

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

			2023	2024	2025	
Kurs [PLN]	12,1	P/E	13,2	26,0	25,3	Analityk:
MC [mln PLN]	278,7	EV/EBITDA	3,2	8,8	8,3	Krzysztof Pado
		EV/EBIT	4,7	16,0	14,6	krzysztof.pado@bdm.pl
		P/BV	1,4	1,4	1,3	tel.: (+48) 512 338 250

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

Wyniki za 4Q'25 [mln PLN]

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Komentarz BDM: Finalne wyniki zbieżne z publikowanymi wcześniej szacunkami. Wyniki za 4Q'25 przyniosły wyraźną poprawę marży (na poziomie skonsolidowanym jest ona niewiele niższa niż w 2Q'25, pytanie, ile w marży jest czynników jednorazowych, jak ujęcie ugody z PKP Cargo, z drugiej strony zwracamy też uwagę na wzrost rezerw na straty). Na niższych liniach wyników w 4Q'25 zwracają uwagę nadal rosnące koszty SG&A czy wysokie koszty finansowe (ujęte w wynikach dyskonto).

W całym roku spółka wypracowała 6,4% marży brutto ze sprzedaży, co jest najlepszym wynikiem od 10 lat i zgodne z celem, który spółka wyznacza sobie w średnim terminie.

Portfel spółki jest obecnie na rekordowym poziomie (po podpisaniu umowy na odcinek Gdynia Chylonia – Lębork w końcówce 2025 roku za 2,6 mld PLN). Nie spodziewamy się po nim wybitnej marży, ale nie wydaje też nadmiernie „agresywny” (3% poniżej II oferty, 14% poniżej budżetu) i powinien zapewnić spółce stabilną „bazę” na kolejne 4-5 lat. Kontrakt ma charakter P&B, więc główny strumień przychodów pojawi się dopiero od 2027 roku (przy czym w 2026 możliwa powinna być sprzedaż materiałów pod kontrakt do zamawiającego). Dziś telekonferencja wynikowa o 11:30.

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) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

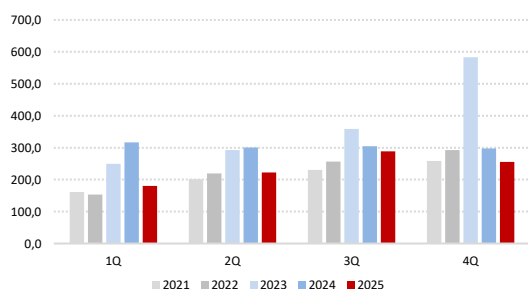
Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

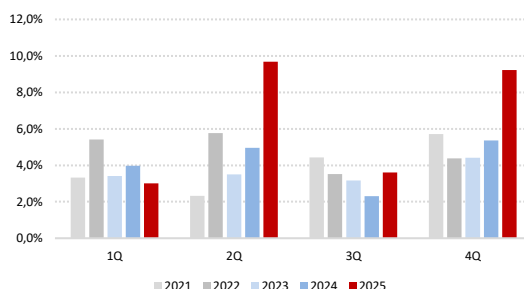
	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25
Przychody ze sprzedaży	153,6	219,6	256,0	292,2	249,3	292,4	359,0	583,5	316,2	301,0	304,3	297,9	180,1	222,6	288,1	255,0
Budownictwo	140,8	191,5	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0	286,4	277,9	166,5	209,1	265,6	232,9
Handel	11,1	26,2	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	17,9	20,0	13,6	13,5	22,5	22,0
Projektowanie	1,8	1,7	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,2	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	8,3	12,7	9,0	12,8	8,5	10,3	11,4	25,8	12,6	14,9	7,0	16,0	5,4	21,6	10,4	23,5
Budownictwo	7,4	8,6	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7	5,8	14,8	4,8	20,7	9,0	22,0
Handel	1,0	4,1	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3	1,3	1,2	0,8	0,9	1,4	1,5
Projektowanie	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0
SG&A	5,3	7,2	6,3	7,4	6,8	7,5	8,0	8,1	7,9	8,1	8,0	9,9	9,1	9,1	10,2	11,4
Zysk na sprzedaży	3,1	5,5	2,8	5,3	1,7	2,8	3,4	17,6	4,7	6,8	-1,0	6,1	-3,7	12,4	0,3	12,1
Saldo PPO/PKO	0,6	-0,1	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	-0,5	1,0	-0,2	2,2	-0,5	-0,9	2,1	-0,2	-1,1
EBITDA	7,0	8,7	6,4	9,8	5,5	7,8	11,0	20,9	9,5	10,3	5,2	9,7	-0,5	18,5	3,9	15,0
EBIT	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6	1,2	5,6	-4,6	14,5	0,0	11,0
Zysk (strata) brutto	4,9	6,9	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	15,4	3,0	6,3	-1,3	4,1	-6,1	12,3	-0,4	8,1
Zysk (strata) netto	3,8	5,5	1,6	5,5	1,1	3,0	5,9	10,9	1,0	6,2	-0,2	3,8	-4,8	10,4	-0,4	5,8
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	5,8%	3,5%	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,0%	5,0%	2,3%	5,4%	3,0%	9,7%	3,6%	9,2%
Budownictwo	5,2%	4,5%	2,4%	3,6%	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	3,8%	4,9%	2,0%	5,3%	2,9%	9,9%	3,4%	9,4%
Handel	9,0%	15,5%	17,1%	12,5%	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	7,5%	6,9%	7,1%	5,9%	6,2%	6,8%	6,1%	6,9%
Projektowanie	10,9%	8,2%	21,2%	16,3%	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	4,5%	4,0%	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,0%	3,4%	1,7%	3,3%	-0,3%	8,3%	1,4%	5,9%
Marża EBIT	2,3%	2,4%	1,2%	2,1%	0,8%	1,4%	2,0%	2,9%	1,8%	2,2%	0,4%	1,9%	-2,5%	6,5%	0,0%	4,3%
Marża netto	2,4%	2,5%	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,7%	4,7%	-0,2%	2,3%
CFO	-28,9	-9,5	-35,9	31,8	-29,6	4,2	-34,1	196,9	-180,6	9,0	6,7	49,3	-10,6	-23,6	29,1	11,9
Dług netto	-49,5	-35,5	2,3	-14,6	17,3	20,1	50,5	-134,2	50,2	75,8	73,0	26,3	39,9	83,4	37,9	26,8
Portfel	1 498	1 523	1 532	1 832	1 666	1 458	2 053	1 731	1 647	1 467	1 227	1 079	1 316	1 188	1 139	3 643

Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

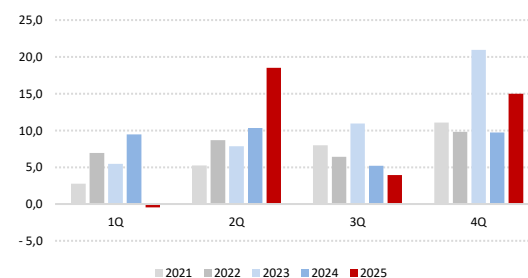


Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

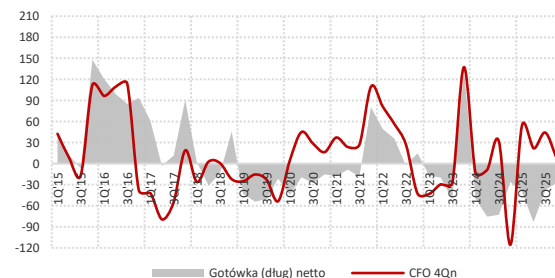
EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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 (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 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	8,70	Trzymaj	11,0	19.05.2025*	07:30 CEST	8,90	103 150
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,0	19.02.2025*	08:48 CEST	11,20	94 651
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,1	22.08.2024*	11:55 CEST	10,60	84 528
Trzymaj	11,1	Akumuluj	8,43	22.04.2024*	14:28 CEST	11,10	84 109
Akumuluj	8,43	Kupuj	7,76	04.01.2024*	09:55 CEST	7,86	77 054
Kupuj	7,76	wzniesienie	---	12.09.2023*	13:45 CEST	5,62	66 241
Kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39 CEST	9,94	58 348

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

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	25%	0	0%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	1	25%	0	0%
Redukuj	1	25%	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: 2026-03-26

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-03-26 (09:05 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-03-26 (09:05 CEST).

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

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

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem 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 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 wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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 2026-03-26:

- 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 świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.