



Dom Maklerski BDM S.A.

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 68,1 PLN

23 MARZEC 2026, 15:45 CET

Kurs Torpolu jest obecnie w pobliżu naszej poprzedniej ceny docelowej. Od czasu ostatniej rekomendacji (grudzień'25, Trzymaj, 62,2 PLN): i) spółka istotnie oddaliła się od pozyskania kontraktu Białystok – Ełk (1,9 mld PLN dla spółki), ale ii) udało się uzyskać najkorzystniejszą ofertę na Warszawę Wschodnią (3,0 mld PLN), iii) wyniki 4Q'25 były powyżej naszych oczekiwań (szczególnie mocna jest pozycja gotówkowa), iv) ruszyły prace nad zmianami w Funduszu Kolejowy (zapewnienie stabilnego finansowania inwestycji PKP PLK); v) rynek surowców po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie relatywnie bardziej „boli” branżę drogową niż kolejową. W krótkim terminie zwracamy uwagę, że w 2026 roku spółka skończy kilka kontraktów pozyskanych w korzystnym okienku przetargowym – dostrzegamy szansę, że kontrakty mogą generować wyższe od oczekiwań marże. W raporcie rocznym spółka podała, że zakontraktowała już „zdecydowaną większość” podstawowych materiałów na potrzeby aktualnego portfela. Wymienione wcześniej czynniki skłaniają nas do podniesienia naszych założeń wynikowych (potencjalne pozyskanie Warszawy Wsch. zamiast Białystok-Ełk; silniejsza pozycja gotówkowa). Nasze założenie modelowe (tak jak poprzednio) przekraczają założenia spółki ze strategii (17% na poziomie EBITDA) oraz konsensus rynkowy na 2026 rok (jesteśmy natomiast bardziej ostrożni dla lat 2027-28). Nasze założenia implikują cenę docelową dla akcji Torpolu na poziomie 68,1 PLN, co skłania nas do podwyższenia zalecenia do Akumuluj (poprzednio: Trzymaj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 2025 spółka miała 1,98 mld PLN przychodów (+36% r/r) oraz 78,1 mln PLN zysku netto (+15% r/r). W samym 4Q'25 Torpol miał 621 mln PLN przychodów (+12% r/r) oraz 29,8 mln PLN zysku netto (+5% r/r). Wyniki były powyżej naszych oczekiwań na każdej linii. Spółka pokazała wyższą marżę niż w 1-3Q'25 (8,3% vs 7,0%), przy czym nadal był to poziom nieco niższy r/r. Gotówka netto (571 mln PLN) była na rekordowym w historii poziomie.

Portfel

Po 4Q'25 portfel wynosił 4,0 mld PLN (2,0x przychody za ostatnie 4Q). Największą pozycję (1,5 mld PLN) stanowił kontrakt w Katowicach podpisany w 2Q'24. Pozostałe kontrakty w portfelu to głównie: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (dobiegające końca w 2026 roku), ii) zlecenia pozyskane w 2025 roku. Kontrakty z 2023 (oraz Katowice) były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). Z pipeline spółki wypadł kontrakt na odcinek Białystok – Ełk (odrzućcie oferty po niekorzystnym wyroku dla Mirbud, z którym spółka startowała w konsorcjum), natomiast pojawił się potencjalnie rekordowy przychodowo kontrakt na Warszawę Wschodnią (blisko 3,0 mld PLN z II miejsca). Jeżeli spółka podpisze tę umowę w okolicach 3Q'26, to portfel powinien wynieść na koniec 2026 roku min. 5 mld PLN

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka jest mocno ekspozycja 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 2,03 mld PLN przychodów (+3% r/r, przy marży brutto na poziomie 8,4%) oraz 98 mln PLN zysku netto (+26% r/r). W 2027 roku zakładamy wzrost przychodów do 2,35 mld PLN oraz zysku netto do 108 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'26=5,8x oraz 5,1x w '27. Przyjmujemy, że w 2H'26 spółka podpisze umowę na Warszawę Wschodnią (natomiast nie bierzemy już pod uwagę kontraktu Białystok-Ełk). Bieżący pipeline przetargów PKP PLK pozostaje na ten moment dość ubogi, rynek czeka obecnie na ogłoszenie kolejnych przetargów, ale oznacza to wyższe ofertowanie pewnie dopiero w 2H'26. Oferty w przetargach kolejowych dla CPK to w naszej opinii perspektywa najwcześniej 4Q'26/1H'27 (wcześniej etap dialogów konkurencyjnych).

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 091,8	1 458,2	1 978,4	2 030,5	2 350,0	2 653,0
EBITDA [mln PLN]	138,7	100,4	120,9	144,4	157,2	176,5
EBIT [mln PLN]	113,9	74,5	93,8	114,2	125,0	142,8
Zysk netto [mln PLN]	101,9	67,9	78,1	98,0	107,7	122,5
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-432,7	-143,0	-570,9	-580,6	-608,3	-629,5
P/BV	2,8	2,7	2,5	2,2	2,0	1,9
P/E	13,9	20,8	18,1	14,4	13,1	11,5
EV/EBITDA	7,1	12,7	7,0	5,8	5,1	4,5
EV/EBIT	8,6	17,1	9,0	7,3	6,5	5,5
DPS [PLN/akcję]	0,0	2,1	1,4	1,7	2,1	3,5

Wycena DCF [PLN]	66,2
Wycena porównawcza [PLN]	75,4
Wycena końcowa [PLN]	68,1
Potencjał do wzrostu / spadku	10,5%
Koszt kapitału	13,8%

Cena rynkowa [PLN]	61,6
Kapitalizacja [mln PLN]	1 415,0
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	69,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	46,7

Stopa zwrotu za 3 mc	7,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	28,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	68,1%

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

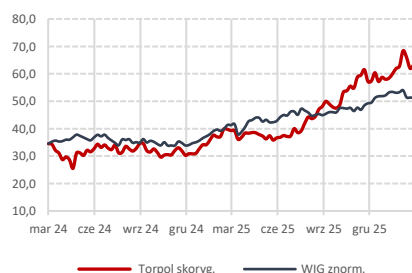
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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	13,9	20,8	18,1	14,4	13,1	11,5	10,8
P/BV	2,8	2,7	2,5	2,2	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA	7,1	12,7	7,0	5,8	5,1	4,5	4,1
EV/EBIT	8,6	17,1	9,0	7,3	6,5	5,5	5,0
EV/S	0,9	0,9	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
BVPS	22,2	23,0	25,1	27,7	30,2	32,0	33,8
EPS	4,4	3,0	3,4	4,3	4,7	5,3	5,7
DPS (w danym roku)	0,00	2,11	1,35	1,71	2,13	3,52	4,00
Payout ratio	0%	48%	46%	50%	50%	75%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	1 092	1 458	1 978	2 031	2 350	2 653	2 856
Zysk brutto ze sprzedaży	158	126	146	170	190	216	232
SG&A	44	44	53	55	64	72	78
PPO/PKO	0	-8	0	-1	-1	-1	-1
EBITDA	139	100	121	144	157	176	188
EBIT	114	75	94	114	125	143	154
Zysk brutto	129	83	98	121	133	151	162
Zysk netto	102	68	78	98	108	123	132
Dług netto	-433	-143	-571	-581	-608	-630	-648

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	1%	34%	36%	3%	16%	13%	8%
EBITDA zmiana r/r	-43%	-28%	20%	19%	9%	12%	7%
Zysk netto zmiana r/r	-45%	-33%	15%	26%	10%	14%	7%
Marża brutto na sprzedaży	14,5%	8,7%	7,4%	8,4%	8,1%	8,1%	8,1%
Marża EBITDA	12,7%	6,9%	6,1%	7,1%	6,7%	6,7%	6,6%
Marża netto	9,3%	4,7%	3,9%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%
ROE	20,0%	12,8%	13,5%	15,4%	15,5%	16,7%	17,0%
ROA	9,0%	5,6%	5,6%	6,5%	6,7%	7,1%	7,3%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	229	233	270	300	317	333	343
WNiP	12	12	12	13	14	15	16
Rzeczowe aktywa trwałe	173	184	209	238	254	270	279
Pozostałe aktywa trwałe	44	37	48	48	48	48	48
Aktywa obrotowe	906	973	1 125	1 197	1 298	1 390	1 450
Zapasy	122	94	102	105	122	137	148
Należności krótkoterminowe	257	627	351	429	496	560	603
Środki pieniężne	516	240	656	648	664	676	683
Pozostałe aktywa obrotowe	11	12	16	16	16	16	16
Aktywa razem	1 135	1 206	1 396	1 497	1 615	1 723	1 794
Kapitał własny	510	529	577	635	694	736	775
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	626	677	820	862	922	988	1 019
Rezerwy na zobowiązania	49	31	61	61	61	61	61
Oprocentowane zobowiązania	83	97	85	67	56	47	36
Zobowiązania pozostałe	493	548	674	734	805	880	922
Pasywa razem	1 135	1 206	1 396	1 497	1 615	1 723	1 794
Dług netto	-433	-143	-571	-581	-608	-630	-648
Dług netto / Kapitał własny	-0,8	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
Dług netto / EBITDA	-3,1	-1,4	-4,7	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	47	-212	508	109	127	152	155
CFI	-1	-15	-31	-60	-50	-50	-45
CFF	-26	-48	-61	-57	-60	-90	-103
- w tym dywidenda	0	48	31	39	49	81	92
Przepływy pieniężne netto	20	-276	415	-8	17	12	7
CAPEX / Amortyzacja	109%	109%	154%	197%	155%	148%	128%

TORPOL

Rekomendacja	Akumuluj	www: www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	68,1	
Potencjał zmiany	10,5%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	61,6	1Q'26: 22 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	2Q'26: 4 wrz
Kapitalizacja [mln PLN]	1415,0	

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25
Przychody	347	552	385	468	505	621
Zysk brutto ze sprzedaży	28	49	23	35	36	51
SG&A	11	12	13	12	13	15
PPO/PKO	-1	-5	0	1	-1	0
EBITDA	24	39	18	30	29	43
EBIT	17	32	11	24	22	37
Zysk brutto	17	33	13	26	23	37
Zysk netto	14	28	10	20	18	30
Dług netto	-214	-143	-267	-266	-262	-571

Wskaźniki	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25
Przychody zmiana r/r	41%	32%	48%	57%	45%	12%
EBITDA zmiana r/r	-26%	-29%	31%	24%	25%	12%
Zysk netto zmiana r/r	-40%	-31%	-6%	34%	30%	5%
Marża brutto na sprzedaży	8,1%	8,9%	6,1%	7,5%	7,2%	8,3%
Marża EBITDA	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%	5,8%	7,0%
Marża netto	3,9%	5,1%	2,6%	4,4%	3,5%	4,8%

Wskaźniki II	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	13,88	20,84	18,12	14,43	13,14	11,55
Revenue	1 092	1 458	1 978	2 031	2 350	2 653
Gross Margin %	14,5	8,7%	7,4%	8,4%	8,1%	8,1%
EBIT	114	75	94	114	125	143
EBITDA	139	100	121	144	157	176
Net Income Adj+	102	68	78	98	108	123
Net Debt	-433	-143	-571	-581	-608	-630
BPS	2,77	2,67	2,45	2,23	2,04	1,92
DPS	0,00	2,11	1,35	1,71	2,13	3,52
Return on Equity %	20,0	12,8%	13,5	15,4%	15,5%	16,7%
Return on Assets %	9,0%	5,6%	5,6%	6,5%	6,7%	7,1%
Depreciation	24	25	27	29	31	32
Amortization	1	1	1	1	1	1
Free Cash Flow	46	-227	476	49	77	102
CAPEX	27	28	42	60	50	50

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 wykwalifikowanych pracowników
- niskie bariery wejścia na polski rynek budowlany
- ryzyko braku pozyskiwania nowych zleceń i wysokiej konkurencji
- ryzyko związane z akcjonariatem (m.in. ryzyka decyzji politycznych czy podaży akcji)
- sezonowość wyników oraz czynnik pogodowe
- spory sądowe

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	66,2
Wycena metodą porównawczą	20%	75,4
Wycena 1 akcji [PLN]		68,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,8%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wzrost FCF w okresie rezydualnym to 2,0%. Wycena została sporządzona na dzień 23 marca 2026.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 030,5	2 350,0	2 653,0	2 856,1	3 009,2	3 112,4	3 215,6	3 268,9	3 322,3	3 375,7
EBIT [mln PLN]	114,2	125,0	142,8	153,5	162,7	169,3	176,5	181,1	185,7	190,4
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	21,7	23,7	27,1	29,2	30,9	32,2	33,5	34,4	35,3	36,2
NOPLAT [mln PLN]	92,5	101,2	115,7	124,4	131,8	137,1	143,0	146,7	150,4	154,2
Amortyzacja [mln PLN]	30,2	32,2	33,7	34,9	35,6	35,8	35,9	35,9	36,0	36,0
CAPEX [mln PLN]	-59,6	-50,0	-49,9	-44,7	-38,9	-36,1	-36,2	-36,2	-36,2	-36,2
Inwestycje w kapitał obrot, [mln PLN]	-20,2	-16,5	-7,3	-13,8	3,5	2,3	2,3	1,2	1,2	1,2
FCF [mln PLN]	43,0	67,0	92,2	100,8	132,0	139,2	145,0	147,7	151,4	155,3
DFCF [mln PLN]	38,9	53,5	64,8	62,3	71,8	66,6	61,0	54,6	49,2	44,3
Suma DCF [mln PLN]	567,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1343,5			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%						
Zdyskontowana wart. Rezyd, [mln PLN]	383,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	950,3									
Dług netto 2025 [mln PLN]	-570,9									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	1521,2									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	66,2									

Przychody zmiana r/r	2,6%	15,7%	12,9%	7,7%	5,4%	3,4%	3,3%	1,7%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	21,7%	9,4%	14,3%	7,5%	5,9%	4,1%	4,3%	2,6%	2,5%	2,5%
FCF zmiana r/r	---	55,9%	37,6%	9,3%	31,0%	5,5%	4,2%	1,8%	2,6%	2,5%
Marża EBITDA	7,1%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
Marża EBIT	5,6%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%
Marża NOPLAT	4,6%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%
CAPEX / Przychody	2,9%	2,1%	1,9%	1,6%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	197,2%	155,1%	148,1%	128,1%	109,2%	100,7%	100,9%	100,7%	100,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	0,7%	0,3%	0,5%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	38,7%	5,2%	2,4%	6,8%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	95,5%	96,5%	97,3%	98,0%	98,6%	99,2%	99,6%	99,9%	99,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	4,5%	3,5%	2,7%	2,0%	1,4%	0,8%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%
WACC	13,4%	13,5%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta				
beta	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	1,00%	2,00%	3,00%	Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1			
	0,8	71,4	73,5		76,2	6,0%	73,3		75,8	78,7	6,0%	79,4	75,8	72,5
	0,9	67,8	69,6		71,7	7,0%	68,7		70,5	72,8	7,0%	74,1	70,5	67,4
	1,0	64,8	66,2		68,0	8,0%	64,8		66,2	68,0	8,0%	69,6	66,2	63,3
	1,1	62,1	63,3		64,7	9,0%	61,4		62,6	63,9	9,0%	65,8	62,6	59,8
	1,2	59,7	60,7		61,9	10,0%	58,6		59,5	60,6	10,0%	62,6	59,5	56,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

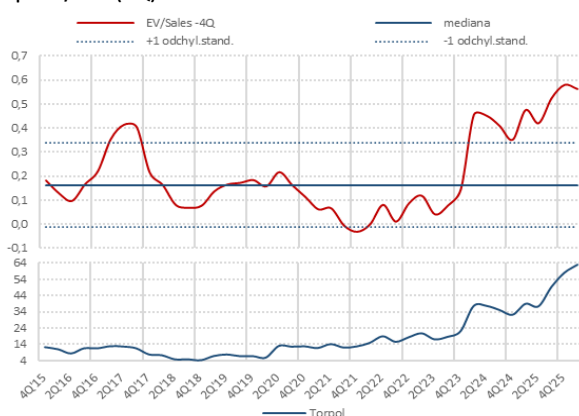
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2026-28 (33% wagi dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 75,4 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Budimex	21,4	19,4	16,5	11,9	10,7	8,9
Mirbud	9,2	7,9	6,2	5,0	4,4	3,7
Trakcja	25,4	19,1	15,8	12,2	10,0	8,3
ZUE	20,5	10,1	6,9	6,3	4,3	3,0
Mediana	20,9	14,6	11,3	9,1	7,2	6,0
Torpol	14,3	13,1	11,5	5,8	5,1	4,4
Premia/dyskonto do mediana	-32%	-11%	2%	-37%	-29%	-26%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	90,5	68,9	60,7	82,6	75,9	73,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		73,4			77,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	75,4					

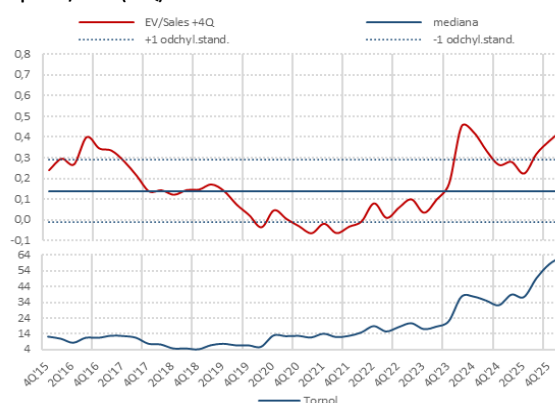
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

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

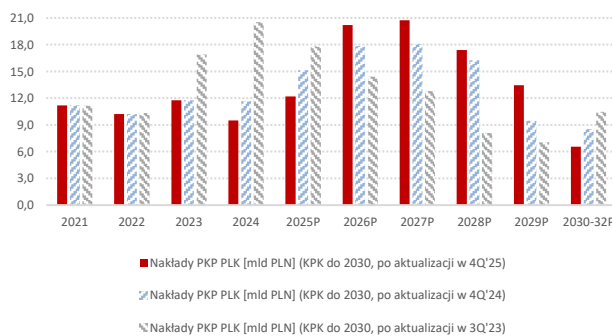


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

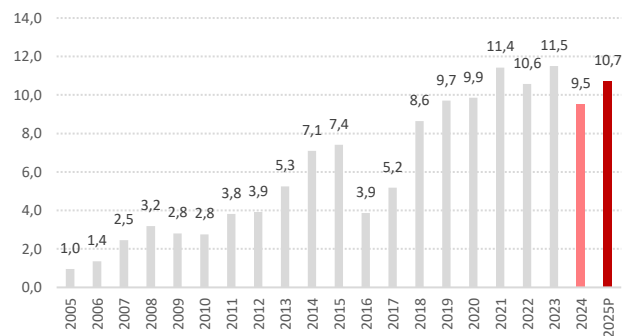
W październiku'25 zaktualizowano kolejny raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Obecnie plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w tych latach, a jeszcze wcześniej w ...2024 roku). Według raportu rocznego za 2024 rok inwestycje budowlane w PKP PLK wyniosły 9,5 mld PLN (-17% r/r). Plan na 2025 rok przewidywał wzrost do 10,7 mld PLN (+13% r/r).

Planowane nakłady PKP PLK zapisane w KPK do 2030 roku [mld PLN netto]



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

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



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

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

Podobnie jak po okresie luki przetargowej 2015-16, obecna pula przetargów charakteryzuje się dotychczas wysoką konkurencją (m.in. pojawiły się nowe podmioty na rynku, relatywnie niska jest też dostępna pula przetargów drogowych, które dla wielu podmiotów są traktowane alternatywnie). Dopiero kolejna „hossa” przetargowa (która nastąpiła w 2019 roku) przyniosła wysokomarżowe kontrakty (konkurencja wtedy była wtedy niska, ponieważ wiele podmiotów miało portfele wypełnione kontraktami z 2017 roku). Cały 2025 rok był rekordowy pod kątem otwartych ofert w przetargach PKP PLK – ok 23 mld PLN netto (wcześniej najwyższy był 2019 rok - 12,5 mld PLN). Dotychczas w 1Q'26 otwarto oferty w przetargach na 6,5 mld PLN (budżetowo na 8,6 mld PLN). Pipeline ogłoszonych istotnych przetargów jest obecnie ubogi. Jeśli PKP PLK zacznie w najbliższych tygodniach ogłaszać nowe przetargi, to realnie składanie ofert nastąpi naszym zdaniem dopiero po wakacjach, co będzie oznaczać dość sporą lukę w kolejnych miesiącach.

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

Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2026 roku (budżet inwestora >50 mln PLN, roboty budowlane – trakcyjne, torowe, stacje)

data	nazwa	najniższa oferta (cena z opcjami)	budżet z opcjami	I oferta jako % budżetu	budżet bazowy	I oferta bez opcji jako % budżetu	II oferta	I/II	liczba ofert		
2026											
mar 26	Miąsowa - Jędrzejów - Sędziszów	781	ZUE	b.d.	---	847	92%	812	Skanska	96%	11
mar 26	Sitkówka Nowiny – Miąsowa	386	ZUE	b.d.	---	464	83%	404	PPMT/Mirbud	96%	14
lut 26	LK68 Stalowa Wola Rozwadow – Przeworsk	397	Aldesa	b.d.	---	392	100%	400	Swietelsky	99%	13
lut 26	Lipowa Tucholska - Kościerzyna	915	Intercor	b.d.	---	1 128	68%	1 011	Torpol	90%	10
sty 26	stacja Warszawa Wschodnia	2 956	Torpol	b.d.	---	3 745	74%	3 095	Intercor/PPM-T/Adamietz	96%	6
sty 26	LK 29 i 36	112	Domost	131	85%	106	---	120	Gór-Tor/Olikol	93%	6
sty 26	Gdańsk Osowa – Gdynia Główna	827	PPMT/Intop	1 257	66%	b.d.	---	874	Unibep/Track-Tec	95%	10
sty 26	LK 201 Wierchucin – Lipowa Tucholska	915	ZUE/Duna	b.d.	---	1 524	60%	931	SBM/Trakcja	98%	10
	suma/średnia	7 288				9 486	78%	7 645		96%	10
2025											
	suma/średnia	23 031				23 058	86%	23 802		96%	7
2024											
	suma/średnia	2 000				2 024	94%	2 123		94%	11
2023											
	suma/średnia	10 237				11 697	88%	10 764		95%	9

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

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

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert*	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]
Pszczółki – Pruszcz Gdański	27.03.2026	2.02.2026	ok. 180 mln PLN
Tunel - Bukowno - Sosnowiec Pld. - Etap II	27.03.2026	10.12.2025	< 100 mln PLN
Gdów - Szczyrzyc	b.d.	1Q'26	>1 mld PLN
Szczecin Gł. - granica	b.d.	1Q'26	>1 mld PLN
Fornale - Szczyrzyc oraz Porąbka - Stróża	b.d.	1Q'26	>1 mld PLN
Toruń Gł. - Toruń Wsch.	b.d.	1Q'26	ok 557 mln PLN
Piotrków - Belchatów	b.d.	1Q'26	> 100 mln PLN
LK16 Łęczysca - Kutno	b.d.	1Q'26	> 100 mln PLN
Wrocław Psie Pole - Wrocław Sotysowice	b.d.	1Q'26	ok 160 mln PLN
Tychy - Bieruń Stary	b.d.	2Q'26	ok 424 mln PLN
Orzesze Jaśkowice - Tychy	b.d.	2Q'26	> 100 mln PLN
Kraków - Olkusz	b.d.	2Q'26	> 100 mln PLN
Psary – podg. Starzyny – Kozłów	b.d.	3Q'26	> 100 mln PLN
Modlin do Mazowieckiego Portu Lotniczego (MPL)	b.d.	3Q'26	> 100 mln PLN
Ruda Chebzie/Zabrze – Bytom	b.d.	3Q'26	> 100 mln PLN
Czarnków - Rogoźno - Wągrowiec	b.d.	4Q'26	> 100 mln PLN
Kraków - Niepołomice	b.d.	4Q'26	> 100 mln PLN
Środa Śl. - Wrocław	b.d.	4Q'26	> 100 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PKP PLK, *terminy mogą ulec przesunięciu

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert jedynie na dwóch średniej wielkości postępowaniach.

Z planu przetarg i informacji prasowych PKP PLK wynika, że planowane jest ogłoszenie w 2026 roku przetargów na 9,5 mld PLN (vs 27 mld PLN w 2025, wcześniej mówiło się o średnio 15-16 mld PLN w 2025-25), więc zakładana suma jest obecnie nieco większa.

Suma ogłoszonych < 0,3 mld PLN
Suma do ogłoszenia ok 9 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 bocznic kolejowej (0,1 mld PLN – Track-Tec/Unibep). Ogłoszono m.in. przetargi na budowę terminala pasażerskiego, tunelu wraz z dworcem oraz jednego z odcinków LK na trasie z Warszawy do CPK. Z ostatnich wypowiedzi prezesa CPK wynika, że w 2025 rok ogłoszono w sumie przetargi za 40 mld PLN a w 2026 powinna pojawić podobna kwota 40 mld PLN ([link](#), [link1](#), [tabela1](#), [arkusz1](#)).

Przetargi z obszaru budownictwa kolejowego w ramach projektu CPK

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]	uwagi
Budowa tunelu dalekobieżnego w Łodzi (LK 85) Retkinia - Fabryczna	20.12.2024	29.07.2024	1 761	umowa z Porr
Projekt i budowa bocznic kolejowej	12.09.2025	7.04.2025	116	umowa: Track-Tec/Unibep
Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2	4Q'26	27.10.2025	9 243	dialog konkurencyjny do 03/2026
Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Węzeł CPK (bez węzła)	2Q'27	29.12.2025	>5000	dialog konkurencyjny do 03/2026
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 1	b.d.	b.d.	>5000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 3	b.d.	1Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 4	b.d.	1Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 5	b.d.	1Q'26	1000-3000	
Budowa LK 85 Warszawa - Łódź - odcinek 6	b.d.	2Q'26	3000-5000	
Dworzec kolejowy	b.d.	4Q'26	1000-3000	
Roboty budowlane dla Pakietu 1 w Projekcie Y - Węzeł kolejowy	b.d.	1H'27	3000-5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Sieradz - Kępno	b.d.	2H'27	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Kępno - Czernica	b.d.	2H'27	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Sieradz - Pleszew	b.d.	2H'28	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Pleszew - Poznań	b.d.	2H'28	>5000	
Roboty budowlane w Projekcie Y - Łódź - Sieradz	b.d.	2H'28	>5000	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., CPK

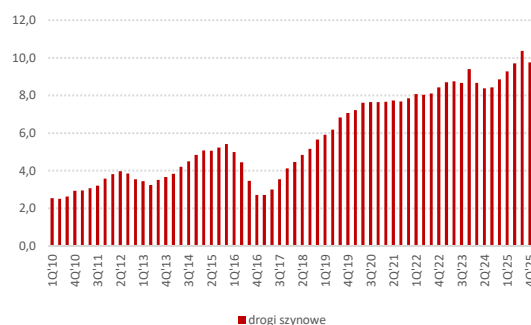
Wybrane warunki udziału w postępowaniu na „Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2”:

- min 2,0 mld PLN przychodów w każdym z ostatnich 4 lat (w przypadku konsorcjum, co najmniej jeden podmiot min. 1,0 mld PLN przychodów)
- w okresie ostatnich 15 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu o wartości min. 500 mln PLN, który swoim zakresem obejmował m.in. budowę jednego tunelu kolejowego/drogowego/tramwajowego/linii metra, o długości min. 500 m
- w okresie ostatnich 15 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu o wartości min. 200 mln PLN w zakresie obiektów budownictwa kubaturowego niemieszkalnego (o min pow. 20 tys. m²)
- w okresie ostatnich 15 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu, który obejmował budowę/modernizację infrastruktury kolejowej lub metra w technologii nawierzchni bezpodsympkowej o długości min. 1000 m
- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyły cztery konsorcja, w tym Mirbud (lider) – **Torpól** (pozostałe to Porr-Gulermak, MS Warszawa – Intercor – NDI oraz Strabag - Tymbud)

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

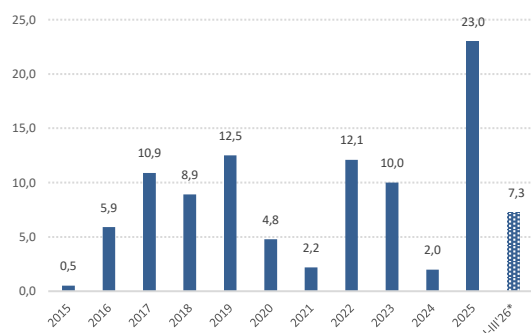
- min 0,8 mld PLN przychodów w każdym z ostatnich 3 lat (w przypadku konsorcjum, co najmniej jeden podmiot min. 0,4 mld PLN przychodów)
- w okresie ostatnich 10 lat realizacja co najmniej jednego kontraktu o polegającego na budowie min. 15 km odcinka autostrady, drogi ekspresowej lub budowie, przebudowie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

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



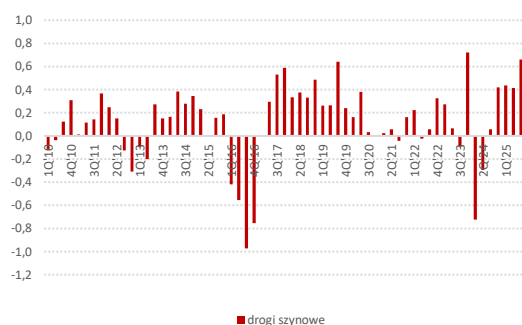
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



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

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



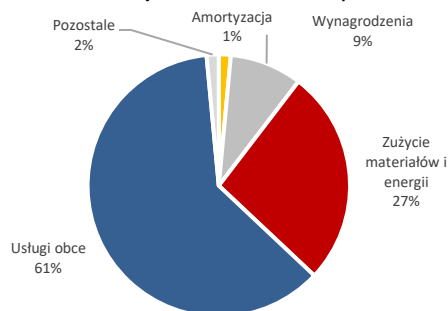
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Inwestycje tramwajowe w Polsce

Obecnie w Polsce systemy tramwajowe posiada 15 ośrodków miejskich (ok. 900 km tras). Praktycznie wszystkie ośrodki rozwijają lub planują rozwijać swoje systemy poprzez modernizację linii i budowę nowych. Program FENIKS na lata 2021-2027 przewiduje przeznaczenie 2 mld EUR na rozwój transportu miejskiego w polskich aglomeracjach, z czego 1,44 mld EUR na rozbudowę i modernizację infrastruktury, w tym głównie tramwajowej (program zakłada budowę nowych linii tramwajowych o długości ok 95 km i 3 km linii metra, długość przebudowanych linii tramwajowych i metra ma wynieść 126 km do 2029 roku).

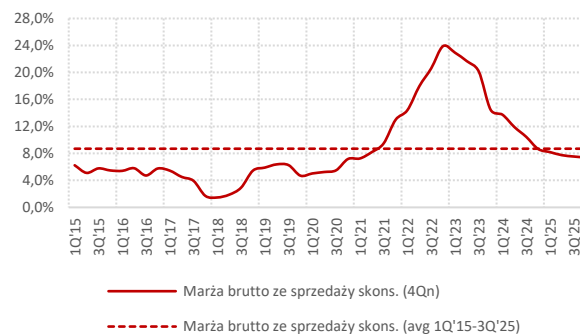
STRONA KOSZTOWA

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

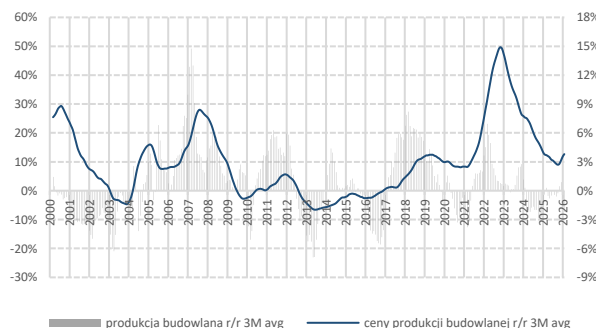
Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

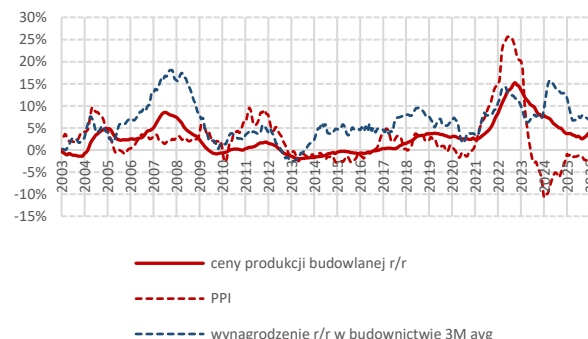
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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)



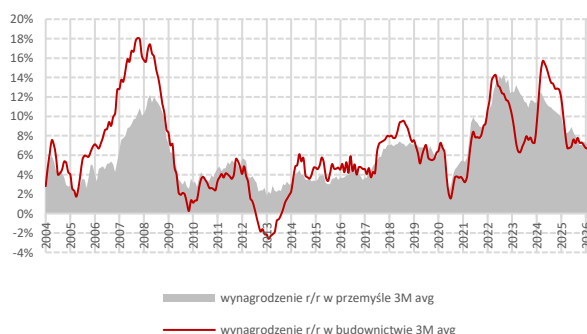
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku'22 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie dynamika roczna obniżała się. We wrześniu'25 odnotowano lokalny dołek na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach dynamika przyspieszyła do ok. 4%. Dynamiki miesięczne od tego czasu wahają się pomiędzy 0,0% a 0,8%.

W kolejnych miesiącach, ze względu na negatywny wpływ cen ropy na szereg materiałów budowlanych (np. asfalt, tworzywa sztuczne) i koszty ich transportu zakładamy, że trudno może być o powrót do poziomów <3%, które przejściowo widzieliśmy w kilku miesiącach 2025 roku.

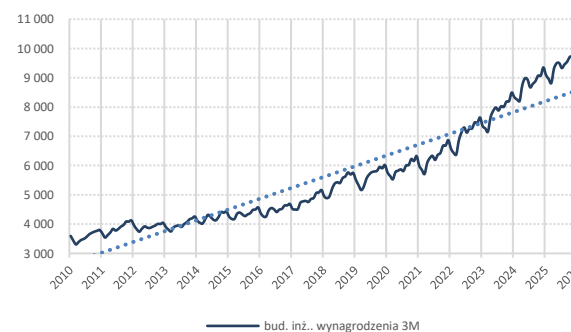
Spółka w raporcie rocznym za 2025 rok podała, że zakontraktowała już „zdecydowaną większość” podstawowych materiałów na potrzeby aktualnego portfela zamówień.

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)

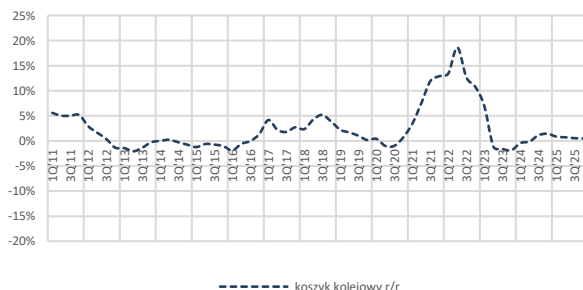


Źródło: DM BDM S.A., GUS

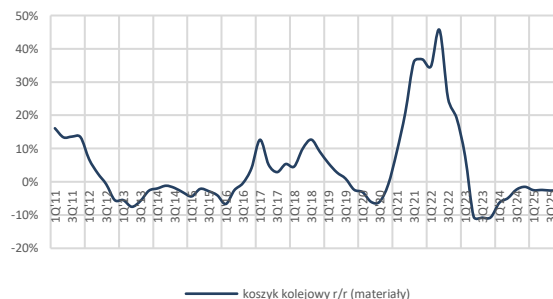
CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

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]



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

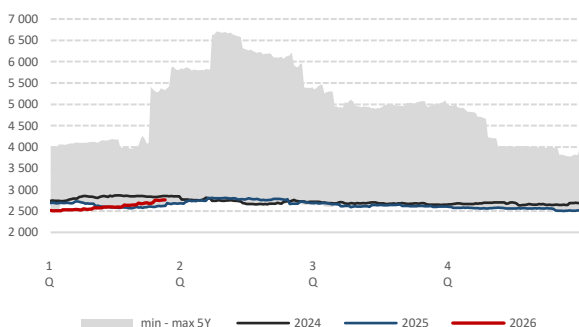


Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

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

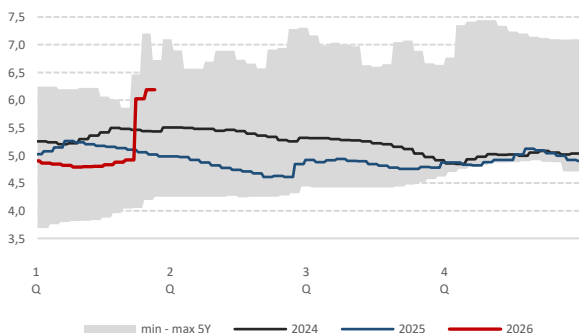
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Wysokie pozostawały ceny kruszyw czy cementu. Od 2H'25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

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



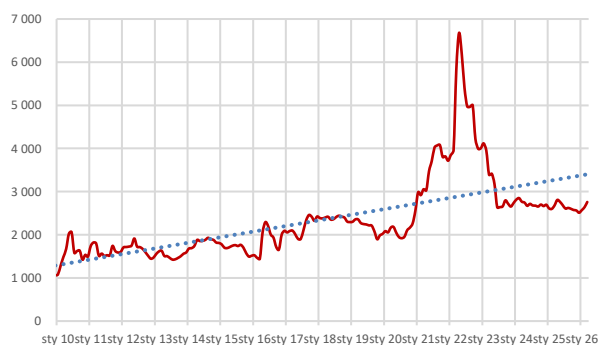
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



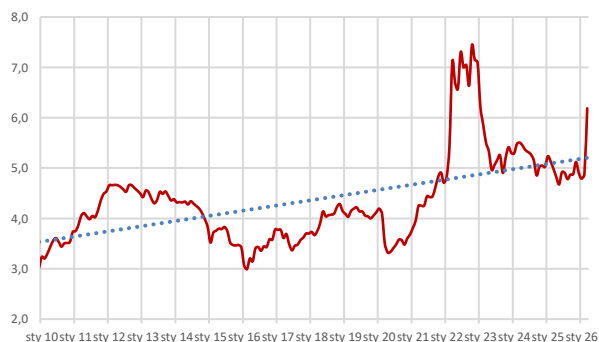
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



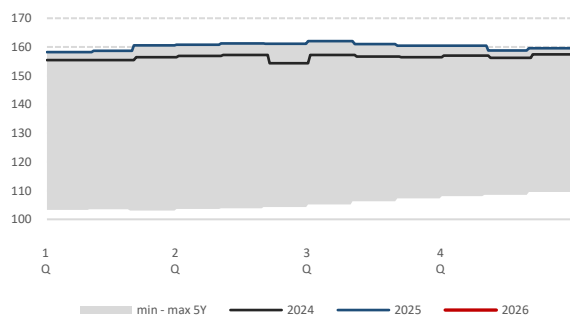
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



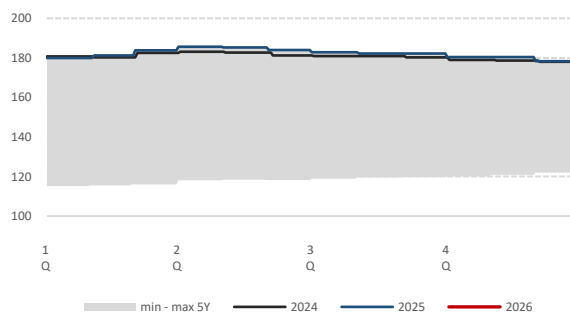
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



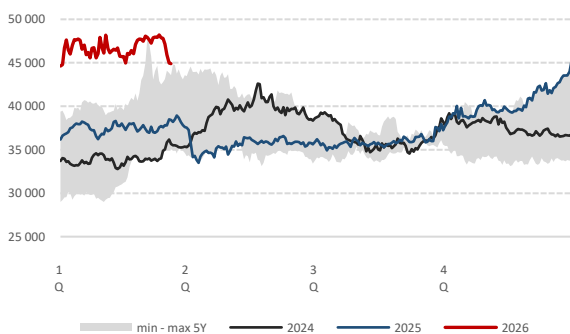
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za XII'25

Cement – indeks GUS*



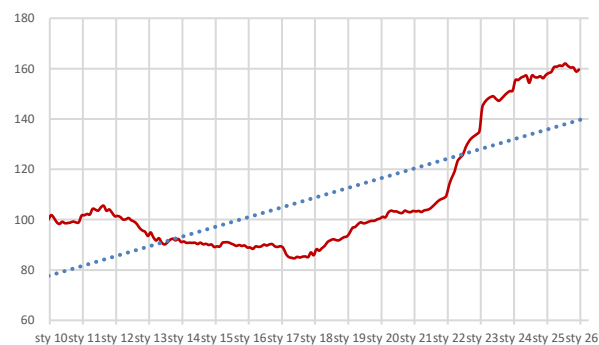
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za XII'25

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



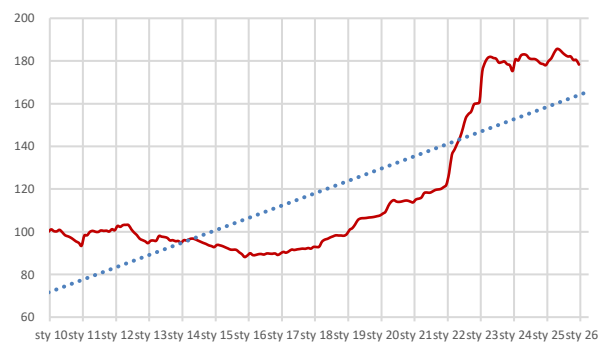
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



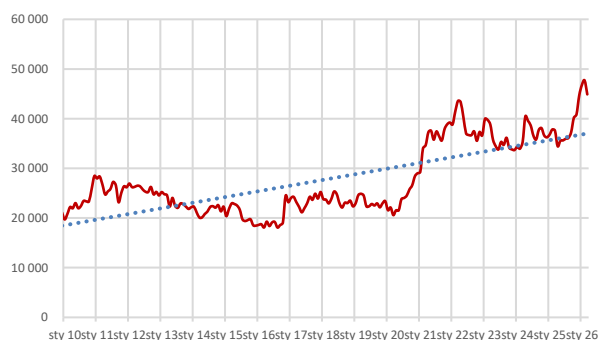
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



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

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

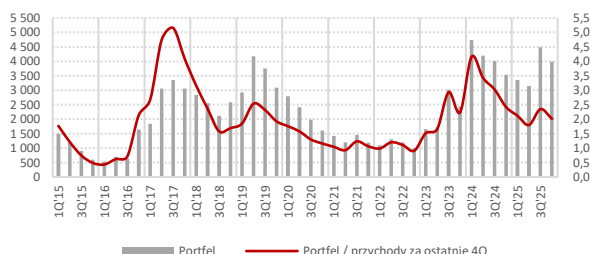
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu	% II oferty	liczba ofert
2026							
lut 26	PKP PLK	stacja Warszawa Wschodnia	2 956	nko	74%	z II miejsca	6
2025							
paź 25	PKP PLK	Wykonanie robót na odcinku Łęborg - Elektrownia - Choczewo	1 443	cze 29	b.d.	b.d.	3
wrz 25	PKP PLK	Projekt i roboty budowlane na LK229 na odcinku Kartusy – Łęborg	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 4Q'25 miał wartość 3,99 mld PLN, z czego 3,87 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,11 mld PLN na zależny TOG. W portfelu największą pozycję stanowi podpisany na przełomie 1/2Q'24 kontrakt w Katowicach (po 4Q'25 do zafakturowania pozostało 1,51 mld PLN). W pipeline wypadł kontrakt na odcinek Białystok – Ełk (3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem – do podziału 50/50%; konkurencja skutecznie odwoła się do KIO na karę środowiskową Mirbudu), natomiast pojawił się potencjalny kontrakt na Warszawę Wschodnią (3,0 mld PLN, samodzielna oferta).

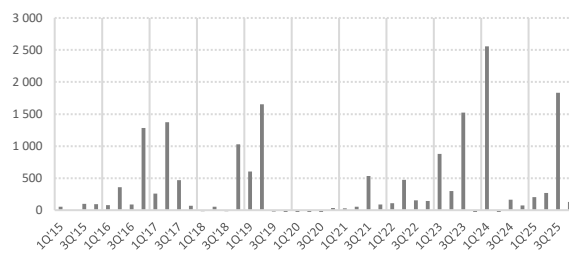
Spora część portfela Torpolu zbudowana była naszym zdaniem w dość korzystnym momencie rynkowym (oferty składane w okresie dużych obaw inflacyjnych, dodatkowo kontrakt katowicki został wygrany dopiero z trzeciego miejsca, po wyeliminowaniu m.in. oferty Budimexu). Poza kontraktem w Katowicach, większość zleceń kończy się jednak już w 2026 roku. Implikuje to, że w 2025 roku spółka musiała punktowo wziąć udział w wojnie cenowej, aby uzupełnić portfel w perspektywie 2027+.

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka
Portfel [mln PLN]

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

Lp.	Nazwa projektu	Data zawarcia	Termin realizacji	Backlog (mln zł netto)	Udział w portfelu GK
EMITENT				3 873,7	97,2%
1	E65 Katowice	kwi.24	kwi.28	1 508,2	37,8%
2	EJ Lubiatowo – Kopalino	paź.25	cze.29	1 183,3	29,7%
3	LK 229 Kartusy – Łęborg	wrz.25	sie.27	422,8	10,6%
4	LK 202 Gdynia Chylonia - Słupsk	lis.23	lis.26	204,7	5,1%
5	Port Police	cze.25	maj.27	140,6	3,5%
6	LK 38 Giżycko - Korsze	paź.23	cze.26	123,4	3,1%
7	Modernizacja stacji Ostróda	sie.23	sie.26	84,6	2,1%
8	Zajezdnia i stacja wodorowa Konin	wrz.25	lis.27	69,6	1,7%
9	LK 104 Chabówka - Nowy Sącz	maj.23	kwi.26	67,4	1,7%
10	Gądkki Terminal Intermodalny	maj.25	cze.26	30,7	0,8%
11	Bocznica kolejowa ZPK Szumowo	kwi.24	cze.26	26,0	0,7%
12	pozostałe Emitent			12,5	0,3%
TOG				112,1	2,8%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

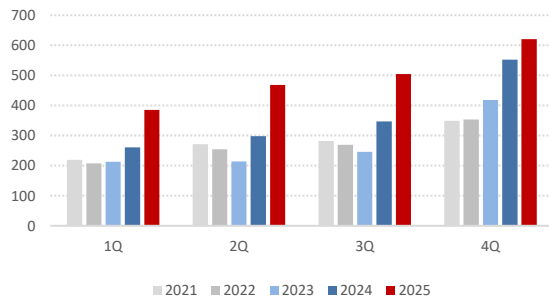
Wyniki za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25	zmiana r/r	4Q'25W	odchyl.	4Q'25P BDM	odchyl.	2024	2025	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	552,3	620,8	12,4%	620,7	0,0%	592,5	4,8%	1 458,2	1 978,4	35,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,0	51,2	4,5%	51,2	0,0%	47,3	8,4%	126,2	146,2	15,8%
Wynik na sprzedaży	36,7	36,3	-0,9%	---	---	33,3	9,2%	82,2	93,5	13,7%
PPO/PKO	-4,7	0,2	---	---	---	-0,5	---	-7,7	0,3	---
EBITDA	38,8	43,2	11,5%	---	---	40,3	7,2%	100,4	120,9	20,4%
EBIT	31,9	36,5	14,3%	36,5	0,0%	32,8	11,4%	74,5	93,8	25,8%
Wynik brutto	33,0	37,0	11,9%	---	---	34,3	7,9%	82,6	98,0	18,7%
Wynik netto	28,3	29,8	5,3%	29,8	-0,1%	27,8	7,2%	67,9	78,1	15,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,9%	8,3%	---	8,3%	---	8,0%	---	8,7%	7,4%	---
Marża na sprzedaży	6,6%	5,9%	---	---	---	5,6%	---	5,6%	4,7%	---
Marża EBITDA	7,0%	7,0%	---	---	---	6,8%	---	6,9%	6,1%	---
Marża EBIT	5,8%	5,9%	---	5,9%	---	5,5%	---	5,1%	4,7%	---
Marża zysku netto	5,1%	4,8%	---	4,8%	---	4,7%	---	4,7%	3,9%	---

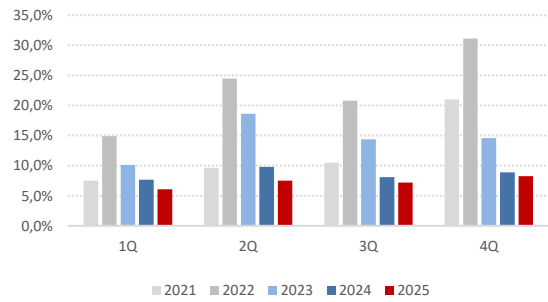
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, PAP

- Wyniki za 4Q'25 były zgodne z wcześniej publikowanymi danymi szacunkowymi (które były wyższe od naszych oczekiwań).
- W 4Q'25 na poziomie skonsolidowanych przychodów Torpol miał 621 mln PLN (+12% r/r, baza była wysoka). Wzrost przychodów r/r, jest głównie konsekwencją wysokiego portfela zleceń kolejowych w bieżącej realizacji (po 3Q'25 wynosił 4,5 mld PLN). Po słabszych kilku kwartałach poprawiły się także przychody zależnego TOG.
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 4Q'25 (8,3%) była lepsza q/q (7,2% w 3Q'25), ale nadal słabsza r/r (8,9% rok temu). Marża była delikatnie powyżej naszych oczekiwań (zakładaliśmy 8,0%). Na poziomie jednostkowym marża wyniosła 8,3%, TOG miał podobny poziom marży. Znaczenie dla marży miała tym razem zmiana szacunków wyceny kontraktów (+80,5 mln PLN w 4Q'25 vs +32,6 mln PLN 1-3Q'25 i +29,3 mln PLN w 4Q'24). W 4Q'25 spółka zawarła z ugodę z Zeman HDF oraz Opal w kwestii wzajemnych roszczeń na kontrakcie Łódź Fabryczna (nie podano jaki jest wpływ ugody na wyniki).
- EBIT wyniósł w 4Q'25 36,5 mln PLN (vs 31,9 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 29,8 mln PLN (vs 28,3 mln PLN w 4Q'24). Wyniki na tych liniach są powyżej naszych założeń.
- Gotówka netto po 4Q'25 na poziomie 571 mln PLN (vs 262 mln PLN po 3Q'25 i 143 mln PLN rok temu). Wysoki spływ gotówki (CF operacyjny +347 mln PLN w 4Q'25) był spodziewany w końcu roku ze względu na oczekiwaną wypłatę II raty zaliczki na kontrakcie w Katowicach w kwocie 165 mln PLN netto, jednocześnie dobrze także wypadły inne pozycje bilansu związane z kapitałem obrotowym.
- CAPEX w 2025 roku na poziomie 55 mln PLN (uwzględniając nowy leasing; plan roczny zakładał poziom 62 mln PLN).
- W 2026 roku CAPEX ma wynieść 67 mln PLN.
- Portfel na poziomie 3,99 mld PLN (vs 4,48 mld PLN po 3Q'25). Największą część stanowi kontrakt w Katowicach (1,51 mld PLN).
- Torpol planuje start w przetargach dla PSE (samodzielnie lub w konsorcjach). Natomiast TOG przewiduje start w przetargach w sektorze obronnym (budowa magazynów paliw), budowy małych bloków gazowych, a w dalszej perspektywie także w przetargach przy budowie elektrowni jądrowych.
- W 2025 roku spółka obserwowała stabilizację lub niewielkie spadki cen podstawowych materiałów i surowców w większości grup asortymentowych. W opinii spółki, wzrost aktywności PKP PLK prowadzenia postępowań przetargowych, może potencjalnie wpłynąć na ponowny wzrost ceny materiałów.
- Strategicznymi materiałami używanymi przez spółkę są: stal (ok 17 tys ton), beton (89 tys ton + 48 tys ton podkładów betonowych), liny/przewody (555 ton, gł. miedziane) oraz kruszywa (1,3 mln ton). Największą pojedynczą grupę zakupów w 2025 roku stanowiły szyny kolejowe za 63 mln PLN – 14% kosztów materiałów.
- Spółka podała, że zakontraktowała już „zdecydowaną większość” podstawowych materiałów na potrzeby aktualnego portfela zamówień.

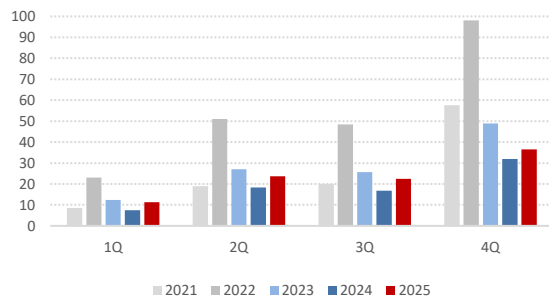
Przychody wg kwartałów [mln PLN]



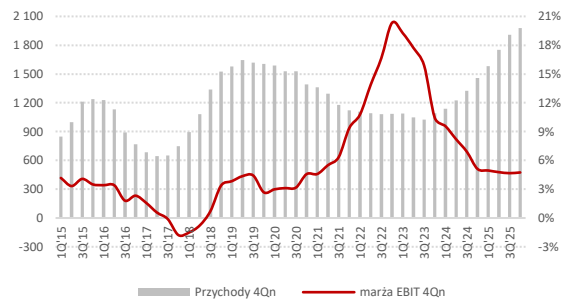
Marża brutto ze sprzedaży



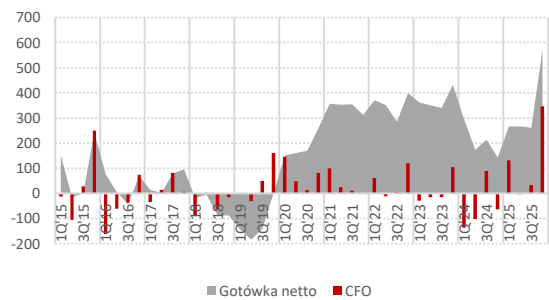
Źródło: BDM S.A., spółka
EBIT wg kwartałów [mln PLN]



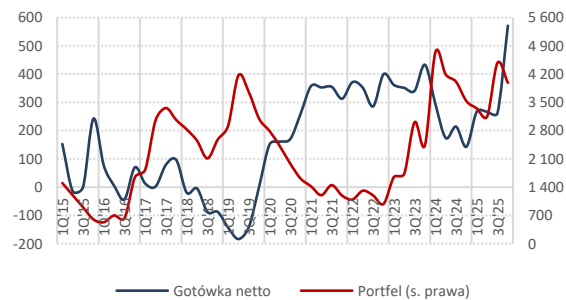
Źródło: BDM S.A., spółka
Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)



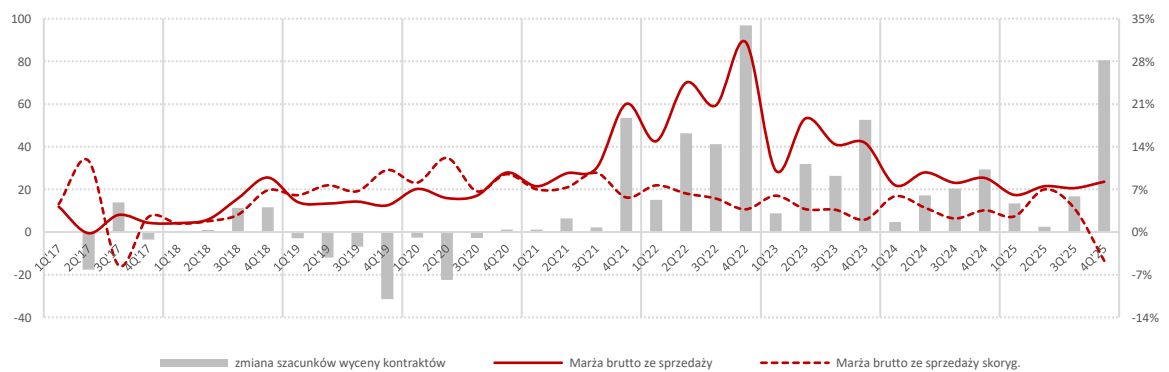
Źródło: BDM S.A., spółka
Gotówka (dług) netto i CF operacyjny [mln PLN]



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

Podsumowania konferencji wynikowej po 4Q'25 (23 marca 2026):**2025**

- dobry rok, rekordowe przychody
- wpływ na przychody głównie kontraktów z 2023-24 (Katowice oraz Giżycko-Korsze)
- spółka otrzymała w 4Q'25 o II ratę zaliczki na Katowice (204 mln PLN brutto)

4Q'25

- pozytywny wpływ finalnego porozumienia z PKP PLK dopłatami na kontraktach portowych (ok. +22 mln PLN)
- negatywny wpływ ujęcia rezerw na kontrakcie drogowym (kontrakt za 156 mln PLN, przejęcie zakresu PBDiM, obecnie 60% zaawansowanie prac, kontrakt jest od początku opóźniony ze względu na opóźnienie otrzymania ZRiD, możliwa jeszcze zmiana warunków waloryzacji)
- per saldo te dwa zdarzenia się znoszą

1Q'26

- nie powinien to być złym okres, pomimo niesprzyjającej pogody

2026

- przychody w 2026 roku powinny być podobne w 2025 roku (bez ewentualnych nowych kontraktów)
- spółka będzie dążyć, by CF operacyjny był dodatni (na plus może wpłynąć np. potencjalna zaliczka na Warszawie Wsch.), ale nie ma szans na powtórzenie 2025 roku
- plan 67,5 mln PLN CAPEX na 2026 rok

Strategia

- spółka realizuje strategię zgodnie z planem

Dywidenda

- na przełomie kwietnia/maja rekomendacja
- są firmą dywidendową, historycznie spółka wypłacała dywidendę wyższą niż 50% zysku netto

Ryzyka

- silna presja konkurencyjna (średnio 12-15 podmiotów w przetargach <1 mld PLN, 4-5 konsorcjów w największych postępowaniach)
- spółka nie widzi jeszcze „nasyceń” się portfeli u głównych graczy na rynku
- koszty i inflacja

Materiały

- spółka kupiła z wyprzedzeniem w 2025 roju główne materiały (np. miedź) na kontrakty związane z dojazdem do EJ
- rok temu spółka kupiła z wyprzedzeniem część powtarzalnych materiałów (np. podkłady) - także pod kontrakty w przyszłości

Katowice

- po aneksie budżet kontraktu się poprawił
- kwota warunkowa została już wykorzystana

Portfel

- w 2026 roku spółka kończy kilka kontraktów, rokuje na pozytywne zakończenie
- zarząd jest zadowolony z backlogu
- w kontraktach „buduj” jest pole do większych zmian/prac dodatkowych (w P&B bardziej ograniczone możliwości)

PKP PLK

- 9,5 mld PLN potencjalnego ogłoszenia przetargów w 2026 jest „satysfakcjonujące” (16 przetargów >100 mln PLN)
- PKP PLK powinna podpisać w 2026 roku umowy za ok 30 mld PLN (większość z ofertowania w poprzednich kwartałach)

Białystok – Elk

- spółka czeka na rozwój sytuacji

Warszawa Wschodnia

- wpłynęło jedno odwołanie do KIO (Intercor), spółka czuje się pewnie
- w połowie kwietnia rozprawa w KIO, w okresie wakacji PLK chce podpisać umowę
- okres realizacji 51 mc (w tym 6 miesięcy projekty wykonawcze), w 2027 faza realizacji
- zaliczka do 10% (podzielona na 3 transze 3+2+5%)
- waloryzacja liczona od 28 dni przed ogłoszeniem oferty
- wg zarządu oferta spółki jest „zdrowa”

Przetargi utrzymaniowe dla PKP PLK

- spółka złożyła pierwszą taką ofertę (Wągrowiec, 12 podmiotów, 60 mln PLN, 4-5 miejsce)
- spółka ma odpowiedni park maszynowy do realizacji takich prac

CPK

- prowadzone są obecnie dwa postępowania w zakresie kompetencji spółki
- budowa dworca z tunelem – złożone wnioski o dopuszczenie do postępowania, spółka startuje z Mirbudem (nie ma jeszcze określonego podziału prac w konsorcjum)
- 18 km odcinka na linii kolejowej z CPK (sama branża torowa, bez sieci i srk), w IV'26 powinno nastąpić dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego, warunki przetargu – konieczność startu w konsorcjum (spółka nie zdecydowała jeszcze z kim będzie startować)
- mapa drogowa przetargów z 2025 jest raczej nieaktualna, w najbliższych tygodniach przewidziane jest spotkanie branży z CPK

Tramwaje

- w ofertowaniu powinny pojawić się dwu duże postępowania na Śląsku (Katowice – kilkaset mln PLN + Sosnowiec)
- duża konkurencja na przetargach w 2025 roku (np. Gdańsk)
- więcej postępowań lokalnych, małych (20-30 mln PLN), gdzie spółka nie ma szans na wygranie

PSE

- spółka chce startować w przetargach w 2026 roku, zaczynając od mniejszych przetargów
- spółka posiada własny pion elektroenergetyczny
- spółce brakuje referencji, by samodzielnie wystartować w większych postępowaniach
- start w większych postępowaniach możliwy w konsorcjum z doświadczonym partnerem
- przewagą spółki dla potencjalnych partnerów jest silna pozycja gotówkowa
- spółka nie wyklucza akwizycji

TORG

- mniej ofertowania w 2025 (niska aktywność Orlenu)
- spółka pozyskała 7 zamówień za blisko 80 mln PLN
- spółka liczy na odbicie ofertowania w 2026 roku
- spółka chce rozwinąć kompetencje w innych obszarach niż oil&gas, np.: wodór, biometan/biogaz, spalarnie (przetargi Lublin i Koszalin)

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'26P	2Q'26P	3Q'26P	4Q'25P
Przychody	212,4	214,4	246,3	418,7	260,5	298,0	347,4	552,3	385,0	468,1	504,6	620,8	365,0	495,0	530,0	640,5
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	350,0	475,0	500,0	608,0
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	15,0	20,0	30,0	32,5
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	40,0	35,4	61,2	20,0	29,1	28,0	49,0	23,4	35,2	36,4	51,2	23,8	41,5	46,2	58,8
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	22,8	39,9	43,8	56,2
spółki zależne	1,5	3,0	4,9	5,7	3,3	3,2	2,9	6,4	2,3	0,4	2,6	2,6	1,1	1,6	2,4	2,6
SG&A	9,6	10,8	10,7	13,0	10,1	11,0	10,6	12,3	12,6	12,5	12,7	14,9	13,2	13,2	13,3	15,4
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	28,3	32,8	43,5
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	0,0	-0,5	0,0	-0,5
EBITDA	18,8	33,4	31,6	54,8	13,6	24,5	23,5	38,8	17,8	30,4	29,5	43,2	18,2	35,4	40,4	50,5
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	10,6	27,8	32,8	43,0
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	12,5	29,5	34,4	44,7
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	10,1	23,9	27,8	36,2
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%	6,5%	8,4%	8,7%	9,2%
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%	6,5%	8,4%	8,8%	9,3%
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%	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBITDA	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%	5,8%	7,0%	5,0%	7,1%	7,6%	7,9%
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%	5,6%	6,2%	6,7%
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%	2,8%	4,8%	5,3%	5,7%
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	-50,0	-1,0	0,0	159,6
dług netto	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-294,7	-173,9	-214,1	-143,0	-266,8	-266,3	-261,9	-570,9	-513,4	-504,8	-457,9	-580,6
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	3 621	3 126	5 596	6 621

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

	2025	2025	odchyl.	2026	2026	zmiana	2027	2027	zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 870,2	1 978,4	5,8%	2 097,5	2 030,5	-3,2%	2 350,0	2 350,0	0,0%
EBITDA	117,6	120,9	2,8%	148,9	144,4	-3,0%	157,2	157,2	0,0%
EBIT	89,7	93,8	4,6%	116,8	114,2	-2,2%	123,6	125,0	1,1%
Zysk netto	76,0	78,1	2,7%	99,7	98,0	-1,7%	106,6	107,7	1,1%
Gotówka netto	398,1	570,9	43,4%	467,1	580,6	24,3%	486,9	608,3	24,9%
Marża EBITDA	6,3%	6,1%		7,1%	7,1%		6,7%	6,7%	
Marża EBIT	4,8%	4,7%		5,6%	5,6%		5,3%	5,3%	
Marża zysku n.	4,1%	3,9%		4,8%	4,8%		4,5%	4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *z 11/12/2025

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2026	2026	odchyl.	2027	2027	odchyl.	2028	2028	odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	2 030,5	2 072,0	-2,0%	2 350,0	2 473,5	-5,0%	2 653,0	2 713,8	-2,2%
EBITDA	144,4	135,0	7,0%	157,2	167,5	-6,1%	176,5	219,0	-19,4%
EBIT	114,2	107,0	6,7%	125,0	138,0	-9,4%	142,8	168,0	-15,0%
Zysk (strata) netto	98,0	88,7	10,6%	107,7	116,5	-7,5%	122,5	139,3	-12,0%
Gotówka (dług) netto	580,6	465,0	24,9%	608,3	380,5	59,9%	629,5	750,0	-16,1%
Marża EBITDA	7,1%	6,5%		6,7%	6,8%		6,7%	8,1%	
Marża EBIT	5,6%	5,2%		5,3%	5,6%		5,4%	6,2%	
Marża zysku netto	4,8%	4,3%		4,6%	4,7%		4,6%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

- W 2026 roku spodziewamy się 2,03 mld PLN przychodów (+3% r/r) oraz 98,0 mln PLN zysku netto (+26% 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 w końcowej fazie optymalizować kontrakty (w portfelu jest sporo kontraktów z 2023, które kończą się w 2026 roku).
- Po 4Q'25 portfel wynosił 4,0 mld PLN. Można podzielić go na trzy części: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (ofertowane w 2022), dobiegające końca w 2026 roku, ii) kontrakt w Katowicach (podpisany w 2024, ale ofertowany także w 2022), zlecenia pozyskane w 2025 roku (m.in. dwa odcinki na dostęp do EJ). 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). Uważamy, że zerwanie przez PKP PLK umów z podmiotami odpowiedzialnymi za opracowanie dokumentacji projektowej dla kontraktu w Katowicach ([link](#)),

nie będzie miało istotnego negatywnego wpływu na postęp prac na kontrakcie w zakresie budowlanym (za nie odpowiada Torpol). Paradoksalnie, jeśli nie wystąpią z tego tytułu jakieś nieprzewidziane zdarzenia, sytuacja może w pewnych aspektach okazać się korzystna dla Torpolu np. w kontekście stosowania rozwiązań zamiennych, roszczeń terminowych czy wyceny prac dodatkowych wg cen katalogowych.

- W stosunku do naszej poprzedniej rekomendacji z pipeline wypadł (po skutecznym odwołaniu do KIO konkurencji) kontrakt na odcinek Białystok – Ełk (50% z 3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem; termin realizacji nieco ponad 3 lata; oferta 30% poniżej budżetu, 8% poniżej II ceny). Szczególnie Mirbud chce jeszcze walczyć o ten kontrakt w sądzie. Uważamy, że ten kontrakt miał marżę poniżej modelowych dla spółki 6%.
- W pipeline pojawił się z kolei bardziej wartościowy dla spółki (samodzielna oferta) kontrakt na Warszawę Wschodnią (blisko 3,0 mld PLN netto, 74% budżetu, ale z II miejsca po odrzuceniu I oferty, III oferta o 4% wyższa). Potencjalne podpisanie tej umowy powinno wyraźnie wspierać portfel na lata 2027+.
- W 2026 PKP PLK nadal ma w planach do ofertowania sporo dużych przetargów, także >1 mld PLN, ale nie zostały one jeszcze formalnie rozpoczęte. Trudno raczej oczekiwać tu podpisania umów w tym roku.
- Powoli powinien rozkręcać się wózek przetargów kolejowych w CPK, ale rozstrzygnięć oczekujemy tu raczej dopiero w 2027 roku. W ostatnich dniach spółka (w konsorcjum z Mirbudem) obok trzech innych konsorcjów, złożyła wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu na dworzec i tunel kolejowy pod CPK (przetarg będzie podzielony na dwie części, łączna szacunkowa wartość to ok 9 mld PLN).
- Ostatnie roszady w pipeline (Warszawa Wschodnia zamiast Białystok-Ełk) oraz postępowanie procesów przetargowych CPK implikuje podniesienie naszych założeń na lata 2028+.
- Prognozy na 2026-27 delikatnie skorygowaliśmy (minimalnie niższy niż wcześniejsze założenia 2026 rok to kwestia braku w portfelu kontraktu na Białystok-Ełk, a zastąpienie go przez Warszawę Wschodnią, która prawdopodobnie będzie podpisana później niż pierwotnie zakładaliśmy to dla tego pierwszego kontraktu).
- W stosunku do konsensu jesteśmy bardziej optymistycznie nastawieni do 2026 roku, natomiast nasze założenie są bardziej zachowawcze na ten moment na lata 2027-28 (dostrzegamy jednak szansę, że mogą ewaluować w górę w przypadku braku problemów na kontrakcie katowickim).
- W 2027 zakładamy wzrost przychodów do 2,35 mld PLN, spadek marży brutto ze sprzedaży do 8,1% (8,4% w 2026) oraz wzrost zysku netto do 107 mln PLN.
- W długim terminie zakładamy, że marża EBIT będzie znajdować się nieco powyżej 5,5% (poprzednio: nieco powyżej 5%). 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 – wcześniej zakładaliśmy ok 400 mln PLN), co wynika m.in. z otrzymania II transzy zaliczki na kontrakcie w Katowicach, ale też dobrego zarządzania kapitałem obrotowym. Wyższa od oczekiwań pozycja gotówkowa na koniec 2025 implikuje także poprawę naszych założeń na kolejne lata.
- Zakładamy, że spółka będzie wypłacać w krótkim terminie dywidendę na poziomie min. 50% zysku netto a od 2028 na poziomie 75%-100%. Dostrzegamy przy tym ryzyko, że przy „jedynie” 38% udziale w akcjonariacie, będzie się utrzymywać ryzyko, że CPK może nie być skłonne do oddawania znaczącego strumienia gotówki innym akcjonariuszom.
- Na kolejnej stronie pokazujemy nasze założenia vs strategia spółki na lata 2025-30.
- **Spory sądowe.** Realizacja kontraktów dla podmiotów publicznych historycznie często wiąże się z wchodzeniem w spory sądowe na końcowym etapie ich realizacji, co związane jest m.in. z brakiem elastyczności tych podmiotów kwestii budżetów projektów czy słabym przygotowanie projektów od strony projektowej. Obecnie spółka jest stroną kilku istotnych postępowań po stronie wierzytelności (spółka wnioskuje różnego rodzaju dopłaty do kontraktów), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte wyniki finansowe czy cash flow.

Istotne sprawy sądowe z wniosku spółki [mln PLN]

sprawa	data	kwota konsorcjum	kwota Torpol
Łódź Fabryczna	2017	48,2	19,3
Łódź Fabryczna	2017	34,0	13,6*
Działdowo – Olsztyn	2020	---	24,7
Trzebinia – Krzeszowice	2021	26,5	13,3**
Trzebinia – Krzeszowice	2024	20,2	10,1**
2 odcinki - waloryzacje	2022	---	64,8
suma			145,8

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

Istotne sprawy sądowe przeciw spółce [mln PLN]

strona	kwota roszczenia*
PKP PLK	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

Proгноzy 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	2 030,5	2 350,0	2 653,0	2 856,1	3 009,2	3 112,4	3 215,6	3 268,9	3 322,3	3 375,7
jednostkowe	994,6	904,2	1 323,8	1 897,9	1 933,0	2 200,0	2 500,0	2 700,0	2 850,0	2 950,0	3 050,0	3 100,0	3 150,0	3 200,0
spółki zależne	90,2	187,6	134,4	80,6	97,5	150,0	153,0	156,1	159,2	162,4	165,6	168,9	172,3	175,7
Zysk brutto ze sprzedaży	259,3	158,0	126,2	146,2	170,3	190,2	215,8	232,1	245,1	255,1	265,1	271,2	277,2	283,4
jednostkowe	251,3	142,9	110,4	138,4	162,6	178,7	204,2	220,4	233,2	242,8	252,6	258,3	264,0	269,8
spółki zależne	8,1	15,1	15,8	7,8	7,7	11,6	11,6	11,7	11,9	12,2	12,6	12,9	13,3	13,6
SG&A	38,2	44,2	44,0	52,7	55,1	64,2	72,0	77,6	81,4	84,2	87,0	88,4	89,9	91,3
Zysk na sprzedaży	221,1	113,8	82,2	93,5	115,2	126,0	143,8	154,5	163,7	170,9	178,1	182,7	187,4	192,1
Saldo PPO/PKO	-0,5	0,1	-7,7	0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7
EBITDA	244,8	138,7	100,4	120,9	144,4	157,2	176,5	188,4	198,3	205,1	212,4	217,0	221,7	226,4
EBIT	220,6	113,9	74,5	93,8	114,2	125,0	142,8	153,5	162,7	169,3	176,5	181,1	185,7	190,4
Zysk brutto	231,5	129,2	82,6	98,0	121,0	133,0	151,3	162,4	171,7	181,3	188,7	193,5	198,2	203,0
Zysk netto	183,8	101,9	67,9	78,1	98,0	107,7	122,5	131,6	139,1	146,8	152,9	156,7	160,6	164,4
Marża brutto ze sprzedaży	23,9%	14,5%	8,7%	7,4%	8,4%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%
jednostkowa	25,3%	15,8%	8,3%	7,3%	8,4%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%
spółki zależne	8,9%	8,0%	11,8%	9,7%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%
Marża EBITDA	22,6%	12,7%	6,9%	6,1%	7,1%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
Marża EBIT	20,3%	10,4%	5,1%	4,7%	5,6%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%
Marża zysku netto	16,9%	9,3%	4,7%	3,9%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%
CFO	175,2	47,0	-212,5	507,9	108,6	126,6	151,9	154,7	179,7	169,0	174,7	176,7	180,4	184,1
dług netto	-399,5	-432,7	-143,0	-570,9	-580,6	-608,3	-629,5	-647,6	-656,9	-667,7	-676,9	-682,2	-687,6	-693,0

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

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

Strategia 2025-30 główne założenia vs prognozy DM BDM

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

prognozy DM BDM*			poprzednia strategia 2019-23	
	2025-30	średnia	2019-23P	wykonanie
Przychody [mln PLN]	14 877	2 480	8 800	6 295
EBITDA [mln PLN]	986	164	marża brutto ze sprzedaży	>5,0%
zysk netto [mln PLN]	677	113		11,7%
CAPEX [mln PLN]	285	47		
DPS [PLN/akcję]	---	3,07		
marża brutto ze sprzedaży	8,1%	8,1%		
marża EBITDA	6,6%	6,6%		
marża netto	4,6%	4,6%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Nasze aktualne prognozy od strony przychodowej od założeń spółki są wyższe o średnio 3%/rok w okresie 2025-30. Natomiast skumulowana EBITDA jest u nas o 17% wyższa niż założenia spółki. W przypadku zysku netto jesteśmy obecnie 35% powyżej założeń spółki.
- Zakładamy porównywalny do spółki CAPEX.
- Spółka zapisała w strategii, że będzie „dążyć” do wypłaty dywidendy w kwocie 50% zysku netto – takie też jest nasze założenie na lata 2026-27, natomiast w kolejnych dostrzegamy raczej miejsce na wyższe poziomy (spółka ma spore nadwyżki gotówki netto).

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	233	270	300	317	333	343	347	347	347	347	348	348
Wartości niematerialne i prawne	12	12	13	14	15	16	16	17	17	17	17	17
Rzeczowe aktywa trwałe	184	209	238	254	270	279	282	282	282	282	282	282
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	1 197	1 298	1 390	1 450	1 489	1 516	1 545	1 559	1 578	1 596
Zapasy	94	102	105	122	137	148	156	161	166	169	172	175
Należności krótkoterminowe	627	351	429	496	560	603	635	657	679	690	701	712
Inwestycje krótkoterminowe	242	660	652	668	680	688	686	686	688	688	693	697
- w tym środki pieniężne*	240	656	648	664	676	683	682	682	684	684	689	693
Pozostałe aktywa obrotowe	11	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Aktywa razem	1 206	1 396	1 497	1 615	1 723	1 794	1 835	1 863	1 892	1 907	1 926	1 944
Kapitał (fundusz) własny	529	577	635	694	736	775	783	791	797	801	804	808
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	677	820	862	922	988	1 019	1 053	1 073	1 096	1 107	1 122	1 137
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	686	753	826	864	906	934	957	968	983	998
- 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	1 497	1 615	1 723	1 794	1 835	1 863	1 892	1 907	1 926	1 944
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
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	2 031	2 350	2 653	2 856	3 009	3 112	3 216	3 269	3 322	3 376
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	126	146	170	190	216	232	245	255	265	271	277	283
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	44	53	55	64	72	78	81	84	87	88	90	91
Zysk (strata) na sprzedaży	82	94	115	126	144	155	164	171	178	183	187	192
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8	0	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
EBITDA	100	121	144	157	176	188	198	205	212	217	222	226
EBIT	75	94	114	125	143	154	163	169	177	181	186	190
Saldo działalności finansowej	8	4	7	8	8	9	9	12	12	12	13	13
Zysk (strata) brutto	83	98	121	133	151	162	172	181	189	194	198	203
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	68	78	98	108	123	132	139	147	153	157	161	164
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	-212	508	109	127	152	155	180	169	175	177	180	184
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-15	-31	-60	-50	-50	-45	-39	-18	-18	-18	-18	-18
Przepływy z działalności finansowej	-48	-61	-57	-60	-90	-103	-143	-151	-154	-158	-158	-162
Przepływy pieniężne netto	-276	415	-8	17	12	7	-2	0	2	0	5	4
Środki pieniężne na początek okresu	516	240	656	648	664	676	683	682	682	684	684	689
Środki pieniężne na koniec okresu	240	656	648	664	676	683	682	682	684	684	689	693
Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	34%	36%	3%	16%	13%	8%	5%	3%	3%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-28%	20%	19%	9%	12%	7%	5%	3%	4%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-33%	15%	26%	10%	14%	7%	6%	6%	4%	3%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	8,7%	7,4%	8,4%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%
Marża EBITDA	6,9%	6,1%	7,1%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
Marża EBIT	5,1%	4,7%	5,6%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%
Marża netto	4,7%	3,9%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%
SG&A / przychody	3,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
ROE	12,8%	13,5%	15,4%	15,5%	16,7%	17,0%	17,8%	18,6%	19,2%	19,6%	20,0%	20,3%
ROA	5,6%	5,6%	6,5%	6,7%	7,1%	7,3%	7,6%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%
Dług	97	85	67	56	47	36	25	14	7	2	1	0
D / (D+E)	15,5%	12,8%	9,5%	7,4%	6,0%	4,4%	3,1%	1,7%	0,9%	0,2%	0,1%	0,0%
D / E	18,4%	14,7%	10,5%	8,0%	6,4%	4,6%	3,2%	1,8%	0,9%	0,2%	0,1%	0,0%
Dług / kapitał własny	18,4%	14,7%	10,5%	8,0%	6,4%	4,6%	3,2%	1,8%	0,9%	0,2%	0,1%	0,0%
Dług netto	-143	-571	-581	-608	-630	-648	-657	-668	-677	-682	-688	-693
Dług netto / kapitał własny	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBITDA	-1,4	-4,7	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4	-3,3	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1	-3,1
EV	1 272	844	834	807	785	767	758	747	738	733	727	722
Dług / EV	7,7%	10,1%	8,0%	6,9%	6,0%	4,7%	3,3%	1,9%	1,0%	0,3%	0,2%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,9%	2,1%	2,9%	2,1%	1,9%	1,6%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	108,6%	154,4%	197,2%	155,1%	148,1%	128,1%	109,2%	100,7%	100,9%	100,7%	100,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	19,2%	-20,9%	1,0%	0,7%	0,3%	0,5%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	76,5%	-79,3%	38,7%	5,2%	2,4%	6,8%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
P/E*	20,8	18,1	14,4	13,1	11,5	10,8	10,2	9,6	9,3	9,0	8,8	8,6
P/BV*	2,7	2,5	2,2	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA*	12,7	7,0	5,8	5,1	4,5	4,1	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2
EV/EBIT*	17,1	9,0	7,3	6,5	5,5	5,0	4,7	4,4	4,2	4,0	3,9	3,8
EV/S*	0,9	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	2,1	1,4	1,7	2,1	3,5	4,0	5,7	6,1	6,4	6,7	6,8	7,0
Payout ratio	47,6%	45,7%	50,4%	50,0%	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 61,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

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

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

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

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

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

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

e-mail: piotr.barcz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

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

tel. (022) 62-20-855

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

tel. (022) 62-20-851

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

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'26*:

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

	liczba	%		liczba	%
Kupuj	1	33%		0	0%
Akumuluj	1	33%		0	0%
Trzymaj	1	33%		0	0%
Redukuj	0	0%		0	0%
Sprzedaj	0	0%		0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach 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: 2026-03-23

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-03-23 (15:45 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-03-23 (15:45 CET).

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analiza-i-informacje/analiza/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 2026-03-23:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

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

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