

TORPOL

RAPORT ANALITYCZNY

Spółka pokazała zgodne z naszymi oczekiwaniami wyniki za 1Q'26, co zasługuje na małe wyróżnienie, biorąc pod uwagę przewagę rozczarowań w branży w tym okresie. Zwracamy uwagę na pierwszą od ponad 3 lat poprawę r/r rentowności brutto ze sprzedaży. W ostatnim czasie spółka obroniła także swoją ofertę na Warszawę Wschodnią (z II miejsca) a zatwierdzona już dywidenda za 2025 rok jest w naszym odczuciu powyżej wcześniejszych oczekiwań. W krótkim terminie zwracamy uwagę, że w 2026 roku Torpol skończy kilka kontraktów pozyskanych w korzystnym okienku przetargowym – dostrzegamy szansę, że kontrakty mogą generować wyższe od oczekiwań marże. Tym samym pozytywna trajektoria marża może wyróżniać spółkę na tle branży w trudniejszej fazie otoczenia kosztowego. W raporcie za 2025 rok spółka podała, że zakontraktowała już „zdecydowaną większość” podstawowych materiałów na potrzeby aktualnego portfela. Nieznacznie podnosimy nasze założenia modelowe (w zasadzie 100% prawdopodobieństwo pozyskania kontraktu na Warszawę Wsch.). Nasze estymacje (tak jak poprzednio) przekraczają założenia spółki ze strategii (obecnie o 21% na poziomie EBITDA) oraz konsensus rynkowy na 2026 rok (jesteśmy natomiast bardziej ostrożni dla lat 2028+). Nasze założenia implikują cenę docelową dla akcji Torpolu na poziomie 73,3 PLN (poprzednio 68,1 PLN), co skłania nas do utrzymania zalecenia Akumuluj.

Wyniki za ostatnie okresy

W 1Q'26 spółka miała 334 mln PLN przychodów (-13% r/r) oraz 10,3 mln PLN zysku netto (+2% r/r). Spółka pokazała wyższą r/r marżę brutto ze sprzedaży (7,2% vs 6,1%). Gotówka netto (436 mln PLN) spadła vs 4Q'25, ale była istotnie wyższa r/r. Wyniki 1Q'26 oceniamy neutralnie. Przychody były pod wpływem relatywnie wysokiej bazy oraz długiej zimy. Zwracamy uwagę na poprawę rentowności r/r po dłuższej przerwie. Pozycja gotówkowa w 1Q'26 spadła, ale należało tego oczekiwać (4Q'25 był mocny wsparty przez zaliczkę na Katowicach).

Portfel

Po 1Q'26 portfel wynosił 3,84 mld PLN (2,0x przychody za ostatnie 4Q). Największą pozycję (1,4 mld PLN) stanowił kontrakt w Katowicach podpisany w 2Q'24. Pozostałe kontrakty w portfelu to głównie: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (dobiegające końca w 2026 roku), ii) zlecenia pozyskane w 2025 roku. Kontrakty z 2023 (oraz Katowice) były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). W pipeline spółki nie ma kontraktu na odcinek Białystok – Efk (na 19 czerwca oczekiwane jest posiedzenie sądu w sprawie odwołania forsowanego przez Mirbud). Natomiast spółka jest w przededniu podpisania rekordowego przychodowo kontraktu na Warszawę Wschodnią (blisko 3,0 mld PLN z II miejsca). Jeżeli spółka podpisze tę umowę w okolicach 3Q'26, to portfel powinien wynieść na koniec 2026 roku min. 5 mld PLN

Pozycjonowanie segmentowe

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

Strategia

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

Prognozy wyników, wskaźniki

Spodziewamy się w 2026 roku 2,03 mld PLN przychodów (+3% r/r, przy marży brutto na poziomie 8,5%) oraz 98 mln PLN zysku netto (+25% r/r). W 2027 roku zakładamy wzrost przychodów do 2,35 mld PLN oraz zysku netto do 108 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'26=6,6x oraz 6,0x w '27. Przyjmujemy, że w 2H'26 spółka podpisze umowę na Warszawę Wschodnią (natomiast nie bierzemy już pod uwagę kontraktu Białystok-Efk). Bieżący pipeline nowych przetargów PKP PLK nie jest imponujący, ale znajduje się w nim kilka jednostkowo dużych zleceń. Oferty w przetargach kolejowych dla CPK to w naszej opinii perspektywa najwcześniej 4Q'26/1H'27 (wcześniej etap dialogów konkurencyjnych).

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 091,8	1 458,2	1 978,4	2 034,7	2 350,0	2 753,0
EBITDA [mln PLN]	138,7	100,4	120,9	144,9	158,1	184,3
EBIT [mln PLN]	113,9	74,5	93,8	114,7	125,9	150,7
Zysk netto [mln PLN]	101,9	67,9	78,1	97,8	108,1	128,4
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-432,7	-143,0	-570,9	-570,4	-578,2	-633,6
P/BV	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3
P/E	15,0	22,6	19,6	15,7	14,2	11,9
EV/EBITDA	7,9	13,8	7,9	6,6	6,0	4,9
EV/EBIT	9,7	18,6	10,2	8,4	7,6	6,0
DPS [PLN/akcję]	0,0	2,1	1,4	3,4	3,2	3,5

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 73,3 PLN

11 CZERWIEC 2026, 16:25 CEST

Wycena DCF [PLN]	74,3
Wycena porównawcza [PLN]	69,0
Wycena końcowa [PLN]	73,3
Potencjał do wzrostu / spadku	9,8%
Koszt kapitału	13,7%

Cena rynkowa [PLN]	66,7
Kapitalizacja [mln PLN]	1 532,1
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	55,0

Stopa zwrotu za 3 mc	-0,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	6,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	40,1%

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

stopa 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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH	6
STRONA KOSZTOWA	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	15,0	22,6	19,6	15,7	14,2	11,9	10,9
P/BV	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1
EV/EBITDA	7,9	13,8	7,9	6,6	6,0	4,9	4,3
EV/EBIT	9,7	18,6	10,2	8,4	7,6	6,0	5,2
EV/S	1,0	1,0	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
BVPS	22,2	23,0	25,1	26,0	27,5	29,5	31,5
EPS	4,4	3,0	3,4	4,3	4,7	5,6	6,1
DPS (w danym roku)	0,00	2,11	1,35	3,39	3,19	3,53	4,19
Payout ratio	0%	48%	46%	100%	75%	75%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	1 092	1 458	1 978	2 035	2 350	2 753	2 956
Zysk brutto ze sprzedaży	158	126	146	173	193	228	248
SG&A	44	44	53	56	66	76	82
PPO/PKO	0	-8	0	-2	-1	-1	-1
EBITDA	139	100	121	145	158	184	199
EBIT	114	75	94	115	126	151	165
Zysk brutto	129	83	98	121	133	158	174
Zysk netto	102	68	78	98	108	128	141
Dług netto	-433	-143	-571	-570	-578	-634	-680

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	1%	34%	36%	3%	15%	17%	7%
EBITDA zmiana r/r	-43%	-28%	20%	20%	9%	17%	8%
Zysk netto zmiana r/r	-45%	-33%	15%	25%	10%	19%	10%
Marża brutto na sprzedaży	14,5%	8,7%	7,4%	8,5%	8,2%	8,3%	8,4%
Marża EBITDA	12,7%	6,9%	6,1%	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%
Marża netto	9,3%	4,7%	3,9%	4,8%	4,6%	4,7%	4,8%
ROE	20,0%	12,8%	13,5%	16,4%	17,1%	18,9%	19,5%
ROA	9,0%	5,6%	5,6%	6,7%	7,0%	7,5%	7,8%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	229	233	270	300	317	333	343
WNiP	12	12	12	13	14	15	16
Rzeczowe aktywa trwałe	173	184	209	238	254	270	279
Pozostałe aktywa trwałe	44	37	48	48	48	48	48
Aktywa obrotowe	906	973	1 125	1 160	1 235	1 382	1 468
Zapasy	122	94	102	105	122	142	153
Należności krótkoterminowe	257	627	351	401	463	543	583
Środki pieniężne	516	240	656	637	634	680	716
Pozostałe aktywa obrotowe	11	12	16	16	16	16	16
Aktywa razem	1 135	1 206	1 396	1 460	1 552	1 715	1 812
Kapitał własny	510	529	577	596	631	679	723
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	626	677	820	864	922	1 038	1 089
Rezerwy na zobowiązania	49	31	61	61	61	61	61
Oprocentowane zobowiązania	83	97	85	67	56	47	36
Zobowiązania pozostałe	493	548	674	736	805	930	992
Pasywa razem	1 135	1 206	1 396	1 460	1 552	1 715	1 812
Dług netto	-433	-143	-571	-570	-578	-634	-680
Dług netto / Kapitał własny	-0,8	-0,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBITDA	-3,1	-1,4	-4,7	-3,9	-3,7	-3,4	-3,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	47	-212	508	137	131	186	188
CFI	-1	-15	-31	-60	-50	-50	-45
CFF	-26	-48	-61	-96	-84	-90	-107
- w tym dywidenda	0	48	31	78	73	81	96
Przepływy pieniężne netto	20	-276	415	-19	-3	46	36
CAPEX / Amortyzacja	109%	109%	154%	197%	155%	148%	128%

TORPOL

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www.torpol.pl
Wycena końcowa [PLN]	73,3		
Potencjał zmiany	9,8%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	66,7	2Q'26:	4 wrz
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	3Q'26:	27 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	1532,1		

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26
Przychody	552	385	468	505	621	334
Zysk brutto ze sprzedaży	49	23	35	36	51	24
SG&A	12	13	12	13	15	13
PPO/PKO	-5	0	1	-1	0	-1
EBITDA	39	18	30	29	43	17
EBIT	32	11	24	22	37	10
Zysk brutto	33	13	26	23	37	13
Zysk netto	28	10	20	18	30	10
Dług netto	-143	-267	-266	-262	-571	-436

Wskaźniki	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26
Przychody zmiana r/r	32%	48%	57%	45%	12%	-13%
EBITDA zmiana r/r	-29%	31%	24%	25%	12%	-4%
Zysk netto zmiana r/r	-31%	-6%	34%	30%	5%	2%
Marża brutto na sprzedaży	8,9%	6,1%	7,5%	7,2%	8,3%	7,2%
Marża EBITDA	7,0%	4,6%	6,5%	5,8%	7,0%	5,1%
Marża netto	5,1%	2,6%	4,4%	3,5%	4,8%	3,1%

Wskaźniki II	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	15,03	22,56	19,62	15,66	14,17	11,94
Revenue	1 092	1 458	1 978	2 035	2 350	2 753
Gross Margin %	14,5	8,7%	7,4%	8,5%	8,2%	8,3%
EBIT	114	75	94	115	126	151
EBITDA	139	100	121	145	158	184
Net Income Adj+	102	68	78	98	108	128
Net Debt	-433	-143	-571	-570	-578	-634
BPS	3,00	2,89	2,66	2,57	2,43	2,26
DPS	0,00	2,11	1,35	3,39	3,19	3,53
Return on Equity %	20,0	12,8%	13,5	16,4%	17,1%	18,9%
Return on Assets %	9,0%	5,6%	5,6%	6,7%	7,0%	7,5%
Depreciation	24	25	27	29	31	32
Amortization	1	1	1	1	1	1
Free Cash Flow	46	-227	476	77	81	137
CAPEX	27	28	42	60	50	50

Główne czynniki ryzyka:

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	74,3
Wycena metodą porównawczą	20%	69,0
Wycena 1 akcji [PLN]		73,3

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 (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wzrost FCF w okresie rezydualnym to 2,0%. 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]	2 034,7	2 350,0	2 753,0	2 956,1	3 059,2	3 187,4	3 315,6	3 368,9	3 422,3	3 475,7
EBIT [mln PLN]	114,7	125,9	150,7	164,5	173,4	181,8	190,9	195,6	200,4	205,3
Stopa podatkowa	19,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	22,3	23,9	28,6	31,3	33,0	34,5	36,3	37,2	38,1	39,0
NOPLAT [mln PLN]	92,4	102,0	122,0	133,3	140,5	147,3	154,6	158,4	162,3	166,3
Amortyzacja [mln PLN]	30,2	32,2	33,7	34,9	35,6	35,8	35,9	35,9	36,0	36,0
CAPEX [mln PLN]	-59,6	-50,0	-49,9	-44,7	-38,9	-36,1	-36,2	-36,2	-36,2	-36,2
Inwestycje w kapitał obrot, [mln PLN]	8,3	-12,3	20,4	10,3	5,2	6,5	6,5	2,7	2,7	2,7
FCF [mln PLN]	71,3	71,9	126,2	133,7	142,4	153,5	160,8	160,9	164,8	168,8
DFCF [mln PLN]	66,5	59,2	91,5	85,4	80,1	76,1	70,1	61,7	55,7	50,1
Suma DFCF [mln PLN]	696,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1479,3									
Zdyskontowana wart. Rezyd, [mln PLN]	439,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1136,0									
Dług netto 2025 [mln PLN]	-570,9									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	1706,9									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	74,3									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	2,8%	15,5%	17,1%	7,4%	3,5%	4,2%	4,0%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	22,3%	9,8%	19,6%	9,2%	5,4%	4,8%	5,0%	2,5%	2,5%	2,4%
FCF zmiana r/r	---	0,8%	75,5%	6,0%	6,5%	7,8%	4,7%	0,1%	2,4%	2,4%
Marża EBITDA	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%
Marża EBIT	5,6%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%
Marża NOPLAT	4,5%	4,3%	4,4%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%
CAPEX / Przychody	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	197,2%	155,1%	148,1%	128,1%	109,2%	100,7%	100,9%	100,7%	100,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	0,5%	-0,7%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-14,8%	3,9%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Udział kapitału własnego	95,4%	96,4%	97,3%	98,0%	98,7%	99,3%	99,6%	99,9%	99,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	4,6%	3,6%	2,7%	2,0%	1,3%	0,7%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%
WACC	13,3%	13,4%	13,4%	13,5%	13,5%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,7%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta				
	1,00%	2,00%	3,00%			1,00%	2,00%	3,00%		0,9	1,0	1,1		
beta	0,8	80,1	82,6	85,7	Premia za ryzyko	6,0%	82,4	85,2	88,6	Premia za ryzyko	6,0%	89,4	85,2	81,5
	0,9	76,1	78,2	80,6		7,0%	77,1	79,2	81,8		7,0%	83,2	79,2	75,7
	1,0	72,6	74,3	76,3		8,0%	72,6	74,3	76,3		8,0%	78,2	74,3	71,0
	1,1	69,6	71,0	72,6		9,0%	68,9	70,2	71,8		9,0%	73,9	70,2	67,0
	1,2	66,8	68,0	69,4		10,0%	65,6	66,7	67,9		10,0%	70,2	66,7	63,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

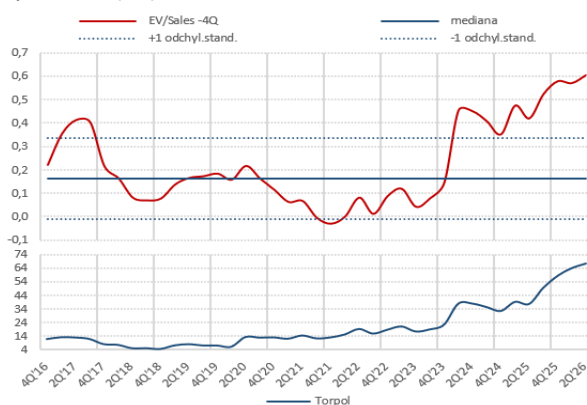
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2026-28 (33% wagi dla każdego roku). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 69,0 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
Trakcja	15,6	12,0	10,0	8,1	6,6	5,5
ZUE	37,8	12,4	8,9	9,6	5,2	3,9
Mediana	18,5	12,2	9,4	8,8	6,7	5,7
Torpol	15,7	14,2	11,9	6,6	6,0	4,9
Premia/dyskonto do mediany	-15%	16%	26%	-25%	-10%	-14%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	78,7	57,6	52,8	80,6	71,3	73,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		63,0			75,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	69,0					

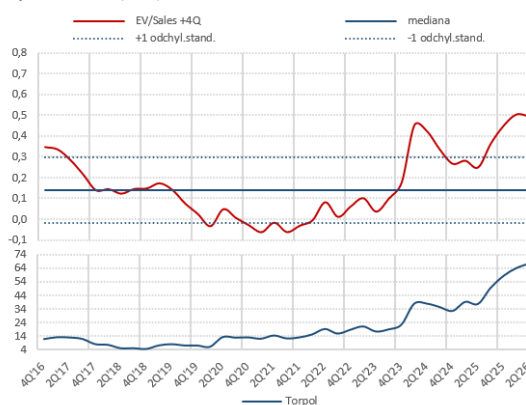
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



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

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

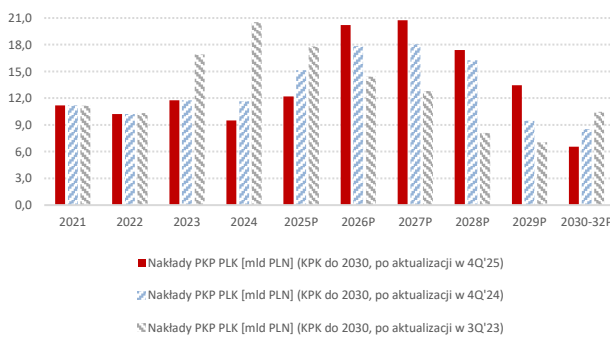


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

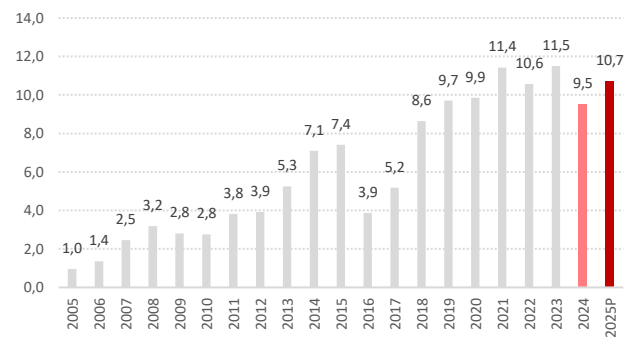
W październiku'25 zaktualizowano kolejny raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Obecnie plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowe będą lata 2026-27 na poziomie >20 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano też w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

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



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

Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



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

W 2025 roku PKP PLK ogłosiła przetargi w zakresie budownictwa kolejowego za ok 27 mld PLN, co 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
2026									
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 Wierzchucin – Lipowa Tucholska	915 ZUE/Duna	b.d.	---	1 524	60%	931 SBM/Trakcja	98%	10
suma/średnia		8 048			10 068	86%	8 449	96%	10
2025									
suma/średnia		22 905			22 877	86%	23 735	96%	7
2024									
suma/średnia		2 000			2 024	94%	2 123	94%	11
2023									
suma/średnia		10 237			11 697	88%	10 764	95%	9

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

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

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert*	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]
Wejcherowo - Choczewo	16.06.2026	15.04.2026	b.d.
Wrocław Psie Pole – Wrocław Softysowice	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
Pilawa - 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
Istrzębie 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

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 umowy na budowę tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (1,8 mld PLN – Porr) oraz bocznicy kolejowej (0,1 mld PLN – Track-Tec/Unibep). Ogłoszono m.in. przetargi na budowę terminala pasażerskiego, tunelu wraz z dworcem oraz 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 bocznicy kolejowej	12.09.2025	7.04.2025	116	umowa: Track-Tec/Unibep
Projekt i budowa tunelu kolejowego oraz dworca kolejowego - Część 1 i 2	4Q'26	27.10.2025	9 243	dialog konkurencyjny
Projekt i budowa LK 85 Kotowice - Wezeł CPK (bez węzła)	2Q'27	29.12.2025	>5000	dialog konkurencyjny
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 - Wezeł 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	

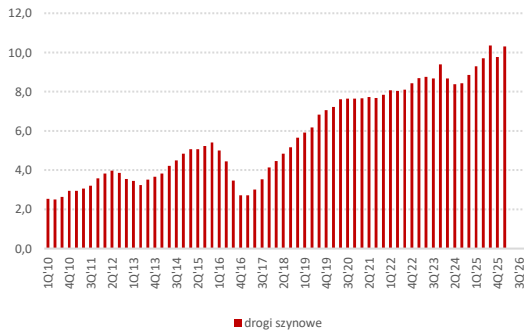
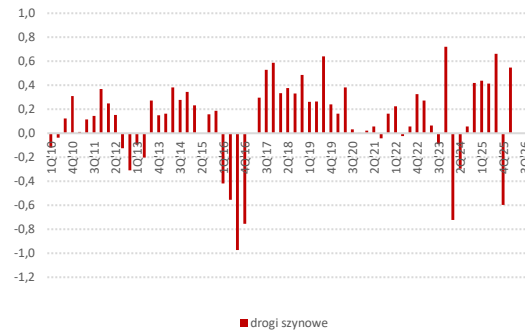
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., CPK

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

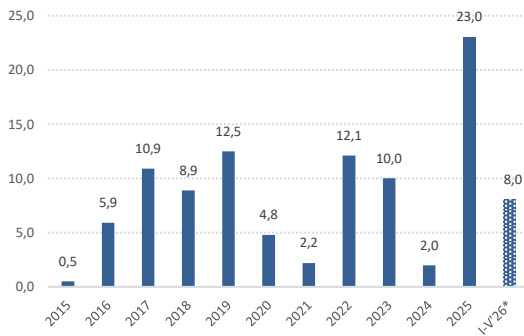
- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyły cztery konsorcja: 1) Mirbud – **Torpol**, 2) Porr-Gulermak, 3) MS Warszawa – Intercor – NDI oraz 4) Strabag -Tymbud.

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

- Wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego w przetargu złożyło sześć konsorcjów (nie będzie konieczna wstępne 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

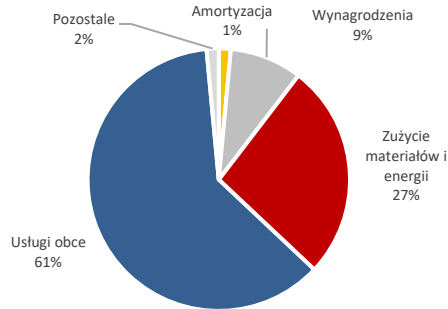
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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).

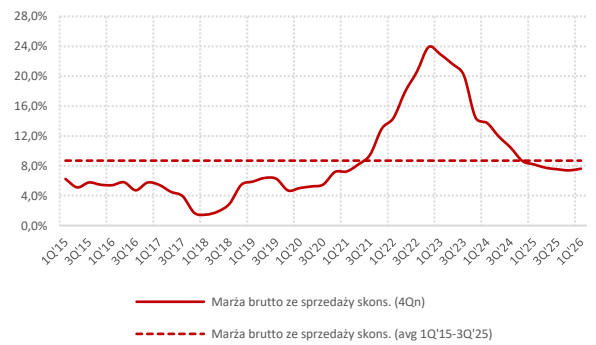
STRONA KOSZTOWA

Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

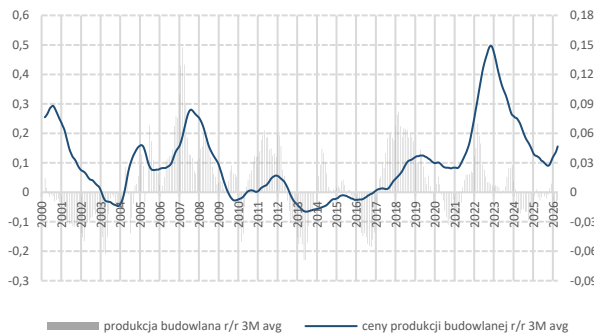
Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka

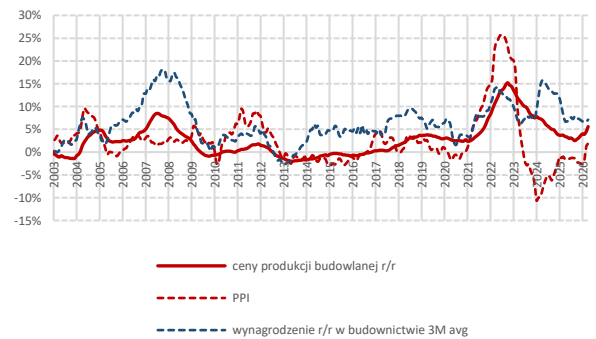
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

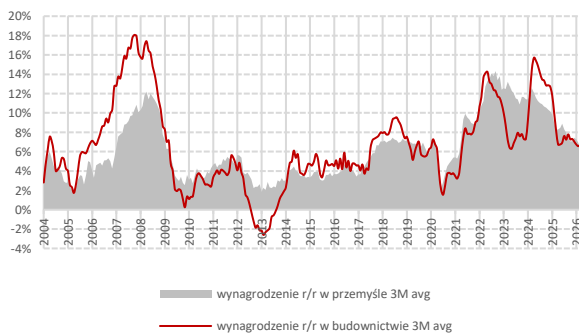


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

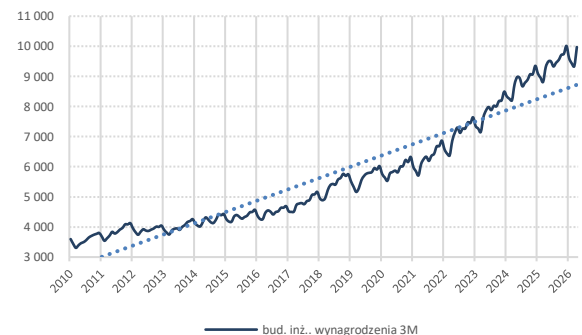
Spółka w raporcie rocznym za 2025 rok podała, że zakontraktowała już „zdecydowaną większość” podstawowych materiałów na potrzeby aktualnego portfela zamówień.

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

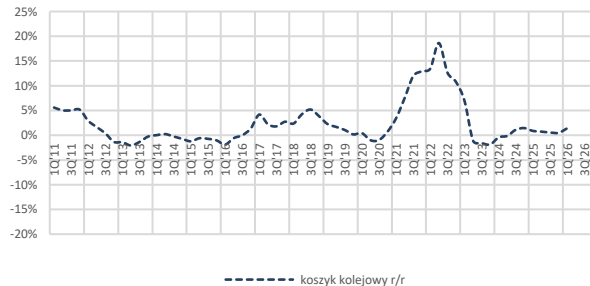


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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]



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



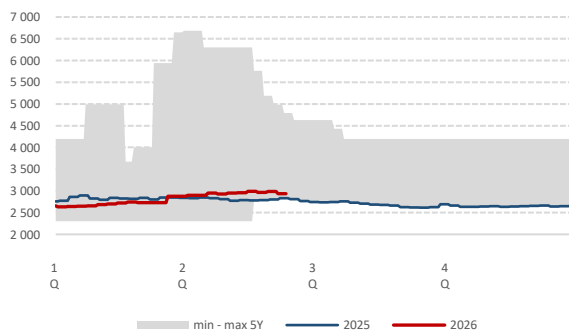
Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

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

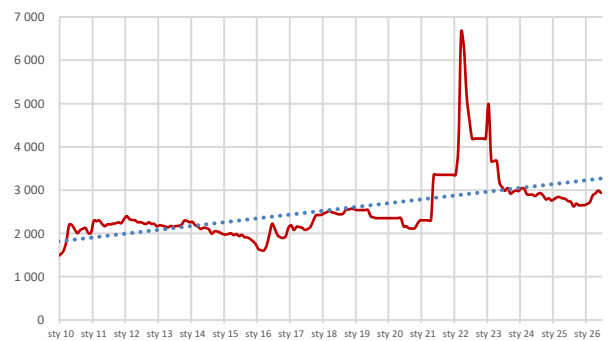
Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK to dane za 1Q'26 wykazały +1% wzrost r/r (-3% w 4Q'25). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą). Wskaźnik był nieprzerwanie ujemny 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 – Europa Zach [PLN/t]



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

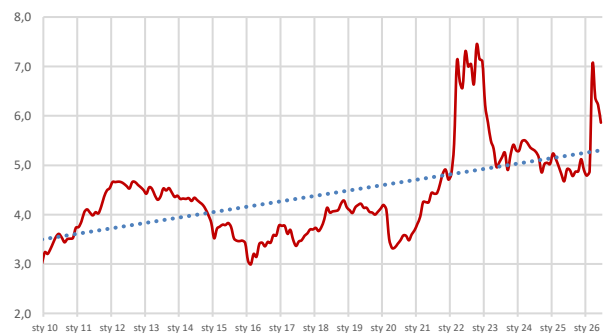
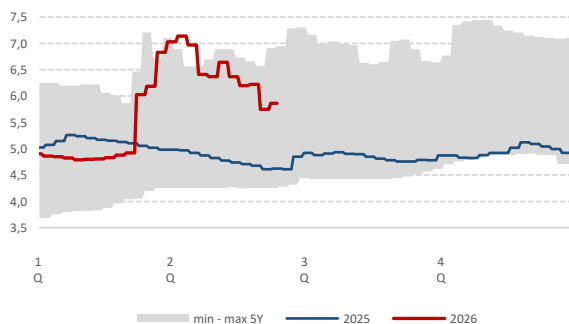


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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

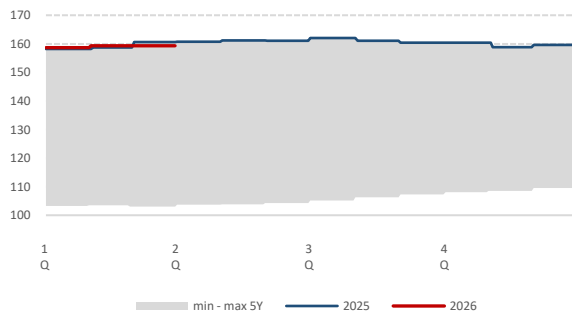
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

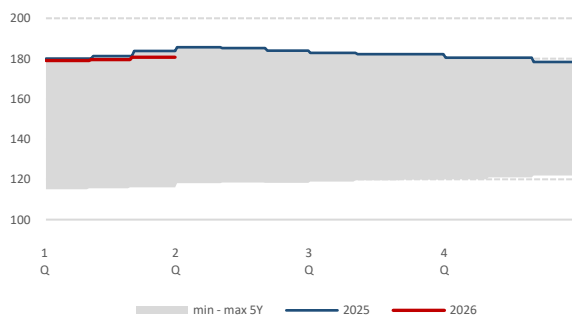
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



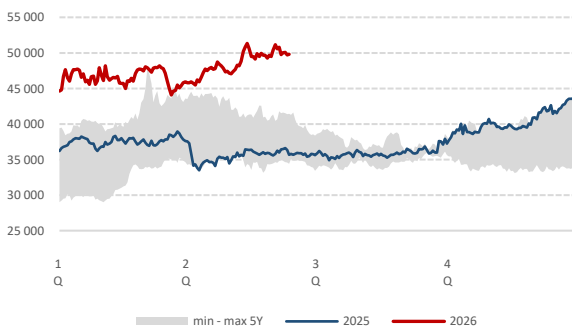
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za III'26

Cement – indeks GUS*



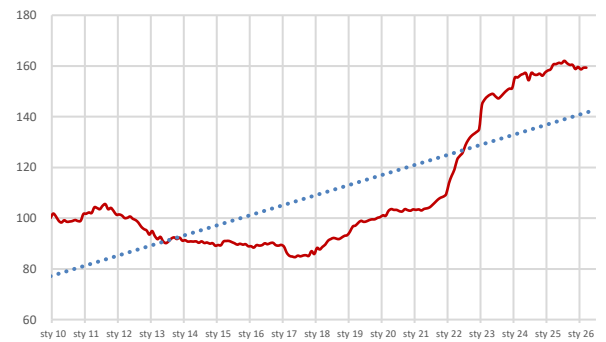
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za III'26

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



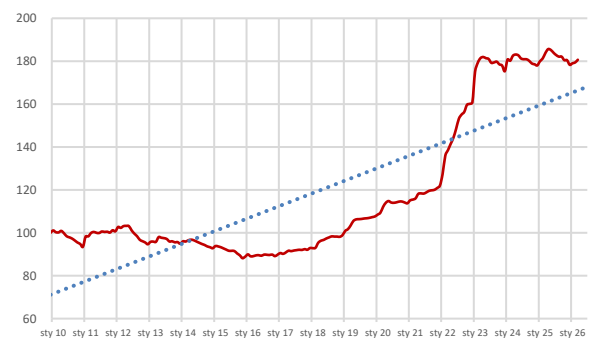
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



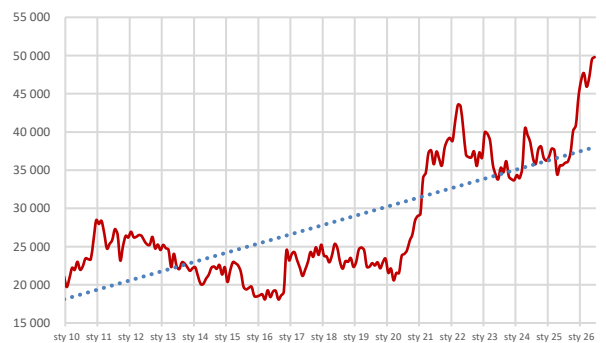
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

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 ZAMÓWIEŃ

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

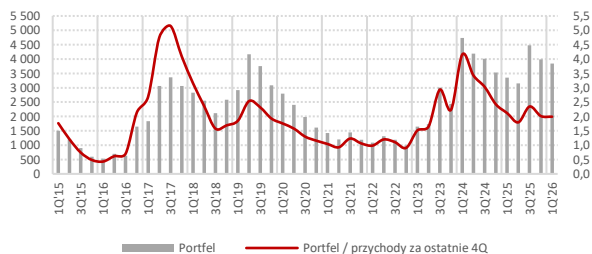
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu	% II oferty	liczba ofert
2026							
lut 26	PKP PLK	stacja Warszawa Wschodnia	2 956	nko	74%	z II miejsca	6
2025							
paź 25	PKP PLK	Wykonanie robót na odcinku Łęborg - Elektrownia - Choczewo	1 443	cze 29	b.d.	b.d.	3
wrz 25	PKP PLK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

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

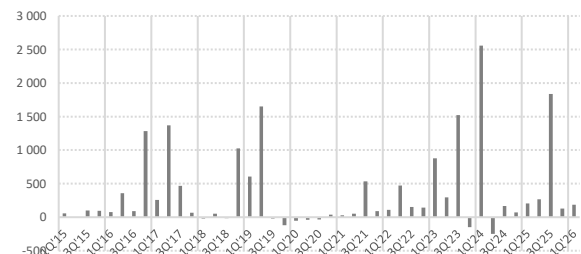
Portfel zleceń spółki po 1Q'26 miał wartość 3,84 mld PLN, z czego 3,74 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,10 mld PLN na zależny TOG. W portfelu największą pozycję stanowi podpisany na przełomie 1/2Q'24 kontrakt w Katowicach (po 4Q'25 do zafakturowania pozostało 1,44 mld PLN). W pipeline na ten moment wypadł kontrakt na odcinek Białystok – Ełk (3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem – do podziału 50/50%; konkurencja skutecznie odwoła się do KIO na karę środowiskową Mirbudu, Mirbud złożył odwołanie- posiedzenie sądu przewidziane jest na 19 czerwca). Po przejściu ścieżki odwoławczej bliski podpisania jest natomiast kontrakt na Warszawę Wschodnią (3,0 mld PLN, samodzielna oferta).

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

Portfel [mln PLN]/ przychody za ostatnie 4Q



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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

Portfel [mln PLN]

NETTO	PROJEKT	2023		2024		2025		2026		2027		2028		2029		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
21,8 mln zł	Modern. Inf. Kolej. PMT- KGHM Lubin															
36,6 mln zł	LK 104 Chabówka - Nowy Sącz															
75,9 mln zł	Modernizacja stacji Ostróda															
82,6 mln zł	LK 38 Giżycko - Korsze															
186,3 mln zł	LK 202 Gdynia Chylonia - Słupsk															
22,9 mln zł	Bocznicza kolejowa ZPK Szumowo															
1 441,6 mln zł	E65 Katowice															
21,9 mln zł	Gądkki Terminal Intermodalny															
129,8 mln zł	Port Police															
411,9 mln zł	LK 229 Kartuzy – Łęborg															
75,0 mln zł	Zajezdnia i stacja wodorowa Konin															
1 180,7 mln zł	EJ Lubiatowo – Kopalino															

100,4 mln zł – TOG | 51,8 mln zł – Torpol pozostałe

Źródło: DM BDM S.A., spółka

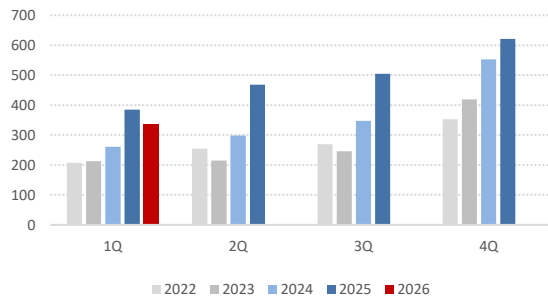
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 1Q'26 [mln PLN]

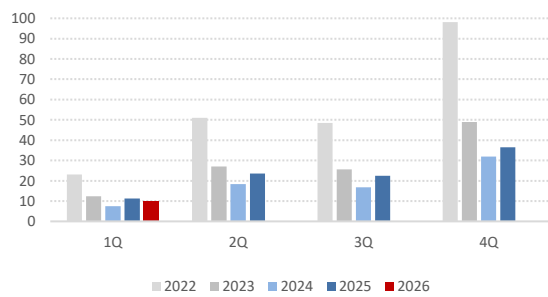
	1Q'25	1Q'26	zmiana r/r	1Q'26W	odchyl.	1Q'26P BDM	odchyl.	1Q'26P kons	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	385,0	334,4	-13,1%	334,4	0,0%	330,0	1,3%	350,6	-4,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	23,4	24,1	2,8%	24,1	0,0%	22,6	6,5%	---	---
Wynik na sprzedaży	10,8	10,6	-1,6%	---	---	9,4	12,8%	---	---
PPO/PKO	0,5	-0,8	---	---	---	0,0	---	---	---
EBITDA	17,8	17,1	-4,1%	---	---	17,0	0,5%	---	---
EBIT	11,3	9,8	-13,0%	9,8	0,0%	9,4	3,9%	10,5	-6,7%
Wynik brutto	13,0	13,1	0,8%	---	---	11,9	9,5%	---	---
Wynik netto	10,1	10,3	2,1%	10,3	0,4%	10,1	2,0%	10,1	2,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	6,1%	7,2%	---	7,2%	---	6,9%	---	---	---
Marża na sprzedaży	2,8%	3,2%	---	---	---	2,9%	---	---	---
Marża EBITDA	4,6%	5,1%	---	---	---	5,1%	---	---	---
Marża EBIT	2,9%	2,9%	---	2,9%	---	2,9%	---	3,0%	---
Marża zysku netto	2,6%	3,1%	---	3,1%	---	3,1%	---	2,9%	---

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

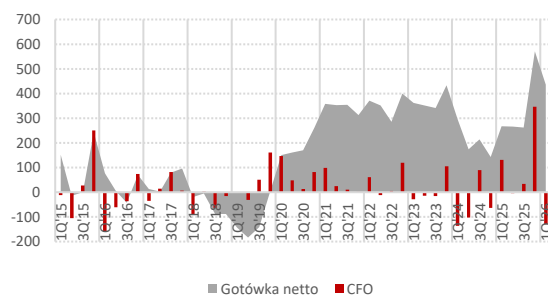
- Finalne wyniki za 1Q'26 były zgodne z wcześniej publikowanymi danymi szacunkowymi (które były zbliżone do naszych oczekiwań).
- W 1Q'26 na poziomie skonsolidowanych przychodów Torpol miał 334 mln PLN (-13% r/r, baza była wysoka, dodatkowa wpływ miała długa zima). Spadły przychody zarówno na poziomie jednostkowym jak i w TOG.
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 1Q'26 (7,2%) była lepsza r/r (6,1% w 1Q'25). Marża była delikatnie powyżej naszych oczekiwań (zakładaliśmy 6,9%). Na poziomie jednostkowym marża wyniosła 7,5%, TOG miał zerowy poziom marży. Lekko negatywny wpływ na marżę miała tym razem zmiana szacunków wyceny kontraktów (-6,3 mln PLN w 1Q'26 vs +13,5 mln PLN 1Q'25). Spółka podała, że na wyższy r/r poziom marży wpływ miały głównie kontrakty E65 Katowice i modernizacja stacji Ostróda, w związku z pozytywnym wpływem rozliczenia waloryzacji oraz wprowadzonych poleceń zmian na kontraktach.
- EBIT wyniósł w 1Q'26 9,8 mln PLN (vs 11,3 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 10,3 mln PLN (vs 10,2 mln PLN w 1Q'25).
- Gotówka netto po 4Q'25 na poziomie 436 mln PLN (vs 571 mln PLN po 4Q'25 i 267 mln PLN rok temu). CF operacyjny w 1Q'26 na poziomie -130 mln PLN (zredukowanie zobowiązań handlowych oraz wzrost zapasów).
- CAPEX w 1Q'26 na poziomie 8 mln PLN (uwzględniając nowy leasing; plan roczny zakłada poziom 67 mln PLN).
- Portfel na poziomie 3,84 mld PLN (vs 3,99 mld PLN po 4Q'25). Największą część stanowi kontrakt w Katowicach (1,44 mld PLN).
- Wyniki 1Q'26 oceniamy neutralnie. Przychody były pod wpływem relatywnie wysokiej bazy oraz długiej zimy, Zwracamy uwagę na poprawę rentowności r/r (na poziomie jednostkowym: 7,5%). Pozycja gotówkowa w 1Q'26 spadła, ale należało tego oczekiwać (4Q'25 był mocny wsparty przez zaliczkę na Katowicach).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]


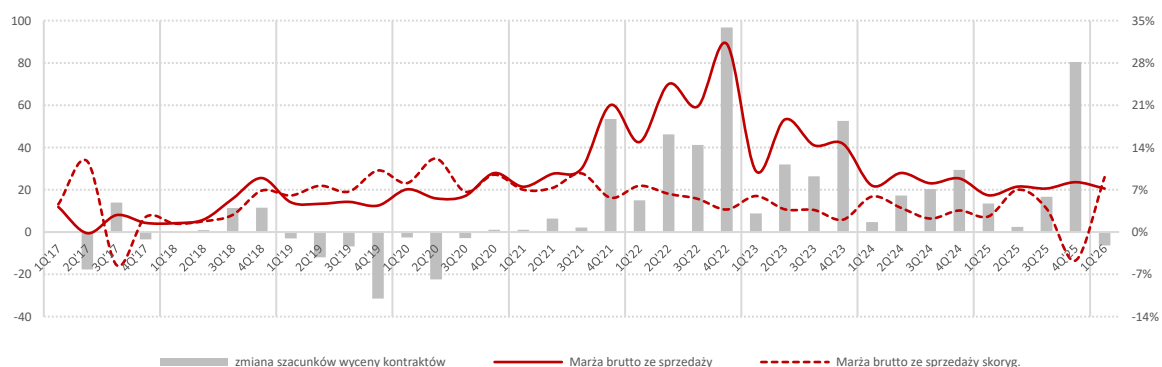
Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT wg kwartałów [mln PLN]


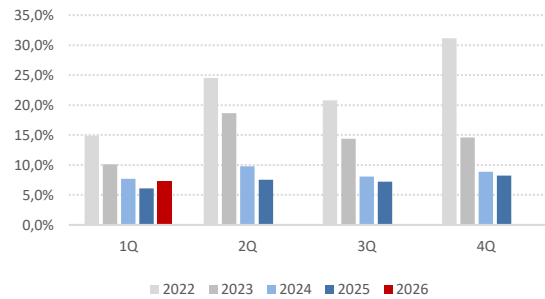
Źródło: BDM S.A., spółka

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


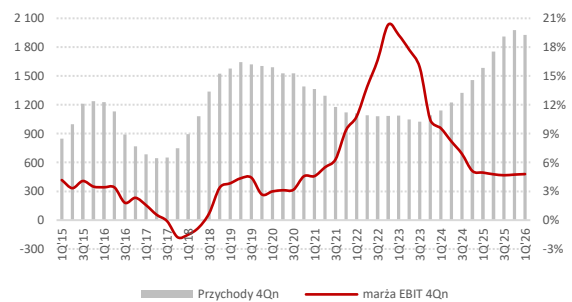
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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


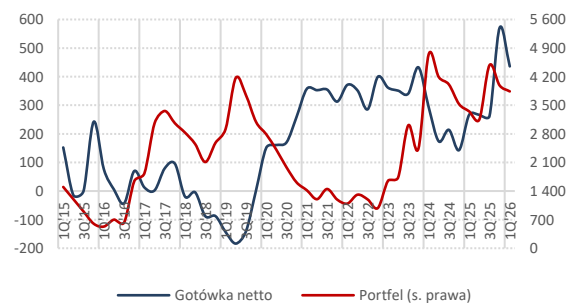
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży


Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto vs portfel [mln PLN]


Podsumowania konferencji wynikowej po 1Q'26 (25 maj 2026):**1Q'26**

- negatywny wpływ długiej zimy na przychody
- kończenie kontraktów, bez wejścia w życie nowych (podpisanych w 4Q'25)
- pozytywny wpływ waloryzacji i poleceń zmiany prac (gł. na kontrakcie Katowice) – „znaczący” poziom

Perspektywy

- zakładane w 2026 roku przychody na poziomie nie niższym niż w 2025 roku
- spółka nie widzi przesłanek do dalszych rewizji in minus szacunków wycen kontraktów
- spółka pracuje na kontraktach, aby przepływy operacyjnej były jak najlepsze
- w 2H'26/2027 spółka będzie wykorzystywać zaliczkę na Katowicach, z drugiej strony spodziewa się wpływu I transzy zaliczki na Warszawę Wsch.
- waloryzacja jest procesem ciągłym, spółka jest zadowolona z formuły
- kontrakty kończone w najbliższych miesiącach to Chabówka (95% zaawansowania), Giżycko (91%), Chylonia (86%), kontrakty będą finalnie rozliczane w 2-3Q'26, zwykle spółka komunikuje w lepszą stronę niż gorszą

Portfel/ofertowanie

- spółka może obecnie selektywnie podchodzić do ofertowania
- zarząd chce celować w przetargi, które mogą zapewnić spółce rozwój
- spółka liczy na kilka tematów, na których jest na 2-3 miejscu

Materiały

- główne materiały dla kontraktów z 2025 roku zostały przez spółkę zakontraktowane wcześniej
- w przypadku Warszawy Wsch. spółka monitoruje sytuację, czeka na prace projektowe w kontekście finalnego zapotrzebowania na materiały

Katowice

- prace przebiegają zgodnie z harmonogramem, ok 35% zaawansowania

Białystok – Elk

- spółka czeka na rozwój sytuacji (zakładany wyrok sądu 19 czerwca)
- w przypadku korzystnego wyroku nastąpi przywrócenie oferty konsorcjum

Warszawa Wschodnia

- niebawem (na przełomie 2/3Q'26) powinno nastąpić podpisanie kontraktu (spółka przeszła przez KIO)
- 43 miesiące realizacja (w tym 6 pierwszych miesięcy to projektowanie) plus 8 miesięcy na końcu certyfikacje, zezwolenia itp.,
- istotne przychody z robót budowlanych od 2027 roku
- zaliczka na poziomie 10% - 461 mln PLN brutto (podzielona na 3 transze 2+3+5% - pierwsza transza po podpisaniu umowy, musi być wykorzystana w ciągu 15 miesięcy, aby wnioskować o kolejną transzę, podobnie w przypadku ostatniej transzy)

CPK

- oczekiwania zamawiającego w pierwszych przetargach na linie kolejowe nakierowane są na referencje drogowe, spółka startuje w konsorcjum

Fundusz Kolejowy

- spółka czeka na rozwój sytuacji (w mediach pojawi się doniesienia o rozważaniach o wstrzymaniu prac nad nową ustawą)

Tramwaje

- obecnie ogłoszone postępowania w Sosnowcu i Katowicach (łącznie ok 600-800 mln PLN)
- duża konkurencja na małych przetargach

PSE

- spółka chce wejść w realizację kontraktów z partnerem (samodzielnie nie posiada wszystkich referencji)
- spółka nie wyklucza akwizycji

Wyniki i prognozy skonsolidowane kwartalne [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
Przychody	212,4	214,4	246,3	418,7	260,5	298,0	347,4	552,3	385,0	468,1	504,6	620,8	334,4	505,0	530,0	665,3
jednostkowe	188,7	171,0	183,3	361,2	214,1	270,2	320,0	519,5	363,4	459,9	485,1	589,5	322,2	485,0	500,0	632,8
spółki zależne	23,7	43,4	62,9	57,5	46,4	27,8	27,4	32,7	21,5	8,3	19,5	31,2	12,2	20,0	30,0	32,5
Zysk brutto ze sprzedaży	21,5	40,0	35,4	61,2	20,0	29,1	28,0	49,0	23,4	35,2	36,4	51,2	24,1	41,4	46,2	61,1
jednostkowe	19,9	37,0	30,5	55,5	16,7	26,0	25,1	42,6	21,2	34,8	33,8	48,6	24,1	39,8	43,8	58,5
spółki zależne	1,5	3,0	4,9	5,7	3,3	3,2	2,9	6,4	2,3	0,4	2,6	2,6	0,0	1,6	2,4	2,6
SG&A	9,6	10,8	10,7	13,0	10,1	11,0	10,6	12,3	12,6	12,5	12,7	14,9	13,5	13,5	13,3	16,0
Zysk na sprzedaży	11,9	29,1	24,7	48,2	9,9	18,2	17,4	36,7	10,8	22,7	23,7	36,3	10,6	27,9	32,8	45,1
Saldo PPO/PKO	0,5	-2,0	0,9	0,7	-2,5	0,1	-0,6	-4,7	0,5	0,9	-1,3	0,2	-0,8	-0,5	0,0	-0,5
EBITDA	18,8	33,4	31,6	54,8	13,6	24,5	23,5	38,8	17,8	30,4	29,5	43,2	17,1	35,0	40,4	52,5
EBIT	12,3	27,1	25,6	48,9	7,5	18,3	16,8	31,9	11,3	23,6	22,4	36,5	9,8	27,4	32,8	44,6
Zysk brutto	18,3	30,4	29,0	51,5	12,5	19,6	17,5	33,0	13,0	25,6	22,5	37,0	13,1	28,6	33,8	46,0
Zysk netto	14,4	23,7	23,0	40,9	10,7	15,2	13,7	28,3	10,1	20,4	17,8	29,8	10,3	22,9	27,3	37,3
Marża brutto ze sprzedaży	10,1%	18,6%	14,4%	14,6%	7,7%	9,8%	8,1%	8,9%	6,1%	7,5%	7,2%	8,3%	7,2%	8,2%	8,7%	9,2%
jednostkowa	10,6%	21,6%	16,6%	15,4%	7,8%	9,6%	7,9%	8,2%	5,8%	7,6%	7,0%	8,2%	7,5%	8,2%	8,8%	9,3%
spółki zależne	6,5%	6,8%	7,8%	9,9%	7,1%	11,5%	10,6%	19,6%	10,6%	4,6%	13,1%	8,4%	0,1%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBITDA	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%	5,8%	7,0%	5,1%	6,9%	7,6%	7,9%
Marża EBIT	5,8%	12,6%	10,4%	11,7%	2,9%	6,1%	4,8%	5,8%	2,9%	5,0%	4,4%	5,9%	2,9%	5,4%	6,2%	6,7%
Marża zysku netto	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%	3,9%	5,1%	2,6%	4,4%	3,5%	4,8%	3,1%	4,5%	5,2%	5,6%
CFO	-28,6	-14,5	-15,3	105,3	-136,5	-102,1	89,1	-63,0	131,2	-3,5	33,6	346,5	-129,9	-1,0	0,0	267,8
dług netto	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-294,7	-173,9	-214,1	-143,0	-266,8	-266,3	-261,9	-570,9	-436,0	-427,4	-342,0	-570,4
Portfel	1 650	1 732	3 010	2 440	4 738	4 191	4 009	3 530	3 350	3 150	4 480	3 986	3 839	6 334	5 804	5 539

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

	2026		odchyl.	2027		zmiana	2028		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	2 030,5	2 034,7	0,2%	2 350,0	2 350,0	0,0%	2 653,0	2 753,0	3,8%
EBITDA	144,4	144,9	0,4%	157,2	158,1	0,6%	176,5	184,3	4,4%
EBIT	114,2	114,7	0,4%	125,0	125,9	0,7%	142,8	150,7	5,5%
Zysk netto	98,0	97,8	-0,2%	107,7	108,1	0,4%	122,5	128,4	4,8%
Gotówka netto	580,6	570,4	-1,8%	608,3	578,2	-5,0%	629,5	633,6	0,7%
Marża EBITDA	7,1%	7,1%		6,7%	6,7%		6,7%	6,7%	
Marża EBIT	5,6%	5,6%		5,3%	5,4%		5,4%	5,5%	
Marża zysku n.	4,8%	4,8%		4,6%	4,6%		4,6%	4,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *z 23/03/2026

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2026		odchyl.	2027		odchyl.	2028		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	2 034,7	2 034,0	0,0%	2 350,0	2 335,8	0,6%	2 753,0	2 789,7	-1,3%
EBITDA	144,9	129,6	11,8%	158,1	152,8	3,5%	184,3	198,3	-7,1%
EBIT	114,7	101,2	13,3%	125,9	123,0	2,4%	150,7	166,0	-9,2%
Zysk (strata) netto	97,8	86,0	13,8%	108,1	105,0	2,9%	128,4	144,0	-10,9%
Gotówka (dług) netto	570,4	522,5	9,2%	578,2	653,0	-11,5%	633,6	762,0	-16,8%
Marża EBITDA	7,1%	6,4%		6,7%	6,5%		6,7%	7,1%	
Marża EBIT	5,6%	5,0%		5,4%	5,3%		5,5%	6,0%	
Marża zysku netto	4,8%	4,2%		4,6%	4,5%		4,7%	5,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Bloomberg

- W 2026 roku spodziewamy się 2,03 mld PLN przychodów (+3% r/r) oraz 98 mln PLN zysku netto (+26% r/r). Zakładamy, że spółka ma przestrzeń do poprawy rentowności r/r w 2026. Strona kosztowa portfela od strony zakupów materiałów jest zabezpieczona. Spółka zwykle jest w końcowej fazie optymalizacji kontraktów (w portfelu jest sporo kontraktów z 2023, które kończą się w 2026 roku).
- Po 1Q'26 portfel wynosił 3,84 mld PLN. Można podzielić go na trzy części: i) zlecenia podpisane w 2023 roku (ofertowane w 2022), dobiegające końca w 2026 roku, ii) kontrakt w Katowicach (podpisany w 2024, ale ofertowany także w 2022), iii) zlecenia pozyskane w 2025 roku (m.in. dwa odcinki na dostęp do EJ). Kontrakty z 2023 były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie rynkowym (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). Będą one kończyć się w 2026 roku, w naszej opinii z szansą na poprawę dotychczas prezentowanych rentowności.
- Na kontrakcie w Katowicach spółka w 4Q'25 podpisała aneks wyraźnie zwiększający wartość prac – powinien on stanowić „poduszkę bezpieczeństwa” dla marży na tym kontrakcie (zwracamy dodatkowo uwagę, że był on pozyskiwany z III miejsca z ofertą wyższą niż Budimex).

- Spółka jest blisko pozyskania kontraktu na Warszawę Wschodnią (blisko 3,0 mld PLN netto, 74% budżetu, ale z II miejscu po odrzuceniu I oferty, III oferta o 4% wyższa). Podpisanie tej umowy powinno wyraźnie wspierać przerób w latach 2027+ (efektywny okres prac budowlanych to ok. 3 lata).
- W 2026 PKP PLK nadal ma w planach do ofertowania kilka dużych przetargów, także >1 mld PLN. Trudno jednak oczekiwać podpisania umów w tym roku.
- Powoli powinien rozkręcać się wózek przetargów kolejowych w CPK, ale rozstrzygnięć oczekujemy tu raczej dopiero w 2027 roku. Spółka (w konsorcjum w Mirbudem) złożyła wnioski o dopuszczenie do dialogu konkurencyjnego zarówno w przetargu na dworzec i tunel kolejowy pod CPK (przetarg będzie podzielony na dwie części), jak i na pierwszy odcinek linii pomiędzy Warszawą a Łodzią. Są to wielomiliardowe postępowania, w których będą złożone odpowiednio tylko cztery i sześć ofert.
- Prognozy na 2026-27 jedynie delikatnie skorygowaliśmy. Podnieśliśmy nasze założenie długoterminowe (m.in. kwestia pojawienia się nowych przetargów i relatywnie krótkiego okresu realizacji kontraktu na Warszawę Wsch. w stosunku do jego wartości).
- W stosunku do konsensu jesteśmy bardziej optymistycznie nastawieni do 2026 roku i dość blisko oczekiwań na 2027 rok. Natomiast nasze założenie są nadal bardziej zachowawcze na ten moment na lata 2028+ (dostrzegamy jednak szansę, że mogą ewaluować w górę).
- W 2027 zakładamy wzrost przychodów do 2,35 mld PLN, spadek marży brutto ze sprzedaży do 8,2% (8,5% w 2026) oraz wzrost zysku netto do 108 mln PLN.
- W długim terminie zakładamy, że marża EBIT będzie znajdować się nieco poniżej 6,0% (poprzednio: nieco powyżej 5,5%). Są to raczej nadal konserwatywne założenia – w okresie 2021-25 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 9,0% (natomiast w ostatnich 10 latach było to 6,0%).
- Zwracamy uwagę, że nasze założenia w modelu nie ujmują potencjalnych akwizycji znaczących kontraktów zagranicznych (zakładamy, że nie będzie to obecnie dla spółki priorytetem ze względu na znaczący portfel w kraju) czy wejścia w nowe obszary rynkowe (np. PSE, kubatura).
- Na koniec 2025 roku pozycja gotówkowa była rekordowa w historii (571 mln PLN), co wynika m.in. z otrzymania II transzy zaliczki na kontrakcie w Katowicach, ale też dobrego zarządzania kapitałem obrotowym. W 1Q'26 nastąpił sezonowy odpływ części gotówki. Zakładamy jednak, że kolejne kwartały będą miały co najmniej neutralny cash flow operacyjny, a w 3/4Q'26 spółka otrzyma I ratę zaliczki na Warszawie Wsch.
- W 2026 roku spółka wypłaci 100% zysku w formie dywidendy (wcześniej zakładaliśmy 50%). Zakładamy, że spółka będzie wypłacać w kolejnych latach dywidendę na poziomie 75%-100% zysku.
- Na kolejnej stronie pokazujemy nasze założenia vs strategię spółki na lata 2025-30.
- **Spory sądowe.** Realizacja kontraktów dla podmiotów publicznych historycznie często wiąże się z wchodzeniem w spory sądowe na końcowym etapie ich realizacji, co związane jest m.in. z brakiem elastyczności tych podmiotów kwestii budżetów projektów czy słabym przygotowaniem projektów od strony projektowej. Obecnie spółka jest stroną kilku istotnych postępowań po stronie wierzytelności (spółka wnioskuję różnego rodzaju dopłaty do kontraktów), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte wyniki finansowe czy cash flow.

Istotne sprawy sądowe z wniosku spółki [mln PLN]

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

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

Istotne sprawy sądowe przeciw spółce [mln PLN]

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

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

Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody	1 084,8	1 091,8	1 458,2	1 978,4	2 034,7	2 350,0	2 753,0	2 956,1	3 059,2	3 187,4	3 315,6	3 368,9	3 422,3	3 475,7
jednostkowe	994,6	904,2	1 323,8	1 897,9	1 940,0	2 200,0	2 600,0	2 800,0	2 900,0	3 025,0	3 150,0	3 200,0	3 250,0	3 300,0
spółki zależne	90,2	187,6	134,4	80,6	94,7	150,0	153,0	156,1	159,2	162,4	165,6	168,9	172,3	175,7
Zysk brutto ze sprzedaży	259,3	158,0	126,2	146,2	172,7	193,0	228,0	247,7	259,2	271,7	284,4	290,7	297,0	303,3
jednostkowe	251,3	142,9	110,4	138,4	166,1	183,5	218,5	238,1	249,5	261,7	274,1	280,1	286,1	292,1
spółki zależne	8,1	15,1	15,8	7,8	6,6	9,5	9,5	9,5	9,7	10,0	10,3	10,6	10,9	11,2
SG&A	38,2	44,2	44,0	52,7	56,2	66,1	76,3	82,1	84,8	88,3	91,9	93,4	94,8	96,3
Zysk na sprzedaży	221,1	113,8	82,2	93,5	116,5	126,9	151,7	165,5	174,4	183,4	192,5	197,3	202,1	207,0
Saldo PPO/PKO	-0,5	0,1	-7,7	0,3	-1,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
EBITDA	244,8	138,7	100,4	120,9	144,9	158,1	184,3	199,4	209,0	217,6	226,8	231,6	236,4	241,3
EBIT	220,6	113,9	74,5	93,8	114,7	125,9	150,7	164,5	173,4	181,8	190,9	195,6	200,4	205,3
Zysk brutto	231,5	129,2	82,6	98,0	121,4	133,4	158,5	173,6	183,3	194,7	204,1	209,1	214,1	219,1
Zysk netto	183,8	101,9	67,9	78,1	97,8	108,1	128,4	140,6	148,4	157,7	165,3	169,4	173,4	177,4
Marża brutto ze sprzedaży	23,9%	14,5%	8,7%	7,4%	8,5%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%
jednostkowa	25,3%	15,8%	8,3%	7,3%	8,6%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%
spółki zależne	8,9%	8,0%	11,8%	9,7%	7,0%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%
Marża EBITDA	22,6%	12,7%	6,9%	6,1%	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%
Marża EBIT	20,3%	10,4%	5,1%	4,7%	5,6%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%
Marża zysku netto	16,9%	9,3%	4,7%	3,9%	4,8%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
CFO	175,2	47,0	-212,5	507,9	136,9	131,1	186,4	187,8	190,3	183,2	190,4	189,6	193,4	197,3
dług netto	-399,5	-432,7	-143,0	-570,9	-570,4	-578,2	-633,6	-680,5	-691,3	-708,0	-723,1	-730,2	-737,2	-744,3

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

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

Strategia 2025-30 główne założenia vs prognozy DM BDM

	strategia 2025-30		wyniki 2019-24					
	2025-30	średnia	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody [mln PLN]	14 500	2 417	1 604	1 392	1 121	1 085	1 092	1 458
EBITDA [mln PLN]	840	140	65	86	127	245	139	100
zysk netto [mln PLN]	500	83	29	49	77	184	102	68
CAPEX [mln PLN]	300	50	19	6	8	15	27	28
DPS [PLN/akcję]	50% jedn. zysku	1,81	0,3	0,9	1,5	3,0	0,0	2,1
marża brutto ze sprzedaży	---	---	4,7%	7,2%	13,0%	23,9%	14,5%	8,7%
marża EBITDA	5,8%	5,8%	4,0%	6,2%	11,4%	22,6%	12,7%	6,9%
marża netto	3,4%	3,4%	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	9,3%	4,7%
	prognozy DM BDM*		poprzednia strategia 2019-23					
	2025-30	średnia	2019-23P		wykonanie			
Przychody [mln PLN]	15 131	2 522	Przychody [mln PLN]		8 800		6 295	
EBITDA [mln PLN]	1 017	169	marża brutto ze sprzedaży		>5,0%		11,7%	
zysk netto [mln PLN]	701	117						
CAPEX [mln PLN]	285	47						
DPS [PLN/akcję]	---	3,63						
marża brutto ze sprzedaży	8,2%	8,2%						
marża EBITDA	6,7%	6,7%						
marża netto	4,6%	4,6%						

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Nasze aktualne prognozy od strony przychodowej od założeń spółki są wyższe o średnio 4%/rok w okresie 2025-30. Natomiast skumulowana EBITDA jest u nas o 21% wyższa niż założenia spółki. W przypadku zysku netto jesteśmy obecnie 40% powyżej założeń spółki.
- Zakładamy porównywalny do spółki CAPEX.
- Spółka zapisała w strategii, że będzie „dążyć” do wypłaty dywidendy w kwocie 50% zysku netto. W 2026 roku spółka wypłaci 100% zysku, nasze założenia na lata 2027-29 to 75%, a następnie 100%.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Wartości niematerialne i prawne	233	270	300	317	333	343	347	347	347	347	348	348
Rzeczowe aktywa trwałe	12	12	13	14	15	16	16	17	17	17	17	17
Nieruchomości inwestycyjne	184	209	238	254	270	279	282	282	282	282	282	282
Pozostałe aktywa trwałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa obrotowe	37	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
Zapasy	973	1 125	1 160	1 235	1 382	1 468	1 494	1 532	1 572	1 587	1 606	1 626
Należności krótkoterminowe	94	102	105	122	142	153	158	165	172	174	177	180
Inwestycje krótkoterminowe	627	351	401	463	543	583	603	628	654	664	675	685
- w tym środki pieniężne*	242	660	641	638	685	720	720	726	734	736	742	748
Pozostałe aktywa obrotowe	240	656	637	634	680	716	716	722	730	732	738	744
Aktywa razem	1 206	1 396	1 460	1 552	1 715	1 812	1 840	1 878	1 919	1 934	1 954	1 973
Kapitał (fundusz) własny	529	577	596	631	679	723	731	740	748	752	756	760
Kapitał mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	677	820	864	922	1 038	1 089	1 110	1 139	1 172	1 183	1 199	1 214
Rezerwy na zobowiązania	31	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Zobowiązania długoterminowe	87	73	58	50	44	36	28	20	20	20	20	20
- w tym zobowiązania oprocentowane	60	53	38	30	24	16	8	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	512	628	687	753	875	935	964	1 000	1 033	1 044	1 060	1 075
- w tym zobowiązania oprocentowane	38	32	29	26	23	20	17	14	7	2	1	0
Pozostałe	46	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58
Pasywa razem	1 206	1 396	1 460	1 552	1 715	1 812	1 840	1 878	1 919	1 934	1 954	1 973
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody netto ze sprzedaży	1 458	1 978	2 035	2 350	2 753	2 956	3 059	3 187	3 316	3 369	3 422	3 476
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	126	146	173	193	228	248	259	272	284	291	297	303
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	44	53	56	66	76	82	85	88	92	93	95	96
Zysk (strata) na sprzedaży	82	94	117	127	152	166	174	183	193	197	202	207
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8	0	-2	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
EBITDA	100	121	145	158	184	199	209	218	227	232	236	241
EBIT	75	94	115	126	151	165	173	182	191	196	200	205
Saldo działalności finansowej	8	4	7	8	8	9	10	13	13	14	14	14
Zysk (strata) brutto	83	98	121	133	158	174	183	195	204	209	214	219
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	68	78	98	108	128	141	148	158	165	169	173	177
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	-212	508	137	131	186	188	190	183	190	190	193	197
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-15	-31	-60	-50	-50	-45	-39	-17	-17	-17	-17	-17
Przepływy z działalności finansowej	-48	-61	-96	-84	-90	-107	-152	-160	-165	-171	-170	-175
Przepływy pieniężne netto	-276	415	-19	-3	46	36	0	6	8	2	6	6
Środki pieniężne na początek okresu	516	240	656	637	634	680	716	716	722	730	732	738
Środki pieniężne na koniec okresu	240	656	637	634	680	716	716	722	730	732	738	744
Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	34%	36%	3%	15%	17%	7%	3%	4%	4%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-28%	20%	20%	9%	17%	8%	5%	4%	4%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-33%	15%	25%	10%	19%	10%	6%	6%	5%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	8,7%	7,4%	8,5%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%
Marża EBITDA	6,9%	6,1%	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%
Marża EBIT	5,1%	4,7%	5,6%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%
Marża netto	4,7%	3,9%	4,8%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
SG&A / przychody	3,0%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
ROE	12,8%	13,5%	16,4%	17,1%	18,9%	19,5%	20,3%	21,3%	22,1%	22,5%	22,9%	23,4%
ROA	5,6%	5,6%	6,7%	7,0%	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%
Dług	97	85	67	56	47	36	25	14	7	2	1	0
D / (D+E)	15,5%	12,8%	10,1%	8,1%	6,5%	4,7%	3,3%	1,9%	0,9%	0,3%	0,2%	0,0%
D / E	18,4%	14,7%	11,2%	8,8%	6,9%	5,0%	3,4%	1,9%	0,9%	0,3%	0,2%	0,0%
Dług / kapitał własny	18,4%	14,7%	11,2%	8,8%	6,9%	5,0%	3,4%	1,9%	0,9%	0,3%	0,2%	0,0%
Dług netto	-143	-571	-570	-578	-634	-680	-691	-708	-723	-730	-737	-744
Dług netto / kapitał własny	-0,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług netto / EBITDA	-1,4	-4,7	-3,9	-3,7	-3,4	-3,4	-3,3	-3,3	-3,2	-3,2	-3,1	-3,1
EV	1 389	961	962	954	898	852	841	824	809	802	795	788
Dług / EV	7,0%	8,8%	7,0%	5,9%	5,2%	4,2%	3,0%	1,7%	0,9%	0,2%	0,1%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,9%	2,1%	2,9%	2,1%	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	108,6%	154,4%	197,2%	155,1%	148,1%	128,1%	109,2%	100,7%	100,9%	100,7%	100,5%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	19,2%	-20,9%	-0,4%	0,5%	-0,7%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	76,5%	-79,3%	-14,8%	3,9%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%
P/E*	22,6	19,6	15,7	14,2	11,9	10,9	10,3	9,7	9,3	9,0	8,8	8,6
P/BV*	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
EV/EBITDA*	13,8	7,9	6,6	6,0	4,9	4,3	4,0	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3
EV/EBIT*	18,6	10,2	8,4	7,6	6,0	5,2	4,8	4,5	4,2	4,1	4,0	3,8
EV/S*	1,0	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	2,1	1,4	3,4	3,2	3,5	4,2	6,1	6,5	6,9	7,2	7,4	7,5
Payout ratio												

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 66,7 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)
Anna Tobiasz

Analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

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

tel. (022) 62-20-851

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

tel. (022) 62-20-854

 e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl
Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	73,3	akumuluj	68,1	11.06.2026*	16:25 CEST	66,7	135 420
akumuluj	68,1	trzymaj	62,2	23.03.2026*	15:45 CET	61,6	119 363
trzymaj	62,2	akumuluj	49,1	11.12.2025*	11:20 CET	62,8	111 969
akumuluj	49,1	kupuj	45,1	08.09.2025*	15:50 CEST	45,1	107 136
kupuj	45,1	akumuluj	37,3	19.02.2025	08:50 CEST	38,80	94 651
akumuluj	37,3	akumuluj	35,6	22.08.2024	11:52 CEST	33,55	84 528
akumuluj	35,6	kupuj	27,9	22.04.2024	14:25 CEST	32,35	84 109
kupuj	27,9	trzymaj	19,3	04.01.2024	09:55 CEST	23,75	77 054
trzymaj	19,3	trzymaj	22,0	12.09.2023	13:35 CEST	18,50	66 241
trzymaj	22,0	akumuluj	22,8	14.04.2023	14:50 CEST	21,15	61 305
akumuluj	22,8	---	---	16.01.2023	12:40 CEST	21,00	61 324

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena 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 realizowania 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	27%	0	0%
Akumuluj	3	27%	1	100%
Trzymaj	3	27%	0	0%
Redukuj	2	18%	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 Gieldowego 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 (16:25 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-06-11 (16:25 CEST).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/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 *
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.