

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

			2022	2023	2024	2025LTM	
Kurs [PLN]	10,7	P/E	15,0	11,7	23,0	27,3	Analitik:
MC [mln PLN]	246,4	EV/EBITDA	7,3	2,5	7,9	9,0	Krzysztof Pado
		EV/EBIT	12,8	3,7	14,3	18,3	krzysztof.pado@bdm.pl
		P/BV	1,4	1,2	1,2	1,2	tel.: (+48) 512 338 250

Ostatnia rekomendacja BDM: KUPUJ z ceną docelową 12,4 PLN/akcję (09.12.2025) [LINK](#)

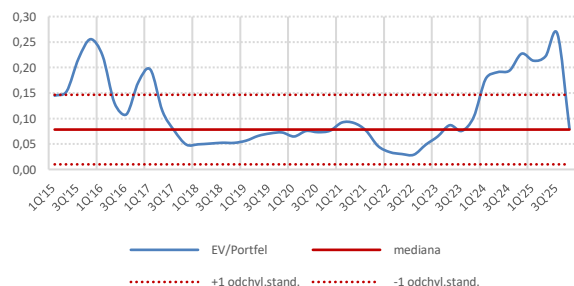
ZUE podpisało dziś z PKP PLK umowę za 2,62 mld PLN netto (2,61 mld PLN bez opcji) na zaprojektowanie i wykonanie robót budowlanych na odcinku Gdynia Chylonia - Lębork (LK nr. 202).

- Termin realizacji: 56 miesięcy (do lipca 2030).
- Jest to największa umowa w historii spółki.
- Średnioroczny (12 miesięczny) przychód z umowy to 560 mln PLN (należy zakładać mniej w pierwszym roku ze względu na projektowanie a więcej w końcowych latach; prawdopodobnie możliwa jest „sprzedaż” materiałów na jego początku, co może nieco wygładzić rozłożenie się przychodów w czasie).
- Portfel ZUE wynosi obecnie 3,7 mld PLN (po 3Q'25 było to 1,1 mld PLN) i jest rekordowy w historii.
- Oferta w przetargu składana była w lipcu'25. Budżet zamawiającego wynosił 3,04 mld PLN netto. W przetargu złożono 7 ofert, II cenę miał Torpol (2,68 mld PLN netto).
- W ramach inwestycji ZUE m.in. przebuduje wszystkie stacje na odcinku Gdynia Chylonia – Lębork, wybuduje nowe przystanki oraz przebuduje sieć trakcyjną. Celem inwestycji zwiększenie przepustowości trasy oraz zwiększenie prędkości maksymalnych pociągów osobowych i towarowych.

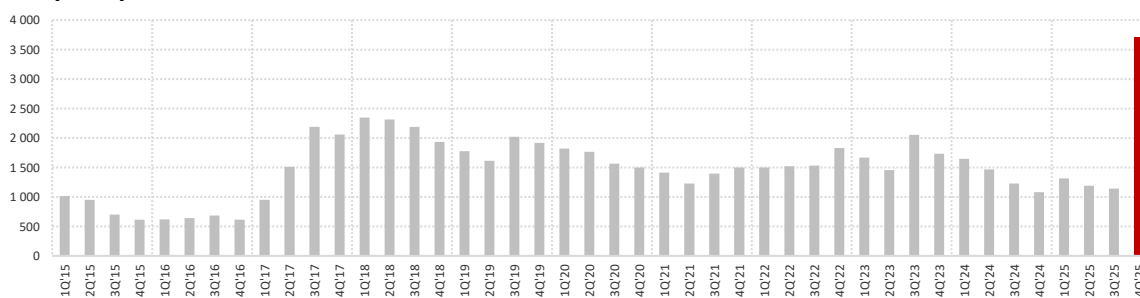
Komentarz BDM

Z dzisiejszej perspektywy trudno zawyrokać czy nowy, rekordowy, kontrakt pozwoli spółce na (rentowne) przeskalowanie działalności, ale z pewnością otwiera do tego drzwi. W naszej opinii obecna wycena (MC = 246 mln PLN) w małym stopniu bierze taki scenariusz pod uwagę (spółka jest postrzegana przez pryzmat problematycznych kontraktów z ostatnich 7-8 lat). Pozyskanie kontraktu powinno ustabilizować portfel spółki na kilka lat i dać przestrzeń do wyważonego ofertowania czy pozwolić w zrównoważony sposób rozwijać rynki zagraniczne. Krótkoterminowe widoczność wyników spółki jest w naszej opinii nadal jeszcze ograniczona (pytanie m.in. o finalne rozliczenie kontraktów tramwajowych pozyskanych przed wybuchem wojny w Ukrainie czy wynik w 4Q'25 na ugodzie z PKP Cargo).

EV/Portfel (historycznie dla ZUE)

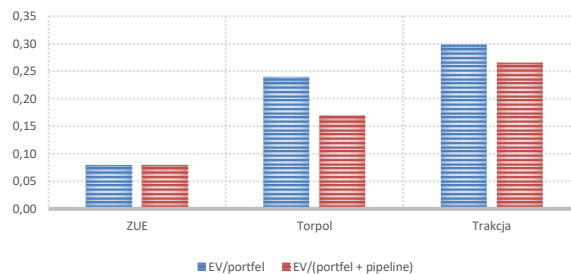


Źródło: DM BDM S.A., spółka, EV – na bazie średniego długu netto za ostatnie 4Q oraz średniego kursu w Q
Portfel ZUE [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

EV/Portfel* – porównanie z konkurencją



Źródło: DM BDM S.A., spółki, *uwzględnia kontrakty podpisane w 4Q'25; pipeline = przetargi z wyborem najkorzystniejszej oferty

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.

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2025					
gru 25	PKP PLK	LK 202 Gdynia Chylonia - Łębork	2 617,6	lip 30	86%
lis 25	M. Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2025 - 2028	65,5 (opcja do 156,9)	gru 28	---
kwi 25	PKP PLK	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łapy	329,1	kwi 29	95%
2024					
lut 24	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	kwi 26	131%
2023					
paź 23	PKP PLK	Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe	785,1	cze 27	99%
sie 23	ZDM Kraków	Przebudowa torowiska ul. Zwierzyniecka/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”	104,0	gru 24	204%
2022					
gru 22	C.F.R.	SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów)	311,0	gru 26	106%
gru 22	C.F.R.	SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)	129,0	gru 26	113%
wrz 22	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej: Kórnicka – os. Lecha (Odcinek I)	67,1	lut 24	---
wrz 22	Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025	123,0	wrz 25	---
lip 22	PKP Cargo	Budowa terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach	100,0	paź 23	182%
mar 22	Dąbr. Gór.	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. Gór.	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 Niebieszowo /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	---
2019					
wrz 19	PKP PLK	Projektuj i buduj na odcinku Rusiec Łódzki – Zduńska Wola Karsznice	608,0	sie 24	188%
wrz 19	ZDM Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i takcji tramwajowych w Krakowie w latach 2019-2022	91,4	wrz 22	---
2018					
wrz 18	ZIKIT	Przebudowa ul. Królewska, Podchorążych, Bronowicka w Krakowie wraz z przebudową tor. tramwaj.	62,6	wrz 19	110%
lip 18	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej na odcinku od os. Lecha do ronda Żegrze odcinek II	82,6	lis 19	102%
cze 18	Bydgoszcz	Przebudowa infrastruktury transportu szynowego w ciągu ul. Wojska Polskiego	52,8	paź 19	201%
mar 18	PKP PLK	Prace na odcinku linii kolejowej nr 99 Chabówka – Zakopane	532,0	gru 24	159%
2017					
paź 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna - Sandomierz	470,0	paź 24	130%
paź 17	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej Trzebinia – Oświęcim	303,1	wrz 23	94%
sie 17	PKP PLK	Projektuj i Buduj: Warszawa – Granica LCS Łowicz	91,8	lis 23	89%
lip 17	PKP PLK	Projekt i wykonanie robót budowlanych: Częstochowa - Zawiercie	371,6	gru 20	76%
cze 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew	209,3	mar 20	71%
kwi 17	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)	71,9	lis 20	74%
kwi 17	ZIKIT	Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2	49,5	gru 22	55%
kwi 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	330,5	gru 23	88%
mar 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola	281,0	gru 21	60%
lut 17	PKP PLK	Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)	52,7	lis 19	62%
sty 17	PKP PLK	Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze	124,5	paź 19	76%

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

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	12,4	Akumuluj	10,9	09.12.2025*	08:55 CET	10,30	110095
Akumuluj	10,9	Trzymaj	8,70	22.08.2025*	13:00 CEST	10,05	108594
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	wzniesienie	---	12.09.2023*	13:45 CEST	5,62	66 241
Kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39 CEST	9,94	58 348

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

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

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	10	83%	0	0%
Akumuluj	1	8%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2025-12-16

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-16 (12:30 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-16 (12:30 CET).

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując 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 portfelową 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 portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

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

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

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

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.

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

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

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

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

Na dzień 2025-12-16:

- 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.