'26 będzie już dodatni, duże fakturowanie na projektach KPO)

-przychody w 2026 na poziomie co najmniej 2025 (3 i 4Q'26 powinny być mocne, potencjalnych upside jest sprzedaż materiałów na Warszawie Wsch.)

-cztery kontrakty wchodzą w fazę odbiorową co pozwala rozliczyć pewne kwestie

-w 3 i 4Q'26 okres rozliczania kontraktów z KPO, spółka widzi możliwość co najmniej utrzymania rentowności w 2026 roku z 1H'26, spółka nie definiuje na dziś jakiś ryzyk

-spółka rozbudowuje obecnie zatrudnienie (gł. pod kątem Warszawy Wsch), widzi też silną presję na wzrost wynagrodzeń w branży kolejowej

Warszawa Wschodnia

-obecnie okres projektowania, potrwa 6-7 miesięcy

-II i III transza zaliczki to 87 +141 mln PLN brutto (282 mln PLN łącznie)

-spółka na ten moment rozmawia o wolumenach materiałach strategicznych, pod koniec 4Q'26 finalizacji rozmów z dostawcami

-w 2026 przychody nie będą istotne (możliwy upside w sprzedaży materiałach), ponad 800 mln PLN zakładane w 2027

-waloryzacja liczona od „28 dni przed ogłoszeniem postępowania"

Rail Baltica

-temat po wyroku sądu jest zamknięty

Mirbud

-spółka podtrzymuje współpracę z Mirbudem na przetargach dla CPK

-spółka jest raczej skłonna do samodzielnego startowania w przetargach kolejowych (posiada zarówno referencje jak i odpowiednią pozycję finansową)

-doświadczenia z konsorcjantami nie są dotychczas pozytywne

-część wypowiedzi prasowych przedstawicieli Mirbudu ma charakter spekulacyjny

-skład RN jest obecnie „niezręczny"

Polimex

-spółka widzi potencjał do współpracy

-największy potencjał w TOG – przygotowywane 5 przetargów na 2026 rok na 3,5 mld PLN do wspólnego ofertowania (1,4 mld PLN udziału TOG)

Portfel/ofertowanie

-spółka może obecnie selektywnie podchodzić do ofertowania w segmencie kolejowym

PLK

-spółka jest w I trójce przetargu Stalowa Wola – Przeworsk – analizuje pozostałe oferty

-trudno na razie mówić o perspektywie ogłaszanych przetargów w 2027 roku (2026 jest mocny)

CPK – ofertowanie

-sygnały o rozłożeniu w czasie przetargów

-spółka wierzy w utrzymanie części postępowań w pierwotnie planowanych datach

CPK – akcjonariusz

-zarząd nie jest zaangażowany w potencjalny proces sprzedaży akcji TOR

Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalne [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	3Q'26P	4Q'26P
Przychody	**212,4**	**214,4**	**246,3**	**418,7**	**260,5**	**298,0**	**347,4**	**552,3**	**385,0**	**468,1**	**504,6**	**620,8**	**334,4**	**579,0**	**560,0**	**575,0**
jednostkowe	188,7	171,0	183,3	361,2	214,1	270,2	320,0	519,5	363,4	459,9	485,1	589,5	322,2	559,0	540,0	550,0
spółki zależne	23,7	43,4	62,9	57,5	46,4	27,8	27,4	32,7	21,5	8,3	19,5	31,2	12,2	20,0	20,0	25,0
Zysk brutto ze sprzedaży	**21,5**	**40,0**	**35,4**	**61,2**	**20,0**	**29,1**	**28,0**	**49,0**	**23,4**	**35,2**	**36,4**	**51,2**	**24,1**	**47,5**	**48,9**	**55,6**
jednostkowe	19,9	37,0	30,5	55,5	16,7	26,0	25,1	42,6	21,2	34,8	33,8	48,6	24,1	45,9	47,3	53,6
spółki zależne	1,5	3,0	4,9	5,7	3,3	3,2	2,9	6,4	2,3	0,4	2,6	2,6	0,0	1,6	1,6	2,0
SG&A	9,6	10,8	10,7	13,0	10,1	11,0	10,6	12,3	12,6	12,5	12,7	14,9	13,5	14,0	14,1	16,0
Zysk na sprzedaży	**11,9**	**29,1**	**24,7**	**48,2**	**9,9**	**18,2**	**17,4**	**36,7**	**10,8**	**22,7**	**23,7**	**36,3**	**10,6**	**33,4**	**34,8**	**39,6**
Saldo PPO/PKO	0,5	-2,0	0,9	0,7	-2,5	0,1	-0,6	-4,7	0,5	0,9	-1,3	0,2	-0,8	-2,4	0,0	0,0
EBITDA	**18,8**	**33,4**	**31,6**	**54,8**	**13,6**	**24,5**	**23,5**	**38,8**	**17,8**	**30,4**	**29,5**	**43,2**	**17,1**	**39,0**	**42,5**	**47,6**
EBIT	**12,3**	**27,1**	**25,6**	**48,9**	**7,5**	**18,3**	**16,8**	**31,9**	**11,3**	**23,6**	**22,4**	**36,5**	**9,8**	**31,1**	**34,8**	**39,6**
Zysk brutto	18,3	30,4	29,0	51,5	12,5	19,6	17,5	33,0	13,0	25,6	22,5	37,0	13,1	32,7	36,3	40,8
Zysk netto	**14,4**	**23,7**	**23,0**	**40,9**	**10,7**	**15,2**	**13,7**	**28,3**	**10,1**	**20,4**	**17,8**	**29,8**	**10,3**	**23,5**	**30,1**	**33,8**
Marża brutto ze sprzedaży	**10,1%**	**18,6%**	**14,4%**	**14,6%**	**7,7%**	**9,8%**	**8,1%**	**8,9%**	**6,1%**	**7,5%**	**7,2%**	**8,3%**	**7,2%**	**8,2%**	**8,7%**	**9,7%**
jednostkowa	10,6%	21,6%	16,6%	15,4%	7,8%	9,6%	7,9%	8,2%	5,8%	7,6%	7,0%	8,2%	7,5%	8,2%	8,8%	9,8%
spółki zależne	6,5%	6,8%	7,8%	9,9%	7,1%	11,5%	10,6%	19,6%	10,6%	4,6%	13,1%	8,4%	0,1%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBITDA	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%	5,8%	7,0%	5,1%	6,7%	7,6%	8,3%
Marża EBIT	5,8%	12,6%	10,4%	11,7%	2,9%	6,1%	4,8%	5,8%	2,9%	5,0%	4,4%	5,9%	2,9%	5,4%	6,2%	6,9%
Marża zysku netto	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%	3,9%	5,1%	2,6%	4,4%	3,5%	4,8%	3,1%	4,1%	5,4%	5,9%
CFO	-28,6	-14,5	-15,3	105,3	-136,5	-102,1	89,1	-63,0	131,2	-3,5	33,6	346,5	-129,9	-63,7	0,0	332,2
dług netto	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-294,7	-173,9	-214,1	-143,0	-266,8	-266,3	-261,9	-570,9	-436,0	-353,6	-268,0	-572,1
Portfel	1 650	1 732	3 010	2 440	4 738	4 191	4 009	3 530	3 350	3 150	4 480	3 986	3 839	6 336	5 776	5 601

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

	2026 poprzednio	2026 aktualnie	odchyl.	2027 poprzednio	2027 aktualnie	zmiana	2028 poprzednio	2028 aktualnie	zmiana
Przychody	2 034,7	2 048,5	0,7%	2 350,0	2 375,0	1,1%	2 753,0	2 780,0	1,0%
EBITDA	144,9	146,3	0,9%	158,1	167,7	6,0%	184,3	193,6	5,1%
EBIT	114,7	115,3	0,5%	125,9	135,2	7,4%	150,7	159,7	6,0%
Zysk netto	97,8	97,8	0,0%	108,1	115,7	7,1%	128,4	136,1	6,0%
Gotówka netto	570,4	572,1	0,3%	578,2	604,2	4,5%	633,6	645,4	1,9%
Marża EBITDA	7,1%	7,1%		6,7%	7,1%		6,7%	7,0%	
Marża EBIT	5,6%	5,6%		5,4%	5,7%		5,5%	5,7%	
Marża zysku n.	4,8%	4,8%		4,6%	4,9%		4,7%	4,9%	

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

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2026 BDM	2026 konsensus	odchyl.	2027 BDM	2027 konsensus	odchyl.	2028 BDM	2028 konsensus	odchyl.
Przychody	2 048,5	2 039,8	0,4%	2 375,0	2 387,8	-0,5%	2 780,0	2 936,3	-5,3%
EBITDA	146,3	134,3	8,9%	167,7	163,3	2,7%	193,6	211,7	-8,5%
EBIT	115,3	105,5	9,3%	135,2	133,5	1,3%	159,7	180,7	-11,6%
Zysk (strata) netto	97,8	90,0	8,7%	115,7	113,5	2,0%	136,1	154,7	-12,0%
Gotówka (dług) netto	572,1	446,7	28,1%	604,2	512,0	18,0%	645,4	585,3	10,3%
Marża EBITDA	7,1%	6,6%		7,1%	6,8%		7,0%	7,2%	
Marża EBIT	5,6%	5,2%		5,7%	5,6%		5,7%	6,2%	
Marża zysku netto	4,8%	4,4%		4,9%	4,8%		4,9%	5,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg

- W 2026 roku spodziewamy się 2,05 mld PLN przychodów (+3% r/r) oraz 98 mln PLN zysku netto (+25% r/r). Zakładamy, że spółka ma przestrzeń do poprawy rentowności r/r w 2026. Strona kosztowa portfela od strony zakupów materiałów jest zabezpieczona. Spółka zwykle jest stanie w końcowej fazie optymalizować kontrakty (w portfelu jest sporo kontraktów z 2023, które kończą się w 2026 roku).
- Po 2Q'26 portfel wynosił rekordowe 6,34 mld PLN (3,1x przychody za ostatnie 4Q). Największą pozycję (2,8 mld PLN + opcje) stanowi obecnie nowy kontrakt na Warszawę Wschodnią. Pozostałe kontrakty w portfelu to głównie: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (dobiegające końca w 2026 roku), ii) kontrakt w Katowicach, ii) zlecenia pozyskane w 2025 roku.
- Kontrakty z 2023 były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie rynkowym (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). Będą one kończyć się w 2026 roku, w naszej opinii z szansą na poprawę dotychczas prezentowanych rentowności.
- Na kontrakcie w Katowicach spółka w 4Q'25 podpisała aneks wyraźnie zwiększający wartość prac – powinien on stanowić „poduszkę bezpieczeństwa" dla marży na tym kontrakcie (zwracamy dodatkowo uwagę, że był on pozyskiwany z III miejsca z ofertą wyższą niż Budimex).

- Spółka w 2Q'26 podpisała kontrakt na Warszawę Wschodnią (blisko 3,0 mld PLN netto, 74% budżetu, ale z II miejscu po odrzuceniu I oferty, III oferta o 4% wyższa). Podpisanie tej umowy powinno wyraźnie wspierać przerób w latach 2027+ (efektywny okres prac budowlanych to ok. 3 lata, spółka na ostatniej telekonferencji zapowiedziała przerób na poziomi 0,8 mld PLN w 2027 roku).
- W 2026 PKP PLK nadal ma w planach do ofertowania kilka dużych przetargów, także >1 mld PLN. Trudno jednak oczekiwać podpisania umów w tym roku.
- Powoli powinien rozkręcać się worek przetargów kolejowych w CPK, ale pierwszych rozstrzygnięć oczekujemy tu raczej dopiero w 2027 roku (pojawiły się doniesienie, że CPK będzie opóźniać cześć postępowań, uważamy, że głównie będzie dotyczyć to ogłaszania nowych, a nie stopowanie już toczących się procesów). Spółka (w konsorcjum w Mirbudem) złożyła wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego zarówno w przetargu na dworzec i tunel kolejowy pod CPK (przetarg będzie podzielony na dwie części), jak i na dwa odcinki linii pomiędzy Warszawą a Łodzią. Są to wielomiliardowe postępowania, w których będzie złożone odpowiednio tylko cztery i sześć ofert (czyli istotnie mniej niż w ostatnich przetargach PKP PLK).
- Prognozy na 2026 jedynie delikatnie skorygowaliśmy. Podnieśliśmy nasze założenie długoterminowe (m.in. kwestia finalnego podpisania kontraktu na Warszawę Wsch. oraz zapowiedzi wyraźnego wzrostu ofertowania w TOG).
- W stosunku do konsensu jesteśmy bardziej optymistycznie nastawieni do 2026 roku i dość blisko oczekiwań na 2027 rok. Natomiast nasze założenie są nadal bardzie zachowawcze na ten moment na lata 2028+.
- W 2027 zakładamy wzrost przychodów do 2,38 mld PLN, spadek marży brutto ze sprzedaży do 8,5% (8,6% w 2026) oraz wzrost zysku netto do 116 mln PLN.
- W długim terminie zakładamy, że marża EBIT będzie znajdować się nieco powyżej 6,0% (poprzednio: nieco poniżej 6,0%). Są to raczej nadal konserwatywne założenia – w okresie 2021-25 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 9,0% (natomiast w ostatnich 10 latach było to 6,0%).
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie ujmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych (zakładamy, że nie będzie to obecnie dla spółki priorytetem ze względu na znaczący portfel w kraju) czy wejścia w nowe obszary rynkowe (np. PSE, kubatura).
- Na koniec 2025 roku pozycja gotówkowa była rekordowa w historii (571 mln PLN), co wynika m.in. z otrzymania II transzy zaliczki na kontrakcie w Katowicach, ale też dobrego zarządzania kapitałem obrotowym. W 1H'26 nastąpił sezonowy odpływ części gotówki. Zakładamy jednak, że kolejne kwartały będą miały wyraźnie dodani cash flow operacyjny (finalne płatności na kończonych kontraktach + w 4Q'26 spółka otrzyma I ratę zaliczki na Warszawie Wsch.).
- W 2026 roku spółka wypłaciła 100% zysku w formie dywidendy (wcześniej zakładaliśmy 50%). Zakładamy, że spółka będzie wypłacać w kolejnych latach dywidendę na poziomie 75%-100% zysku.
- Na kolejnej stronie pokazujemy nasze założenia vs strategia spółki na lata 2025-30.
- **Spory sądowe.** Realizacja kontraktów dla podmiotów publicznych historycznie często wiąże się z wchodzeniem w spory sądowe na końcowym etapie ich realizacji, co związane jest m.in. z brakiem elastyczności tych podmiotów kwestii budżetów projektów czy słabym przygotowanie projektów od strony projektowej. Obecnie spółka jest stroną kilku istotnych postepowań po stronie wierzytelności (spółka wnioskuje różnego rodzaju dopłaty do kontraktów), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągane wyniki finansowe czy cash flow.

Istotne sprawy sądowe z wniosku spółki [mln PLN]

sprawa	data	kwota konsorcjum	kwota Torpol
Łódź Fabryczna	2017	48,2	19,3
Łódź Fabryczna	2017	34,0	13,6*
Działdowo – Olsztyn	2020	---	24,7
Trzebinia – Krzeszowice	2021	26,5	13,3**
Trzebinia – Krzeszowice	2024	20,2	10,1**
2 odcinki - waloryzacje	2022	---	58,4
suma			**139,4**

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

Istotne sprawy sądowe przeciw spółce [mln PLN]

strona	kwota roszczenia*
PKP PLK	4,8
administracja publ.	5,4
kontrahenci	3,4
suma	**13,6**

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

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody	**1 084,8**	**1 091,8**	**1 458,2**	**1 978,4**	**2 048,5**	**2 375,0**	**2 780,0**	**3 015,0**	**3 129,0**	**3 265,2**	**3 395,0**	**3 449,9**	**3 504,9**	**3 560,0**
jednostkowe	994,6	904,2	1 323,8	1 897,9	1 971,3	2 250,0	2 600,0	2 800,0	2 900,0	3 025,0	3 150,0	3 200,0	3 250,0	3 300,0
spółki zależne	90,2	187,6	134,4	80,6	77,2	125,0	180,0	215,0	229,0	240,2	245,0	249,9	254,9	260,0
Zysk brutto ze sprzedaży	**259,3**	**158,0**	**126,2**	**146,2**	**176,1**	**201,2**	**236,4**	**260,0**	**272,9**	**286,4**	**299,5**	**306,1**	**312,7**	**319,4**
jednostkowe	251,3	142,9	110,4	138,4	170,8	191,9	222,4	243,0	254,5	267,0	279,6	285,7	291,8	297,9
spółki zależne	8,1	15,1	15,8	7,8	5,2	9,4	14,1	17,0	18,4	19,4	19,9	20,4	20,9	21,5
SG&A	38,2	44,2	44,0	52,7	57,6	65,0	75,7	82,1	85,1	88,8	92,4	93,9	95,3	96,8
Zysk na sprzedaży	**221,1**	**113,8**	**82,2**	**93,5**	**118,5**	**136,2**	**160,7**	**177,9**	**187,8**	**197,6**	**207,2**	**212,2**	**217,3**	**222,5**
Saldo PPO/PKO	-0,5	0,1	-7,7	0,3	-3,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8
EBITDA	**244,8**	**138,7**	**100,4**	**120,9**	**146,3**	**167,7**	**193,6**	**212,0**	**222,6**	**232,0**	**241,6**	**246,7**	**251,8**	**257,0**
EBIT	**220,6**	**113,9**	**74,5**	**93,8**	**115,3**	**135,2**	**159,7**	**176,9**	**186,8**	**195,9**	**205,5**	**210,5**	**215,6**	**220,8**
Zysk brutto	231,5	129,2	82,6	98,0	122,8	142,9	168,1	186,2	197,0	209,2	219,1	224,5	229,7	235,0
Zysk netto	**183,8**	**101,9**	**67,9**	**78,1**	**97,8**	**115,7**	**136,1**	**150,8**	**159,6**	**169,5**	**177,5**	**181,8**	**186,1**	**190,4**
Marża brutto ze sprzedaży	**23,9%**	**14,5%**	**8,7%**	**7,4%**	**8,6%**	**8,5%**	**8,5%**	**8,6%**	**8,7%**	**8,8%**	**8,8%**	**8,9%**	**8,9%**	**9,0%**
jednostkowa	25,3%	15,8%	8,3%	7,3%	8,7%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%
spółki zależne	8,9%	8,0%	11,8%	9,7%	6,7%	7,5%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%
Marża EBITDA	22,6%	12,7%	6,9%	6,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
Marża EBIT	20,3%	10,4%	5,1%	4,7%	5,6%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
Marża zysku netto	16,9%	9,3%	4,7%	3,9%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%
CFO	175,2	47,0	-212,5	507,9	138,6	156,0	178,1	200,2	202,3	195,2	202,3	201,8	205,9	210,0
dług netto	-399,5	-432,7	-143,0	-570,9	-572,1	-604,2	-645,4	-698,5	-710,9	-728,8	-744,3	-751,7	-759,1	-766,6

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

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

Strategia 2025-30 główne założenia vs prognozy DM BDM

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

prognozy DM BDM*		
	2025-30	średnia
Przychody [mln PLN]	15 326	2 554
EBITDA [mln PLN]	1 063	177
zysk netto [mln PLN]	738	123
CAPEX [mln PLN]	286	48
DPS [PLN/akcję]	---	3,79
marża brutto ze sprzedaży	8,4%	8,4%
marża EBITDA	6,9%	6,9%
marża netto	4,8%	4,8%

poprzednia strategia 2019-23		
	2019-23P	wykonanie
Przychody [mln PLN]	8 800	6 295
marża brutto ze sprzedaży	>5,0%	11,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Nasze aktualne prognozy od strony przychodowej od założeń spółki są wyższe o średnio 6%/rok w okresie 2025-30. Natomiast skumulowana EBITDA jest u nas o 27% wyższa niż założenia spółki. W przypadku zysku netto jesteśmy obecnie 48% powyżej założeń spółki.
- Zakładamy porównywalny do spółki CAPEX.
- Spółka zapisała w strategii, że będzie „dążyć" do wypłaty dywidendy w kwocie 50% zysku netto. W 2026 roku spółka wypłaci 100% zysku, nasze założenia na lata 2027-29 to 75%, a następnie 100%.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	**233**	**270**	**299**	**317**	**333**	**343**	**346**	**346**	**347**	**347**	**347**	**347**
Wartości niematerialne i prawne	12	12	13	14	15	16	16	17	17	17	17	17
Rzeczowe aktywa trwałe	184	209	237	254	270	279	282	281	281	281	281	281
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	37	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
Aktywa obrotowe	**973**	**1 125**	**1 165**	**1 267**	**1 400**	**1 501**	**1 531**	**1 572**	**1 613**	**1 629**	**1 649**	**1 669**
Zapasy	94	102	106	123	144	156	162	169	176	179	181	184
Należności krótkoterminowe	627	351	404	468	548	594	617	644	669	680	691	702
Inwestycje krótkoterminowe	242	660	643	664	696	738	740	747	755	758	764	771
- w tym środki pieniężne*	240	656	639	660	692	734	736	743	751	754	760	767
Pozostałe aktywa obrotowe	11	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Aktywa razem	**1 206**	**1 396**	**1 464**	**1 584**	**1 733**	**1 844**	**1 877**	**1 918**	**1 959**	**1 976**	**1 996**	**2 016**
Kapitał (fundusz) własny	**529**	**577**	**596**	**639**	**688**	**737**	**746**	**756**	**764**	**768**	**772**	**776**
Kapitał mniejszości	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**677**	**820**	**868**	**946**	**1 046**	**1 108**	**1 132**	**1 163**	**1 196**	**1 208**	**1 225**	**1 240**
Rezerwy na zobowiązania	31	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Zobowiązania długoterminowe	87	73	58	50	44	36	28	20	20	20	20	20
- w tym zobowiązania oprocentowane	60	53	38	30	24	16	8	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	512	628	691	777	883	953	985	1 024	1 058	1 069	1 086	1 102
- w tym zobowiązania oprocentowane	38	32	29	26	23	20	17	14	7	2	1	0
Pozostałe	46	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58
Pasywa razem	**1 206**	**1 396**	**1 464**	**1 584**	**1 733**	**1 844**	**1 877**	**1 918**	**1 959**	**1 976**	**1 996**	**2 016**

**łącznie z lokatami,*

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody netto ze sprzedaży	1 458	1 978	2 048	2 375	2 780	3 015	3 129	3 265	3 395	3 450	3 505	3 560
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	126	146	176	201	236	260	273	286	300	306	313	319
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	44	53	58	65	76	82	85	89	92	94	95	97
Zysk (strata) na sprzedaży	82	94	118	136	161	178	188	198	207	212	217	223
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8	0	-3	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
EBITDA	100	121	146	168	194	212	223	232	242	247	252	257
EBIT	75	94	115	135	160	177	187	196	205	210	216	221
Saldo działalności finansowej	8	4	7	8	8	9	10	13	14	14	14	14
Zysk (strata) brutto	83	98	123	143	168	186	197	209	219	224	230	235
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	68	78	98	116	136	151	160	169	177	182	186	190

**dla akcjonariuszy jedn. dominującej

CF [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	-212	508	139	156	178	200	202	195	202	202	206	210
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-15	-31	-60	-51	-50	-45	-39	-17	-17	-17	-17	-16
Przepływy z działalności finansowej	-48	-61	-96	-84	-96	-113	-162	-171	-177	-183	-183	-187
Przepływy pieniężne netto	-276	415	-17	21	32	42	1	7	9	2	7	6
Środki pieniężne na początek okresu	516	240	656	639	660	692	734	736	743	751	754	760
Środki pieniężne na koniec okresu	240	656	639	660	692	734	736	743	751	754	760	767

Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	34%	36%	4%	16%	17%	8%	4%	4%	4%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-28%	20%	21%	15%	15%	9%	5%	4%	4%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-33%	15%	25%	18%	18%	11%	6%	6%	5%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	8,7%	7,4%	8,6%	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%
Marża EBITDA	6,9%	6,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%
Marża EBIT	5,1%	4,7%	5,6%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
Marża netto	4,7%	3,9%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%
SG&A / przychody	3,0%	2,7%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
ROE	12,8%	13,5%	16,4%	18,1%	19,8%	20,5%	21,4%	22,4%	23,2%	23,7%	24,1%	24,5%
ROA	5,6%	5,6%	6,7%	7,3%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%
Dług	97	85	67	56	47	36	25	14	7	2	1	0
D / (D+E)	15,5%	12,8%	10,1%	8,0%	6,4%	4,6%	3,2%	1,8%	0,9%	0,3%	0,2%	0,0%
D / E	18,4%	14,7%	11,2%	8,7%	6,8%	4,9%	3,3%	1,9%	0,9%	0,3%	0,2%	0,0%
Dług / kapitał własny	18,4%	14,7%	11,2%	8,7%	6,8%	4,9%	3,3%	1,9%	0,9%	0,3%	0,2%	0,0%
Dług netto	-143	-571	-572	-604	-645	-699	-711	-729	-744	-752	-759	-767
Dług netto / kapitał własny	-0,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług netto / EBITDA	-1,4	-4,7	-3,9	-3,6	-3,3	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0
EV	1 428	1 000	999	967	926	873	860	842	827	819	812	805
Dług / EV	6,8%	8,5%	6,7%	5,8%	5,1%	4,1%	2,9%	1,7%	0,8%	0,2%	0,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,9%	2,1%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	108,6%	154,4%	192,5%	155,8%	147,7%	127,9%	109,2%	100,7%	100,8%	100,7%	100,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	19,2%	-20,9%	-0,4%	-0,2%	-0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	76,5%	-79,3%	-13,1%	-1,4%	-1,0%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%
P/E*	23,1	20,1	16,1	13,6	11,5	10,4	9,8	9,3	8,9	8,6	8,4	8,3
P/BV*	3,0	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA*	14,2	8,3	6,8	5,8	4,8	4,1	3,9	3,6	3,4	3,3	3,2	3,1
EV/EBIT*	19,2	10,7	8,7	7,2	5,8	4,9	4,6	4,3	4,0	3,9	3,8	3,6
EV/S*	1,0	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	2,1	1,4	3,4	3,2	3,8	4,4	6,6	6,9	7,4	7,7	7,9	8,1
Payout ratio	47,6%	45,7%	99,7%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 68,4 PLN*

Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

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

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

Krystian Grzegorczyk
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krystian.grzegorczyk@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	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	**74,2**	**akumuluj**	**73,3**	**11.06.2026***	**15:40 CEST**	**68,4**	**154 377**
akumuluj	73,3	akumuluj	68,1	11.06.2026*	16:25 CEST	66,7	135 420
akumuluj	68,1	trzymaj	62,2	23.03.2026*	15:45 CET	61.6	119 363
trzymaj	62,2	akumuluj	49,1	11.12.2025*	11:20 CET	62.8	111 969
akumuluj	49,1	kupuj	45,1	08.09.2025*	15:50 CEST	45,1	107 136
kupuj	45,1	akumuluj	37,3	19.02.2025	08:50 CEST	38,80	94 651
akumuluj	37,3	akumuluj	35,6	22.08.2024	11:52 CEST	33,55	84 528
akumuluj	35,6	kupuj	27,9	22.04.2024	14:25 CEST	32,35	84 109
kupuj	27,9	trzymaj	19,3	04.01.2024	09:55 CEST	23,75	77 054
trzymaj	19,3	trzymaj	22,0	12.09.2023	13:35 CEST	18,50	66 241
trzymaj	22,0	akumuluj	22,8	14.04.2023	14:50 CEST	21,15	61 305
akumuluj	22,8	---	---	16.01.2023	12:40 CEST	21,00	61 324

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

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

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

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

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

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

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

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

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

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

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

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	2	67%	0	0%
Akumuluj	1	33%	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: 2026-09-07

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-09-07 (15:40 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-09-07 (15:40 CEST).

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 2026-09-07:

•BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
•BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
•Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
•Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
•BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
•BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem 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 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
•BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
•BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
•Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
•Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
•Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
•Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
•Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w 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.

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.