



Dom Maklerski BDM S.A.

## ZUE

### RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki ZUE za 1Q'26 nie zachwyciły, ale sezonowo 1Q ma zwykle niskie znaczenie w skali całego roku. Nasza uwaga skupia się bardziej na portfelu spółki, który osiągnął rekordowy poziom >3,7 mld PLN. W maju podpisano nowy kontrakt w Rumunii, który potwierdza strategię długoterminowego zaangażowania spółki na tym rynku. W kontekście pipeline w ostatnich tygodniach PKP PLK wybrało oferty spółki jako najkorzystniejsze w dwóch przetargach za łącznie na 1,2 mld PLN (odrzucono natomiast ofertę za 0,4 mld PLN). Nowy portfel pozwoli spółce na istotne przeskalowanie działalności (przychody >1,5 mld PLN na trwale od 2027 roku). Trudniejsza do zawyrokowania jest kwestia rentowności (m.in. pytanie o ścieżkę surowców w kilkuletniej perspektywie). Rynek może mieć długo w pamięci słaby track-record spółki w poprzednim dużym rozdaniu kontraktów kolejowych z lat 2016-17. Biorąc pod uwagę relację EV/(portfel+pipeline) spółka jest nadal wyceniana z bardzo dużym dyskontem do Torpolu. Naszą aktualną ceną docelową to 13,0 PLN (poprzednio: 13,2 PLN). Pozostajemy przy zaleceniu Trzymaj. Wycena nie uwzględnia możliwych do uzyskania rozszerzeń i waloryzacji od zamawiających (złożone pozwy o równowartości ok. 5 PLN/akcję).

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 1Q'26 spółka miała 148 mln PLN przychodów (-18% r/r) oraz -4,2 mln PLN straty netto (vs -4,8 mln PLN straty rok wcześniej). Na koniec 1Q'26 dług netto wynosił 23 mln PLN (rok temu 40 mln PLN). Wyniki za 1Q'26 lekko rozczarowały, jednak biorąc pod uwagę, trudne w tym roku warunki zimowe nie powinny być zaskoczeniem.

#### Portfel

Według ostatnich wypowiedzi prasowych spółka jest gotowana na przeroby w skali 2 mld PLN/rok. Portfel po 1Q'26 wynosi 3,75 mld PLN (+185% r/r). Przy naszej poprzedniej rekomendacji na początku kwietnia'26 spółka miała złożone trzy najniższe cenowo oferty w przetargach PKP PLK (1,6 mld PLN) oraz w przetargu kolejowym w Rumunii (0,1 mld PLN udziału w konsorcjum). Kontrakt w Rumunii został już podpisany. W przypadku PKP PLK w dwóch przetargach oferty spółki zostały wybrane jako najkorzystniejsze (1,2 mld PLN), natomiast w jednym (0,4 mld PLN) oferta została odrzucona. Na 2-4Q'26 aktualny harmonogram PKP PLK przewiduje złożenie ofert jeszcze w 11 przetargach o wartości >100 mln PLN (10 takich postępowań było dotychczas od początku roku). W latach 2026-28 aktywne w przetargach na linię kolejowe ma być także CPK (spółka zapowiedziała start w konsorcjach na odcinki kolejowe). Pojawiło się w ostatnim czasie kilka przetargów tramwajowych, ale nadal trudno tu mówić o jakiejś regularności.

#### Pozycjonowanie segmentowe

Spółka posiada ekspozycję na rynek kolejowy (Polska, Rumunia + potencjalnie inne kraje) oraz tramwajowy i w niewielkim zakresie także na drogi lokalne (EnerGOPOL). W przeszłości planowano także wejście na rynek PSE. Przez ostatnie lata spółka ma ok 4% udziału w rocznych nakładach na budownictwo PKP PLK. Do tego dochodzą inni odbiorcy (właściciele bocznic, miasta, rynki zagraniczne – średnio przez ostatnie lata 0,5 mld PLN/rok, przy dużej zmienności).

#### Prognozy wyników, wskaźniki

Obecnie estymujemy, że w 2026 roku spółka będzie miała 1,02 mld PLN przychodów oraz 7,7 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że wyniki 2025 roku były wsparte przez dopłaty/ugody). W latach 2027/28 zakładamy odpowiednio 1,52 / 1,72 mld PLN przychodów oraz 23,5 / 33,0 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=9,6x na 2026 rok, 5,2x na 2027 rok oraz 3,9x na 2028 rok. Biorąc pod uwagę relację EV do portfela spółka jest nadal wyceniana z bardzo dużym dyskontem do Torpolu (dla ZUE EV=316 mln PLN przy portfel+pipeline= 5,0 mld PLN, dla Torpolu EV=1 096 mln PLN a portfel+pipeline=6,7 mld PLN). Z ostatnich wypowiedzi prezesa spółki (po 4Q'25) można wnioskować, że ambicją spółki jest przerób roczny na poziomie 2,0 mld PLN - w perspektywie 2030 nasza projekcja w modelu zakłada obecnie nieco ponad 1,8 mld PLN.

## TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

**WYCENA 13,0 PLN**

11 CZERWIEC 2026, 16:37 CEST

Wycena DCF [PLN]	13,1
Wycena porównawcza [PLN]	12,9
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>13,0</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>2,6%</b>
Koszt kapitału	15,2%

Cena rynkowa [PLN]	12,70
Kapitalizacja [mln PLN]	292,5
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10,3

Stopa zwrotu za 3 mc	6,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	23,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	22,1%

Struktura akcjonariatu:	
Nowak Wiesław	62,5%
Bankowy OFE	8,6%
Generali OFE	6,3%
ZUE	1,1%
Pozostali	21,4%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

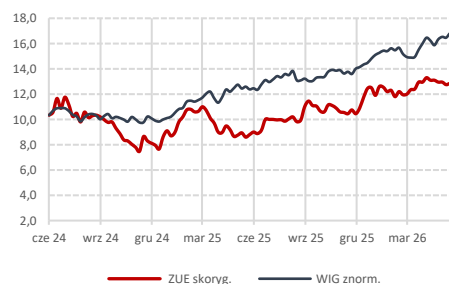
pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 484,1	1 219,4	945,9	1 020,2	1 520,9	1 721,6
EBITDA [mln PLN]	45,2	34,7	37,0	28,1	46,0	56,9
EBIT [mln PLN]	30,4	19,1	20,9	13,4	31,3	42,1
Wynik brutto [mln PLN]	28,9	12,1	14,0	9,7	29,1	40,7
Wynik netto [mln PLN]	21,0	10,7	11,0	7,7	23,5	33,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-134,2	26,3	26,8	-24,2	-51,3	-69,3
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
P/E	13,9	27,3	26,6	37,8	12,4	8,9
EV/EBITDA	3,5	9,2	8,6	9,6	5,2	3,9
EV/EBIT	5,2	16,7	15,2	20,1	7,7	5,3
DPS [PLN/akcję]	0,07	0,21	0,00	0,00	0,17	0,51



**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	4
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	14
DANE FINANSOWE .....	19

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	13,9	27,3	26,6	37,8	12,4	8,9	7,4
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	3,5	9,2	8,6	9,6	5,2	3,9	3,4
EV/EBIT	5,2	16,7	15,2	20,1	7,7	5,3	4,4
EV/S	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1
BVPS	8,6	8,9	9,4	9,7	10,6	11,5	11,8
EPS	0,9	0,5	0,5	0,3	1,0	1,4	1,7
DPS (w danym roku)	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	1,4
Payout ratio	0,1	0,2	0,0	0,0	0,5	0,5	1,0

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Przychody</b>	<b>1 484</b>	<b>1 219</b>	<b>946</b>	<b>1 020</b>	<b>1 521</b>	<b>1 722</b>	<b>1 822</b>
Budownictwo	1 405	1 152	874	950	1 450	1 650	1 750
Handel	74	68	72	70	71	72	72
Projektowanie	4	0	0	0	0	0	0
Wyłączenia	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>55,9</b>	<b>50,5</b>	<b>60,9</b>	<b>52,3</b>	<b>73,6</b>	<b>86,5</b>	<b>95,9</b>
Budownictwo	49,9	46,0	56,4	47,8	68,8	81,7	91,1
Handel	4,5	4,6	4,7	4,7	5,0	5,0	5,1
Projektowanie	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	30,4	33,8	39,8	39,3	42,3	44,4	45,7
PPO/PKO	4,9	2,4	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>45,2</b>	<b>34,7</b>	<b>37,0</b>	<b>28,1</b>	<b>46,0</b>	<b>56,9</b>	<b>65,0</b>
EBIT	30,4	19,1	20,9	13,4	31,3	42,1	50,2
Zysk brutto	28,9	12,1	14,0	9,7	29,1	40,7	49,1
<b>Zysk netto</b>	<b>21,0</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>7,7</b>	<b>23,5</b>	<b>33,0</b>	<b>39,7</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-134</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>-24</b>	<b>-51</b>	<b>-69</b>	<b>-74</b>

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	61%	-18%	-22%	8%	49%	13%	6%
EBITDA zmiana r/r	42%	-23%	7%	-24%	64%	23%	14%
Zysk netto zmiana r/r	28%	-49%	3%	-30%	204%	40%	21%
Marża brutto na sprzedaży	3,8%	4,1%	6,4%	5,1%	4,8%	5,0%	5,3%
Marża EBITDA	3,0%	2,8%	3,9%	2,8%	3,0%	3,3%	3,6%
Marża netto	1,4%	0,9%	1,2%	0,8%	1,5%	1,9%	2,2%
ROE	10,6%	5,2%	5,1%	3,5%	9,7%	12,5%	14,6%
ROA	2,3%	1,5%	1,8%	1,2%	2,7%	3,4%	4,0%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>193</b>	<b>214</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>
WNIp	34	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	110	134	124	124	124	124	124
Pozostałe aktywa trwałe	49	47	47	47	47	47	47
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>712</b>	<b>517</b>	<b>420</b>	<b>468</b>	<b>679</b>	<b>763</b>	<b>801</b>
Zapasy	70	28	41	23	35	39	42
Należności krótkoterminowe	417	433	345	372	555	628	664
Środki pieniężne	224	53	28	68	84	91	90
Pozostałe aktywa obrotowe	1	4	5	5	5	5	5
<b>Aktywa razem</b>	<b>906</b>	<b>732</b>	<b>623</b>	<b>672</b>	<b>883</b>	<b>967</b>	<b>1 005</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>199</b>	<b>205</b>	<b>216</b>	<b>224</b>	<b>243</b>	<b>265</b>	<b>271</b>
Udziały mniejszości	1	1	2	2	2	2	2
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>706</b>	<b>525</b>	<b>406</b>	<b>446</b>	<b>638</b>	<b>701</b>	<b>732</b>
Rezerwy na zobowiązania	39	33	39	39	39	39	39
Oprocentowane zobowiązania	89	79	55	44	33	22	16
Zobowiązania pozostałe	577	414	312	364	566	640	677
<b>Pasywa razem</b>	<b>906</b>	<b>732</b>	<b>623</b>	<b>672</b>	<b>883</b>	<b>967</b>	<b>1 005</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-134</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>-24</b>	<b>-51</b>	<b>-69</b>	<b>-74</b>
Dług netto / Kapitał własny	-0,7	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-3,0	0,8	0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,1

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	137	-116	7	66	46	45	52
CFI	5	-3	2	-15	-15	-15	-15
CFF	17	-53	-33	-11	-15	-23	-38
- w tym dywidenda	2	5	0	0	4	12	33
Przepływy pieniężne netto	160	-171	-24	40	16	7	-1
CAPEX / Amortyzacja	56%	35%	13%	101%	100%	100%	100%

**ZUE**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>www:</b>	<b><a href="http://www.grupazue.pl">www.grupazue.pl</a></b>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>13,0</b>		
<b>Potencjał zmiany</b>	<b>2,6%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	12,70	2Q'26:	19 sie
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	3Q'26:	19 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	292,5		

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26
<b>Przychody</b>	<b>297,9</b>	<b>180,1</b>	<b>222,6</b>	<b>288,1</b>	<b>255,0</b>	<b>148,1</b>
Budownictwo	277,9	166,5	209,1	265,6	232,9	136,6
Handel	20,0	13,6	13,5	22,5	22,0	11,6
Projektowanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>16,0</b>	<b>5,4</b>	<b>21,6</b>	<b>10,4</b>	<b>23,5</b>	<b>4,5</b>
Budownictwo	14,8	4,8	20,7	9,0	22,0	4,0
Handel	1,2	0,8	0,9	1,4	1,5	0,6
Projektowanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
SG&A	9,9	9,1	9,1	10,2	11,4	8,6
PPO/PKO	-0,5	-0,9	2,1	-0,2	-1,1	0,4
<b>EBITDA</b>	<b>9,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>18,5</b>	<b>3,9</b>	<b>15,0</b>	<b>0,3</b>
EBIT	5,6	-4,6	14,5	0,0	11,0	-3,7
Zysk brutto	4,1	-6,1	12,3	-0,4	8,1	-5,4
<b>Zysk netto</b>	<b>3,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>10,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,2</b>
<b>Dług netto</b>	<b>26,3</b>	<b>39,9</b>	<b>83,4</b>	<b>37,9</b>	<b>26,8</b>	<b>23,3</b>

Wskaźniki	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26
Przychody zmiana r/r	-48,9%	-43,0%	-26,0%	-5,3%	-14,4%	-17,8%
EBITDA zmiana r/r	-53,6%	---	79,6%	-24,4%	54,3%	---
Zysk netto zmiana r/r	-65,0%	---	69,1%	---	51,7%	---
Marża brutto na sprzedaży	5,4%	3,0%	9,7%	3,6%	9,2%	3,1%
Marża EBITDA	3,3%	-0,3%	8,3%	1,4%	5,9%	0,2%
Marża netto	1,3%	-2,7%	4,7%	-0,2%	2,3%	-2,9%

Wskaźniki II	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	0,91	0,47	0,48	0,34	1,02	1,43
Revenue [mln PLN]	1 484,1	1 219,4	945,9	1 020,2	1 520,9	1 721,6
Gross Margin %	3,8%	4,1%	6,4%	5,1%	4,8%	5,0%
EBIT [mln PLN]	30,4	19,1	20,9	13,4	31,3	42,1
EBITDA [mln PLN]	45,2	34,7	37,0	28,1	46,0	56,9
Net Income Adj+ [mln PLN]	21,0	10,7	11,0	7,7	23,5	33,0
Net Debt [mln PLN]	-134,2	26,3	26,8	-24,2	-51,3	-69,3
BPS	8,63	8,90	9,38	9,71	10,57	11,49
DPS	0,07	0,21	0,00	0,00	0,17	0,51
Return on Equity %	10,6%	5,2%	5,1%	3,5%	9,7%	12,5%
Return on Assets %	2,3%	1,5%	1,8%	1,2%	2,7%	3,4%
Depreciation [mln PLN]	10,2	9,3	9,0	9,0	9,1	9,1
Amortization [mln PLN]	0,6	0,6	0,7	0,1	0,1	0,1
Free Cash Flow [mln PLN]	142,6	-118,1	8,8	51,0	30,9	29,8
CAPEX [mln PLN]	8,2	5,5	2,1	14,8	14,8	14,8

**Główne czynniki ryzyka:**

- Uzależnienie od głównych odbiorców (PKP PLK)
- Brak pozyskania nowych umów
- Poziom nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę transportową w regionie CEE.
- Ryzyko związane z dofinansowaniem realizacji projektów z funduszy unijnych.
- Ryzyko związane z wejściem na nowe rynki
- Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów
- Relatywnie niskie bariery wejścia, wzrost konkurencji
- Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy
- Spory sądowe

## WYCENA I PODSUMOWANIE

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	13,1
Wycena metodą porównawczą	20%	12,9
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>13,0</b>

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 (5,65%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 11 czerwca 2026.

#### Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 020,2	1 520,9	1 721,6	1 822,4	1 840,6	1 859,0	1 877,6	1 896,4	1 915,3	1 934,5
EBIT [mln PLN]	13,4	31,3	42,1	50,2	55,4	61,3	62,3	63,3	64,2	65,2
Stopa podatkowa	19,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,6	5,9	8,0	9,5	10,5	11,7	11,8	12,0	12,2	12,4
NOPLAT [mln PLN]	10,7	25,4	34,1	40,7	44,9	49,7	50,5	51,2	52,0	52,8
Amortyzacja [mln PLN]	14,7	14,7	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,9
CAPEX [mln PLN]	-14,8	-14,8	-14,8	-14,8	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9	-14,9
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	42,6	2,5	-5,1	-3,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
FCF [mln PLN]	53,2	27,7	28,9	37,5	44,3	49,1	49,9	50,6	51,4	52,2
DFCF [mln PLN]	49,3	22,4	20,3	22,9	23,5	22,6	20,0	17,6	15,5	13,7
Suma DFCF [mln PLN]	228,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	373,4									
Zdyskontowana wart. Rezyd. [mln PLN]	98,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	326,0									
Dług netto 2025 [mln PLN]	26,8									
Akcje własne [mln PLN]	3,4									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,6									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>300,9</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>13,1</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	7,9%	49,1%	13,2%	5,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-36,2%	134,2%	34,5%	19,3%	10,4%	10,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	605,6%	-47,9%	4,2%	29,6%	18,2%	10,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBITDA	2,8%	3,0%	3,3%	3,6%	3,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	1,3%	2,1%	2,4%	2,8%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Marża NOPLAT	1,1%	1,7%	2,0%	2,2%	2,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	-4,2%	-0,2%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-57,3%	-0,5%	2,6%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%

Źródło: BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
Premia za ryzyko	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Udział kapitału własnego	93,5%	96,3%	97,8%	98,4%	98,9%	99,3%	99,7%	99,9%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatk.	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	6,5%	3,7%	2,2%	1,6%	1,1%	0,7%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%
WACC	14,5%	14,8%	14,9%	15,0%	15,0%	15,1%	15,1%	15,1%	15,2%	15,2%

Źródło: BDM S.A.

#### Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta				
	0,00%	1,00%	2,00%		0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1		
beta	0,8	14,8	15,3	Premia za ryzyko	7,5%	14,9	15,4	Premia za ryzyko	7,5%	16,5	15,4	14,4	
	0,9	13,7	14,1		8,5%	13,8	14,1		14,6	8,5%	15,2	14,1	13,2
	1,0	12,7	13,1		9,5%	12,7	13,1		13,4	9,5%	14,1	13,1	12,2
	1,1	11,9	12,2		10,5%	11,9	12,1		12,4	10,5%	13,1	12,1	11,3
	1,2	11,2	11,4		11,5%	11,1	11,3		11,6	11,5%	12,3	11,3	10,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

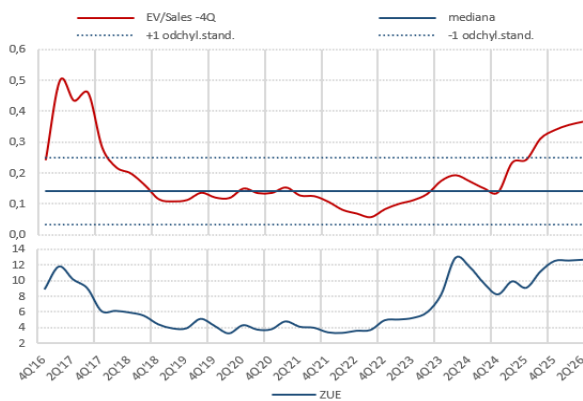
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych mających wysoką ekspozycję w obszarze infrastrukturalnym. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2026-28 (33% dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 12,9 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Budimex	21,3	19,0	17,1	11,6	10,3	9,2
Mirbud	10,5	10,1	8,0	7,1	6,8	5,9
Torpol	15,7	14,2	11,9	6,6	6,0	4,9
Trakcja	15,6	12,0	10,0	8,1	6,6	5,5
<b>Mediana</b>	<b>15,6</b>	<b>13,1</b>	<b>11,0</b>	<b>7,6</b>	<b>6,7</b>	<b>5,7</b>
<b>ZUE</b>	<b>37,8</b>	<b>12,4</b>	<b>8,9</b>	<b>9,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,9</b>
Premia/dyskonto do mediany	141%	-5%	-19%	26%	-22%	-31%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	5,3	13,4	15,7	10,3	15,6	17,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>11,5</b>			<b>14,3</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>12,9</b>					

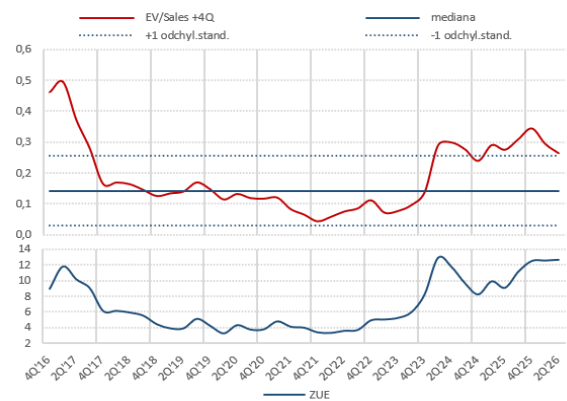
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

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

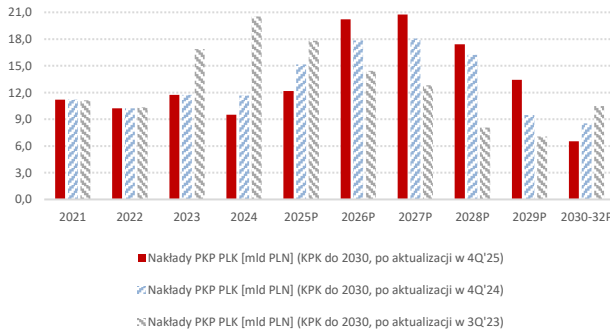


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

## AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

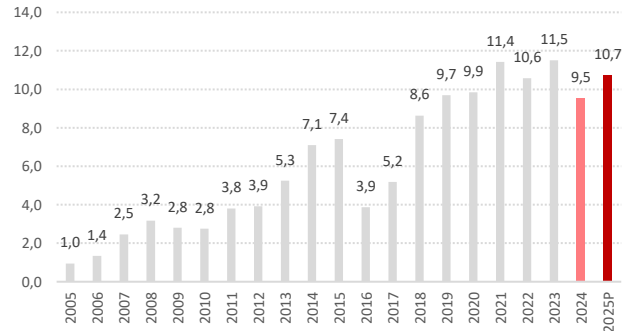
W październiku'25 zaktualizowano kolejny raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Obecnie plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w 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 oznaczało przekroczenie wcześniejszych planów, które określano na średnio 15-16 mld PLN na lata 2025-26. Jednocześnie liczba nowo ogłoszonych postępowań w 2026 rok ma być wyraźnie skromniejsza r/r – na poziomie ok 11,5 mld PLN ([link](#)), po zwiększeniu z wcześniej planowanych 9-10 mld PLN.

Podobnie jak po okresie luki przetargowej 2015-16, obecna pula przetargów charakteryzuje się dotychczas wysoką konkurencją (m.in. pojawiły się nowe podmioty na rynku, relatywnie niska jest też dostępna pula przetargów drogowych, które dla wielu podmiotów są traktowane alternatywnie). Dopiero kolejna „hossa” przetargowa (która nastąpiła w 2019 roku) przyniosła wysokomarżowe kontrakty (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 I-V'26 otwarto oferty w przetargach na 8,0 mld PLN (budżetowo na 10,1 mld PLN). Pipeline ogłoszonych istotnych przetargów wzrósł w ostatnich tygodniach. Natomiast istotnie skróciła się jednak lista przetargów planowanych do ogłoszenia (PLK postawiła na większe jednostkowo przetargi).

Zapowiadane są zmiany w finansowaniu Funduszu Kolejowego, które pojawiły się w lutym'26 w wykazie prac rządu ([link](#)). Fundusz ma mieć zapewnione finansowanie na poziomie ok 10 mld PLN/rok (obecnie ok 2 mld PLN/rok, co wpływa na duże uzależnienie finansowania inwestycji kolejowych od napływu środków UE). Pojawi się jednak ostatnio jednak sprzeczne sygnały w kwestii dalszego procedowania zmian (MF podnosi kwestię konieczności dofinansowania detalicznych cen paliw przy wysokich cenach ropy, pomysł nie podoba się też oczywiście branży drogowej, która utraciłaby część wpływów z opłaty paliwowej).

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

data	nazwa	najniższa oferta (cena z opcjami)	budżet z opcjami	I oferta jako % budżetu	budżet bazowy	I oferta bez opcji jako % budżetu	II oferta	I/II	liczba ofert
<b>2026</b>									
maj 26	LK16 Łęczycza - Kutno	302 Budimex	b.d.	---	305	99%	335 Torpol	90%	12
kwi 26	Pszczółki – Pruszcz Gdański	393 ZRK-DOM/Torkol	277	142%	b.d.	---	398 Porr	99%	10
mar 26	Miąsowa - Jędrzejów - Sędziszów	781 ZUE	b.d.	---	847	92%	812 Skanska	96%	11
mar 26	Sitkówka Nowiny – Miąsowa	404 PPMT/Mirbud	b.d.	---	464	87%	434 Porr/Trakcja S.	93%	14
lut 26	LK68 Stalowa Wola Rozwadów – Przeworsk	397 Aldesa	b.d.	---	392	100%	400 Swietelsky	99%	13
lut 26	Lipowa Tucholska - Kościerzyna	915 Intercor	b.d.	---	1 128	68%	1 011 Torpol	90%	10
sty 26	stacja Warszawa Wschodnia	2 956 Torpol	b.d.	---	3 745	74%	3 095 Intercor/PPM-T/Adamietz	96%	6
sty 26	LK 29 i 36	112 Domost	131	85%	106	---	120 Gór-Tor/Olikol	93%	6
sty 26	Gdańsk Osowa – Gdynia Główna	874 Unibep/Track-Tec	1 257	70%	b.d.	---	914 NDI/Rajbud	96%	10
sty 26	LK 201 Wierzchucina – Lipowa Tucholska	915 ZUE/Duna	b.d.	---	1 524	60%	931 SBM/Trakcja	98%	10
<b>suma/średnia</b>		<b>8 048</b>			<b>10 068</b>	<b>86%</b>	<b>8 449</b>	<b>96%</b>	<b>10</b>
<b>2025</b>									
<b>suma/średnia</b>		<b>22 905</b>			<b>22 877</b>	<b>86%</b>	<b>23 735</b>	<b>96%</b>	<b>7</b>
<b>2024</b>									
<b>suma/średnia</b>		<b>2 000</b>			<b>2 024</b>	<b>94%</b>	<b>2 123</b>	<b>94%</b>	<b>11</b>
<b>2023</b>									
<b>suma/średnia</b>		<b>10 237</b>			<b>11 697</b>	<b>88%</b>	<b>10 764</b>	<b>95%</b>	<b>9</b>

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]
Wejcherowo - Choczewo	16.06.2026	15.04.2026	b.d.
Wrocław Psie Pole – Wrocław Sołtysowice	17.06.2026	13.05.2026	ok 160
Szczecin Gł. - granica	18.06.2026	30.03.2026	>1 mld PLN
Tychy – Bieruń Stary	23.06.2026	5.05.2026	ok 424
Piława - Łuków	30.06.2026	24.04.2026	>1 mld PLN
Modlin - Modlin Lotnisko	2.07.2026	2.04.2026	ok. 256
Gdów - Szczyrzyc	b.d.	2Q'26	>1 mld PLN
Piotrków - Bełchatów	b.d.	2Q'26	> 100 mln PLN
Orzesze Jaśkowice - Tychy	b.d.	2Q'26	> 100 mln PLN
Jstrzębie Zdrój - Katowice	b.d.	3Q'26	> 100 mln PLN
Toruń Gł. - Toruń Wsch.	b.d.	3Q'26	ok 557

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

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

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

Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Priorytetem inwestycji kolejowych CPK jest 480 km linii KDP "Y", łączącej Warszawę oraz Łódź z Poznaniem i Wrocławiem. Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania ma być odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W 2025 roku podpisano umowę na budowę tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (1,8 mld PLN – Porr) oraz bocznicę 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](#)).

Suma ogłoszonych >3 mld PLN

\*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

**Przetargi z obszaru budownictwa kolejowego w ramach projektu CPK**

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]	uwagi
Budowa tunelu dalekobieżnego w Łodzi (LK 85) Retkinia - Fabryczna	20.12.2024	29.07.2024	1 761	umowa z Porr
Projekt i budowa bocznic kolejowej	12.09.2025	7.04.2025	116	umowa: Track-Tec/Unibep
<b>Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2</b>	<b>4Q'26</b>	<b>27.10.2025</b>	<b>9 243</b>	<b>dialog konkurencyjny</b>
<b>Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Węzeł CPK (bez węzła)</b>	<b>2Q'27</b>	<b>29.12.2025</b>	<b>&gt;5000</b>	<b>dialog konkurencyjny</b>
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

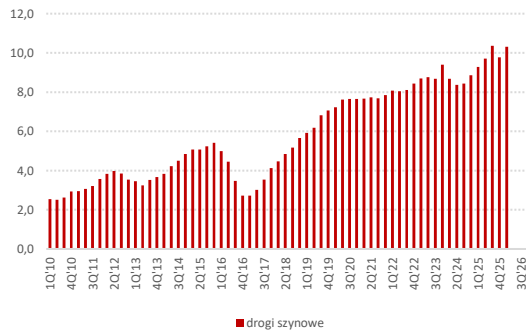
**Postępowanie na „Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2”:**

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

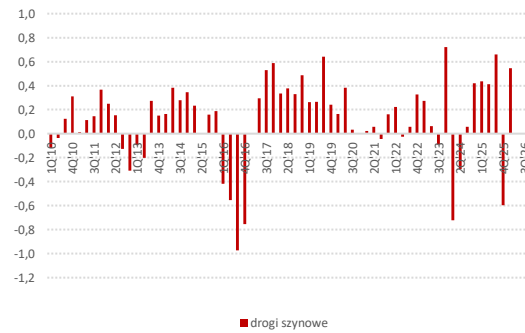
**Postępowanie na „Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Węzeł CPK (bez węzła)”:**

- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyło sześć konsorcjów (nie będzie konieczna wstępna selekcja, ponieważ taki poziom ofert zakładał CPK w warunkach postępowania): 1) Budimex, 2) **ZUE (lider)** – Duna - PolAqua, 3) Torpol - Mirbud, 4) Trakcja - Porr, 5) Gulermak – Unibep – TracTec - PPMT oraz 6) MS Warszawa – Intercor – NDI.

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

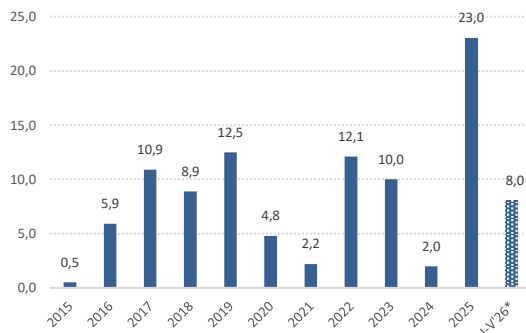


Nakłady na drogi szynowe zmiana r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



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

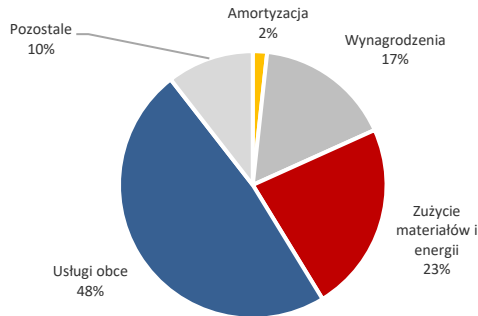
Źródło: DM BDM S.A., GUS

### 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

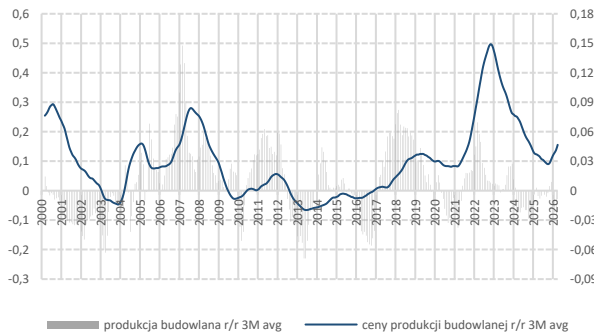
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

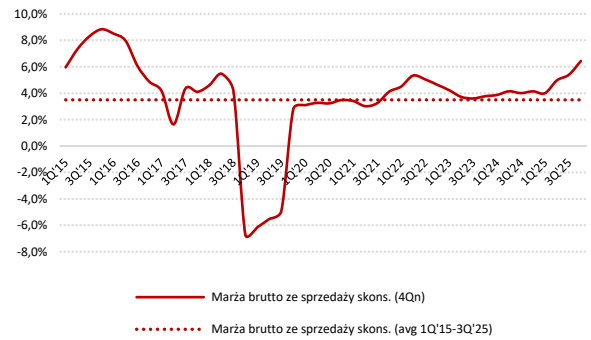
## CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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



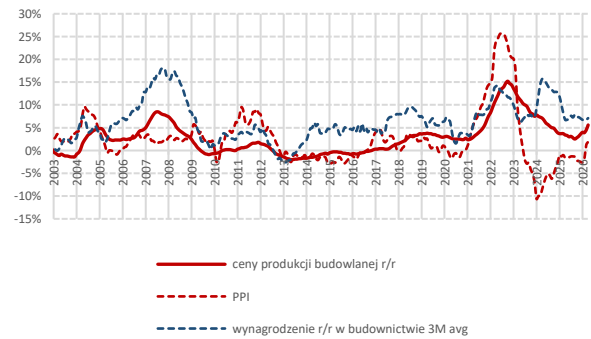
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

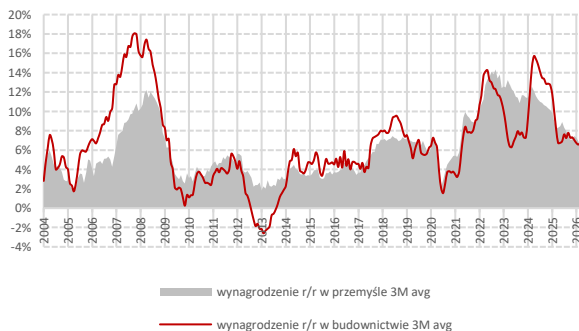
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

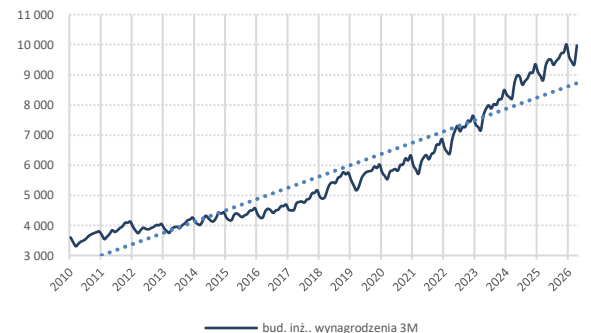
Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku'22 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie obniżała się. We wrześniu'25 odnotowano lokalny dołek na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach dynamika przyspieszyła. W kwietniu'26 osiągnęła 5,6% r/r (najwyższy odczyt od lipca'24). W kolejnych miesiącach, ze względu na negatywny wpływ cen ropy na szereg materiałów budowlanych (np. asfalt, tworzywa sztuczne) i koszty ich transporty zakładamy, że trudno może być o powrót do poziomów <3%, które przejściowo widzieliśmy w kilku miesiącach 2025 roku.

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce (średnia 3M)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Przeciętne wynagrodzenie w budownictwie inżynierskim (średnia 3M, PLN/m-c)



Źródło: DM BDM S.A., GUS

## CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

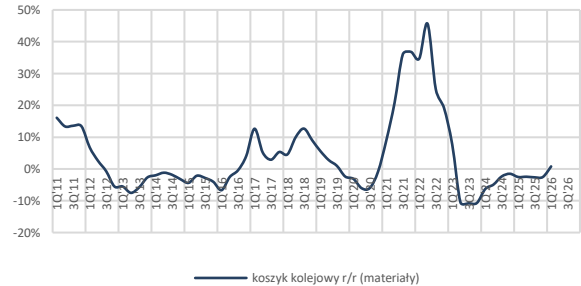
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



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

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

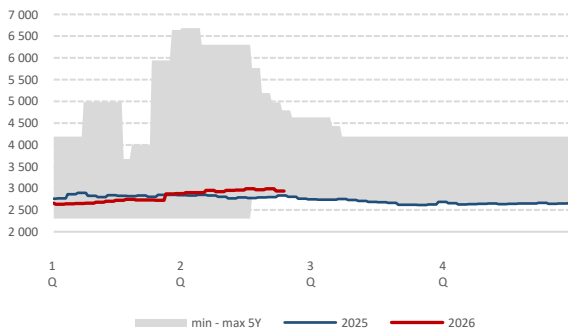


Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 1Q'26 wykazały +1% wzrost r/r (-3% w 4Q'25). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą). Wskaźnik był nieprzerwanie ujemny od 2Q'23. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla PKP PLK dane za 1Q'26 wykazują +1% r/r (brak zmian w 4Q'25).

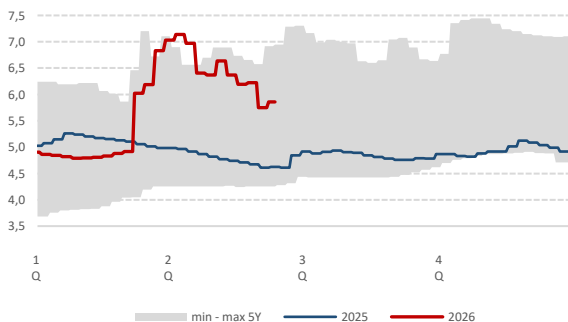
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Wysokie pozostawały ceny kruszyw czy cementu. Od 2H'25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

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



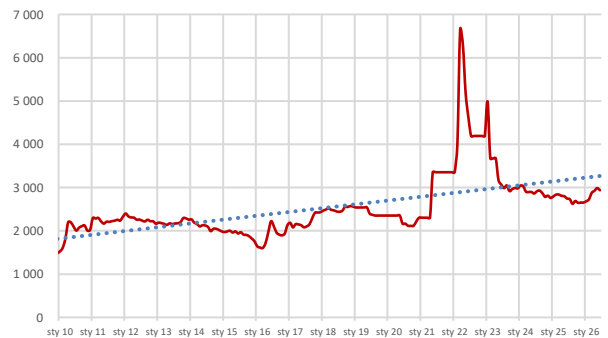
Źródło: DM BDM S.A., PUDS (cena max)

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



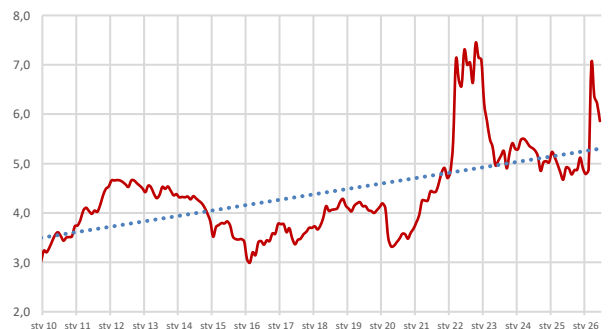
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



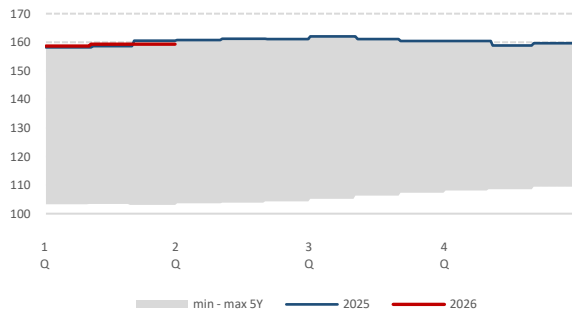
Źródło: DM BDM S.A., PUDS (cena max)

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



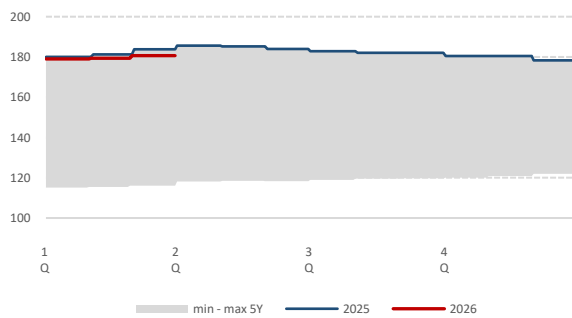
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS\*



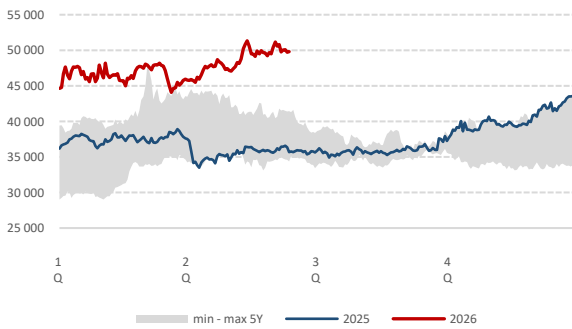
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za III'26

Cement – indeks GUS\*



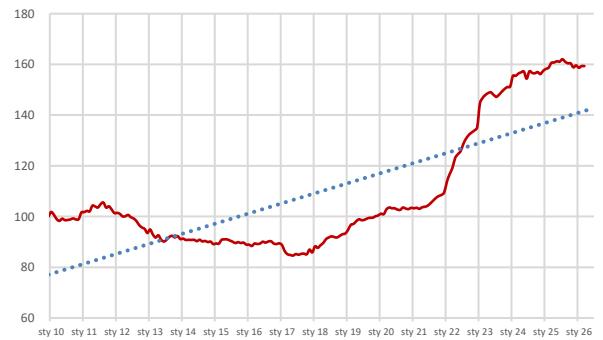
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za III'26

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



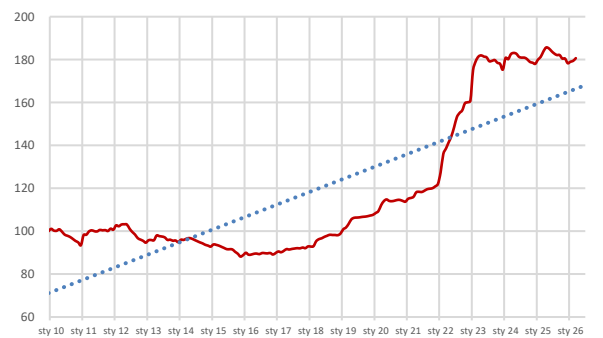
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS\*



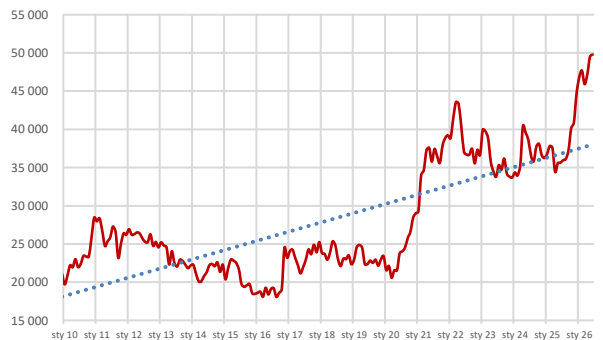
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS\*



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

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

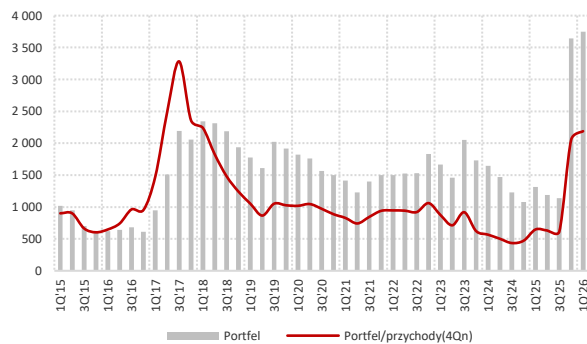
## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
<b>2026</b>					
cze 26	PKP PLK	LK 8 Miąsowa - Jędrzejów - Sędziszów (LOT - B2_1, LOT - B1_2)	780,8	nko	92%
maj 26	Cluj-Napoca	Metropolitalna kolej w Cluj	128,5	maj 29	99%
kwi 26	PKP PLK	LK 201 Wierzchucin – Lipowa Tucholska	457,5	nko	60%
kwi 26	M. Kraków	Utrzymanie, konserwacja oświetlenia dla Gminy Miejskiej Kraków	32,9	mar 30	103%
<b>2025</b>					
gru 25	PKP PLK	LK 202 Gdynia Chylonia - Łębork	2 617,6	lip 30	86%
lis 25	M. Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2025 - 2028	65,5	gru 28	0%
kwi 25	PKP PLK	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łapy	329,1	kwi 29	95%
<b>2024</b>					
lut 24	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	4Q'26	131%
<b>2023</b>					
paź 23	PKP PLK	Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe	785,1	cze 27	99%
sie 23	ZDM Kraków	Przebudowa torowiska ul. Zwierzyniecka/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”	104,0	gru 24	204%
<b>2022</b>					
gru 22	C.F.R.	SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów)	311,0	gru 26	106%
gru 22	C.F.R.	SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)	129,0	gru 26	113%
wrz 22	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej: Kórnicka – os. Lecha (Odcinek I)	67,1	lut 24	---
wrz 22	Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025	123,0	wrz 25	---
lip 22	PKP Cargo	Budowa terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach	100,0	paź 23	182%
mar 22	Dąbr. Górn.	Przebudowa torowiska tramwajowego w ciągu ul. Sobieskiego i ul. Królowej Jadwigi	69,0	gru 23	---
<b>2021</b>					
gru 21	Warszawa	Budowa zajezdni Annapol	436,8	paź 24	176%
lis 21	Szczecin	Przebudowa torowiska z trakcją z rozbudową pętli Pomorzany w Szczecinie	280,0	lip 25***	---
wrz 21	Dąbr. Górn.	Przebudowy torowiska w ciągu ul. Królowej Jadwigi i ul. Piłsudskiego (al. Róż do ul. Kasprzaka)	92,0	mar 24	221%
<b>2020</b>					
gru 20	Szczecin	Przebudowa torowiska wraz z siecią od pl. Żołnierza do pętli Niebuszewo /ul. Matejki/Piłsudskiego	141,8	lip 25	---
kwi 20	Gorzów Wlkp.	Przebudowa drogi wraz z torowiskiem w ul. Chrobrego i ul. Mieszka I	53,3	maj 22	---

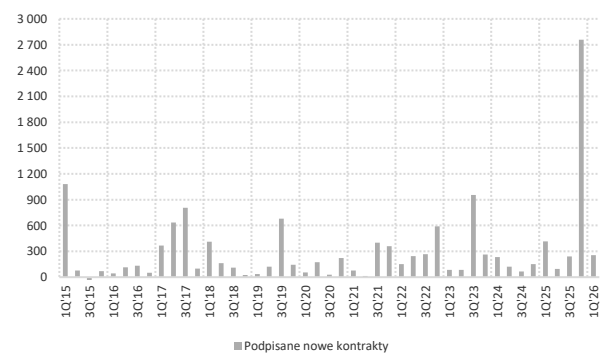
Źródło: BDM S.A., spółka, \*w części dla spółki w przypadku konsorcjum, wg informacji z raportu bieżącego/okresowego, \*\*wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, \*\*\* kontrakt w toku; nko – najkorzystniejsza oferta, nc – najniższa cena

#### Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

#### Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]\*



Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*jako różnica zmiany backlogu i przychodów w danym Q

- Portfel ZUE wynosił 3,75 mld PLN po 1Q'26 i jest rekordowy w historii. Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). Pozostałą część stanowią kontrakty utrzymaniowe oraz zamówienia spółki handlowej.
- Największą pozycję w portfelu stanowi pozyskany w grudniu'25 kontrakt dla PKP PLK na 2,6 mld PLN (Gdynia Chylonia – Łębork, oferta 3% poniżej II ceny, 14% poniżej budżetu). Termin realizacji to blisko 5 lat od momentu podpisania, kontrakt ma charakter P&B, ale prawdopodobnie możliwa jest „sprzedaż” materiałów na jego początku, co może nieco wygładzić rozłożenie się przychodów w czasie.
- Przy naszej poprzedniej rekomendacji na początku kwietnia'26 spółka miała złożone trzy najniższe cenowo oferty w przetargach PKP PLK (1,6 mld PLN) oraz w przetargu kolejowym w Rumunii (0,1 mld PLN udziału w konsorcjum). Kontrakt w Rumunii został już podpisany. W przypadku PKP PLK w dwóch przetargach oferty spółki zostały wybrane jako najkorzystniejsze (1,2 mld PLN – LK8 i LK201), natomiast w jednym (0,4 mld PLN – LK8) oferta została odrzucona.
- W przypadku odrzuconej oferty na LK8 (Sitkówka Nowiny – Miąsowa) w poprzednim raporcie zwracaliśmy uwagę, że w arkuszu z ofertami prezentowanymi na stronie zamawiającego cena całkowita nie była równa cenie podstawowej + opcje. Ostatecznie oferta spółki została odrzucona z powodu rażąco niskiej ceny i braku odpowiedniego uzasadnienia ze strony spółki (nie można wykluczać scenariusza, że spółka sama doszła do wniosku, że będzie bronić oferty, mając zbudowany rekordowy portfel, z drugiej strony odcinek mógł dawać jakieś synergii z sąsiednim odcinkiem, gdzie oferta spółki została uznana za najkorzystniejszą).

- Zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich kwartałach kończyła kolejne stare kontrakty (LCS Kutno, Skarżysko – Sandomierz czy Chabówka – Zakopane – ten ostatni formalnie wypadł w 1Q'26 z listy kontraktów realizacji) z okresu, kiedy konkurencja na przetargach była wymagająca. Umowy te miały znaczne opóźnienie w stosunku do pierwotnych harmonogramów (m.in. kwestia opóźnień administracyjnych czy zmian zakresu prac), co generowało dodatkowe koszty stałe w stosunku do pierwotnych budżetów.
- W końcówki 2021 (na początku 2022 wybuchła wojna w Ukrainie) pochodziły dwa duże kontrakty tramwajowe: zajezdnia Annapol (wygrana wyraźnie powyżej budżetu, „po drodze” spółka przejęła zakres partnera) oraz kontrakt w Szczecinie (podpisany nieco poniżej budżetu inwestora). Kontrakt na Annapol według oficjalnych informacji ze strony zamawiającego zakończył się w 4Q'24, ale w 1H'25 prowadzono jeszcze prace poprawkowe ([link](#), z konferencji wynikowej spółki po 4Q'25 wynika, że finansowo kontrakt został już rozliczony z zamawiających, spółka natomiast wykonuje jeszcze naprawy gwarancyjne). Natomiast kontrakt w Szczecinie wydłużono oficjalnie o dwa lata, do 2025 roku, ale z informacji prasowych wynika, że potrwa co najmniej do połowy 2026 roku ([link](#)).
- **Kontrakty na rynku rumuńskim** spółka podpisała na przełomie 2022/23. W momencie podpisywania miały one łączną wartość ok. 490 mln PLN dla ZUE w konsorcjum (ok 10% negatywny wpływ umocnienia PLN vs RON, ale kontrakt podlega też waloryzacji). W sumie są to 64 kontrakty na prace Quick Wins (47 kontraktów poprzez CF Cluj, odcinki: Apahida-Baia Mare, Razboieni-Episcopia Bihor i Arad-Oradea oraz 17 poprzez CF Brasov, odcinki: Bucuresti-Brasov-Cluj; [link1](#), [link2](#), [link3](#)) mające na celu zniesienie ograniczeń prędkości i przywrócenie parametrów technicznych kolei (głównie w efekcie wymiany elementów nawierzchni torowej, jak szyny, podkłady, urządzenie torowe i kruszywo). Prace finansowane są z środków rumuńskiego KPO.
- Prace w Rumunii planowo miały potrwać na kontraktach do 3Q'24 (Brasov) a na części do 1Q'25 (Cluj). Z konferencji wynikowych spółki wynika, że mają one opóźnienia czasowe (poprawki w projektach, konieczność uwzględnienia innych prowadzonych równolegle inwestycji). W przychodach do 1Q'26 rozpoznano łącznie 406 mln PLN (w tym 100 mln PLN w 2023, 155 mln PLN w 2024 roku i 131 mln PLN w 2025). Z danych prezentowanych na stronie lokalnego zarządcy infrastruktury ([link](#)) wynika, że odcinki mają bardzo zróżnicowany stopień zaawansowania prac a terminy ukończenia są obecnie ustalone na koniec 4Q'26.
- **Spory sądowe.** Obecnie spółka jest stroną istotnych postępowań sądowych jedynie po stronie wierzytelności (spółka wnioskuje o dopłaty do kontraktów; brak obecnie sporów po stronie zobowiązań), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte przez ZUE wyniki finansowe czy cash flow.

**Istotne sprawy sądowe**

sprawa	Data	kwota wnioskowana przez ZUE [mln PLN]*
Biadolinie – Tarnów	2016	15,7**
Biadolinie – Tarnów	2023	7,0
Częstochowa – Zawiercie	2020	34,8
3 odcinki - waloryzacje	2021	15,0
1 odcinek - waloryzacja	2022	6,0
ul. Igołomska	2022	6,0***
Trzebinia - Cz-DZ	2023	23,6
Bocznicza WSSE Invest-Park	2025	6,8
<b>suma</b>		<b>114,9</b>

Źródło: DM BDM S.A., spółka, \* w przypadku występowania w konsorcjum kwota przypadająca na ZUE

\*\*zasądzono 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, ale sąd apelacyjny uchylił wyrok, \*\*\* o osobną kwotę wnioskuje Energopol

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### Wyniki za 1Q'26 [mln PLN]

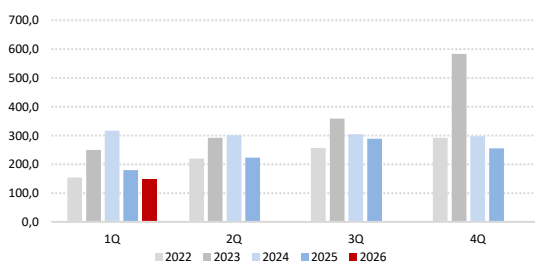
	1Q'25	1Q'26	zmiana r/r	1Q'26W	odchyl	1Q'26P BDM	odchyl
Przychody	180,1	148,1	-17,8%	148,1	0,0%	193,7	-23,5%
Wynik brutto na sprzedaży	5,4	4,5	-16,5%	4,5	0,7%	7,2	-37,2%
Wynik na sprzedaży	-3,7	-4,1	---	---	---	-2,3	---
PPO/PKO	-0,9	0,4	---	---	---	0,0	---
EBITDA	-0,5	0,3	---	---	---	1,4	-78,3%
EBIT	-4,6	-3,7	---	-3,7	---	-2,3	---
Zysk brutto	-6,1	-5,4	---	---	---	-3,0	---
Zysk netto przed wył. mniejszości	-4,8	-4,4	---	-4,4	---	-2,4	---
Zysk netto	-4,8	-4,2	---	---	---	-2,3	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,0%	3,1%	---	3,3%	---	3,7%	---
Marża EBITDA	-0,3%	0,2%	---	---	---	0,7%	---
Marża EBIT	-2,5%	-2,5%	---	-2,5%	---	-1,2%	---
Marża zysku netto	-2,7%	-3,0%	---	-3,0%	---	-1,2%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka przedstawiła pełny raport za 1Q'26. W połowie maja podawała już wstępne wyniki skonsolidowane i jednostkowe. Finalne wyniki są zgodne z szacunkami spółki.
- W 1Q'26 na poziomie przychodów ZUE miało 148 mln PLN (-18% r/r). Spadek przychodów r/r, jest głównie konsekwencją relatywnie długiej zimy. Spodziewaliśmy się wyższego odczytu, biorąc pod uwagę relatywnie niską bazę i rekordowy portfel (w kontrakcie Gdynia – Łębork miała dość szybko zacząć się sprzedaż materiałów)
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 1Q'26 (3,1%) była minimalnie lepsza r/r, ale też nieco poniżej naszych oczekiwań (3,7% w naszej prognozie). Zbliżona do naszych oczekiwań była marża na poziomie jednostkowym (3,7%), natomiast rozczarował poziom marży w jednostkach zależnych (-2,3%). W 1Q'26 spółka zmniejszyła rezerwy na straty o -1,5 mln PLN q/q. Kwartalne marże w ostatnim czasie pozostają bardzo zmienne (w 4Q'25 mieliśmy wysokie odczyty związane m.in. z punktowym rozliczeniem starszych kontraktów czy ugodą z PKP Cargo).
- EBIT wyniósł -3,7 mln PLN (vs -4,6 mln PLN rok temu). Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +0,4 mln PLN.
- Saldo finansowe było ujemne (-1,7 mln PLN)
- Wynik netto to -4,2 mln PLN (vs -4,8 mln PLN w 1Q'25).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 1Q'26 20 mln PLN (w całym 2025 na poziomie 131 mln PLN, od początku realizacji kontraktów na tamtejszym rynku jest to 406 mln PLN).
- Dług netto po 1Q'26 wyniósł 23 mln PLN (rok temu na poziomie 40 mln PLN). CF operacyjny w 1Q'26 był dodatni (+8 mln PLN).
- Obecny portfel zamówień wynosi ok. 3,75 mld PLN netto, co jest największą wartością w historii spółki. Spółka ma obecnie złożone najkorzystniejsze oferty w przetargach o łącznej wartości ok. 1,62 mld PLN.

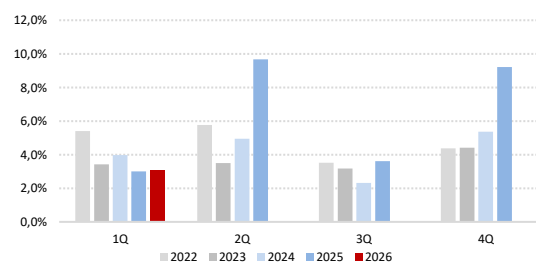
Finalne wyniki zbieżne z publikowanymi wcześniej szacunkami. Wyniki za 1Q'26 lekko rozczarowały, jednak biorąc pod uwagę, trudne w tym roku warunki zimowe nie powinny być zaskoczeniem. Trochę zbyt optymistycznie podeszliśmy do przychodów (na konferencji wynikowej spółka wskazywała m.in., że szybko przejdzie do sprzedaży materiałów na kontrakcie Gdynia – Łębork – być może przeceniliśmy ten czynnik). Marża jednostkowa była zbliżona do naszych oczekiwań, rozczarował natomiast wynik jednostek zależnych. Portfel spółki jest obecnie na rekordowym poziomie po podpisaniu umowy na odcinek Gdynia Chylonia – Łębork w końcówce 2025 roku z 2,6 mld PLN (kontrakt powinien zapewnić spółce stabilną „bazę” na kolejne 4-5 lat).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



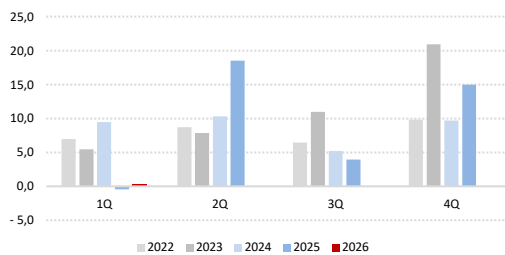
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży



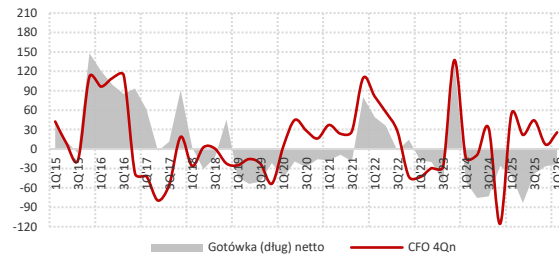
Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 4Q'25 (26/03/2026) - brak konferencji po 1Q'26**

**4Q'25/2025**

- w 2025 roku spółka skupiła się na rozliczeniu starych kontraktów
- relatywnie wysoka marża w 2025 roku jest efektem kończenie kontraktów oraz korzystnych rozliczeń, dopłat
- w sporej mierze dopłaty są do podziału z podwykonawcami
- Energopol miał dodatni wynik w 2025 roku (łącznie ze spółką niemiecką wpływ był na poziomie +3 mln PLN)
- spółka handlowa była na lekkim minusie w 2025 roku
- wahania marży pomiędzy kwartałami związane były z rewizjami budżetów
- wzrost rezerwy na straty w 4Q'25 wynika z jednego kontraktu, spółka negocjuje dodatkowe płatności
- ugoda z PKP Cargo – zaksięgowana w marży brutto, zostało utworzone dyskonto w kosztach

**Perspektywy**

- spółka chce poprawiać wyniki, chce utrzymywać dobrą marżę
- sytuacja kosztowa jest nieprzewidywalna
- spółka ofertowała w realistycznych cenach, nadal uważa, że tak jest, ale trudno odpowiedzieć co będzie się działo z cenami materiałów
- spółka ma długoterminowe umowy z dostawcami, ale nie są one w stanie zabezpieczyć cen
- spółka nie widzi wąskich gardeł wewnątrz, ale dla całego rynku problemem jest malejący potencjał kadrowy
- spółka nie spodziewa się już negatywnego wpływu ze starych kontraktów
- nie będzie 1:1 powtórki z 2016/17 – nie było wtedy waloryzacji (choć powinna być wyższa – prowadzone są rozmowy)
- wzrost kosztów nastąpi na pewno, ale kilka procent nie zaszkodzi rynkowi (kilkadziesiąt procent byłoby problemem)

**Dywidenda**

- spółka chciałaby wypłacać dywidendę

**CAPEX**

- obecny park maszynowy jest wystarczający do obsługi backlogu i pipeline
- w 2026 roku głównie odtworzeniowe inwestycje

**Dług/gotówka**

- ok 60 mln PLN zaangażowane w Rumunii w kapitał obrotowy
- spółka nie widzi problemu po stronie kapitału obrotowego dla realizacji backlogu
- w 2026 roku spółka otrzymała I zaliczkę na 40 mln PLN na Gdynia – Łębork, chce sprzedawać materiały na kontrakcie, spółka musi wydać zaliczkę, aby otrzymać kolejną

**Backlog**

- spółka jest przygotowana na skalę portfela, przerabiała już 1,5 mld PLN/rok
- spółka chce jeszcze powiększać portfel
- w 2025 roku spółka pozyskała 3,1 mld PLN nowych kontraktów
- w pipeline jest obecnie ok 1,8 mld PLN (3 kontrakty dla PKP PLK + 2 kontrakty w Rumunii) – są to kontrakty „buduj”
- spółka chce być obecna na rynku CPK

**CPK**

- ogłaszane przetargi na koleje dużych prędkości – inne wymagania niż w PKP PLK (CPK bierze pod uwagę też referencje drogowe, być może zostaną wprowadzone zmiany)
- spółka weźmie udział w konsorcjum w przetargu na pierwszy odcinek kolejowy CPK (ewentualnie w komponencie energetycznym)
- Kontrakt Annopol
- kontrakt zakończony, trwa usuwanie usterek, które powinny zakończyć się w 1H'26 (spółka ma związane rezerwy),
- kontrakt nie ma ryzyk finansowych (poza naprawą usterek gwarancyjnych)

**Gdynia – Łębork**

- przerób w 2026 nie będzie znaczący, harmonogramy są dopiero w trakcie tworzenia
- spółka przygotowywała się do kontraktu już przed jego formalnym pozyskaniem (koncepcja, umowy ramowe z dostawcami)

**Waloryzacja w PKK PLK**

- liczona od terminu 28 dni przed ofertą

**Rynek tramwajowy**

- spółka ma dwa kontrakty potencjalnie do podpisania (po odwołaniach)
- spółka chce złożyć sporą ofertę w Bukareszcie

**Niemcy**

- spółka ma certyfikat na sieci trakcyjne, jest nadal w trakcie uzyskiwania certyfikatu na prace
- spółka chce startować w małych przetargach
- rynek jest inaczej zorganizowany niż rynek polski (m.in. duża biurokracja budów, duże problemy z dopuszczeniem maszyn – konieczne są lokalnie wyprodukowane maszyny, które spółka musi dzierżawić), rynek dość zamknięty
- marżowość pierwszych kontraktów jest dobra
- lokalna akwizycja mogłaby ułatwić obecność na rynku
- spółka ma spore ambicje, chce być zauważalna na rynku

**Rumunia**

- pozostało 94 mln PLN do realizacji
- waloryzacja kontraktów jest bez limitu
- spółka traci na różnicach kursowych
- długie są procedury fakturowania
- spółka chce na tym rynku rosnąć, ma zbudowaną organizację (opartą w sporej części na lokalnych pracownikach), potrafi się na nim poruszać

**Self-cleaning Budimexu**

- sprawa jest „naprawialna”

**Konferencja dla prasy**

- spółka chce zwiększyć przychody r/r w 2026
- spółka powinna rozpocząć prace na Gdynia – Łębork jeszcze w 2026 roku
- spółka ma nadal możliwość zwiększenia portfela
- spółka jest przygotowana na 2 mld PLN przychodu rocznie

**Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]**

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>249,3</b>	<b>292,4</b>	<b>359,0</b>	<b>583,5</b>	<b>316,2</b>	<b>301,0</b>	<b>304,3</b>	<b>297,9</b>	<b>180,1</b>	<b>222,6</b>	<b>288,1</b>	<b>255,0</b>	<b>148,1</b>	<b>228,6</b>	<b>272,8</b>	<b>370,7</b>
Budownictwo	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0	286,4	277,9	166,5	209,1	265,6	232,9	136,6	215,0	250,0	348,4
Handel	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	17,9	20,0	13,6	13,5	22,5	22,0	11,6	13,6	22,8	22,3
Projektowanie	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>8,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>25,8</b>	<b>12,6</b>	<b>14,9</b>	<b>7,0</b>	<b>16,0</b>	<b>5,4</b>	<b>21,6</b>	<b>10,4</b>	<b>23,5</b>	<b>4,5</b>	<b>13,8</b>	<b>11,5</b>	<b>22,4</b>
Budownictwo	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7	5,8	14,8	4,8	20,7	9,0	22,0	4,0	12,9	10,0	20,9
Handel	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3	1,3	1,2	0,8	0,9	1,4	1,5	0,6	1,0	1,6	1,6
Projektowanie	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
SG&A	6,8	7,5	8,0	8,1	7,9	8,1	8,0	9,9	9,1	9,1	10,2	11,4	8,6	9,0	10,2	11,5
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>17,6</b>	<b>4,7</b>	<b>6,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>12,4</b>	<b>0,3</b>	<b>12,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>1,3</b>	<b>10,9</b>
Saldo PPO/PKO	0,2	1,3	3,9	-0,5	1,0	-0,2	2,2	-0,5	-0,9	2,1	-0,2	-1,1	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>	<b>11,0</b>	<b>20,9</b>	<b>9,5</b>	<b>10,3</b>	<b>5,2</b>	<b>9,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>18,5</b>	<b>3,9</b>	<b>15,0</b>	<b>0,3</b>	<b>8,5</b>	<b>5,0</b>	<b>14,3</b>
EBIT	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6	1,2	5,6	-4,6	14,5	0,0	11,0	-3,7	4,8	1,3	10,9
Zysk (strata) brutto	2,0	3,7	7,8	15,4	3,0	6,3	-1,3	4,1	-6,1	12,3	-0,4	8,1	-5,4	3,9	0,6	10,5
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>1,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>10,9</b>	<b>1,0</b>	<b>6,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>10,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,4</b>	<b>8,4</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>3,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>3,6%</b>	<b>9,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>6,0%</b>
Budownictwo	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	3,8%	4,9%	2,0%	5,3%	2,9%	9,9%	3,4%	9,4%	2,9%	6,0%	4,0%	6,0%
Handel	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	7,5%	6,9%	7,1%	5,9%	6,2%	6,8%	6,1%	6,9%	5,2%	7,0%	7,0%	7,0%
Projektowanie	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,0%	3,4%	1,7%	3,3%	-0,3%	8,3%	1,4%	5,9%	0,2%	3,7%	1,8%	3,9%
Marża EBIT	0,8%	1,4%	2,0%	2,9%	1,8%	2,2%	0,4%	1,9%	-2,5%	6,5%	0,0%	4,3%	-2,5%	2,1%	0,5%	2,9%
Marża netto	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,7%	4,7%	-0,2%	2,3%	-2,9%	1,4%	0,1%	2,3%
<b>CFO</b>	<b>-29,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-34,1</b>	<b>196,9</b>	<b>-180,6</b>	<b>9,0</b>	<b>6,7</b>	<b>49,3</b>	<b>-10,6</b>	<b>-23,6</b>	<b>29,1</b>	<b>11,9</b>	<b>8,3</b>	<b>0,0</b>	<b>10,0</b>	<b>47,5</b>
<b>Dług netto</b>	<b>17,3</b>	<b>20,1</b>	<b>50,5</b>	<b>-134,2</b>	<b>50,2</b>	<b>75,8</b>	<b>73,0</b>	<b>26,3</b>	<b>39,9</b>	<b>83,4</b>	<b>37,9</b>	<b>26,8</b>	<b>23,3</b>	<b>26,9</b>	<b>20,6</b>	<b>-24,2</b>

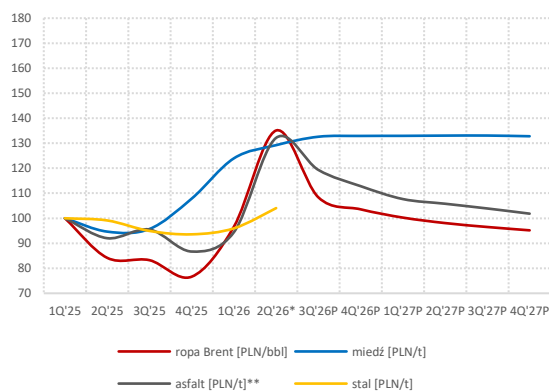
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2026		zmiana	2027		zmiana	2028		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 022,4	1 020,2	-0,2%	1 523,1	1 520,9	-0,1%	1 723,9	1 721,6	-0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	54,2	52,3	-3,5%	76,3	73,6	-3,6%	89,7	86,5	-3,6%
EBITDA	27,2	28,1	3,3%	46,2	46,0	-0,3%	57,3	56,9	-0,8%
EBIT	12,5	13,4	6,9%	31,4	31,3	-0,3%	42,6	42,1	-1,1%
Zysk (strata) netto	8,0	7,7	-3,2%	23,5	23,5	0,1%	33,2	33,0	-0,7%
Dług (gotówka) netto	-24,6	-24,2	-1,5%	-51,7	-51,3	-0,8%	-70,1	-69,3	-1,1%
Marża brutto ze sprzedaży	5,3%	5,1%		5,0%	4,8%		5,2%	5,0%	
Marża EBITDA	2,7%	2,8%		3,0%	3,0%		3,3%	3,3%	
Marża EBIT	1,2%	1,3%		2,1%	2,1%		2,5%	2,4%	
Marża zysku netto	0,8%	0,8%		1,5%	1,5%		1,9%	1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*z 07/04/2026

- Wyniki 1Q'26 były generalnie nieco niższe od naszych oczekiwań, zakładamy jednak, że spółka nadrobi wyniki w kolejnych kwartałach (zwracamy uwagę, że już w 1Q'26 wpłynęła I rata zaliczki na kontrakcie Gdynia – Łębork, spółka powinna wykorzystać ją na zakup materiałów, co nie stało się jeszcze w 1Q'26).
- Od czasu naszej poprzedniej rekomendacji z pozytywnych aspektów zwracamy uwagę na zbliżenie się do pozyskania kolejnych umów z PKP PLK (na 1,2 mld PLN). Z drugiej strony spółka straciła szanse na pozyskanie kontraktu na 0,4 mld PLN (odrzućenie oferty spółki ze względu na niską cenę).
- Natomiast głównym negatywnym czynnikiem pozostaje trwający od lutego'26 konflikt na Bliskim Wschodzie, który ma przełożenie na rynek surowcowy. Relatywnie bardziej dotyka to branży drogowej niż kolejowej (ceny asfaltu są w dużej mierze skorelowane z ropą). Rynek terminowy zakłada nadal w dość krótkiej perspektywie normalizację cen ropy i jej pochodnych. Natomiast na wyższych poziomach niż w 2025 mają pozostać ceny miedzi (wzrosły one już na przełomie 2025/26).

**Indeks cen bazowych surowców w ostatnich kwartałach i ich krzywa terminowa [1Q'25=100] – obecnie**


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

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


- Nieznacznie korygujemy nasze krótkoterminowe prognozy: nieznacznie bardziej konserwatywnie podchodzimy do marż, natomiast nieco obniżamy też zakładane koszty SG&A (niższe od oczekiwań w 1Q'26).
- Z wcześniejszych wypowiedzi prezesa spółki (po 4Q'25) można wnioskować, że ambicją spółki jest przerób roczny na poziomie 2,0 mld PLN ([link](#)). W perspektywie 2030 nasza projekcja w modelu zakłada obecnie nieco ponad 1,8 mld PLN.
- Przychody w 2026 roku powinny się opierać w sporej mierze na kontraktach dla PKP PLK takich jak Katowice – Będzin (pozyskany był w korzystnym „okienku” przetargowym w 2023 roku, obecnie jego wartość, po aneksach, to 104% budżetu PKP PLK z przetargu) czy Łomża – Śniadowo – Łąpy (pozyskany na początku 2025 roku za 95% budżetu PKP PLK). W sprzedaży powinny pojawić się także pierwsze przychody z kontraktu Gdynia – Łębork (projektowanie + sprzedaż części materiałów, ale zwracamy tu uwagę, że spółka zwykle na takim etapie rozpoznaje kontrakty na „zerowej” marży).
- Zakładamy, że spółka wypracuje w 2026 roku wzrost przychodów do 1,02 mld PLN (+8% r/r), ale zysk netto spadnie z 11,0 mln PLN do 7,7 mln PLN (-30% r/r). Zwracamy przy tym uwagę, że baza z 2025 roku jest podbita m.in. przez ugodę z PKP Cargo (szacujemy wpływ na zysk netto na ok. +5-6 mln PLN w 2025 roku).
- Potencjalne przetargi do wygrania w PKP PLK (1,2 mld PLN) – to już przetargi na etapie wyboru najkorzystniejszych ofert, co zwiększa prawdopodobieństwo podpisania finalnych umów (nie można jednak wykluczać jakiś odwołań konkurencji).
- Nasze prognozy na kolejne lata oparte są na założeniu, że spółka podpisze w 2026 roku umowy na dwa wspomniane kontrakty dla PKP PLK z dużym prawdopodobieństwem oraz będzie w stanie złożyć najkorzystniejszą ofertę na jeszcze jakimś przetargu średniej wielkości w tym roku.
- Spółka obserwuje ożywienie w przetargach tramwajowych, gdzie od lat posiada silną pozycję. Naszym zdaniem trudno jednak na razie mówić o jakiejś regularności czy wysypie takich postępowań.
- Spółka buduje także ekspozycję na rynki zagraniczne (obecnie głównie w Rumunii, aktywność przetargowa w Słowacji, pierwsze, małe, zlecenia w Niemczech).
- Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscylowała w okolicy 4-5% (średnia ważona za ostatnie 5 lat to 4,5%). W 2025 roku było to 6,4%, najwyższe od 2015 roku, jednak należy brać pod uwagę, że jest ona pod wpływem zdarzeń o charakterze „jednorazowym” (ugoda z PKP Cargo, rozliczenie dopłat na starych kontraktach). W 2026 roku zakładamy spadek r/r do 5,1% (m.in. efekt ostrożnego podejścia do rozpoznawania marż w otoczeniu dużej zmienności czynników kosztowych). Zaznaczamy, że spółka

docelowo chciałaby osiągać 6% rentowności brutto ze sprzedaży i taki poziom zakładamy w długim terminie (2031+). Należy jednak pamiętać, że mimo wszystko mamy obniżoną widoczność marży na 2026+. Rynek kolejowy był po długim okresie braku postępowań przetargowych, a samo ZUE było już na początku cyklu pod presją odbudowania portfela.

- Udział ZUE w rynku inwestycji finansowanych przez PKP PLK to ok. 4% za ostatnie lata. Nakłady inwestycyjne PKP PLK mają sięgać w latach 2025-29 średnio ok 15 mld PLN/rok. Należy przy tym wziąć pod uwagę, że sam kontrakt Gdynia – Łębork zapewni po 0,5-0,6 mld PLN przychodów/rok. Przy podpisaniu trzech umów z PKP PLK, gdzie spółka ma najniższą ceną, dołożyć można kolejne ok 0,4 mld PLN/rok. Potencjalna nadwyżka to kolejne postępowania oraz kontrakty, które spółka ma już w portfelu. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok (wchodzą tu m.in. kontrakty utrzymaniowe w Krakowie), Energopol oraz Railway gft – każdy po kilkadziesiąt mln PLN przychodów. Do tego należy dodać rynki zagraniczne (Rumunia dodała w ostatnich latach po 100+ mln PLN/rok). Nowy obszar rynku w Polsce powinna tworzyć CPK.
- Zakładamy, że kolejne lata przyniosą poziom CAPEX na poziomie amortyzacji.
- Na koniec 2025 roku spółka miała 27 mln PLN długu netto. Przyjmujemy, że na koniec każdego kolejnego roku od 2026 w szczegółowej prognozie spółka będzie w stanie wykazywać gotówkę netto – w 2026 roku do spółki powinny wpłynąć zaliczki na nowe kontrakty (Gdynia – Łębork i kontrakty z pipeline). Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami od 2027 roku (w 2026 roku spółka nie wypłaci dywidendy, podobnie jak w 2025 roku).

**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>921,4</b>	<b>1 484,1</b>	<b>1 219,4</b>	<b>945,9</b>	<b>1 020,2</b>	<b>1 520,9</b>	<b>1 721,6</b>	<b>1 822,4</b>	<b>1 840,6</b>	<b>1 859,0</b>	<b>1 877,6</b>	<b>1 896,4</b>	<b>1 915,3</b>	<b>1 934,5</b>
Budownictwo	831,1	1 405,1	1 151,8	874,2	950,0	1 450,0	1 650,0	1 750,0	1 767,5	1 785,2	1 803,0	1 821,1	1 839,3	1 857,7
Handel	77,8	74,4	67,6	71,7	70,2	70,9	71,6	72,4	73,1	73,8	74,5	75,3	76,0	76,8
Projektowanie	8,5	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	4,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>42,8</b>	<b>55,9</b>	<b>50,5</b>	<b>60,9</b>	<b>52,3</b>	<b>73,6</b>	<b>86,5</b>	<b>95,9</b>	<b>101,3</b>	<b>112,1</b>	<b>113,2</b>	<b>114,3</b>	<b>115,5</b>	<b>116,6</b>
Budownictwo	31,1	49,9	46,0	56,4	47,8	68,8	81,7	91,1	96,4	107,1	108,2	109,3	110,4	111,5
Handel	10,9	4,5	4,6	4,7	4,7	5,0	5,0	5,1	5,1	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4
Projektowanie	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,5	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	26,2	30,4	33,8	39,8	39,3	42,3	44,4	45,7	45,9	50,7	50,9	51,1	51,2	51,4
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>16,6</b>	<b>25,6</b>	<b>16,6</b>	<b>21,1</b>	<b>13,0</b>	<b>31,3</b>	<b>42,1</b>	<b>50,2</b>	<b>55,4</b>	<b>61,3</b>	<b>62,3</b>	<b>63,3</b>	<b>64,2</b>	<b>65,2</b>
Saldo PPO/PKO	1,5	4,9	2,4	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>31,9</b>	<b>45,2</b>	<b>34,7</b>	<b>37,0</b>	<b>28,1</b>	<b>46,0</b>	<b>56,9</b>	<b>65,0</b>	<b>70,2</b>	<b>76,1</b>	<b>77,1</b>	<b>78,1</b>	<b>79,1</b>	<b>80,1</b>
EBIT	18,1	30,4	19,1	20,9	13,4	31,3	42,1	50,2	55,4	61,3	62,3	63,3	64,2	65,2
Zysk (strata) brutto	22,1	28,9	12,1	14,0	9,7	29,1	40,7	49,1	54,3	62,5	63,7	64,8	65,9	66,9
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>16,4</b>	<b>21,0</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>7,7</b>	<b>23,5</b>	<b>33,0</b>	<b>39,7</b>	<b>44,0</b>	<b>50,6</b>	<b>51,6</b>	<b>52,5</b>	<b>53,3</b>	<b>54,2</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>
Budownictwo	3,7%	3,6%	4,0%	6,4%	5,0%	4,7%	5,0%	5,2%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Handel	14,1%	6,1%	6,8%	6,5%	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Projektowanie	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	3,5%	3,0%	2,8%	3,9%	2,8%	3,0%	3,3%	3,6%	3,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	2,0%	2,0%	1,6%	2,2%	1,3%	2,1%	2,4%	2,8%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Marża netto	1,8%	1,4%	0,9%	1,2%	0,8%	1,5%	1,9%	2,2%	2,4%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%
<b>CFO</b>	<b>-42,6</b>	<b>137,5</b>	<b>-115,6</b>	<b>6,8</b>	<b>65,8</b>	<b>45,7</b>	<b>44,6</b>	<b>52,4</b>	<b>58,4</b>	<b>63,9</b>	<b>64,7</b>	<b>65,4</b>	<b>66,2</b>	<b>67,1</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-14,6</b>	<b>-134,2</b>	<b>26,3</b>	<b>26,8</b>	<b>-24,2</b>	<b>-51,3</b>	<b>-69,3</b>	<b>-73,9</b>	<b>-77,8</b>	<b>-84,0</b>	<b>-84,5</b>	<b>-85,0</b>	<b>-85,4</b>	<b>-85,9</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**DANE FINANSOWE**

	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>214</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>204</b>
Wartości niematerialne i prawne	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	134	124	124	124	124	124	124	124	125	125	125	125
Nieruchomości inwestycyjne	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Pozostałe aktywa trwałe	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>517</b>	<b>420</b>	<b>468</b>	<b>679</b>	<b>763</b>	<b>801</b>	<b>807</b>	<b>816</b>	<b>819</b>	<b>825</b>	<b>832</b>	<b>840</b>
Zapasy	28	41	23	35	39	42	42	42	43	43	44	44
Należności krótkoterminowe	433	345	372	555	628	664	671	677	684	691	698	704
Inwestycje krótkoterminowe	53	28	68	84	91	90	89	91	88	87	86	86
- w tym środki pieniężne	53	28	68	84	91	90	89	91	87	86	85	86
Pozostałe aktywa obrotowe	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
<b>Aktywa razem</b>	<b>732</b>	<b>623</b>	<b>672</b>	<b>883</b>	<b>967</b>	<b>1 005</b>	<b>1 011</b>	<b>1 020</b>	<b>1 024</b>	<b>1 030</b>	<b>1 036</b>	<b>1 044</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>205</b>	<b>216</b>	<b>224</b>	<b>243</b>	<b>265</b>	<b>271</b>	<b>276</b>	<b>282</b>	<b>283</b>	<b>284</b>	<b>285</b>	<b>286</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>525</b>	<b>406</b>	<b>446</b>	<b>638</b>	<b>701</b>	<b>732</b>	<b>733</b>	<b>736</b>	<b>739</b>	<b>744</b>	<b>750</b>	<b>757</b>
Rezerwy na zobowiązania	33	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Zobowiązania długoterminowe	68	65	55	45	35	31	27	27	27	27	27	27
- w tym zobowiązania oprocentowane	44	39	29	19	9	4	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	425	301	352	553	626	662	668	670	673	678	684	691
- w tym zobowiązania oprocentowane	34	16	15	14	13	12	11	7	3	1	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>732</b>	<b>623</b>	<b>672</b>	<b>883</b>	<b>967</b>	<b>1 005</b>	<b>1 011</b>	<b>1 020</b>	<b>1 024</b>	<b>1 030</b>	<b>1 036</b>	<b>1 044</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	1 219	946	1 020	1 521	1 722	1 822	1 841	1 859	1 878	1 896	1 915	1 934
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50	61	52	74	87	96	101	112	113	114	115	117
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	34	40	39	42	44	46	46	51	51	51	51	51
Zysk (strata) na sprzedaży	17	21	13	31	42	50	55	61	62	63	64	65
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	35	37	28	46	57	65	70	76	77	78	79	80
EBIT	19	21	13	31	42	50	55	61	62	63	64	65
Saldo działalności finansowej	-7	-7	-4	-2	-1	-1	-1	1	1	2	2	2
Zysk (strata) brutto	12	14	10	29	41	49	54	62	64	65	66	67
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	11	11	8	24	33	40	44	51	52	52	53	54
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływy z działalności operacyjnej	-116	7	66	46	45	52	58	64	65	65	66	67
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3	2	-15	-15	-15	-15	-15	-13	-13	-13	-13	-13
Przepływy z działalności finansowej	-53	-33	-11	-15	-23	-38	-45	-49	-55	-54	-54	-53
Przepływy pieniężne netto	-171	-24	40	16	7	-1	-1	2	-3	-1	-1	0
Środki pieniężne na początek okresu	224	53	28	68	84	91	90	89	91	87	86	85
Środki pieniężne na koniec okresu	53	28	68	84	91	90	89	91	87	86	85	86
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	-18%	-22%	8%	49%	13%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-23%	7%	-24%	64%	23%	14%	8%	8%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-49%	3%	-30%	204%	40%	21%	11%	15%	2%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	4,1%	6,4%	5,1%	4,8%	5,0%	5,3%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Marża EBITDA	2,8%	3,9%	2,8%	3,0%	3,3%	3,6%	3,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	1,6%	2,2%	1,3%	2,1%	2,4%	2,8%	3,0%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Marża netto	0,9%	1,2%	0,8%	1,5%	1,9%	2,2%	2,4%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%
SG&A / przychody	2,8%	4,2%	3,9%	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
ROE	5,2%	5,1%	3,5%	9,7%	12,5%	14,6%	16,0%	17,9%	18,2%	18,5%	18,7%	19,0%
ROA	1,5%	1,8%	1,2%	2,7%	3,4%	4,0%	4,4%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%
Dług	79	55	44	33	22	16	11	7	3	1	0	0
D / (D+E)	27,8%	20,2%	16,3%	11,8%	7,5%	5,6%	3,8%	2,4%	1,0%	0,4%	0,0%	0,0%
D / E	38,5%	25,3%	19,5%	13,4%	8,2%	5,9%	4,0%	2,5%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	38,5%	25,3%	19,5%	13,4%	8,2%	5,9%	4,0%	2,5%	1,1%	0,4%	0,0%	0,0%
Dług netto	26	27	-24	-51	-69	-74	-78	-84	-85	-85	-85	-86
Dług netto / kapitał własny	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	0,8	0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
EV	319	319	268	241	223	219	215	209	208	207	207	207
Dług / EV	24,8%	17,1%	16,2%	13,5%	9,7%	7,4%	5,1%	3,3%	1,4%	0,5%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,2%	1,5%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	35,4%	13,4%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%	100,5%
Zmiana KO / Przychody	12,1%	2,4%	-4,2%	-0,2%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-55,9%	-8,4%	-57,3%	-0,5%	2,6%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,7%	2,7%
P/E*	27,3	26,6	37,8	12,4	8,9	7,4	6,6	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4
P/BV*	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA*	9,2	8,6	9,6	5,2	3,9	3,4	3,1	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6
EV/EBIT*	16,7	15,2	20,1	7,7	5,3	4,4	3,9	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	1,4	1,7	1,9	2,2	2,2	2,3	2,3
Payout ratio	22,7%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 12,70 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Anna Tobiasz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Trzymaj</b>	<b>13,0</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>13,2</b>	<b>11.06.2026*</b>	<b>16:37 CEST</b>	<b>12,70</b>	<b>135 420</b>
Trzymaj	13,2	Kupuj	12,4	07.04.2026*	11:45 CEST	13,35	127 394
Kupuj	12,4	Akumuluj	10,9	09.12.2025*	08:55 CET	10,30	110 095
Akumuluj	10,9	Trzymaj	8,70	22.08.2025*	13:00 CEST	10,05	108 594
Trzymaj	8,70	Trzymaj	11,0	19.05.2025*	07:30 CEST	8,90	103 150
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,0	19.02.2025*	08:48 CEST	11,20	94 651
Trzymaj	11,0	Trzymaj	11,1	22.08.2024*	11:55 CEST	10,60	84 528
Trzymaj	11,1	Akumuluj	8,43	22.04.2024*	14:28 CEST	11,10	84 109
Akumuluj	8,43	Kupuj	7,76	04.01.2024*	09:55 CEST	7,86	77 054
Kupuj	7,76	wznowienie	---	12.09.2023*	13:45 CEST	5,62	66 241
Kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39 CEST	9,94	58 348

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprecontowane 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 2Q'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	3	25%	0	0%
Akumuluj	3	25%	1	100%
Trzymaj	4	33%	0	0%
Redukuj	2	17%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

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

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

**Data sporządzenia materiału: 2026-06-11**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-06-11 (16:37 CEST/CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-06-11 (16:37 CEST/CET).**

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

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

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

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

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

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ 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 2026-06-11:**

- 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 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 \*
- 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.

\*\*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 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.