



Dom Maklerski BDM S.A.

ZUE

RAPORT ANALITYCZNY

Przy nadal spadających przychodach i niskim portfelu, w ZUE pojawiło się w ostatnich tygodniach kilka pozytywnych czynników. Wyniki 2Q'25 były miłą niespodzianką, a spółka wskazała, że na realizowanych kontraktach notuje poprawę rentowności, co może być dobrym prognostykiem na kolejne okresy. Na początku lipca ZUE złożyło najniższą ofertę cenową w przetargu Gdynia – Łębork na 2,6 mld PLN dla PKP PLK, która nie wydaje nadmiernie „agresywna” (3% poniżej II oferty, 14% poniżej budżetu, przy średnich dla rynku kolejowego w tym roku na poziomie 4%/17%). Jego potencjalne pozyskanie mogłoby ustabilizować portfel spółki na kilka lat i dać przestrzeń do wyważonego ofertowania w kolejnych latach (plany PKP PLK pozostają ambitne). Spółka sygnalizuje ożywienie w przetargach tramwajowych, gdzie od lat posiada silną pozycję. Spółka buduje także ekspozycję na rynki zagraniczne (obecnie głównie w Rumunii, spółka wyraźnie wskazuje Niemcy jako potencjalny kierunek rozwoju). Kluczowe dla kreacji wartości jest jednak przede wszystkim zbudowanie trwale rentownego portfela kolejowego (po finalnym wyjściu ze słabych kontraktów w poprzedniej perspektywy budżetowej). W naszej ocenie rynek nie uwzględni jeszcze w pełni pozyskania kontraktu Gdynia – Łębork. Korygujemy nasze prognozy (w dół przychody w 2025-26, w górę przychody w kolejnych latach, w górę rentowność). Obecnie cenę docelową ZUE wyznaczamy na poziomie 10,9 PLN, co implikuje podniesienie rekomendacji do Akumuluj (poprzednio: Trzymaj, 8,7 PLN). Wycena nie uwzględniła możliwości do uzyskania od PKP PLK (złożone pozwody o równowartości ok. 5,5 PLN/akcję).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'25 spółka miała 403 mln PLN przychodów (-35% r/r) oraz 5,6 mln PLN zysku netto (-21% r/r). Sam 2Q'25 pozytywnie przy tym zaskoczył i miał jednak diametralnie inny obraz (10% marży brutto ze sprzedaży, 10 mln PLN zysku netto) niż 1Q'25 (3% marży brutto i -5 mln PLN straty netto). Spółka z jednej strony uzyskała dopłaty na części kończonych kontraktów, z drugiej poprawiła także marżę na kontraktach w toku (sprzyjające otoczenie kosztowe). Na koniec 2Q'25 dług netto wynosił 83 mln PLN (wzrost q/q, głównie ze względu na zakup materiałów).

Portfel

Portfel po 2Q'25 wynosi 1,19 mld PLN (-19% r/r, największy udział mają kontrakty kolejowe w PL: ok. 0,8 mld PLN). Spółka w 3Q'25 pozyskała zlecenia na 0,15 mld PLN. Ma złożoną najniższą cenę na ok. 2,6 mld PLN w przetargu kolejowym Gdynia Chylonia – Łębork (kontrakt P&B, termin realizacji blisko 5 lat, w IX'25 spodziewamy jest wybór najkorzystniejszej oferty). Na najbliższe miesiące harmonogram PKP PLK przewiduje złożenie ofert w czterech dużych przetargach na ok. 5 mld PLN, w krótkoterminowych planach jest też ogłoszenie kolejnych 8 mld PLN. Zwracamy uwagę na ożywienie na rynku tramwajowym. W ostatnich miesiącach ogłoszono dwa duże postępowanie w Gdańsku (w sumie >1 mld PLN) i dwa mniejsze w Zagłębiu.

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. 5% udziału w rocznych nakładach na budownictwo PKP PLK. Do tego dochodzą inni odbiorcy (właściciele bocznic, miasta, rynki zagraniczne – średnio przez ostatnie lata 0,4 mld PLN/rok, przy dużej zmienności).

Prognozy wyników, wskaźniki

Obecnie estymujemy, że w 2025 roku spółka będzie miała 0,85 mld PLN przychodów oraz 11,3 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy na kolejne lata oparte są na założeniu, że spółka podpisze w 2026 roku umowę na kontrakt Gdynia Chylonia – Łębork. Jego brak zmusiłby spółkę prawdopodobnie do agresywnego ofertowania w kolejnych przetargach, co wpłynęłoby na perspektywę marżowości w naszym modelu. W latach 2026/27 zakładamy odpowiednio 0,96 / 1,36 mld PLN przychodów oraz 10,7 / 27,6 mln PLN zysku netto. Spółka przy naszych założeniach handlowana jest na EV/EBITDA=6,8x na 2025 rok, 5,7x na 2026 rok oraz 3,5x na 2027 rok.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	921,4	1 484,1	1 219,4	847,8	957,7	1 358,3
EBITDA [mln PLN]	31,9	45,2	34,7	34,6	32,5	52,5
EBIT [mln PLN]	18,1	30,4	19,1	17,7	15,2	35,3
Wynik brutto [mln PLN]	22,1	28,9	12,1	13,4	12,4	34,0
Wynik netto [mln PLN]	16,4	21,0	10,7	11,3	10,0	27,6
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-14,6	-134,2	26,3	3,7	-47,1	-48,1
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
P/E	14,1	11,0	21,6	20,4	23,1	8,4
EV/EBITDA	6,8	2,2	7,4	6,8	5,7	3,5
EV/EBIT	12,0	3,2	13,5	13,3	12,1	5,2
DPS [PLN/akcję]	0,15	0,07	0,21	0,00	0,25	0,22

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 10,9 PLN

22 SIERPIEŃ 2025, 13:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	10,8
Wycena porównawcza [PLN]	11,1
Wycena końcowa [PLN]	10,9
Potencjał do wzrostu / spadku	8,0%
Koszt kapitału	14,9%
Cena rynkowa [PLN]	10,05
Kapitalizacja [mln PLN]	231,5
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	11,20
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,50
Stopa zwrotu za 3 mc	13,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	40,4%

Struktura akcjonariatu:

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

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	4
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE	19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	14,1	11,0	21,6	20,4	23,1	8,4	6,8
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,8	2,2	7,4	6,8	5,7	3,5	2,9
EV/EBIT	12,0	3,2	13,5	13,3	12,1	5,2	4,0
EV/S	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1
BVPS	7,8	8,6	8,9	9,4	9,6	10,6	11,4
EPS	0,7	0,9	0,5	0,5	0,4	1,2	1,5
DPS (w danym roku)	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,6
Payout ratio	0,3	0,1	0,2	0,0	0,5	0,5	0,5

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	921	1 484	1 219	848	958	1 358	1 559
Budownictwo	831	1 405	1 152	791	900	1 300	1 500
Handel	78	74	68	57	58	58	59
Projektowanie	8	4	0	0	0	0	0
Wyłączenia	4	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto ze sprzedaży	42,8	55,9	50,5	53,8	54,2	77,3	88,3
Budownictwo	31,1	49,9	46,0	50,3	50,4	73,4	84,4
Handel	10,9	4,5	4,6	3,8	4,0	4,1	4,1
Projektowanie	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,5	0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	26,2	30,4	33,8	37,3	39,0	41,9	45,1
PPO/PKO	1,5	4,9	2,4	1,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA	31,9	45,2	34,7	34,6	32,5	52,5	60,5
EBIT	18,1	30,4	19,1	17,7	15,2	35,3	43,2
Zysk brutto	22,1	28,9	12,1	13,4	12,4	34,0	42,0
Zysk netto	16,4	21,0	10,7	11,3	10,0	27,6	34,0
Dług netto	-14,6	-134	26,3	3,7	-47,1	-48,1	-57,6

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	8%	61%	-18%	-30%	13%	42%	15%
EBITDA zmiana r/r	18%	42%	-23%	0%	-6%	62%	15%
Zysk netto zmiana r/r	39%	28%	-49%	6%	-12%	175%	23%
Marża brutto na sprzedaży	4,6%	3,8%	4,1%	6,3%	5,7%	5,7%	5,7%
Marża EBITDA	3,5%	3,0%	2,8%	4,1%	3,4%	3,9%	3,9%
Marża netto	1,8%	1,4%	0,9%	1,3%	1,0%	2,0%	2,2%
ROE	9,1%	10,6%	5,2%	5,2%	4,5%	11,3%	12,9%
ROA	2,4%	2,3%	1,5%	1,7%	1,4%	3,3%	3,7%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	199,4	193,4	214,2	211,9	211,5	211,6	211,6
WNIp	33,7	33,6	33,1	33,0	33,0	32,9	32,9
Rzeczowe aktywa trwałe	105,4	110,5	134,1	131,8	131,5	131,6	131,7
Pozostałe aktywa trwałe	60,4	49,3	47,0	47,0	47,0	47,0	47,0
Aktywa obrotowe	475,3	712,4	517,5	440,4	491,5	633,7	707,8
Zapasy	81,7	70,4	27,8	28,3	21,8	31,0	35,5
Należności krótkoterminowe	327,5	417,5	433,1	344,0	361,7	504,7	575,8
Środki pieniężne	63,3	223,6	52,7	64,2	104,0	94,1	92,5
Pozostałe aktywa obrotowe	2,8	1,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Aktywa razem	674,7	905,8	731,7	652,2	703,0	845,3	919,4
Kapitał własny	179,4	198,7	204,9	216,2	220,6	243,1	263,3
Udziały mniejszości	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
Zobowiązania i rezerwy	493,9	705,7	525,3	434,6	480,9	600,7	654,6
Rezerwy na zobowiązania	36,5	38,9	32,6	32,6	32,6	32,6	32,6
Oprocentowane zobowiązania	48,7	89,3	78,9	67,9	56,9	45,9	34,9
Zobowiązania pozostałe	408,8	577,5	413,8	334,0	391,4	522,1	587,1
Pasywa razem	674,7	905,8	731,7	652,2	703,0	845,3	919,4
Dług netto	-14,6	-134	26,3	3,7	-47,1	-48,1	-57,6
Dług netto / Kapitał własny	-0,1	-0,7	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	-0,5	-3,0	0,8	0,1	-1,4	-0,9	-1,0

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	-42,6	137,5	-116	37,0	73,3	23,4	40,5
CFI	-11,5	5,2	-2,5	-14,5	-16,9	-17,3	-17,3
CFF	8,6	17,4	-53,2	-11,0	-16,7	-16,0	-24,8
- w tym dywidenda	3,4	1,7	4,8	0,0	5,7	5,0	13,8
Przepływy pieniężne netto	-45,5	160	-171	11,5	39,8	-9,9	-1,6
CAPEX / Amortyzacja	35%	56%	35%	86%	98%	100%	100%

ZUE

Rekomendacja	Akumuluj	www:	www.grupazue.pl
Wycena końcowa [PLN]	10,9		
Potencjał zmiany	8,0%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	10,05	3Q'25:	19 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	4Q'25:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	231,5		

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Przychody	316,2	301,0	304,3	297,9	180,1	222,6
Budownictwo	305,4	282,0	286,4	277,9	166,5	209,1
Handel	10,8	19,0	17,9	20,0	13,6	13,5
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
Zysk brutto ze sprzedaży	12,6	14,9	7,0	16,0	5,4	21,6
Budownictwo	11,7	13,7	5,8	14,8	4,8	20,7
Handel	0,8	1,3	1,3	1,2	0,8	0,9
Projektowanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0
SG&A	7,9	8,1	8,0	9,9	9,1	9,1
PPO/PKO	1,0	-0,2	2,2	-0,5	-0,9	2,1
EBITDA	9,5	10,3	5,2	9,7	-0,5	18,5
EBIT	5,7	6,6	1,2	5,6	-4,6	14,5
Zysk brutto	3,0	6,3	-1,3	4,1	-6,1	12,3
Zysk netto	1,0	6,2	-0,2	3,8	-4,8	10,4
Dług netto	50,2	75,8	73,0	26,3	39,9	83,4

Wskaźniki	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Przychody zmiana r/r	26,8%	2,9%	-15,2%	-48,9%	-43,0%	-26,0%
EBITDA zmiana r/r	73,3%	31,5%	-52,5%	-53,6%	---	79,6%
Zysk netto zmiana r/r	-13,7%	103,2%	---	-65,0%	---	69,1%
Marża brutto na sprzedaży	4,0%	5,0%	2,3%	5,4%	3,0%	9,7%
Marża EBITDA	3,0%	3,4%	1,7%	3,3%	-0,3%	8,3%
Marża netto	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,7%	4,7%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	0,71	0,91	0,47	0,49	0,44	1,20
Revenue [mln PLN]	921,4	1 484,1	1 219,4	847,8	957,7	1 358,3
Gross Margin %	4,6%	3,8%	4,1%	6,3%	5,7%	5,7%
EBIT [mln PLN]	18,1	30,4	19,1	17,7	15,2	35,3
EBITDA [mln PLN]	31,9	45,2	34,7	34,6	32,5	52,5
Net Income Adj+ [mln PLN]	16,4	21,0	10,7	11,3	10,0	27,6
Net Debt [mln PLN]	-14,6	-134,2	26,3	3,7	-47,1	-48,1
BPS	7,79	8,63	8,90	9,39	9,58	10,56
DPS	0,15	0,07	0,21	0,00	0,25	0,22
Return on Equity %	9,1%	10,6%	5,2%	5,2%	4,5%	11,3%
Return on Assets %	2,4%	2,3%	1,5%	1,7%	1,4%	3,3%
Depreciation [mln PLN]	9,9	10,2	9,3	11,7	12,1	12,1
Amortization [mln PLN]	0,6	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1
Free Cash Flow [mln PLN]	-54,1	142,6	-118,1	22,5	56,5	6,1
CAPEX [mln PLN]	4,8	8,2	5,5	14,5	16,9	17,3

Główne czynniki ryzyka:

- Uzależnienie od głównych odbiorców (PKP PLK)
- Brak pozyskania nowych umów (szczególnie kontraktu Gdynia Chylonia – Łębork)
- 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%	10,8
Wycena metodą porównawczą	20%	11,1
Wycena 1 akcji [PLN]		10,9

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 (5,4%), premii za ryzyko rynkowe (9,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 22 sierpnia 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	847,8	957,7	1 358,3	1 558,8	1 589,4	1 620,6	1 636,8	1 653,2	1 669,7	1 686,4
EBIT [mln PLN]	17,7	15,2	35,3	43,2	44,6	46,1	51,7	52,5	53,3	54,2
Stopa podatkowa	15,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,7	2,9	6,7	8,2	8,5	8,8	9,8	10,0	10,1	10,3
NOPLAT [mln PLN]	15,0	12,3	28,6	35,0	36,2	37,3	41,8	42,5	43,2	43,9
Amortyzacja [mln PLN]	16,8	17,3	17,2	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,4
CAPEX [mln PLN]	-14,5	-16,9	-17,3	-17,3	-17,3	-17,3	-17,4	-17,4	-17,4	-17,4
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	12,5	45,0	-25,4	-12,7	-2,2	-2,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
FCF [mln PLN]	29,9	57,7	3,1	22,2	33,9	35,1	40,6	41,3	42,0	42,7
DFCF [mln PLN]	28,5	48,2	2,3	14,2	18,9	17,0	17,2	15,2	13,5	11,9
Suma DFCF [mln PLN]	186,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	310,5									
Zdyskontowana wart. Rezyd. [mln PLN]	86,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	273,5									
Dług netto 2024 [mln PLN]	26,3									
Akcje własne [mln PLN]	2,7									
Udział mniejszości [mln PLN]	1,5									
Wypłacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	248,4									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	10,8									

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

Przychody zmiana r/r	-30,5%	13,0%	41,8%	14,8%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-7,0%	-14,3%	132,3%	22,4%	3,3%	3,3%	12,0%	1,6%	1,6%	1,6%
FCF zmiana r/r	-124,7%	92,8%	-94,6%	613,4%	52,6%	3,5%	15,9%	1,6%	1,6%	1,6%
Marża EBITDA	4,1%	3,4%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	2,1%	1,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża NOPLAT	1,8%	1,3%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
CAPEX / Przychody	1,7%	1,8%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	86,0%	97,8%	100,5%	100,2%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-1,5%	-4,7%	1,9%	0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,4%	-40,9%	6,3%	6,4%	7,2%	7,1%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
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	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Udział kapitału własnego	89,6%	91,9%	94,6%	96,2%	96,8%	97,6%	98,3%	99,1%	99,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatk.	5,8%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	10,4%	8,1%	5,4%	3,8%	3,2%	2,4%	1,7%	0,9%	0,2%	0,0%
WACC	14,0%	14,1%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%	14,8%	14,9%	14,9%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

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

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 2025-27 (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 11,1 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

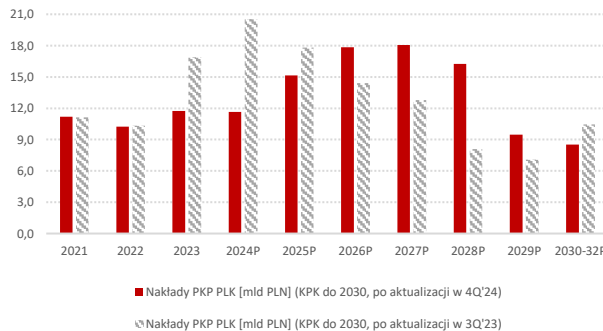
	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	22,0	21,5	18,9	12,5	11,3	9,9
Mirbud	12,4	9,9	9,5	6,8	5,6	5,9
Torpol	14,5	12,4	11,8	6,3	5,0	4,7
Trakcja	18,1	15,0	12,9	7,6	6,7	5,9
Mediana	16,3	13,7	12,3	7,2	6,2	5,9
ZUE	20,4	21,7	8,4	6,4	5,7	3,5
Premia/dyskonto do mediany	25%	58%	-32%	-11%	-8%	-41%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	8,0	6,4	14,8	11,3	10,8	15,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		9,7			12,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	11,1					

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

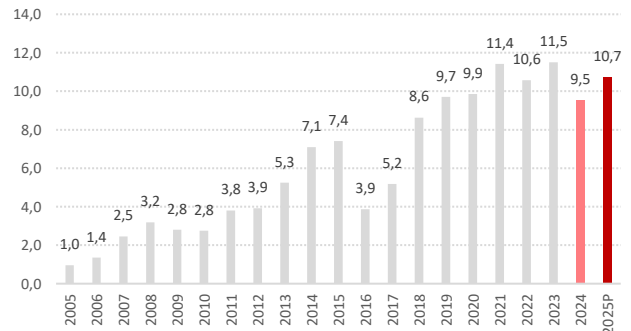
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

W październiku'24 zaktualizowano Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032 (poprzednia wersja pochodziła z sierpnia 2023). Plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2024-30 wyniosą 97 mld PLN netto. Przyjęto w nim, że rekordowy będzie 2027 rok na poziomie 18,0 mld PLN (poprzednio szczyt zakładano 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 przewiduje wzrost do 10,7 mld PLN (+13% r/r), ale jest to istotnie poniżej założen KPK sprzed niecałego roku (zakładano 15,1 mld PLN).

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



Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



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

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

Po dłuższej przerwie, od przełomu 3/4Q'24 PKP PLK zaczęła ogłaszać duże postępowania na kontrakty budowlane. PKP PLK pierwotnie zapowiadała ogłoszenie w 2024 roku przetargów o łącznej wartości 17 mld PLN, formalnie część postępowań została ogłoszona dopiero w styczniu'25 (wg naszych kalkulacji ogłoszono w 2024 ok 15 mld PLN). MI zapowiedziało w lutym, że w sektorze kolejowym w 2025 roku uruchomione mają zostać przetargi o łącznej wartości ok. 16 mld PLN (1300 km linii) – [link](#) (dane na 2025 potwierdziło PKP PLK w kwietniu – [link](#), wcześniej podawano, że w latach 2025-26 ma to być po 15 mld PLN nowych przetargów rocznie [link](#)).

Podobnie jak po okresie luki przetargowej 2015-16, obecna pula przetargów charakteryzuje się wysoką konkurencją (dla przypomnienia umowy z 2017 roku odbiły się później negatywnie na kondycji spółek wykonawczych). 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). Zwracamy jednocześnie uwagę, że 2025 rok będzie rekordowy pod kątem otwartych ofert w przetargach PKP PLK – do połowy sierpnia jest to wartość ok 17,5 mld PLN netto (wcześniej rekordowy był 2019 rok - 12,5 mld PLN).

Postępowania przetargowe PKP PLK, na których złożono oferty w 2025 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		
sie 25	E 75 Białystok – Elk, faza II	3 713,0	Torpol/Mirbud	b.d.	---	3 070,5	70%	4 046,7	Budimex/Porr	92%	5
lip 25	C-E 20 Czachówek Wschodni - Pilawa wraz z mostem nad Wisłą	1 045,3	Intop/Trakcja	b.d.	---	1 281,6	66%	1 093,4	Mirbud/Torhamer/Most	96%	9
lip 25	C-E 20 Skierniewice – Czachówek Wschodni	1 161,8	Mirbud/Torkol	b.d.	---	694,5	86%	1 199,9	Trakcja/Sarinż	97%	9
lip 25	LK 202 Gdynia Chylonia – Łębork Faza II	2 617,6	ZUE	b.d.	---	3 037,3	86%	2 683,5	Torpol	98%	7
cze 25	LK281 Oleśnica – Chojnice, LK356 Poznań W. – Bydgoszcz Gł.	46,5	Mirbud	bez opcji	---	59,2	79%	52,5	Gór Tor	89%	11
maj 25	Stacja Sokółka	193,2	Intop Warszawa	b.d.	---	87,5	95%	197,9	Rajbud	98%	4
kwi 25	LK 622 (odc H) Szczyrzyc - Tymbark	1 693,3	Budimex/Gulermak	b.d.	---	2 150,0	79%	1 767,0	Porr/Trakcja S.	96%	3
kwi 25	LK 8 Tunel - Kraków	105,2	Porr/Trakcja S.	118,0	---	113,5	90%	115,7	Swietelsky	91%	6
kwi 25	LK 273 od km 116,000 do km 285,000	216,4	Dolkom/SBM	b.d.	---	87,6	116%	235,4	Porr	92%	2
mar 25	LK 7 W-wa Wawer - Otwock)	1 285,4	Trakcja/Intop	b.d.	---	1 308,2	97%	1 288,1	Budimex	100%	7
mar 25	LK 104 A2 i A3 Rabka Zaryte – Mszana Dolna - Fornale	567,2	Porr/Trakcja S.	b.d.	---	753,6	75%	599,6	ZUE	95%	6
mar 25	LK 229 Kartuszy - Łębork (EJ)	508,2	Torpol	895,4	57%	814,0	---	539,7	PPM-T	94%	6
mar 25	LK 201 stacja Maksymilianowo	927,3	Strabag	b.d.	---	1 471,1	55%	966,9	Mirbud/Torhamer	96%	7
lut 25	LOT-A1-1/2 Skarżysko Kamienna - Łączna / Łączna - Tumlin	678,1	PNUIK	bez opcji	---	826,3	82%	689,0	ZUE	98%	11
sty 25	LK 25, 74, 78 Stalowa W. - (...) - Padew	847,4	Swietelsky	bez opcji	---	919,0	92%	879,5	ZUE	96%	11
sty 25	LK 108 Jasło - Nowy Zagórz	1 043,8	Porr	b.d.	---	198,1	117%	1 066,7	Mirbud	98%	9
sty 25	LK1 Kozłuszki - Częstochowa	513,7	PNUIK	b.d.	---	318,4	103%	522,4	Trakcja	98%	3
sty 25	LK 132 Pyskowice - Opole Groszowice	105,4	Dolkom/SBM	bez opcji	---	172,7	61%	105,7	Swietelsky	100%	6
sty 25	LK 354 Oborniki Wielkopolskie Most - Oborniki Wielkp.	99,9	Porr	bez opcji	---	112,0	89%	103,6	Primost Pld.	96%	10
sty 25	LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”	163,9	Torpol	bez opcji	---	252,9	65%	177,2	Mirbud	93%	13
suma/średnia		17 532,6				17 728,2		18 330,4		96%	7,3

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

Planowane istotne przetargi budowlane PKP PLK w 2025 roku [mln PLN]

Nazwa postępowania	Planowany termin składania ofert*	Data wszczęcia postępowania	Szacunkowa wartość [mln PLN]
LK 104 na odcinku C1 Tymbark – Limanowa	27.08.2025	17.02.2025	ok 1300
LK 622 (odc F+J) Podłęże – Gdów / Podłęże – Podłęże Balachówka	28.08.2025	20.01.2025	ok. 2300
LK201 Maksymilianowo – Wierzychucin	5.09.2025	30.06.2025	ok 1500
LK68 Stalowa Wola Rozwadów – Przeworsk	12.09.2025	5.08.2025	ok 340
Lipowa Tucholska - Kościerzyna	---	---	ok 1300
stacja Warszawa Wschodnia	---	---	ok 3300
Toruń Główny – Toruń Wschodni	---	---	ok 557
Tychy – Bieruń Stary	---	---	ok 424
Wrocław Psie Pole – Wrocław Sołtysowice	---	---	ok 160
Gdańsk Osowa – Gdynia Główna	---	---	ok 1200
Wierzychucin – Lipowa Tucholska	---	---	ok 1300

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

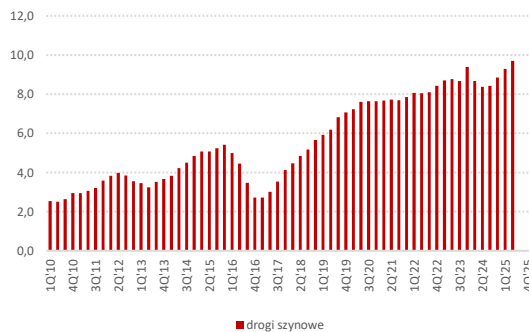
Suma ogłoszonych = 5,4 mld PLN
Suma do ogłoszenia = 8,2 mld PLN
*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert na 4 dużych postępowaniach w 3Q'25. Należy jednak liczyć się z przesunięciami tych terminów ze względu na dużą liczbę pytań zadawanych zamawiającemu przez potencjalnych wykonawców.

Z planu przetarg i informacji prasowych PKP PLK wynika, że planowane jest ogłoszenie jeszcze w 2025 roku przetargów na 8,2 mld PLN (należy zakładać, że część ogłoszona już będzie w 2026 roku)

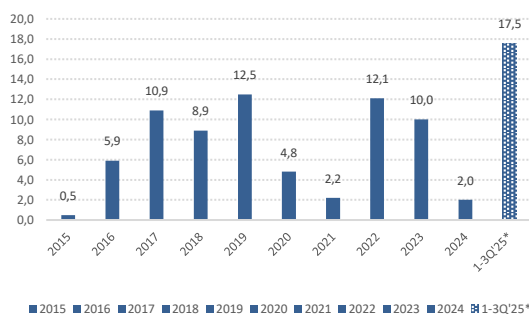
Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Priorytetem inwestycji kolejowych CPK jest 480 km 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 czerwcu'25 podpisano umowę na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (1,8 mld PLN – Porr). Ogłoszony jest przetarg na budowę bocznicy kolejowej (planowane złożenie ofert – wrzesień'25).

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



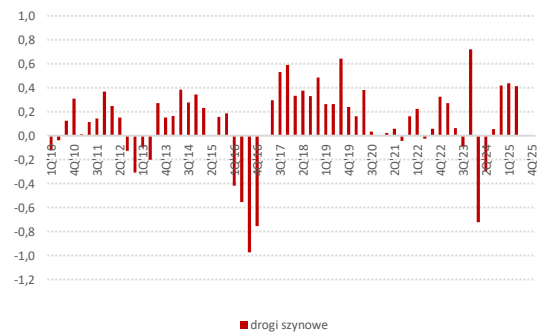
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



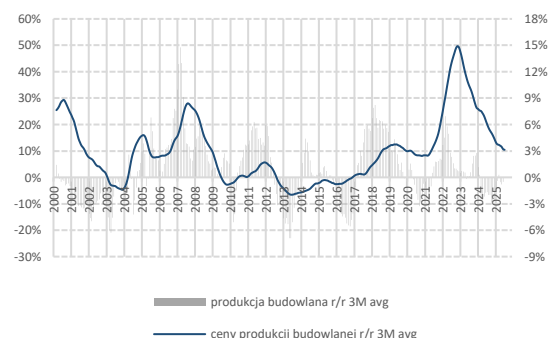
Źródło: DM BDM S.A., Budimex na bazie PKP PLK, 2024 – szacunek DM BDM, *1-3Q'25 – do 20 sierpnia

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



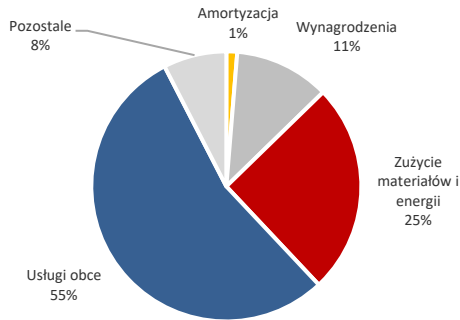
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Inwestycje tramwajowe w Polsce

Obecnie w Polsce systemy tramwajowe posiada 15 ośrodków miejskich. Łączna długość tras tramwajowych to ok. 900 km. Największe systemy funkcjonują w Aglomeracji Śląskiej, Warszawie, Łodzi i Krakowie. 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

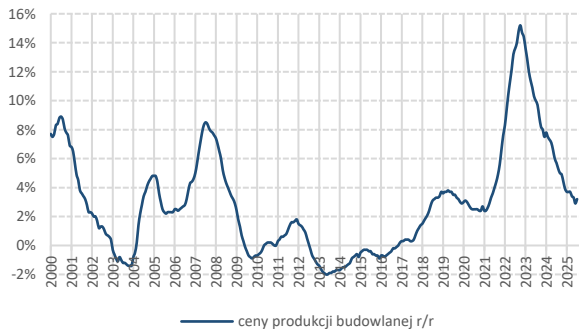
ZUE - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

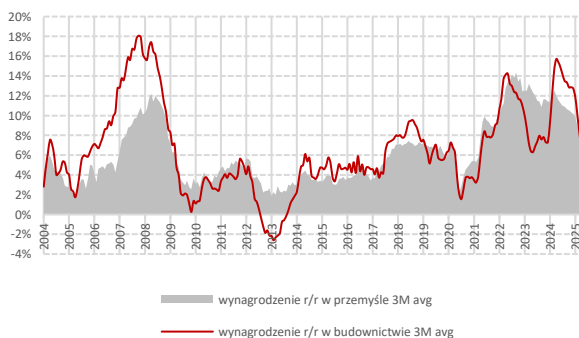


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża (do 3,0% r/r w czerwcu'25). Lipiec'25 jest pierwszym miesiącem, kiedy dynamika roczna lekko się podniosła (+3,2% r/r). Jest to efektem lekkiego przyspieszenia dynamik miesięcznych w tym roku (w końcówce 2024 roku miesięczne dynamiki m/m zeszły do poziomu 0,0-0,1%, w tym roku jest to 0,1-0,5%).

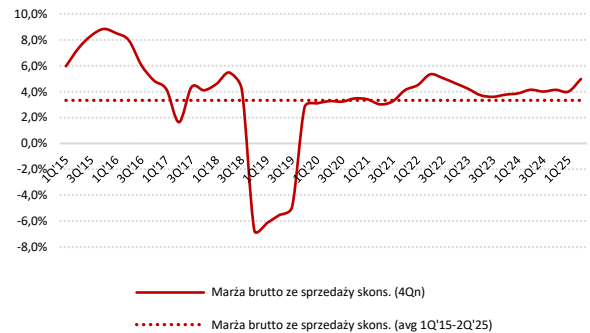
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już wyraźnie od szczytu, to nadal są to relatywnie wysokie poziomy w ujęciu r/r. W kolejnych miesiącach wsparciem dla stabilizacji dynamiki powinny być nadal niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równowagę je dodatnia dynamika wynagrodzeń (przy czym w ostatnich miesiącach mamy tu powrót do jednocyfrowych dynamik r/r, po dwucyfrowych wzrostach w 2024 roku).

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



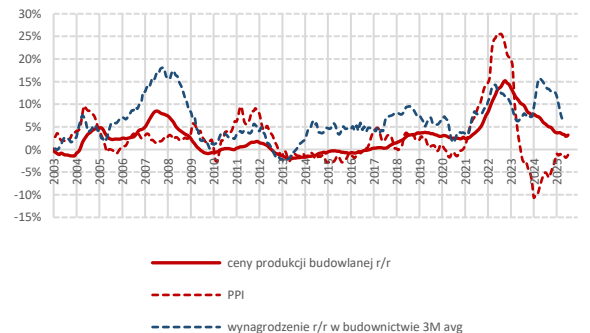
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

ZUE - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



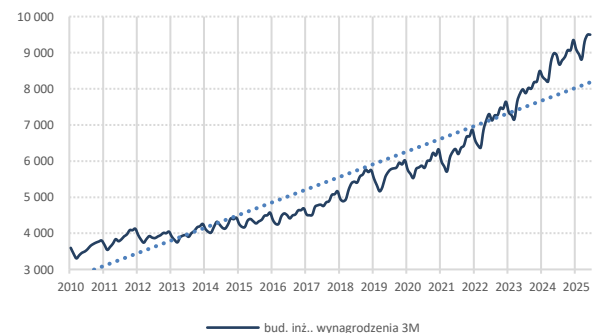
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

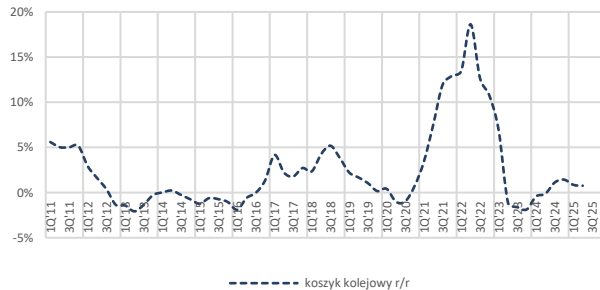


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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]*

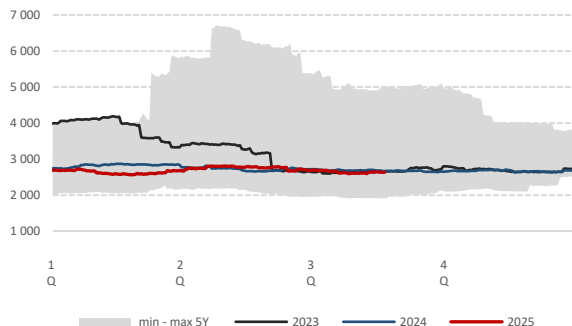


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

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

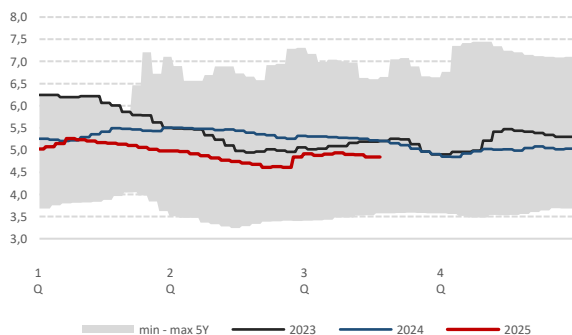
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów emisji CO₂, aczkolwiek od 2Q'23 mamy tu pewną stabilizację (na rekordowych poziomach).

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



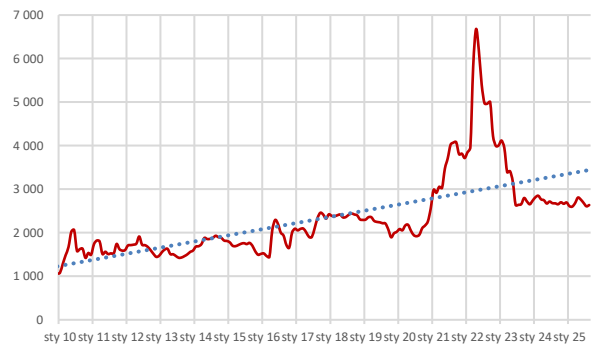
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



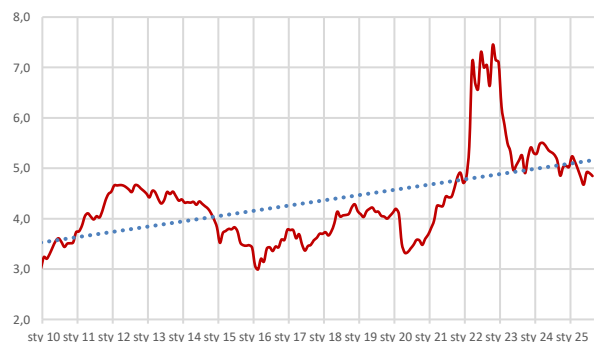
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



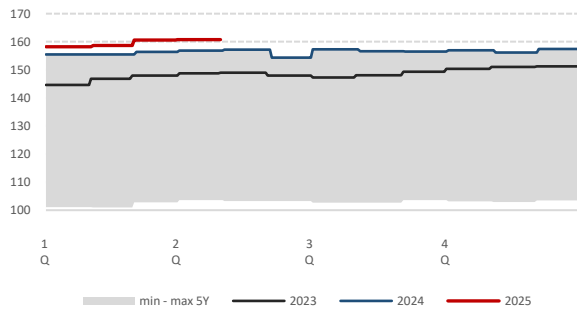
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



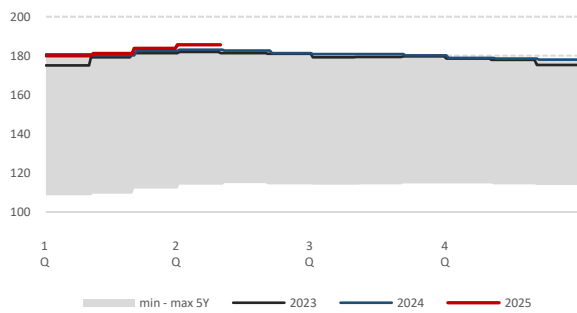
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



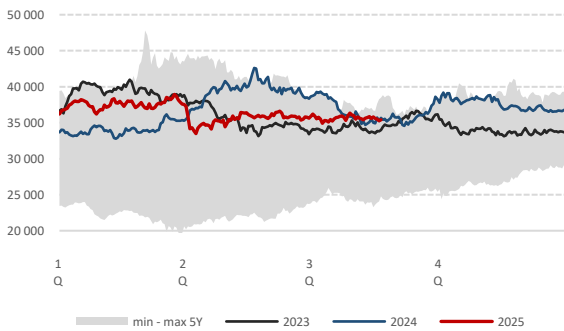
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za V'25

Cement – indeks GUS*



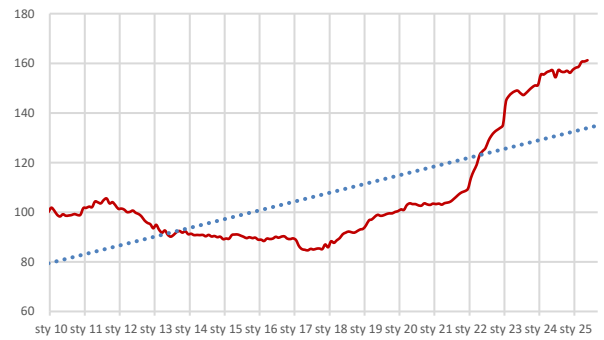
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za V'25

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



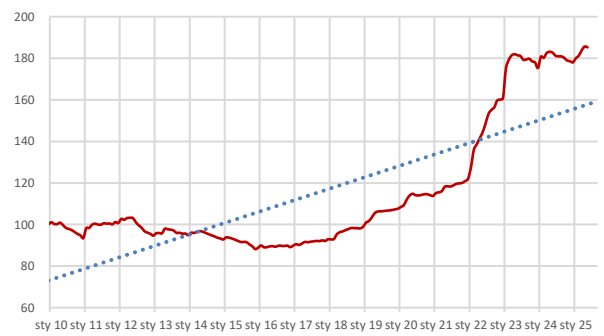
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



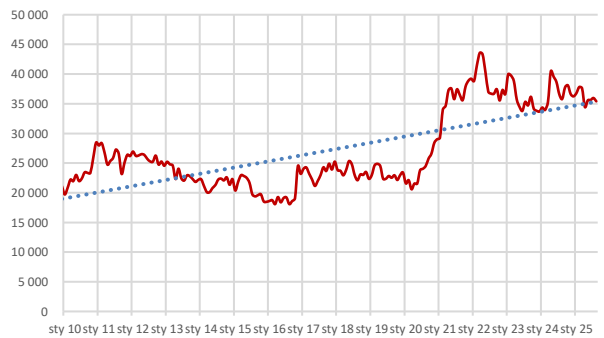
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



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

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

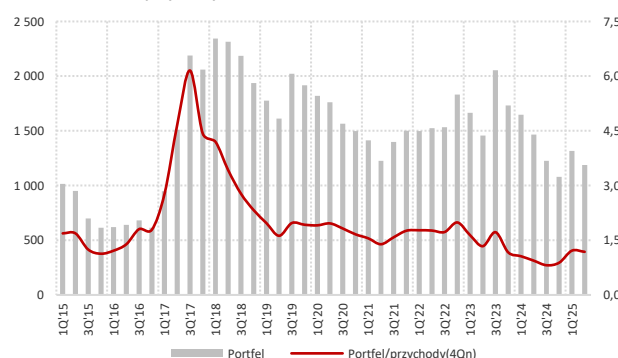
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu inwestora
2025					
lip 25	PKP PLK	LK 202 Gdynia Chylonia - Łębork	2 617,6	56M (nc)	86%
kwi 25	PKP PLK	LK 49 Łomża – Śniadowo i LK 36 Śniadowo –Łapy	329,1	kwi 29	95%
2024					
lut 24	Tramw. W-wa	Budowa trasy tramwaju do Wilanowa (Dworzec Zachodni- Grójecka)	147,4	kwi 26	131%
2023					
paź 23	PKP PLK	Prace na podstawowych ciągach pasażerskich Będzin - Katowice Szopienice Południowe	785,1	cze 27	99%
sie 23	ZDM Kraków	Przebudowa torowiska ul. Zwierzyniecka/Kościuszki, remont pętli tramwajowej „Salwator”	104,0	gru 24	204%
2022					
gru 22	C.F.R.	SRCF Cluj - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 328/412/300 (47 lotów)	311,0	gru 26	106%
gru 22	C.F.R.	SRCF Brasov - przywrócenia parametrów technicznych nawierzchni torowej linia 300 (17 lotów)	129,0	gru 26	113%
wrz 22	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej: Kórnicka – os. Lecha (Odcinek I)	67,1	lut 24	---
wrz 22	Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy infrastruktury tramwajowej Miasta Krakowa w latach 2022 - 2025	123,0	wrz 25	---
lip 22	PKP Cargo	Budowa terminalu multimodalnego w Zduńskiej Woli – Karsznicach	100,0	paź 23	182%
mar 22	Dąbr. Górn.	Przebudowa torowiska tramwajowego w ciągu ul. Sobieskiego i ul. Królowej Jadwigi	69,0	gru 23	---
2021					
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%
2020					
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	---
2019					
wrz 19	PKP PLK	Projektuj i buduj na odcinku Rusiec Łódzki – Zduńska Wola Karsznice	608,0	sie 24	188%
wrz 19	ZDM Kraków	Utrzymanie, konserwacja i naprawy torowisk i taktji tramwajowych w Krakowie w latach 2019-2022	91,4	wrz 22	---
2018					
wrz 18	ZIKIT	Przebudowa ul. Królewska, Podchorążych, Bronowicka w Krakowie wraz z przebudową tor. tramwaj.	62,6	wrz 19	110%
lip 18	Poznań	Przebudowa trasy tramwajowej na odcinku od os. Lecha do ronda Żegrze odcinek II	82,6	lis 19	102%
cze 18	Bydgoszcz	Przebudowa infrastruktury transportu szynowego w ciągu ul. Wojska Polskiego	52,8	paź 19	201%
mar 18	PKP PLK	Prace na odcinku linii kolejowej nr 99 Chabówka – Zakopane	532,0	gru 24	159%
2017					
paź 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej nr 25 na odcinku Skarżysko Kamienna - Sandomierz	470,0	paź 24	130%
paź 17	PKP PLK	Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej Trzebinia – Oświęcim	303,1	wrz 23	94%
sie 17	PKP PLK	Projektuj i Buduj: Warszawa – Granica LCS Łowicz	91,8	lis 23	89%
lip 17	PKP PLK	Projekt i wykonanie robót budowlanych: Częstochowa - Zawiercie	371,6	gru 20	76%
cze 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Wyczerpy – Chorzew	209,3	mar 20	71%
kwi 17	PKP PLK	Modernizacja linii kolejowej Warszawa Okęcie – Radom (LOT B)	71,9	lis 20	74%
kwi 17	ZIKIT	Rozbudowa ulicy Igołomskiej, drogi krajowej nr 79 – Etap 2	49,5	gru 22	55%
kwi 17	PKP PLK	Wykonanie robót budowlanych w obszarze LCS Kutno	330,5	gru 23	88%
mar 17	PKP PLK	Prace na linii kolejowej Łódź Kaliska – Zduńska Wola	281,0	gru 21	60%
lut 17	PKP PLK	Kolejowa linia obwodowa w Warszawie (odc. W. Gołębki/W. Zachodnia - W. Gdańska)	52,7	lis 19	62%
sty 17	PKP PLK	Prace na liniach kolejowych Chybie – Żory – Rybnik – Nędza/Turze	124,5	paź 19	76%

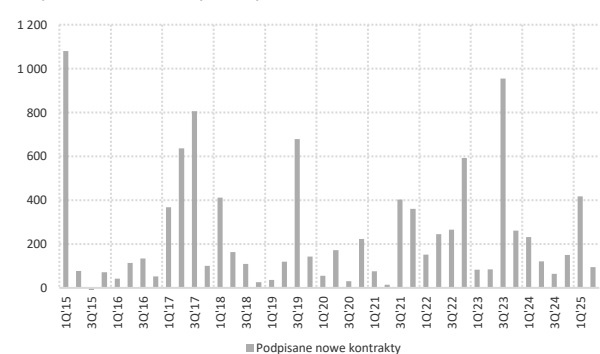
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum, wg informacji z raportu bieżącego/okresowego, **wg informacji z raportu bieżącego lub strony internetowej, *** kontrakt w toku; nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena,

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 niespełna 1,2 mld PLN po 2Q'25 (w 3Q'25 spółka podpisała kolejne umowy na 0,15 mld PLN). 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.
- Obecnie największą szansą na istotne zwiększenie portfela spółka może postrzegać w przetargu PKP PLK na 2,6 mld PLN (Gdynia Chylonia – Łębork), gdzie na początku lipca złożyła najniższą cenę. Zakładamy, że jeśli oferta spółki nie zostanie podważona w odwołaniach konkurencji (drugi jest Torpol z ofertą wyższą o niespełna 3%), to do podpisania kontraktu mogłoby dojść prawdopodobnie w okolicy 1Q'26 (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).
- Z potencjalnego pipeline wypadł przetarg z PKP PLK LK 108 Jasło - Nowy Zagórz, gdzie spółka miała złożoną najniższą cenę w konsorcjum z Duna Polska (991 mln PLN). Oferta ta została odrzucona przez zamawiającego, który także zdążył już podpisać umowę z Porr.
 - W trzech innych przetargach w 2025 spółka złożyła oferty, które pod względem ceny są na drugich miejscach (za 0,7 mld PLN, 0,9 mld PLN i 0,6 mld PLN). Potencjalnie spółka mogłaby mieć jeszcze szanse na ich zdobycie w przypadku udanego postępowania odwoławczego, przy czym doszło już do uznania przez PKP PLK niższych ofert za najkorzystniejsze, co czyni taki scenariusz raczej mało prawdopodobnym.
 - Zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich miesiącach kończyła kolejne stare kontrakty (LCS Kutno, Skarżysko – Sandomierz, Chabówka – Zakopane – ten ostatni nadal formalnie jest na liście 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](#)). 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 (obecnie ok 10% mniej ze względu na umocnienie PLN vs RON). W sumie są to 64 kontrakty na prace Quick Wins (47 kontraktów poprzez oddział 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 ze 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 równoległe inwestycji). W przychodach do 2Q’25 rozpoznano łącznie 325 mln PLN (w tym 100 mln PLN w 2023, 155 mln PLN w 2024 roku i 70 mln PLN w 1H’25). 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 wnioskuję 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]*
Biadolin – Tarnów	2016	15,7**
Biadolin – Tarnów	2023	7,0
Częstochowa – Zawiercie	2020	34,8
4 odcinki - waloryzacje	2021	19,0 (za 4 odcinki, przy czym dla 1 sąd oddalił roszczenia)
2 odcinki - waloryzacje	2022	8,0 (za 2 odcinki, przy czym 1 został wycofany)
ul. Igołomska	2022	6,0***
Trzebinia - Cz-DZ	2023	23,6
Terminal Zduńska Wola	2023	12,3****
suma		126,4

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

zasądzone 8,4 mln PLN na rzecz ZUE, ale sąd apelacyjny uchylił wyrok, * o osobną kwotę wnioskuję Energopol

****sąd uznał roszczenie, złożona została apelacja przez pozwanego

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'25 [mln PLN]

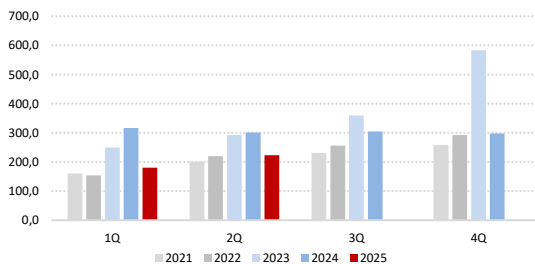
	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	2Q'25P BDM	odchyl	1H'24	1H'25	zmiana r/r
Przychody	301,0	222,6	-26,0%	232,2	-4,1%	617,2	402,8	-34,7%
Wynik brutto na sprzedaży	14,9	21,6	44,6%	21,8	-1,2%	27,5	27,0	-1,8%
Wynik na sprzedaży	6,8	12,4	82,1%	13,6	-8,7%	11,5	8,7	-24,2%
PPO/PKO	-0,2	2,1	---	1,3	57,7%	0,8	1,2	53,3%
EBITDA	10,3	18,5	79,6%	19,1	-3,0%	19,8	18,1	-8,7%
EBIT	6,6	14,5	120,2%	14,9	-3,0%	12,3	9,9	-19,3%
Zysk brutto	6,3	12,3	96,7%	13,6	-9,6%	9,3	6,2	-32,5%
Zysk netto przed wyl. mniejszości	6,2	10,4	68,1%	10,5	-1,0%	7,1	5,6	-21,8%
Zysk netto	6,2	10,4	69,1%	10,5	-0,5%	7,1	5,6	-20,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5,0%	9,7%		9,4%		4,5%	6,7%	
Marża EBITDA	3,4%	8,3%		8,2%		3,2%	4,5%	
Marża EBIT	2,2%	6,5%		6,4%		2,0%	2,5%	
Marża zysku netto	2,1%	4,7%		4,5%		1,2%	1,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka przedstawiła pełny raport za 2Q'25. W drugiej połowie lipca spółka podawała już wstępne wyniki jednostkowe (do wyników skonsolidowanych wchodziły jeszcze Railway gft Polska oraz Energopol).
- Finalne wyniki jednostkowe były zgodne z szacunkami spółki, natomiast wyniki spółek zależnych były niższe od naszych prognoz (głównie na linii przychodów).
- W 2Q'25 na poziomie przychodów ZUE miało 223 mln PLN (-26% r/r). Spadek przychodów r/r, jest głównie konsekwencją niższego portfela (po 1Q'25 wynosił 1,3 mld PLN, co dawało -20% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 2Q'25 (9,7%) była największym pozytywnym zaskoczeniem już przy wynikach szacunkowych. Była istotnie lepsza q/q oraz r/r (3,0% w 1Q'25 i 5,0% rok temu). Jak potwierdziła spółka na konferencji wynikowej, tak duża różnica w rentowności pomiędzy 2Q'25 a 1Q'25 była głównie pochodną konserwatywnego podejścia do ryzyk na początku roku a następnie pozytywnego rozwiązania dla spółki części spraw w 2Q'25 (zwracamy uwagę, że spółka skończyła lub kończy właśnie kilka długoterminowych kontraktów).
- EBIT wyniósł 14,5 mln PLN (vs 6,6 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 10,4 mln PLN (vs 6,2 mln PLN w 2Q'24). Saldo pozostałej działalności operacyjnej było dodatnie (+2,1 mln PLN). Saldo finansowe było ujemne (-2,2 mln PLN).
- Przychody z rynku rumuńskiego wyniosły w 2Q'25 40 mln PLN (vs 30 mln PLN w 1Q'25, w całym 2024 na poziomie 155 mln PLN).
- Dług netto po 2Q'25 wyniósł 83 mln PLN (rok temu na poziomie 76 mln PLN). CF operacyjny w 2Q'25 był ujemny (-24 mln PLN, m.in. efekt zakupu materiałów pod nowy kontrakt kolejowy).
- Backlog na dzień sporządzenia raportu wynosił 1 188 mln PLN (vs 1 316 mln PLN kwartał temu). Wartość podpisanych nowych umów do zatwierdzenia sprawozdania finansowego wyniosła 154 mln PLN.
- Spółka podała w raporcie, że spodziewa się wzrostu liczby przetargów w infrastrukturze miejskiej od 2H'25.

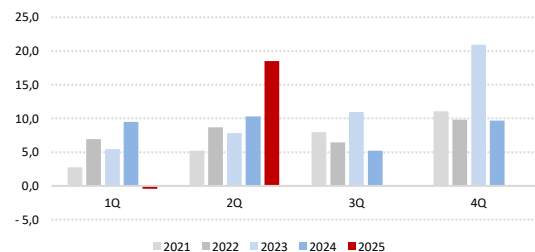
Finalne, skonsolidowane wyniki za 2Q'25 były nieznacznie poniżej naszej prognozy (wyniki jednostkowe były zgodne z wcześniejszymi szacunkami spółki, natomiast nieco słabsze okazały się wyniki spółek zależnych). W wynikach zwraca przede wszystkim uwagę wysoki poziom marży brutto ze sprzedaży (9,7%), co jest efektem pozytywnego rozwiązania ryzyk na kończących kontraktach (wcześniej były konserwatywnie ujęte) i poprawy marż na kontraktach w toku.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Podsumowanie wywiadu z prezesem dla wnp.pl (08/07/2025) - [link](#)

Wyniki 1Q'25

-negatywny wpływ na wyniki miały koszty stałe przy spadku przychodów oraz rozliczenie kontraktów kończących się pod koniec 2024 roku

Perspektywy wynikowe

-spółka chce dążyć do poprawy marży (z 2024 roku)
-celem jest osiągnięcie 6% marży brutto ze sprzedaży

Portfel

-spółka „kończy” przekazywanie zajezdni Annopol Tramwajom Warszawskim

Ofertowanie

-spółka chce jak „najszybciej” „rozsądnie” rozbudować portfel na krajowym rynku infrastruktury kolejowej i miejskiej, ale także za granicą

-spółka jest na zaawansowanym etapie procedury uzyskania świadectwa bezpieczeństwa przemysłowego I stopni (start w przetargach objętych klauzulą tajności – NATO i PL), który daje też dostęp do przetargów Polskiej Agencji Kosmicznej

PKP PLK

- PKP PLK ogłosiła w tym roku przetargi na łączną kwotę ponad 12 mld PLN, w planach jest ogłoszenie przetargów łącznie na 16 mld PLN do końca roku

-proces przetargowy jest bardzo długi, przyczyny problemów są różne (niejasności w specyfikacji, procesy odwoławcze w KIO)

-rynek krajowy pozostaje bardzo otwarty na zagranicznych konkurentów, brakuje progów wejścia jak na rynkach zagranicznych

-rynek może chronić orzeczenie TSUE, środki unijne powinny trafić do firm z UE (wyjątek może stanowić sytuacja braku odpowiedniej technologii budowlanej)

Fundusz Kolejowy

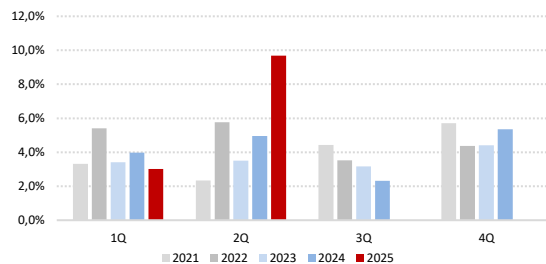
-procedowanie nowej formuły jest na etapie prac rządowych, jest zaawansowane

-Fundusz miałby łączyć wszystkie dotychczasowe strumienie środków na inwestycje kolejowe i umożliwić elastyczne nimi dysponowanie

-powinien mieć on wartość ok 20 mld PLN rocznie (po połowie na PKP PLK i na komponent kolejowy CPK)

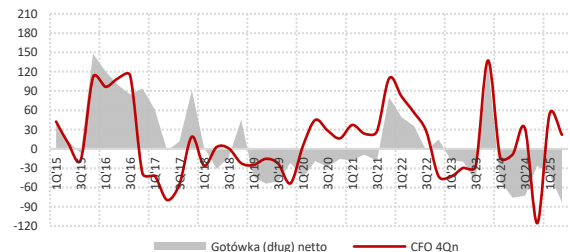
-w przetargach powinna pojawić się stabilność, Fundusz ma umożliwić zamawiającemu ogłaszanie przetargów w sposób ciągły, bez czekania na środki UE

Marża brutto ze sprzedaży



Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Rynek tramwajowy

-rynek na razie jest uśpiony, na razie w przetargach pojawia się niewiele nowych znaczących inwestycji

-samorządy nadal czekają na pieniądze z KPO i funduszy unijnych

Środki UE

-czas, w którym Polska mogła liczyć na duże środki unijne na infrastrukturę skończy się za kilka lat

-przerwy między poszczególnymi perspektywami unijnymi, jeśli chodzi o rytm prac wykonawczych, są za długie, sięgają dwóch, trzech lat

-gdy otwiera się worek z przetargami, w pierwszym okresie spółki zażarcie konkurują o zamówienia, oferując bardzo niskie ceny, co nie pozwala na dobry wynik finansowy

-na rynku brakuje długoterminowej wiedzy o inwestycjach, które są planowane i informacja o tym, jak będą rozłożone w czasie

Zagranica

-na rynkach takich jak Rumunia czy Bułgaria proces unijnego wsparcia inwestycji infrastrukturalnych ledwo się rozpoczął lub dopiero się rozpocznie

-Niemcami spółka zainteresowała się ze względu na sąsiedztwo z Polską i fakt, że infrastruktura komunikacyjna w tym kraju wymaga znaczącej odbudowy.

Rumunia

-Rumunia jest na etapie, na którym Polska była w okresie swojej pierwszej unijnej perspektywy finansowej, a więc 15-20 lat temu

-konieczne jest wdrożenie procedury pozyskiwania, wydatkowania i rozliczania pieniędzy oraz zbudowana kadr

-spółka chciałaby zostać w Rumunii na dłużej, startuje w kolejnych przetargach, zatrudnia pracowników z Polski i Rumunii

Niemcy

-spółka ma certyfikację Deutsche Bahn na wykonywanie robót trakcyjnych, spółka przygotowuje oferty w tym zakresie

-spółka jest w trakcie certyfikacji na kolejowe roboty torowe, mając już wstępną akceptację.

NTB Systemy

-spółka zajmuje się nawierzchniami bezpodsypankowymi (betonowa płaszczyna z zamocowanymi szynami, bez widocznych podkładów)

-w przypadku torowisk tramwajowych technologia jest już powszechna

-w przypadku torowisk kolejowych w Polsce powinna znaleźć zastosowanie na niektórych odcinkach KDP, w tunelach, na stacjach -zaletą jest brak drgań, niższy hałas

Podsumowanie telekonferencji wynikowej po 2Q'25 (21/08/2025)**Wyniki 2Q'25/1H'25**

- w 1Q'25 ujęte były wszystkie ryzyka na realizowanych kontraktach, nie były ujęte możliwe szanse
- w 2Q'25 ujęto uzyskane aneksy i umowy na roboty dodatkowe (dla kontraktów zakończonych na przełomie roku) oraz rozpoznano poprawę marż na kontraktach w toku (m.in. niskie ceny podwykonawców)
- nie było spektakularnych rozliczeń starych kontraktów
- ok 7 mln PLN waloryzacji ujęte zostało w przychodach, ale duża część tej kwoty została oddana podwykonawcom
- spółka nie uważa wyników za „jednorazową wrzutkę”
- pozostałe przychody operacyjne w 1H'25 wynikają głównie ze sprzedaży wagonów towarowych

Perspektywy

- spółka chce utrzymywać „dobrą” i „jak najwyższą” marżę
- na kontrakcie Łomża spółka dostarcza już materiały (wzrost zapasów w 2Q'25, księgowanie sprzedaży w 2H'25)
- nie ma obecnie kontraktów mocno generujących gotówkę, gotówka na koniec 2025 roku powinna być podobna r/r
- spółka handlowa chce wyjść na 0+ na koniec roku

Backlog

- kolej: 800 mln PLN, Rumunia: 140 mln PLN, miejskie: 180 mln PLN, serwisowe: 40 mln PLN

Kontrakt Annapol

- kontrakt zakończony, zajezdnia jest w 100% użytkowana
- prowadzone są finalne rozliczenia, spółka ma swoje roszczenia w kwestii wydłużonego czasu realizacji

Kontrakt Szczecin – tramwaj

- będzie zawarty kolejny aneks terminowy
- spółka nie widzi ryzyk formalnych, zamawiający uznaje, że wydłużenie terminu nie jest winą spółki

Przetarg Gdynia – Lębork

- kontrakt P&B, ale przychody mogą pojawić się relatywnie szybko
- we wrześniu spółka spodziewa się rozstrzygnięcia przetargu, spółka chciałaby podpisać umowę w tym roku
- spółka nie ma obaw o rentowność, czuje się bezpiecznie ze złożoną ofertą, ma odpowiednią kadrę, nie spodziewa się scenariusza z 2016-17 – jest m.in. waloryzacja umowna

PKP PLK

- KIO odrzuciło odwołania spółki, dla przetargów, gdzie miała drugie oferty cenowe,
- kontrakt Jasło-Nowy Zagórz jest już przegrany dla spółki (Porr podpisał umowę)
- spółka ocenia pierwszą ofertę w przetargu Białystok – Elk jako „odważną”
- PKP PLK powinna ogłosić kolejne przetargi w tym roku, spółka będzie w nich startować

Rynek tramwajowy

- ogłoszono sporo mniejszych przetargów na Śląsku/Zagłębiu
- z dużych przetargów prowadzone są w Gdańsku na nową linię i zajezdnię
- przygotowywane są przetargi w Krakowie i Warszawie

Niemcy

- spółka ma certyfikat na sieci trakcyjne, jest nadal w trakcie uzyskiwania certyfikatu na prace torowe (chce go uzyskać w ciągu kilku miesięcy)
- rynek niemiecki ma spore perspektywy ze względu na słaby stan infrastruktury kolejowej
- lokalne moce wykonawcze na rynku niemieckim są prawdopodobnie problematyczne
- złożono dwie pierwsze testowe oferty (na małe zlecenia, po ok 2 mln EUR), spółka liczy na jedno zlecenie z wolnej ręki
- w przetargach, gdzie dotychczas spółka startuje w 100% decyduje cena
- rynek jest bardzo regulowany

Rumunia

- spółka startuje w przetargach, ma nadzieję na pozyskanie kontraktów

Wojsko

- spółka chce startować w przetargach dla wojska/NATO
- jest w trakcie starania o uzyskanie certyfikacji ABW (jako spółka i kadra)
- potencjalne przetargi na pograniczu kolej/kubatura
- CAPEX
- spółka zakupiła sprzęt trakcyjny pod kątem rynku niemieckiego

Wyniki i prognozy kwartalne [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	153,6	219,6	256,0	292,2	249,3	292,4	359,0	583,5	316,2	301,0	304,3	297,9	180,1	222,6	220,0	225,0
Budownictwo	140,8	191,5	236,1	262,6	223,8	273,2	340,6	567,6	305,4	282,0	286,4	277,9	166,5	209,1	205,0	210,0
Handel	11,1	26,2	17,5	23,0	23,5	17,2	18,0	15,8	10,8	19,0	17,9	20,0	13,6	13,5	15,0	15,0
Projektowanie	1,8	1,7	2,4	2,6	1,7	2,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,2	0,0	3,9	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	8,3	12,7	9,0	12,8	8,5	10,3	11,4	25,8	12,6	14,9	7,0	16,0	5,4	21,6	13,2	13,6
Budownictwo	7,4	8,6	5,7	9,4	6,4	8,6	10,0	24,9	11,7	13,7	5,8	14,8	4,8	20,7	12,3	12,6
Handel	1,0	4,1	3,0	2,9	1,8	0,9	1,1	0,8	0,8	1,3	1,3	1,2	0,8	0,9	1,0	1,1
Projektowanie	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
SG&A	5,3	7,2	6,3	7,4	6,8	7,5	8,0	8,1	7,9	8,1	8,0	9,9	9,1	9,1	9,0	10,0
Zysk na sprzedaży	3,1	5,5	2,8	5,3	1,7	2,8	3,4	17,6	4,7	6,8	-1,0	6,1	-3,7	12,4	4,2	3,6
Saldo PPO/PKO	0,6	-0,1	0,2	0,9	0,2	1,3	3,9	-0,5	1,0	-0,2	2,2	-0,5	-0,9	2,1	0,0	0,0
EBITDA	7,0	8,7	6,4	9,8	5,5	7,8	11,0	20,9	9,5	10,3	5,2	9,7	-0,5	18,5	8,4	8,1
EBIT	3,6	5,3	3,0	6,2	1,9	4,1	7,2	17,2	5,7	6,6	1,2	5,6	-4,6	14,5	4,2	3,6
Zysk (strata) brutto	4,9	6,9	3,0	7,3	2,0	3,7	7,8	15,4	3,0	6,3	-1,3	4,1	-6,1	12,3	3,6	3,5
Zysk (strata) netto	3,8	5,5	1,6	5,5	1,1	3,0	5,9	10,9	1,0	6,2	-0,2	3,8	-4,8	10,4	2,9	2,8
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	5,8%	3,5%	4,4%	3,4%	3,5%	3,2%	4,4%	4,0%	5,0%	2,3%	5,4%	3,0%	9,7%	6,0%	6,0%
Budownictwo	5,2%	4,5%	2,4%	3,6%	2,9%	3,1%	2,9%	4,4%	3,8%	4,9%	2,0%	5,3%	2,9%	9,9%	6,0%	6,0%
Handel	9,0%	15,5%	17,1%	12,5%	7,7%	5,0%	5,9%	5,1%	7,5%	6,9%	7,1%	5,9%	6,2%	6,8%	6,5%	7,0%
Projektowanie	10,9%	8,2%	21,2%	16,3%	19,8%	32,0%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	4,5%	4,0%	2,5%	3,4%	2,2%	2,7%	3,1%	3,6%	3,0%	3,4%	1,7%	3,3%	-0,3%	8,3%	3,8%	3,6%
Marża EBIT	2,3%	2,4%	1,2%	2,1%	0,8%	1,4%	2,0%	2,9%	1,8%	2,2%	0,4%	1,9%	-2,5%	6,5%	1,9%	1,6%
Marża netto	2,4%	2,5%	0,6%	1,9%	0,4%	1,0%	1,7%	1,9%	0,3%	2,0%	-0,1%	1,3%	-2,7%	4,7%	1,3%	1,2%
CFO	-28,9	-9,5	-35,9	31,8	-29,6	4,2	-34,1	196,9	-180,6	9,0	6,7	49,3	-10,6	-23,6	10,0	61,2
Dług netto	-49,5	-35,5	2,3	-14,6	17,3	20,1	50,5	-134,2	50,2	75,8	73,0	26,3	39,9	83,4	77,6	3,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2025	2025	zmiana	2026	2026	zmiana	2027	2027	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	873,1	847,8	-2,9%	1 066,9	957,7	-10,2%	1 320,3	1 358,3	2,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	43,3	53,8	24,3%	57,7	54,2	-6,0%	72,5	77,3	6,6%
EBITDA	23,4	34,6	47,7%	37,9	32,5	-14,4%	49,7	52,5	5,7%
EBIT	6,6	17,7	168,6%	20,6	15,2	-26,2%	32,5	35,3	8,6%
Zysk (strata) netto	4,0	11,3	183,3%	14,7	10,0	-31,8%	24,7	27,6	11,7%
Dług (gotówka) netto	-17,9	3,7	---	-25,1	-47,1	87,5%	-26,6	-48,1	81,0%
Marża brutto ze sprzedaży	5,0%	6,3%		5,4%	5,7%		5,5%	5,7%	
Marża EBITDA	2,7%	4,1%		3,6%	3,4%		3,8%	3,9%	
Marża EBIT	0,8%	2,1%		1,9%	1,6%		2,5%	2,6%	
Marża zysku netto	0,5%	1,3%		1,4%	1,0%		1,9%	2,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *z 19/05/2025

- Korygujemy nasze prognozy: w dół przychody w 2025-26, w górę przychody w kolejnych latach, w górę rentowność.
- Po lepszych od naszych poprzednich oczekiwań wynikach 2Q'25 (w ostatniej rekomendacji mieliśmy przyjętą stratę netto po 1H'25) oraz pozytywnym outlooku z konferencji wynikowej podnosimy prognozę marżowości na cały 2025 rok. Zakładamy, że spółka wypracuje 0,85 mld PLN przychodów (-31% r/r) oraz 11,3 mln PLN zysku netto (+6% r/r).
- W kontekście outlooku na 2H'25 wyznacznikiem nie powinna być marża 2Q'25 a marża za cały okres 1H'25 (6,7%), chociaż nawet taki poziom uznalibyśmy za sukces (zakładamy w modelu 6,0%, który spółka wyznacza sobie cel w średnim terminie). Zwracamy uwagę, że obecnie przychody powinny się opierać w sporej mierze na kontrakcie Katowice – Będzin, który pozyskany był w korzystnym „okienku” przetargowym w 2023 roku. Przychodowo 1H'25 przyniósł wyraźny spadek r/r. Zakładamy, że w 2H'25 dynamika może być nadal ujemna (ale w mniejszej skali niż w 1H'25).
- Portfel spółki w ostatnich kwartałach systematycznie spadał (po 4Q'24 był on około połowę niższy niż szczyt z 3Q'23, kiedy przekraczał 2,0 mld PLN). Sytuacja nieco poprawiła się w kwietniu'25, kiedy podpisano umowę na 0,3 mld PLN (do realizacji na 4 lata). Po 2Q'25 portfel wynosił 1,2 mld PLN (-19% r/r).
- W średnim terminie zwracamy uwagę, że na początku lipca spółka złożyła najniższą cenę w przetargu PKP PLK na 2,6 mld PLN (Gdynia Chylonia – Łębork). Zakładamy, że jeśli oferta spółki nie zostanie podważona w odwołaniach konkurencji, to do podpisania kontraktu mogłoby dojść prawdopodobnie w okolicy 1Q'26. 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 (średnio ponad 0,5 mld PLN przerobu/rok, ale należy zakładać raczej niższy początek i wyższy koniec)

- Oferta na Gdynia Chylonia – Łębork nie wydaje nadmiernie „agresywna”, szczególnie jak na obecne warunki konkurencyjne na kolei. Jest 3% poniżej II oferty i 14% poniżej budżetu, ale są te parametry lepsze niż średnie dla rynku kolejowego w tym roku (odpowiednio 4% dla II ofert i 17% vs budżet). Jego potencjalne pozyskanie mogłoby ustabilizować portfel spółki na kilka lat i dać przestrzeń do wyważonego ofertowania w kolejnych latach (plany PKP PLK pozostają ambitne).
- Nasze prognozy na kolejne lata oparte są na założeniu, że spółka podpisze w 2026 roku umowę na kontrakt Gdynia Chylonia – Łębork. Jego brak zmusiłby spółkę prawdopodobnie do agresywnego ofertowania w kolejnych przetargach, co wpłynęłoby na perspektywę marżowości w naszym modelu.
- Spółka obserwuje ożywienie w przetargach tramwajowych, gdzie od lat posiada silną pozycję. Spółka buduje także ekspozycję na rynki zagraniczne (obecnie głównie w Rumunii, spółka wskazuje Niemcy jako potencjalny kierunek rozwoju).
- Na marży brutto ze sprzedaży spółka w 1Q'25 prawdopodobnie zakończyła odczuwanie puli nisko marżowych, starych kontraktów z lat 2016-17 oraz kontraktów ofertowanych tuż przed wybuchem wojny w Ukrainie.
- Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscylowała w okolicy 4% (wyłączając dużą stratę w 2018 roku, średnia ważona marża lata 2014-24 to 4,3%). Estymujemy wzrost marży r/r w całym 2025 roku (w 2H'25 głównym driverem wynikowym powinien być kontrakt Będzin-Katowice, który był wygrany w dobrym „okienku” przetargowym, aczkolwiek dostrzegamy pewne ryzyko dla takiego scenariusza – pytanie o kontrakty rumuńskie i kontrakt tramwajowy w Szczecinie, który był wygrany jeszcze przed wybuchem wojny). W 2026 roku zakładamy lekki spadek r/r (do 5,7%, brak „efektu 2Q'25”). Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągać 6% rentowności brutto ze sprzedaży i taki poziom zakładamy w długim terminie.
- Jednocześnie należy pamiętać, że mamy niską widoczność marży na 2026+. Rynek kolejowy jest 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 nieco ponad 5% ostatnie lata. Według zaktualizowanego KPK nakłady inwestycyjne PKP PLK mają sięgać w najbliższych latach (2025-29) średnio ok 15 mld PLN/rok. Do tego należy doliczyć rynek infrastruktury miejskiej, z którego spółka zwykle pozyskiwała w granicach 200-300 mln PLN/rok, Energopol oraz Railway gft – każdy po kilkadziesiąt mln PLN przychodów. Do tego należy dodać rynki zagraniczne. Nowy obszar rynku w Polsce powinna tworzyć CPK.
- Przez ostatnie lata nakłady inwestycyjne spółki były dość ograniczone i skupiały się głównie na modernizacji/remontach posiadanego parku maszynowego. Natomiast w 2024 spółka sfinansowała leasingiem zakup podbijarki za 28 mln PLN ([link](#)), co sprawiło, że przyrost środków trwałych w 2024 roku był istotny. Zakładamy, że kolejne lata przyniosą poziom nakładów na poziomie amortyzacji.
- Na koniec 2024 roku spółka miała 26 mln PLN długu netto. W 2Q'25 dług netto wzrósł do 83 mln PLN, co głównie jest związane ze wzrostem zapasów - zakup materiałów pod nowy kontrakt kolejowy pozyskany w 2Q'25. Zapasy na koniec roku powinny wrócić do niższego poziomu. Zwracamy także uwagę, że w 2H'25 finalnie powinny zostać rozliczone należności z kontraktu na zajezdnię Annopol. Przyjmujemy, że na koniec każdego kolejnego roku od 2026 w szczegółowej prognozie spółka będzie w stanie wykazywać gotówkę netto. Zakładamy także regularne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami od 2026 roku.

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	851,5	921,4	1 484,1	1 219,4	847,8	957,7	1 358,3	1 558,8	1 589,4	1 620,6	1 636,8	1 653,2	1 669,7	1 686,4
Budownictwo	780,7	831,1	1 405,1	1 151,8	790,7	900,0	1 300,0	1 500,0	1 530,0	1 560,6	1 576,2	1 592,0	1 607,9	1 624,0
Handel	63,3	77,8	74,4	67,6	57,1	57,7	58,3	58,8	59,4	60,0	60,6	61,2	61,8	62,5
Projektowanie	6,9	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
Wyłączenia	0,5	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
Zysk brutto ze sprzedaży	35,0	42,8	55,9	50,5	53,8	54,2	77,3	88,3	90,0	91,8	98,6	99,6	100,6	101,6
Budownictwo	29,9	31,1	49,9	46,0	50,3	50,4	73,4	84,4	86,1	87,8	94,6	95,5	96,5	97,4
Handel	3,9	10,9	4,5	4,6	3,8	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4
Projektowanie	1,5	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
Wyłączenia	-0,3	-0,5	0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
SG&A	25,1	26,2	30,4	33,8	37,3	39,0	41,9	45,1	45,4	45,7	47,0	47,1	47,3	47,4
Zysk na sprzedaży	9,9	16,6	25,6	16,6	16,5	15,2	35,3	43,2	44,6	46,1	51,7	52,5	53,3	54,2
Saldo PPO/PKO	4,3	1,5	4,9	2,4	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	27,1	31,9	45,2	34,7	34,6	32,5	52,5	60,5	61,9	63,4	69,0	69,8	70,7	71,5
EBIT	14,2	18,1	30,4	19,1	17,7	15,2	35,3	43,2	44,6	46,1	51,7	52,5	53,3	54,2
Zysk (strata) brutto	15,4	22,1	28,9	12,1	13,4	12,4	34,0	42,0	43,4	44,9	51,8	53,0	54,2	55,2
Zysk (strata) netto	11,8	16,4	21,0	10,7	11,3	10,0	27,6	34,0	35,2	36,3	42,0	43,0	43,9	44,7
Marża brutto ze sprzedaży	4,1%	4,6%	3,8%	4,1%	6,3%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Budownictwo	3,8%	3,7%	3,6%	4,0%	6,4%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Handel	6,2%	14,1%	6,1%	6,8%	6,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Projektowanie	21,7%	14,9%	26,6%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Marża EBITDA	3,2%	3,5%	3,0%	2,8%	4,1%	3,4%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	1,7%	2,0%	2,0%	1,6%	2,1%	1,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża netto	1,4%	1,8%	1,4%	0,9%	1,3%	1,0%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%
CFO	109,8	-42,6	137,5	-115,6	37,0	73,3	23,4	40,5	50,6	51,7	58,1	58,8	59,4	60,1
Dług netto	-80,2	-14,6	-134,2	26,3	3,7	-47,1	-48,1	-57,6	-56,8	-56,0	-60,6	-60,6	-60,5	-60,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	193	214	212	211	212	212	212	212	212	212	212	212
Wartości niematerialne i prawne	34	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Rzeczowe aktywa trwałe	110	134	132	131	132	132	132	132	132	132	132	132
Nieruchomości inwestycyjne	16	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Pozostałe aktywa trwałe	33	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Aktywa obrotowe	712	517	440	491	634	708	713	717	721	720	719	723
Zapasy	70	28	28	22	31	36	36	37	37	38	38	38
Należności krótkoterminowe	417	433	344	362	505	576	587	598	603	609	615	621
Inwestycje krótkoterminowe	224	53	65	105	95	93	87	79	77	70	63	61
- w tym środki pieniężne	224	53	64	104	94	92	86	78	76	69	62	60
Pozostałe aktywa obrotowe	1	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Aktywa razem	906	732	652	703	845	919	925	929	932	931	931	935
Kapitał (fundusz) własny	199	205	216	221	243	263	265	266	271	272	273	274
Kapitał mniejszości	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	706	525	435	481	601	655	659	661	660	658	656	660
Rezerwy na zobowiązania	39	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Zobowiązania długoterminowe	90	68	58	48	38	28	23	23	23	23	23	23
- w tym zobowiązania oprocentowane	72	44	34	24	14	4	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	577	425	344	401	530	594	603	606	604	602	600	604
- w tym zobowiązania oprocentowane	17	34	33	32	31	30	29	22	15	8	2	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	906	732	652	703	845	919	925	929	932	931	931	935
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	1 484	1 219	848	958	1 358	1 559	1 589	1 621	1 637	1 653	1 670	1 686
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	56	50	54	54	77	88	90	92	99	100	101	102
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	30	34	37	39	42	45	45	46	47	47	47	47
Zysk (strata) na sprzedaży	26	17	17	15	35	43	45	46	52	52	53	54
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	5	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	45	35	35	32	53	60	62	63	69	70	71	72
EBIT	30	19	18	15	35	43	45	46	52	52	53	54
Saldo działalności finansowej	-1	-7	-4	-3	-1	-1	-1	-1	0	1	1	1
Zysk (strata) brutto	29	12	13	12	34	42	43	45	52	53	54	55
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	21	11	11	10	28	34	35	36	42	43	44	45
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	137	-116	37	73	23	40	51	52	58	59	59	60
Przepływy z działalności inwestycyjnej	5	-3	-14	-17	-17	-17	-17	-17	-16	-16	-16	-16
Przepływy z działalności finansowej	17	-53	-11	-17	-16	-25	-39	-42	-45	-50	-50	-45
Przepływy pieniężne netto	160	-171	12	40	-10	-2	-6	-8	-2	-7	-7	-2
Środki pieniężne na początek okresu	63	224	53	64	104	94	92	86	78	76	69	62
Środki pieniężne na koniec okresu	224	53	64	104	94	92	86	78	76	69	62	60
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	61%	-18%	-30%	13%	42%	15%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	42%	-23%	0%	-6%	62%	15%	2%	2%	9%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	28%	-49%	6%	-12%	175%	23%	4%	3%	16%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	3,8%	4,1%	6,3%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Marża EBITDA	3,0%	2,8%	4,1%	3,4%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Marża EBIT	2,0%	1,6%	2,1%	1,6%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża netto	1,4%	0,9%	1,3%	1,0%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,7%
SG&A / przychody	2,0%	2,8%	4,4%	4,1%	3,1%	2,9%	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%
ROE	10,6%	5,2%	5,2%	4,5%	11,3%	12,9%	13,3%	13,7%	15,5%	15,8%	16,1%	16,3%
ROA	2,3%	1,5%	1,7%	1,4%	3,3%	3,7%	3,8%	3,9%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
Dług	89	79	68	57	46	35	29	22	15	8	2	0
D / (D+E)	31,0%	27,8%	23,9%	20,5%	15,9%	11,7%	10,0%	7,8%	5,4%	3,0%	0,6%	0,0%
D / E	45,0%	38,5%	31,4%	25,8%	18,9%	13,3%	11,1%	8,5%	5,7%	3,1%	0,6%	0,0%
Dług / kapitał własny	45,0%	38,5%	31,4%	25,8%	18,9%	13,3%	11,1%	8,5%	5,7%	3,1%	0,6%	0,0%
Dług netto	-134	26	4	-47	-48	-58	-57	-56	-61	-61	-60	-60
Dług netto / kapitał własny	-0,7	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	-3,0	0,8	0,1	-1,4	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
EV	97	258	235	184	183	174	175	175	171	171	171	171
Dług / EV	91,9%	30,6%	28,9%	30,9%	25,1%	20,1%	16,9%	12,8%	9,1%	5,0%	0,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,5%	1,7%	1,8%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
CAPEX / Amortyzacja	55,7%	35,4%	86,0%	97,8%	100,5%	100,2%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-5,8%	12,1%	-1,5%	-4,7%	1,9%	0,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-15,3%	-55,9%	3,4%	-40,9%	6,3%	6,4%	7,2%	7,1%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%
P/E*	11,0	21,6	20,4	23,1	8,4	6,8	6,6	6,4	5,5	5,4	5,3	5,2
P/BV*	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA*	2,2	7,4	6,8	5,7	3,5	2,9	2,8	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4
EV/EBIT*	3,2	13,5	13,3	12,1	5,2	4,0	3,9	3,8	3,3	3,3	3,2	3,2
EV/S*	0,07	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,6	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9
Payout ratio	10,2%	22,7%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 10,05 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 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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 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 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 3Q'25*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	20%	0	0%
Akumuluj	3	60%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	20%	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: 2025-08-22

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-08-22 (13:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-08-22 (13:00 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 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 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i 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 WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-08-22:

- 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.