

# TORPOL

## RAPORT ANALITYCZNY

Torpol posiada nadal wysoki portfel zbudowany naszym zdaniem w dość korzystnym momencie rynkowym (oferty składane w okresie dużych obaw inflacyjnych). Poza kontraktem w Katowicach, większość zleceń kończy się jednak w 2026 roku, co implikuje naszym zdaniem dwie kwestie: i) biorąc pod uwagę sprzyjające obecnie otoczenie kosztowe dostrzegamy szanse, że kończone kontrakty mogą generować wyższe od oczekiwań marże, ii) w 2025 roku spółka musiała punktowo wziąć udział w wojnie cenowej, aby uzupełnić portfel w perspektywie 2027+. W przypadku pozyskania zlecenia Białystok – Elk, wysoki portfel powinien pozwolić Torpolowi na selektywne podejście do kolejnych postępowań. Kurs spółki jest po dynamicznej fali wzrostowej, stąd obecnie dostrzegamy mniejszy potencjał dla kursu niż kilka miesięcy temu. Cenę docelową akcji Torpolu ustalamy na poziomie 49,1 PLN (poprzednio 45,1 PLN, wzrost w stosunku do poprzedniej rekomendacji jest pochodną m.in. podniesienia nieco naszych założeń oraz wzrostu wyceny porównawczej – zwracamy uwagę na nadal istotne dyskonto mnożników spółki do grupy porównawczej). Nasze obecne zalecenie to Akumuluj (poprzednio: Kupuj).

### Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'25 spółka miała 853 mln PLN przychodów (+53% r/r) oraz 30,5 mln PLN zysku netto (+18% r/r). W samym 2Q'25 Torpol miał 468 mln PLN przychodów (+57% r/r) oraz 20,4 mln PLN zysku netto (+34% r/r). Wyniki były powyżej naszych oczekiwań oraz konsensusu (głównie ze względu na wysoki przerób). Spółka pokazała wyższą marżę niż w 1Q'25 (7,5% vs 6,1%), przy czym nadal są to poziomy niższe r/r. Gotówka netto (266 mln PLN) była na podobnym poziomie q/q.

### Portfel

Po 2Q'25 portfel Torpolu wynosił 3,35 mld PLN (1,8x przychody za ostatnie 4Q). Największą pozycję (1,76 mld PLN) stanowił kontrakt w Katowicach podpisany w kwietniu '24 (pozyskany dopiero z III miejsca, 106% wartości kosztorysu, termin zakończenia w 2028 roku). Pozostałe kontrakty w portfelu to głównie zlecenia podpisane w 2023 roku, dobiegające końca w 2026 roku. Wszystkie te kontrakty były ofertowane w naszej opinii w dość dobrym momencie rynkowym (w 2022 roku w peak'u obaw o ceny materiałów). W końcówce 2Q'25 spółka podpisała pierwszy od ponad roku znaczący kontrakt (Police, 164 mln PLN). W pipeline spółka ma m.in. kontrakt dla PKP PLK na odcinek Kartuzy-Lębork (0,5 mld PLN) oraz potencjalnie Białystok-Elk (3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem, złożona najniższa cena). W stosunku do ofertowanych w tym roku kontraktów mamy większe obawy o rentowność niż do zleceń, które są już w portfelu. W stosunku do budżetów przetargów średnia ważona ofert z 2025 to 69% vs 105% dla ofert z 2022 roku. Należy brać pod uwagę moment tworzenia kosztorysu przez zamawiającego, ale jeśli popatrzymy też na średnią ważoną ofert Torpolu vs II oferty to widzimy dość znaczne 8% dyskonto (okres 2022 jest nieporównywalny w tym zakresie ze względu na stosowane wtedy aukcje).

### Pozycjonowanie segmentowe

Spółka jest mocno eksponowana na napływ środków unijnych na obszar infrastruktury szynowej (zarówno KPO, jak i FEnIKS czy CEF). W obecnej strukturze portfela >95% to kontrakty kolejowe, reszta to małe zlecenia tramwajowe i obszar oil&gas.

### Strategia

Spółka w marcu 2025 opublikowała strategię na lata 2025-30 (poprzednia dotyczyła lat 2019-23). 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 całym 2025 roku 1,81 mld PLN przychodów (+24% r/r, przy marży brutto na poziomie 7,5%) oraz 75 mln PLN zysku netto (+10% r/r). W 2026 roku zakładamy wzrost przychodów do 1,90 mld PLN oraz zysku netto do 87 mln PLN. Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=5,6x oraz 4,4x w '26. Przyjmujemy, że do połowy 2026 spółka podpisze umowę na kontrakt Białystok-Elk, w innym przypadku będzie potrzebowała innego dużego zlecenia, aby uzupełnić portfel, szczególnie na 2027 rok (pipeline przetargów PKP PLK pozostaje dość bogaty).

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	1 084,8	1 091,8	1 458,2	1 810,6	1 897,5	2 100,0
EBITDA [mln PLN]	244,8	138,7	100,4	114,9	132,9	137,5
EBIT [mln PLN]	220,6	113,9	74,5	87,0	101,3	105,7
Zysk netto [mln PLN]	183,8	101,9	67,9	75,0	87,1	91,9
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-399,5	-432,7	-143,0	-397,4	-456,8	-478,2
P/BV	2,5	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5
P/E	5,6	10,2	15,3	13,8	11,9	11,3
EV/EBITDA	2,6	4,4	8,9	5,6	4,4	4,1
EV/EBIT	2,9	5,3	12,0	7,3	5,7	5,3
DPS [PLN/akcję]	3,0	0,0	2,1	1,4	1,6	1,9

Report 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.

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

# AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

**WYCENA 49,1 PLN**

08 WRZESIEŃ 2025, 15:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	46,8
Wycena porównawcza [PLN]	58,2
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>49,1</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>8,8%</b>
Koszt kapitału	13,4%
Cena rynkowa [PLN]	45,10
Kapitalizacja [mln PLN]	1 035,9
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	45,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	35,8
Stopa zwrotu za 3 mc	25,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	18,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	31,4%
Struktura akcjonariatu:	
CPK	38,0%
Mirbud	10,0%
NN PTE	9,8%
PKO TFI	5,7%
Pozostali	36,5%

*stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend*

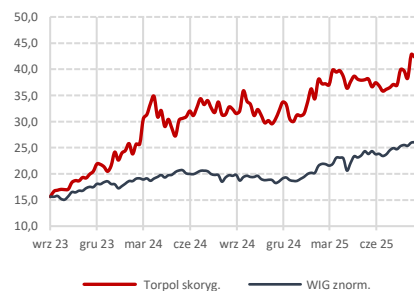
**Krzysztof Pado**

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
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA .....	6
PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI .....	7
STRATEGIA .....	8
AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH .....	9
STRONA KOSZTOWA .....	11
PORTFEL ZAMÓWIEŃ .....	14
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	15
DANE FINANSOWE .....	20

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	5,6	10,2	15,3	13,8	11,9	11,3	11,0
P/BV	2,5	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	1,5
EV/EBITDA	2,6	4,4	8,9	5,6	4,4	4,1	4,0
EV/EBIT	2,9	5,3	12,0	7,3	5,7	5,3	5,2
EV/S	0,6	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2
BVPS	17,8	22,2	23,0	25,0	27,1	29,2	30,3
EPS	8,0	4,4	3,0	3,3	3,8	4,0	4,1
DPS (w danym roku)	3,00	0,00	2,11	1,35	1,63	1,90	3,00
Payout ratio	89%	0%	48%	46%	50%	50%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 085	1 092	1 458	1 811	1 898	2 100	2 253
Zysk brutto ze sprzedaży	259	158	126	136	155	165	171
SG&A	38	44	44	50	52	58	62
PPO/PKO	0	0	-8	1	-1	-1	-1
EBITDA	245	139	100	115	133	138	141
EBIT	221	114	75	87	101	106	108
Zysk brutto	232	129	83	93	108	113	116
Zysk netto	184	102	68	75	87	92	94
Dług netto	-399	-433	-143	-397	-457	-478	-475

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-3%	1%	34%	24%	5%	11%	7%
EBITDA zmiana r/r	92%	-43%	-28%	15%	16%	3%	2%
Zysk netto zmiana r/r	138%	-45%	-33%	10%	16%	6%	3%
Marża brutto na sprzedaży	23,9%	14,5%	8,7%	7,5%	8,2%	7,8%	7,6%
Marża EBITDA	22,6%	12,7%	6,9%	6,3%	7,0%	6,5%	6,2%
Marża netto	16,9%	9,3%	4,7%	4,1%	4,6%	4,4%	4,2%
ROE	45,0%	20,0%	12,8%	13,1%	14,0%	13,7%	13,5%
ROA	18,8%	9,0%	5,6%	5,2%	5,8%	5,8%	5,7%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	221	229	233	260	273	284	294
WNIp	13	12	12	15	16	16	16
Rzeczowe aktywa trwałe	168	173	184	209	221	232	241
Pozostałe aktywa trwałe	40	44	37	37	37	37	37
Aktywa obrotowe	758	906	973	1 191	1 227	1 311	1 355
Zapasy	69	122	94	116	122	135	144
Należności krótkoterminowe	187	257	627	586	575	636	682
Środki pieniężne	496	516	240	477	518	529	516
Pozostałe aktywa obrotowe	5	11	12	12	12	12	12
Aktywa razem	978	1 135	1 206	1 451	1 500	1 596	1 649
Kapitał własny	408	510	529	573	623	671	697
Udziały mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania i rezerwy	571	626	677	878	878	925	953
Rezerwy na zobowiązania	75	49	31	31	31	31	31
Oprocentowane zobowiązania	97	83	97	79	61	50	41
Zobowiązania pozostałe	399	493	548	767	785	843	881
Pasywa razem	978	1 135	1 206	1 451	1 500	1 596	1 649
Dług netto	-399	-433	-143	-397	-457	-478	-475
Dług netto / Kapitał własny	-1,0	-0,8	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-1,6	-3,1	-1,4	-3,5	-3,4	-3,5	-3,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	175	47	-212	341	142	108	108
CFI	-3	-1	-15	-56	-45	-43	-42
CFF	-108	-26	-48	-49	-56	-55	-78
- w tym dywidenda	69	0	48	31	38	44	69
Przepływy pieniężne netto	64	20	-276	236	41	10	-12
CAPEX / Amortyzacja	63%	109%	109%	199%	141%	135%	130%

## TORPOL

Rekomendacja	Akumuluj	www: <a href="http://www.torpol.pl">www.torpol.pl</a>
Wycena końcowa [PLN]	49,1	
Potencjał zmiany	8,8%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	45,1	3Q'25: 21 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	23,0	4Q'25: b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	1035,9	

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Przychody	261	298	347	552	385	468
Zysk brutto ze sprzedaży	20	29	28	49	23	35
SG&A	10	11	11	12	13	12
PPO/PKO	-2	0	-1	-5	0	1
EBITDA	14	25	24	39	18	30
EBIT	7	18	17	32	11	24
Zysk brutto	13	20	17	33	13	26
Zysk netto	11	15	14	28	10	20
Dług netto	-295	-174	-214	-143	-267	-266

Wskaźniki	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Przychody zmiana r/r	23%	39%	41%	32%	48%	57%
EBITDA zmiana r/r	-28%	-27%	-26%	-29%	31%	24%
Zysk netto zmiana r/r	-26%	-36%	-40%	-31%	-6%	34%
Marża brutto na sprzedaży	7,7%	9,8%	8,1%	8,9%	6,1%	7,5%
Marża EBITDA	5,2%	8,2%	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%
Marża netto	4,1%	5,1%	3,9%	5,1%	2,6%	4,4%

Wskaźniki II	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	5,64	10,16	15,26	13,81	11,90	11,27
Revenue	1 085	1 092	1 458	1 811	1 898	2 100
Gross Margin %	23,9	14,5%	8,7%	7,5%	8,2%	7,8%
EBIT	221	114	75	87	101	106
EBITDA	245	139	100	115	133	138
Net Income Adj+	184	102	68	75	87	92
Net Debt	-399	-433	-143	-397	-457	-478
BPS	2,54	2,03	1,96	1,81	1,66	1,54
DPS	3,00	0,00	2,11	1,35	1,63	1,90
Return on Equity %	45,0	20,0%	12,8	13,1%	14,0%	13,7%
Return on Assets %	18,8	9,0%	5,6%	5,2%	5,8%	5,8%
Depreciation	23	24	25	27	30	30
Amortization	1	1	1	1	1	2
Free Cash Flow	173	46	-227	285	97	65
CAPEX	15	27	28	56	45	43

## Główne czynniki ryzyka:

- uzależnienie od głównego odbiorcy (73% przychodów w 2024 od 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

## WYCENA I PODSUMOWANIE

## Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	46,8
Wycena metodą porównawczą	20%	58,2
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>49,1</b>

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,4%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 8 września 2025.

## Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 810,6	1 897,5	2 100,0	2 253,0	2 406,1	2 559,2	2 635,0	2 690,0	2 745,0	2 800,0
EBIT [mln PLN]	87,0	101,3	105,7	108,3	113,4	118,7	124,4	129,5	134,6	137,3
Stopa podatkowa	19,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,2	19,3	20,1	20,6	21,5	22,6	23,6	24,6	25,6	26,1
NOPLAT [mln PLN]	69,8	82,1	85,6	87,7	91,8	96,1	100,7	104,9	109,1	111,2
Amortyzacja [mln PLN]	27,9	31,6	31,8	32,4	33,0	33,3	33,3	33,4	33,4	33,4
CAPEX [mln PLN]	-55,6	-44,6	-42,9	-42,3	-38,5	-33,3	-33,5	-33,5	-33,5	-33,5
Inwestycje w kapitał obrot, [mln PLN]	234,5	22,1	-17,9	-20,4	-2,9	-2,9	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0
FCF [mln PLN]	276,7	91,1	56,6	57,5	83,4	93,3	99,1	103,7	107,9	110,1
DFCF [mln PLN]	266,3	77,5	42,6	38,2	48,9	48,3	45,3	41,8	38,4	34,5
Suma DFCF [mln PLN]	681,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	897,7									
Zdyskontowana wart. Rezyd, [mln PLN]	281,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	963,2									
Dług netto 2024 [mln PLN]	-143,0									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	31,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>1075,1</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	23,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>46,8</b>									

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

Przychody zmiana r/r	24,2%	4,8%	10,7%	7,3%	6,8%	6,4%	3,0%	2,1%	2,0%	2,0%
EBIT zmiana r/r	16,7%	16,4%	4,3%	2,5%	4,7%	4,7%	4,8%	4,1%	4,0%	2,0%
FCF zmiana r/r	---	-67,1%	-37,9%	1,6%	45,1%	11,8%	6,2%	4,6%	4,1%	2,0%
Marża EBITDA	6,3%	7,0%	6,5%	6,2%	6,1%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	4,8%	5,3%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%
Marża NOPLAT	3,9%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%
CAPEX / Przychody	3,1%	2,4%	2,0%	1,9%	1,6%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	199,1%	141,2%	134,8%	130,4%	116,8%	99,9%	100,6%	100,5%	100,4%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-13,0%	-1,2%	0,9%	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-66,5%	-25,4%	8,9%	13,3%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

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	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	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Udział kapitału własnego	94,5%	95,9%	96,8%	97,5%	98,1%	98,7%	99,1%	99,5%	99,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	5,5%	4,1%	3,2%	2,5%	1,9%	1,3%	0,9%	0,5%	0,2%	0,0%
WACC	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%

Źródło: BDM S.A.

## Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
	0,00%	1,00%	2,00%			0,00%	1,00%	2,00%			0,9	1,0	1,1	
beta	0,8	50,4	51,9	53,7	Premia za ryzyko	6,0%	51,8	53,4	55,4	Premia za ryzyko	6,0%	56,0	53,4	51,2
	0,9	47,9	49,2	50,6		7,0%	48,5	49,8	51,4		7,0%	52,3	49,8	47,7
	1,0	45,8	46,8	48,0		8,0%	45,8	46,8	48,0		8,0%	49,2	46,8	44,7
	1,1	43,9	44,7	45,7		9,0%	43,4	44,2	45,2		9,0%	46,5	44,2	42,3
	1,2	42,2	42,9	43,7		10,0%	41,4	42,1	42,8		10,0%	44,2	42,1	40,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

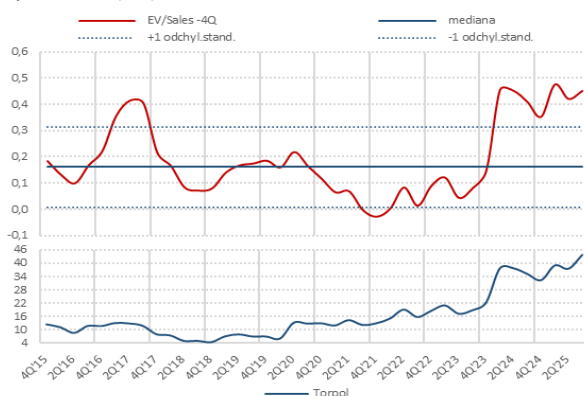
Wycena porównawcza oparta wycenę na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 20% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2025-27 (20% wagi dla 2025 roku oraz po 40% dla kolejnych lat). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 58,2 PLN/akcję.

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	20,5	20,1	17,7	11,5	10,3	9,0
Mirbud	13,2	12,2	9,5	8,3	7,1	5,7
Trakcja	18,6	15,4	13,3	7,8	7,0	6,1
ZUE	20,3	22,9	8,3	6,8	5,6	3,5
<b>Mediana</b>	<b>19,4</b>	<b>17,7</b>	<b>11,4</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>5,9</b>
<b>Torpol</b>	<b>13,8</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>5,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>
Premia/dyskonto do mediany	-29%	-33%	-2%	-31%	-38%	-32%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	63,4	67,3	46,1	57,6	60,4	56,6
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>58,0</b>			<b>58,3</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>58,2</b>					

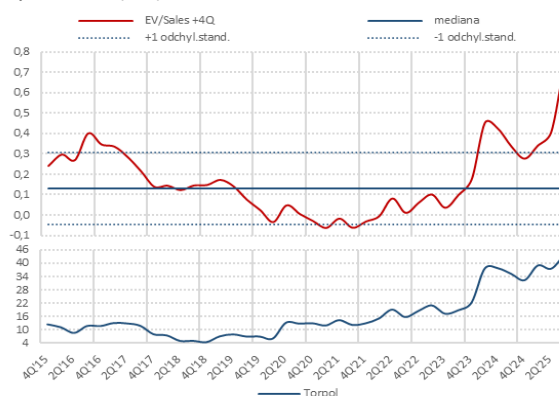
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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)

## GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Uzależnienie od głównych odbiorców (73% przychodów w 2024 od PKP PLK).** Spółka działa w dużej mierze w obszarze zamówień publicznych związanych z budową infrastruktury szynowej (głównie kolejowej). Głównym zleceniodawcą jest PKP PLK (w mniejszym stopniu także samorządy terytorialne lub spółki posiadające zaplecze kolejowe, w przyszłości istotnym zamawiającym powinno być CPK). Zmiany w strategii inwestycyjnej podmiotów publicznych, w harmonogramach przetargów czy problemy z pozyskaniem finansowania (czy to ze źródeł krajowych czy unijnych) mogą mieć bezpośredni wpływ na generowane wyniki. Spółka starała się historycznie dywersyfikować działalność wychodząc na rynki zagraniczne (co jednak także wiąże się z ryzykami specyficznymi dla konkretnych rynków) oraz rozwijając działalność w obszarze budowy/remontów infrastruktury wydobywczej/przetwórczej w sektorze oil&gas (spółka zależna Torpol Oil&Gas, dla której głównym klientem jest obecnie Orlen).
- **Ryzyko związane z dofinansowaniem realizacji projektów kolejowych z funduszy unijnych.** Przedłużające się procedury dotyczące uregulowania finansowania lub upolitycznienie warunkowości wypłat, mogą negatywnie wpłynąć na jego dostępność, co z kolei może się przełożyć na zmniejszenie podaży projektów na rynku.
- **Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.** Duże projekty budowlane finansowane ze środków publicznych realizowane są przez firmy wyłonione w przetargach, często długotrwałych (dodatkowo decyzje mogą być oprotestowane). W konsekwencji istnieje ryzyko zmiany w tym czasie (a także w czasie samej realizacji kontraktów) przyjętych przez spółkę założeń dotyczących cen materiałów, kursów walutowych, usług podwykonawczych czy kosztów wynagrodzeń. W czasie realizacji kontraktów należy mieć na uwadze także szereg innych czynników ryzyka, m.in.: ryzyko przekroczenia terminów umownych, upadłości kontrahentów/partnerów, ryzyko związane z procesem uzyskiwania decyzji administracyjnych, ryzyko związane z odpowiedzialnością za podwykonawców oraz członków konsorcjów budowlanych.
- **Bariery wejścia/konkurencja.** Bariery wejścia na rynek budowlany w Polsce nie są wysokie. Atrakcyjne budżety programów inwestycyjnych w różnych obszarach rynku przyciągają do przetargów nowe podmioty, która są skłonne oferować niskie ceny, by zaistnieć na rynku.
- **Ryzyko związane z akcjonariatem.** Głównym akcjonariuszem spółki jest CPK (38% głosów na WZA), podmiot kontrolowany przez Skarb Państwa. Nie można wykluczyć, że w przyszłości Skarb Państwa może dążyć do konsolidacji różnych podmiotów budowlanych, które kontroluje w bezpośredni lub pośredni sposób (np. spółki wykonawcze z obszaru kolejowego), co w zależności do warunków takich transakcji mogłoby niekorzystnie odbić się na wycenie rynkowej Torpolu. Trudno także określić horyzont inwestycyjny drugiego głównego akcjonariusza spółki (Mirbud) – np. decyzja o wyjściu z inwestycji mogłaby negatywnie wpłynąć na kurs akcji (konieczność upłynnienia dużego pakietu akcji).
- **Sezonowość wyników oraz czynnik pogodowy.** Przychody spółki wykazują wyraźną sezonowość. Najsłabszy zwykle jest 1Q (okres zimowy). Czynnik pogodowy (nadzwyczajne opady śniegu czy deszczu, ekstremalne zmiany temperatury) może wpływać na harmonogramy realizowanych prac.
- **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 wiarygodności (spółka wnioskuje różnego rodzaju dopłaty do kontraktów), ich rozstrzygnięcia może mieć wpływ na osiągnięte wyniki finansowe czy cash flow.

### Istotne sprawy sądowe z wniosku spółki [mln PLN]

sprawa	data	kwota konsorcjum	kwota Torpol
Łódź Fabryczna	2017	48,2	19,3
Łódź Fabryczna	2017	34,0	13,6*
Łódź Fabryczna (podwykonawcy)	2023	11,1	4,4*
Działdowo – Olsztyn	2020	---	24,7
Działdowo – Olsztyn	2023	---	13,6
Trzebinia – Krzeszowice	2021	26,5	13,3**
Trzebinia – Krzeszowice	2024	20,2	10,1**
2 odcinki - waloryzacje	2022	---	58,4
<b>suma</b>			<b>157,4</b>

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	10,1
administracja publ.	5,4
kontrahenci	5,6
<b>suma</b>	<b>21,1</b>

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

## PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI

### Struktura akcjonariatu

	akcje	% akcji	głosy	% głosów
CPK	8 728 600	38,0%	8 728 600	38,0%
Mirbud	2 297 740	10,0%	2 297 740	10,0%
NN PTE	2 247 000	9,8%	2 247 000	9,8%
PKO TFI	1 301 892	5,7%	1 301 892	5,7%
Pozostali	8 394 768	36,5%	8 394 768	36,5%
<b>Razem</b>	<b>22 970 000</b>	<b>100,0%</b>	<b>22 970 000</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Struktura grupy Torpol

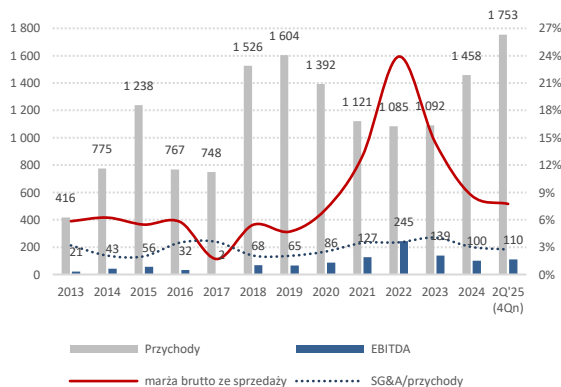


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Torpol prowadzi działalność od 1991 roku i działa na rynku budownictwa infrastruktury kolejowej i tramwajowej głównie w charakterze generalnego wykonawcy. Spółka zależna TOG prowadzi działalność, której podstawowy zakres obejmuje realizację projektów inżynierskich w branży energetycznej i gazowej, energetyce jądrowej, branży chemicznej oraz branży związanej z wodorem, amoniakiem oraz biogazem. Historycznie w grupie znajdowały się także takie spółki jak Torpol d.o.o. (utworzona była w związku z planowanymi inwestycjami kolejowymi w Chorwacji) czy Torpol Norge (działalność na rynku norweskim).

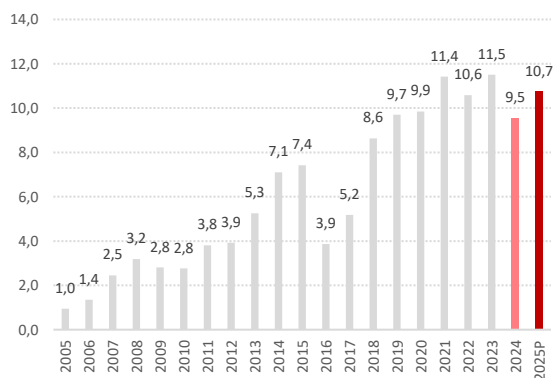
Torpol zadebiutował na GPW w 2014 roku. Cena emisyjna nowych akcji wynosiła 8,0 PLN (spółka pozyskała 59 mln PLN) a swój pakiet akcji sprzedawał Polimex-Mostostal, który przed IPO kontrolował 100% akcji spółki. Największym akcjonariuszem spółki przez długi czas było TF Silesia, które w 2023 roku zbyło pakiet akcji do CPK. Obecnie drugim największym akcjonariuszem jest Mirbud, którego przedstawiciele wielokrotnie publicznie wyrażali chęć dalszego zwiększenia swoich udziałów w spółce przy odpowiedniej cenie.

### Przychody, EBITDA i marża brutto ze sprzedaży [mln PLN]



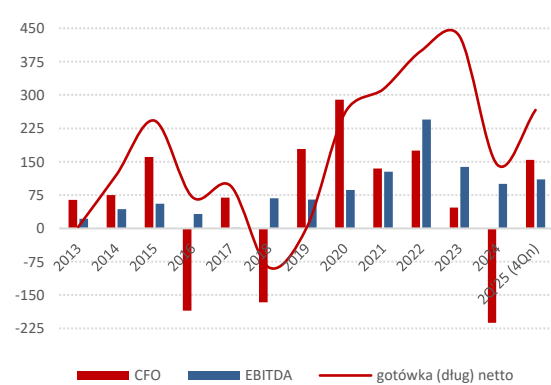
Źródło: DM BDM S.A., spółka

### Nakłady inwestycyjne PKP PLK [mld PLN netto]



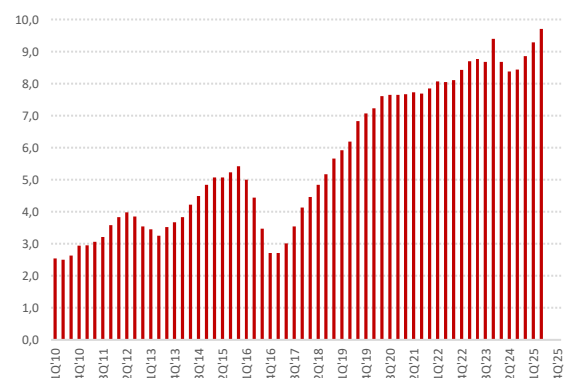
Źródło: DM BDM S.A., raporty roczne PKP PLK

### Gotówka netto i cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

### Wydatki na drogi szynowe w Polsce (4Qn) [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

## STRATEGIA

Spółka w marcu 2025 opublikowała strategię na lata 2025-30 (poprzednia dotyczyła lat 2019-23)

### Podstawowe założenia rynkowe:

- 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. W poprzedniej strategii spółka zwracała uwagę, że celuje w 15-16% udziału w rynku PKP PLK – obecnie niższą zakładaną liczbę wiążemy z być może ostrożnym podejściem do udziału w rynku CPK (spółka nie ma za bardzo obecnie doświadczenia w budowie kolei dużych prędkości).
- Spółka będzie kontynuować szczegółową analizę potencjalnych rynków zagranicznych.
- W przypadku TOG spółka zamierza zwiększyć udział w rynku usług projektowych i wykonawczych w zakresie inwestycji dla sektora Oil&Gas oraz przemysłu chemicznego. Planowana jest budowa kompetencji z zakresu instalacji wodorowych oraz systemów wyłapywania CO2 (udział w zielonej transformacji)
- Planowane jest poszerzenie kompetencji w zakresie budowy i realizacji konstrukcji inżynierskich.
- W budownictwie kubaturowym spółka ma opierać się na zdobytym doświadczeniu w rewitalizacji dworców kolejowych oraz na rozwoju kompetencji w budownictwie przemysłowym.

### Podstawowe założenia finansowe:

- 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%).
- 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 (w zależności od perspektyw rynkowych oraz sytuacji finansowej).

### 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]	13 026	2 171	Przychody [mln PLN]	8 800	6 295
EBITDA [mln PLN]	824	137	marża brutto ze sprzedaży	>5,0%	11,7%
zysk netto [mln PLN]	550	92			
CAPEX [mln PLN]	257	43			
DPS [PLN/akcję]	---	2,54			
marża brutto ze sprzedaży	7,7%	7,7%			
marża EBITDA	6,3%	6,3%			
marża netto	4,2%	4,2%			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*prognozy z raportu analitycznego z 19 lutego 2025

### Komentarz BDM:

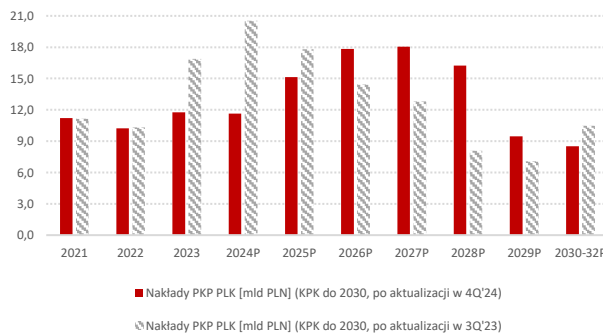
- W stosunku do naszych aktualnych prognoz założenia od strony przychodowej ze strony spółki są wyższe o średnio 11%/rok, natomiast marża EBITDA jest niższa o 0,5 pkt proc. Spółka zakłada, że w strategii będzie miała niższą marżę (5,8%) niż w 2024 roku (6,9%).
- Oceniamy, że założenia ze strony spółki od strony przychodów mogą być z rodzaju tych optymistycznych (programy rządowe niestety, mają to do siebie, że się przesuwają w czasie), natomiast od strony marżowości zbyt konserwatywne (zwracamy uwagę, że w poprzedniej strategii zrealizowana marża były ponad 2x wyższa od zakładanej przez spółkę).
- Spółka założyła wyższy od nas CAPEX (przy czym zwracamy tu uwagę na stronę przychodową, jeśli nie będzie ona tak wysoka, to spółka też będzie zapewne racjonalizować wydatki).
- Spółka zapisała w strategii, że będzie „dążyć” do wypłaty dywidendy w kwocie 50% zysku netto – takie też jest nasze założenie na lata 2026-27, natomiast w kolejnych dostrzegamy raczej miejsce na wyższe poziomy (spółka ma nadal spore nadwyżki gotówki netto).
- Oceniamy, że w poprzedniej strategii (2019-23) większy akcent położony był na konieczność dywersyfikacji ze względu na obawy o spadek nakładów w infrastrukturze finansowanych ze środków UE (stąd m.in. szybki wzrost TOG w ostatnich latach). Obecnie szacowana wartość rynku kolejowego (m.in. dojście CPK) może oddalać takie obawy.



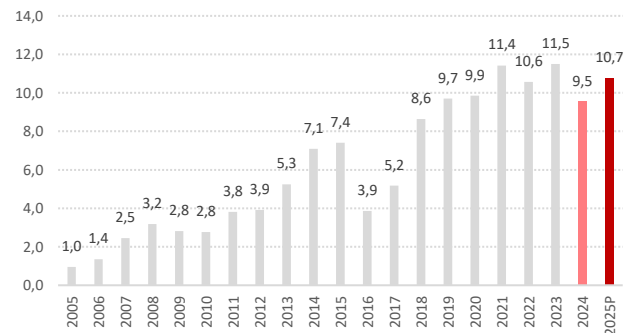
## AKTUALNY STAN INWESTYCJI SZYNOWYCH

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 założeń 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 początku września jest to wartość ok 18,8 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	LK 622 (odc F+) Podłęże – Gdów / Podłęże – Podłęże Balachówka	2 593,0	Budimex	b.d.	---	2 350,0	110%	2 654,5	Gulermak/Intop	98%	6
sie 25	LK 104 na odcinku C1 Tymbark – Limanowa	1 263,2	Mirbud	b.d.	---	1 350,0	93%	1 330,0	Gulermak/Intop	95%	7
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 – Lębork 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 - Lębork (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 Zagór	1 043,8	Porr	b.d.	---	198,1	117%	1 066,7	Mirbud	98%	9
sty 25	LK1 Kolutzki - 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
<b>suma/średnia</b>		<b>18 795,8</b>				<b>19 078,2</b>	<b>85%</b>	<b>19 661,1</b>		<b>96%</b>	<b>7,2</b>

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]
LK201 Maksymilianowo – Wierzchucin	12.09.2025	30.06.2025	ok 1500
LK68 Stalowa Wola Rozwadów – Przeworsk	25.09.2025	5.08.2025	ok 340
Pszczółki - Pruszcz Gd.	3.10.2025	29.08.2025	ok 180
stacja Warszawa Wschodnia	23.10.2025	27.08.2025	ok 3300
Lipowa Tucholska - Kościerzyna	---	---	ok 1300
Toruń Główny – Toruń Wschodni	---	---	ok 557
Tychy – Bieruń Stary	---	---	ok 424
Wrocław Psie Pole – Wrocław Sołtysowice	---	---	ok 160
Gdańsk Osowa – Gdynia Główna	---	---	ok 1200
Wierzchucin – Lipowa Tucholska	---	---	ok 1300

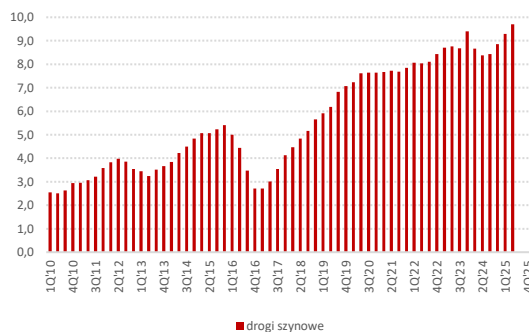
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PKP PLK, \*terminy mogą ulec przesunięciu

Suma ogłoszonych = 5,3 mld PLN  
 Suma do ogłoszenia = 4,9 mld PLN  
 \*brak potwierdzenia czy są to wartości brutto / netto

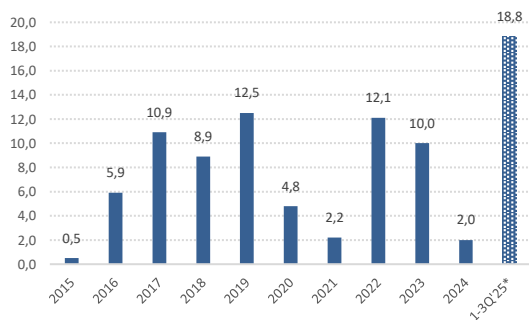
Obecny harmonogram ogłoszonych przez PKP PLK przetargów zakłada złożenie ofert jeszcze na 2 dużych i 2 średnich postępowaniach w 2H'25. Należy jednak liczyć się z przesunięciami tych terminów ze względu na dużą liczbą pytań zadawanych przez zamawiającemu przez potencjalnych wykonawców.

Z planu przetarg i informacji prasowych PKP PLK wynika, że planowane jest ogłoszenie jeszcze w 2025 roku przetargów na ok. 4,9 mld PLN (należy zakładać, że część ogłoszona już będzie w 2026 roku)

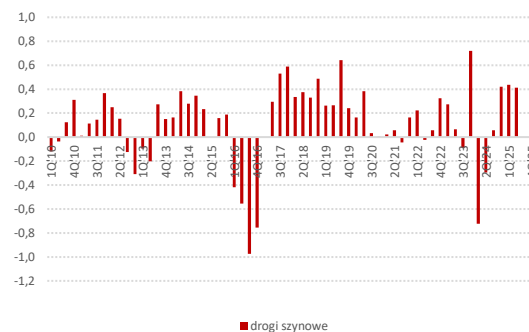
Obok nakładów PKP PLK na rynku wykonawczym równolegle powinny pojawić się w kolejnych latach środki alokowane przez CPK (przewidywane źródło finansowania to m.in. fundusze europejskie) na proces inwestycyjny w zakresie budowy nowych linii kolejowych. Priorytetem inwestycji kolejowych CPK jest 480 km 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 bocznic kolejowej (planowane złożenie ofert – wrzesień'25).

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


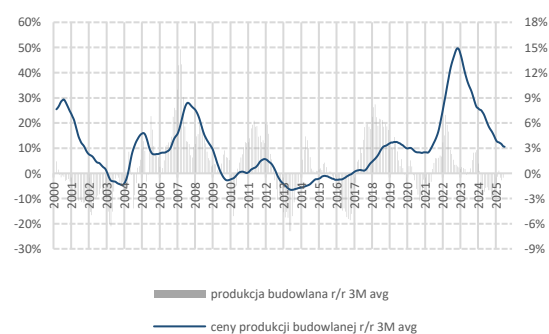
Źródło: DM BDM S.A., GUS

**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 5 września'25

**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)**


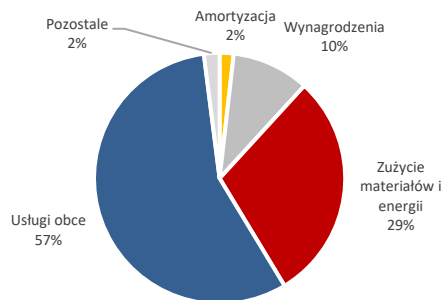
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

**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

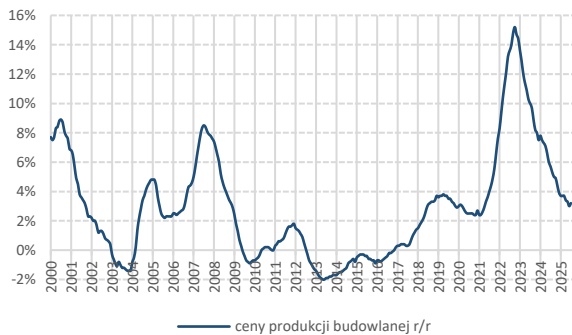
Torpol - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

## CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

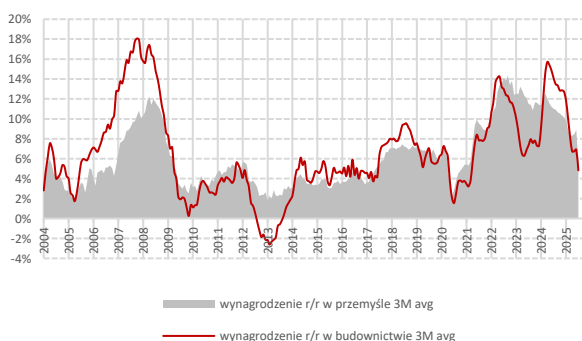


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) 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 zeszyły do poziomu 0,0-0,1%, w tym roku jest to 0,1-0,5%).

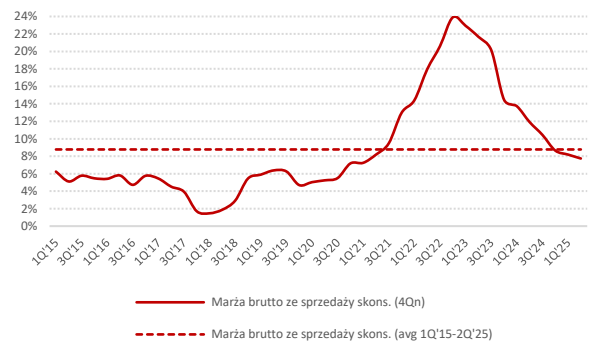
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już wyraźnie od szczytu, to nadal są to relatywnie wysokie poziomy w ujęciu r/r. W kolejnych miesiącach wsparciem dla stabilizacji dynamiki powinny być nadal niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równowagę je dodatnia dynamika 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)



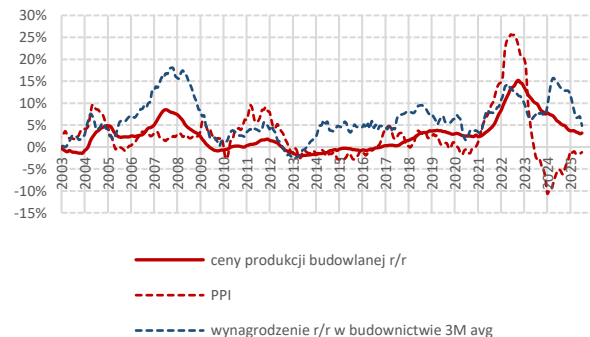
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Torpol - Marża brutto ze sprzedaży (4Qn)



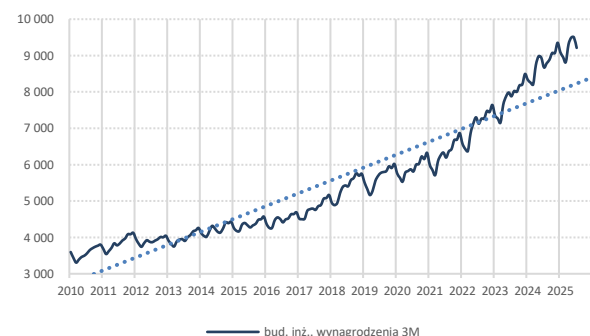
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

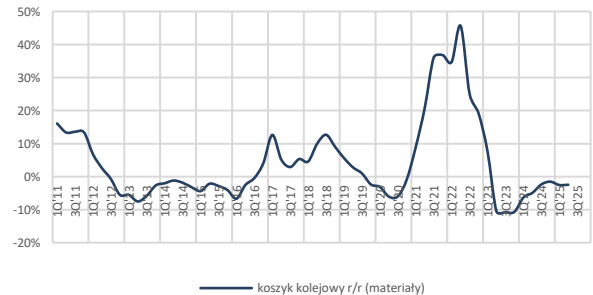
W przypadku nowych umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji. Dodatkowo w marcu 2023 PKP PLK zaakceptowała (późniejszy proces aneksowania był mocno rozciągnięty w czasie) podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach (z 5% do 10%).

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]\*

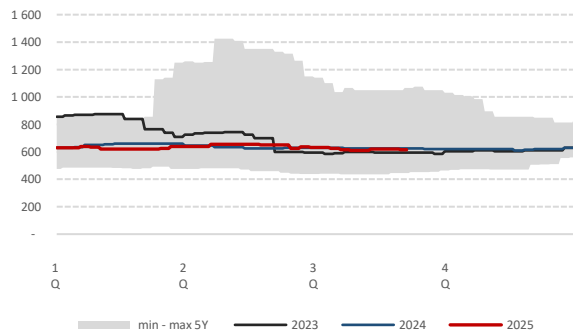


Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego PKP PLK dane za 2Q'25 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).

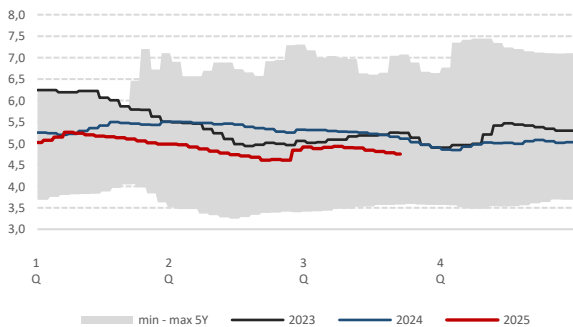
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu,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

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



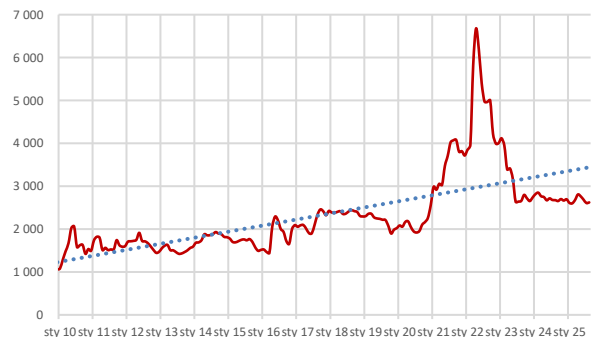
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



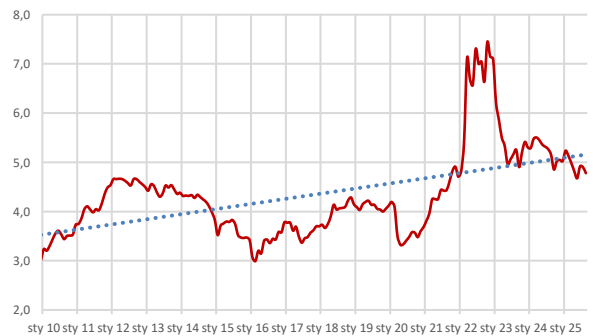
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



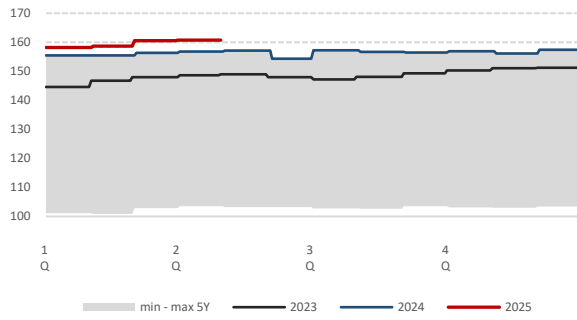
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



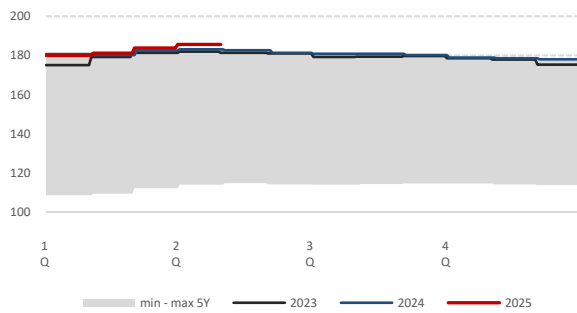
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Kruszywa – indeks GUS\***



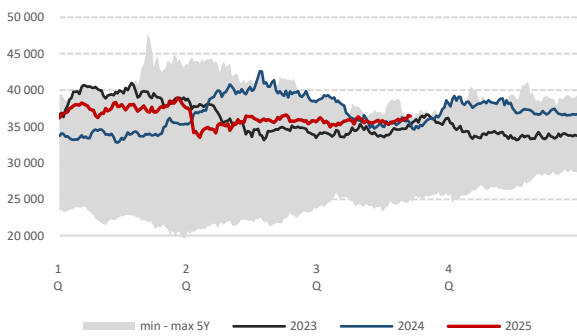
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za VI'25

**Cement – indeks GUS\***



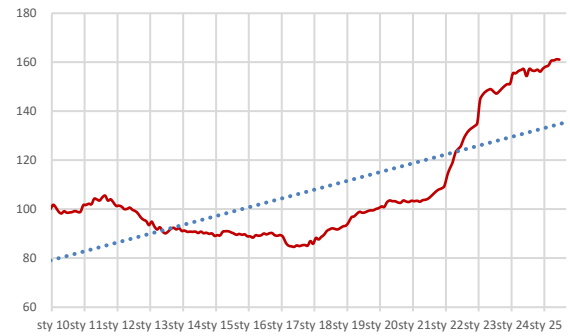
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za VI'25

**Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]**



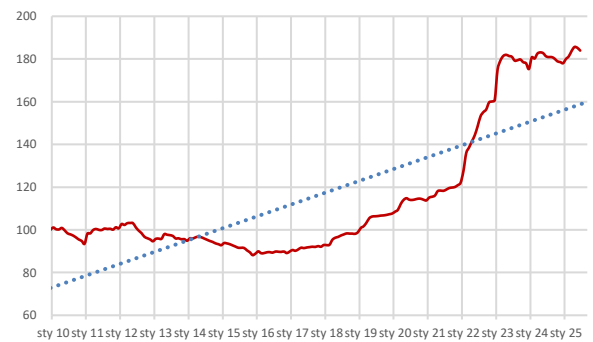
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

**Kruszywa – indeks GUS\***



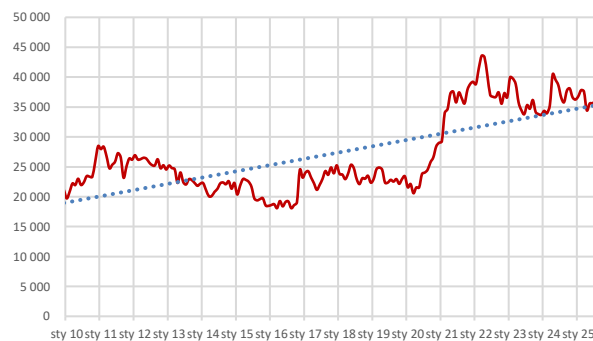
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku

**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 ZAMÓWIENÍ

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

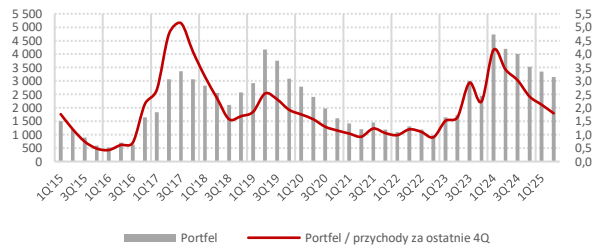
Data	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec**	% budżetu	% II oferty	liczba ofert
<b>2025</b>							
sie 25	PKP PLK	E 75 Białystok – Elk, faza II	1 856	46 mcy	70%	92%	5
sie 25	PKP PLK	Projekt i roboty budowlane na LK229 na odcinku Kartuzy – Łębork	508	30 mcy	57%	94%	6
cze 25	PKP PLK	LK 406, LK 437 oraz budowa węzła kolejowego „Port Police”	164	sty 28	65%	93%	13
<b>2024</b>							
kwi 24	PKP PLK	Modernizacja E 65 na odcinku Katowice Szopienice - Katowice Piotrowice	2 362	kwi 28	106%	z 3 miejsca	5
<b>2023</b>							
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 - Karsze	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.
<b>2022</b>							
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)

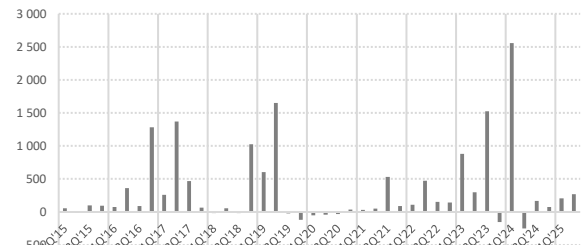
Portfel zleceń spółki po 2Q'25 miał wartość 3,15 mld PLN, z czego 3,06 mld PLN przypadało na jednostkę dominującą a 0,09 mld PLN na zależny TOG. W portfelu największą pozycję stanowi podpisany na przełomie 1/2Q'24 kontrakt w Katowicach (po 2Q'25 do zafakturowania pozostało 1,76 mld PLN). W 2Q'25 spółka podpisywała jedną umowę na 164 mln PLN. Jest także po powtórny wybór najkorzystniejszej oferty w przetargu na 508 mln PLN. W potencjalnym pipeline spółka może mieć kontrakt na odcinek Białystok – Elk, gdzie w VIII'25 złożono najniższą cenę w przetargu (3,7 mld PLN w konsorcjum z Mirbudem – do podziału prawdopodobnie 50/50%; oferta jest niska vs budżet i II oferta – nie można wykluczyć odwołań konkurencji).

Torpol posiada wysoki portfel zbudowany 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 w 2026 roku. Implikuje to, że w 2025 roku spółka musiała punktowo wziąć udział w wojnie cenowej, aby uzupełnić portfel w perspektywie 2027+. Zwracamy uwagę, że kontrakty, które spółka wygrała lub może wygrać są zlokalizowane w pobliżu obecnie realizowanych kontraktów, co może dawać pewne synergije kosztowe. Zakładamy, że jeśli spółka podpisze dużą umowę na kontrakt Białystok-Elk, to kolejne oferty spółki mogą być mniej „agresywne” cenowo.

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



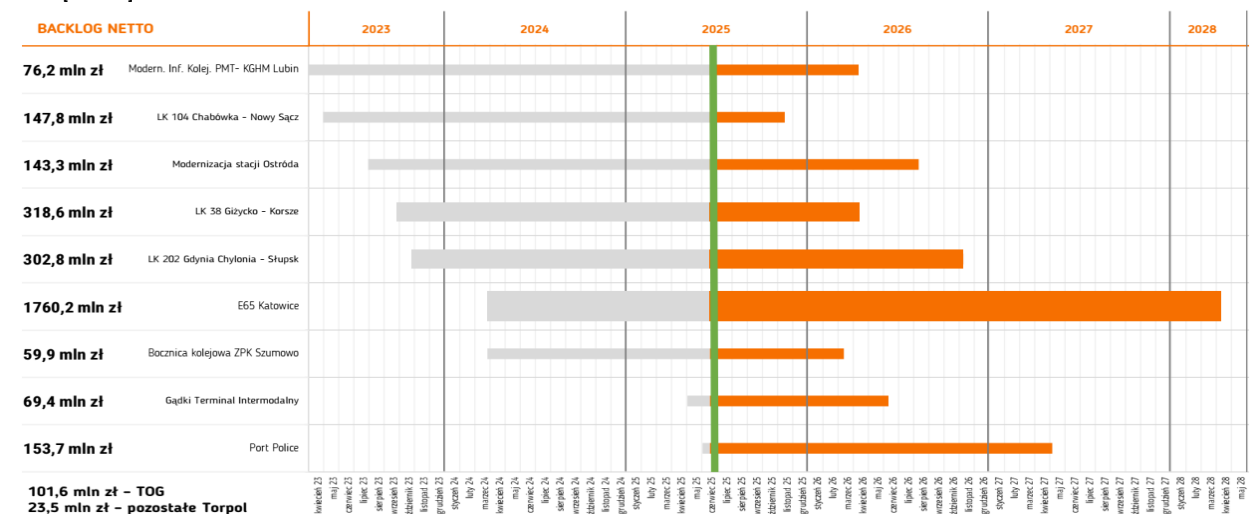
#### Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – kwartalnie, szacunkowo [mln PLN]\*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

#### Portfel [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Historyczne wyniki skonsolidowane w skali roku [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Przychody</b>	<b>415,7</b>	<b>775,4</b>	<b>1 238,2</b>	<b>767,4</b>	<b>748,1</b>	<b>1 525,7</b>	<b>1 604,4</b>	<b>1 392,2</b>	<b>1 121,4</b>	<b>1 084,8</b>	<b>1 091,8</b>	<b>1 458,2</b>
jednostkowe	415,7	775,4	1 224,6	743,1	701,0	1 499,3	1 567,0	1 318,1	1 031,1	994,6	904,2	1 323,8
spółki zależne	0,0	0,0	13,7	24,3	47,1	26,4	37,4	74,1	90,4	90,2	187,6	134,4
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>24,3</b>	<b>48,4</b>	<b>67,8</b>	<b>44,2</b>	<b>12,7</b>	<b>83,1</b>	<b>75,4</b>	<b>99,9</b>	<b>145,5</b>	<b>259,3</b>	<b>158,0</b>	<b>126,2</b>
jednostkowe	24,3	48,4	66,3	41,9	19,8	77,6	70,5	93,3	138,0	251,3	142,9	110,4
spółki zależne	0,0	0,0	1,4	2,4	-7,1	5,5	4,9	6,6	7,4	8,1	15,1	15,8
SG&A	13,3	16,1	24,6	26,8	26,7	31,7	32,8	35,1	38,8	38,2	44,2	44,0
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>11,0</b>	<b>32,3</b>	<b>43,1</b>	<b>17,4</b>	<b>-14,0</b>	<b>51,5</b>	<b>42,5</b>	<b>64,8</b>	<b>106,7</b>	<b>221,1</b>	<b>113,8</b>	<b>82,2</b>
Saldo PPO/PKO	-0,3	0,3	0,1	0,4	0,7	0,2	0,4	-1,1	-1,5	-0,5	0,1	-7,7
<b>EBITDA</b>	<b>21,4</b>	<b>43,2</b>	<b>55,8</b>	<b>32,4</b>	<b>1,6</b>	<b>67,9</b>	<b>64,7</b>	<b>86,4</b>	<b>127,3</b>	<b>244,8</b>	<b>138,7</b>	<b>100,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>10,7</b>	<b>32,6</b>	<b>43,3</b>	<b>17,8</b>	<b>-13,3</b>	<b>51,7</b>	<b>42,9</b>	<b>63,6</b>	<b>105,1</b>	<b>220,6</b>	<b>113,9</b>	<b>74,5</b>
Zysk brutto	6,6	30,4	40,1	14,6	-15,4	48,4	36,8	58,8	101,3	231,5	129,2	82,6
<b>Zysk netto</b>	<b>4,8</b>	<b>25,0</b>	<b>32,0</b>	<b>10,3</b>	<b>-26,7</b>	<b>19,2</b>	<b>29,1</b>	<b>48,6</b>	<b>77,1</b>	<b>183,8</b>	<b>101,9</b>	<b>67,9</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>23,9%</b>	<b>14,5%</b>	<b>8,7%</b>
jednostkowa	5,8%	6,2%	5,4%	5,6%	2,8%	5,2%	4,5%	7,1%	13,4%	25,3%	15,8%	8,3%
spółki zależne	-20,0%	-16,7%	10,4%	9,8%	-15,1%	20,8%	13,2%	8,9%	8,2%	8,9%	8,0%	11,8%
Marża EBITDA	5,1%	5,6%	4,5%	4,2%	0,2%	4,5%	4,0%	6,2%	11,4%	22,6%	12,7%	6,9%
Marża EBIT	2,6%	4,2%	3,5%	2,3%	-1,8%	3,4%	2,7%	4,6%	9,4%	20,3%	10,4%	5,1%
Marża zysku netto	1,2%	3,2%	2,6%	1,3%	-3,6%	1,3%	1,8%	3,5%	6,9%	16,9%	9,3%	4,7%
CFO	64,2	74,8	160,4	-184,7	68,9	-166,5	178,8	289,3	134,4	175,2	47,0	-212,5
dług netto	-3,4	-120,1	-242,4	-70,0	-95,6	87,7	-2,9	-260,2	-312,8	-399,5	-432,7	-143,0
Portfel	0	1 600	600	1 642	3 060	2 580	3 090	1 610	1 190	984	2 440	3 530

Źródło: DM BDM S.A., spółka

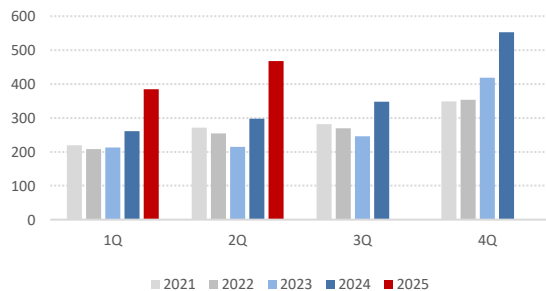
- Spółka w roku debiutu na GPW (2014) miała 775 mln PLN rocznego przychodu. Jeszcze w 2015 roku udało się jej przekroczyć po raz pierwszy poziom 1 mld PLN, kolejne dwa lata były jednak trudniejsze (okres przejściowy pomiędzy budżetami unijnymi, w tym czasie spółka była aktywna m.in. na rynku tramwajowym w Norwegii, ale w 2028 roku tamtejszą spółkę zależną zlikwidowano).
- Kolejny skok sprzedaży nastąpił w 2018 roku, kiedy spółka przekroczyła pierwszy raz w historii próg 1,5 mld PLN rocznej sprzedaży. Marżowość w okresie 2018-19 była jednak dość przeciętna (efekt wojny cenowej w przetargach PKP PLK w okolicy 2026-17 roku, spółka wypadła i tak dobrze na tle szeregu konkurentów, pomógł m.in. kontrakt z Tauronem). Dopiero od 2020 roku zaczęła się istotnie poprawiać rentowność, w czym pomogły wygrane w dobrym momencie rynkowym tzw. „kontrakty portowe” (okres niskiej konkurencji na przetargach), które pociągnęły okres ponadprzeciętnych marż aż do lat 2022-23.
- Jednocześnie lata 2021-23 były okresem dość stabilnych przychodów w okolicy 1,1 mld PLN.
- Na ścieżkę kolejnego wzrostu sprzedaży spółka zaczęła wchodzić w 2024 roku (pochodna bogatego w pozysk zleceń 2023 roku, w końcu roku pojawi się już także w przerobie największy kontrakt spółki w historii, czyli kontrakt katowicki). Jednocześnie wyraźnie zaczęła normalizować się marża (brak efektu „kontraktów portowych”, ostrożna podejście do marży na początku realizacji nowej wiązki kontraktów).
- Wyjściowa marża brutto ze sprzedaży to dla spółki poziom około 6%. Okres 2021-23 przyniósł mocne dwucyfrowe marże, trudno obecnie zakładać czy taki poziom jeszcze kiedyś się powtórzy.
- Na koniec 2024 roku Torpol miał 143 mln PLN gotówki netto. Był to dość niski poziom, jeśli porównamy do poprzednich 4 lat, ale należy pamiętać o miejscu w cyklu realizacji kontraktów, w którym spółka się wtedy znajdowała oraz opóźnieniami w pozyskaniu zaliczek (duże „zaległe” zaliczki wpłynęły do spółki w 1Q'25).

**Wyniki za 2Q'25 [mln PLN]**

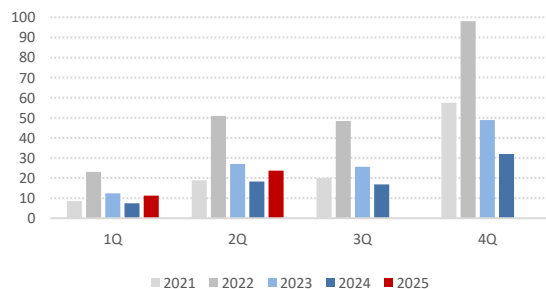
	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	2Q'25W	odchyl.	2Q'25P BDM	odchyl.	2Q'25P kons	odchyl.	1H'24	1H'25	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	298,0	468,1	57,1%	468,1	0,0%	400,0	17,0%	382,5	22,4%	558,5	853,1	52,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,1	35,2	20,7%	35,2	0,0%	30,9	14,0%	---	---	49,2	58,6	19,2%
Wynik na sprzedaży	18,2	22,7	25,0%	---	---	19,3	17,5%	---	---	28,1	33,5	19,2%
PPO/PKO	0,1	0,9	610,8%	---	---	-0,5	---	---	---	-2,3	1,4	---
EBITDA	24,5	30,4	24,0%	---	---	25,6	18,7%	---	---	38,1	48,2	26,4%
EBIT	18,3	23,6	29,1%	23,6	-0,1%	18,8	25,5%	14,5	62,5%	25,8	34,9	35,3%
Wynik brutto	19,6	25,6	30,7%	---	---	20,3	26,1%	---	---	32,1	38,5	20,1%
Wynik netto	15,2	20,4	34,0%	20,4	0,2%	16,4	24,2%	12,5	63,6%	26,0	30,5	17,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,8%	7,5%		7,5%		7,7%		---		8,8%	6,9%	
Marża na sprzedaży	6,1%	4,9%		---		4,8%		---		5,0%	3,9%	
Marża EBITDA	8,2%	6,5%		---		6,4%		---		6,8%	5,7%	
Marża EBIT	6,1%	5,0%		5,1%		4,7%		3,8%		4,6%	4,1%	
Marża zysku netto	5,1%	4,4%		4,4%		4,1%		3,3%		4,6%	3,6%	

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

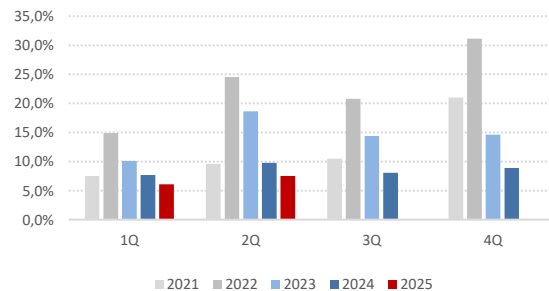
- W 2Q'25 na poziomie skonsolidowanych przychodów Torpol miał 468 mln PLN (+57% r/r). Wzrost przychodów był głównie konsekwencją wysokiego portfela zleceń kolejowych w bieżącej realizacji. Po zakończeniu dużego kontraktu dla Orlenu, wyraźnie natomiast spadły przychody (i wynik) zależnego TOG.
- Rentowność brutto ze sprzedaży w 2Q'25 (7,5%) była lepsza q/q, ale nadal słabsza r/r (5,8% w 1Q'25 i 9,6% rok temu). Niewielkie znaczenie dla marży tym razem miała zmiana szacunków wyceny kontraktów (+2,4 mln PLN w 2Q'25 vs +13,5 mln PLN w 1Q'25 i +17,3 mln PLN rok temu).
- EBIT wyniósł 23,6 mln PLN (vs 18,3 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 20,4 mln PLN (vs 15,2 mln PLN w 2Q'24).
- Gotówka netto po 2Q'25 na poziomie 266 mln PLN (vs 267 mln PLN po 1Q'25 i 174 mln PLN rok temu, do długu nie wliczamy zobowiązania z tyt. dywidendy).
- CF operacyjny -3 mln PLN w 2Q'25. CAPEX po 1H'25 ok 14 mln PLN (uwzględniając nowy leasing; plan roczny na poziomie 62 mln PLN)
- Finalne wyniki były zgodne z publikowanymi wcześniej danymi szacunkowymi (były one powyżej oczekiwań naszych i rynku). Dzięki wysokiej dynamice przychodów (+57% r/r), podobnie jak w 1Q'25, spółce udało się odnotować wzrost EBIT r/r, pomimo niższej r/r marży brutto ze sprzedaży. Marża prawdopodobnie nie zawierała jakich istotnych one-off'ów (do takich nie zaliczamy optymalizacji kontraktów, które są know-how spółki, prawdopodobnie było widać pozytywny wpływ takich działań na kontrakcie w Katowicach).

**Przychody wg kwartałów [mln PLN]**


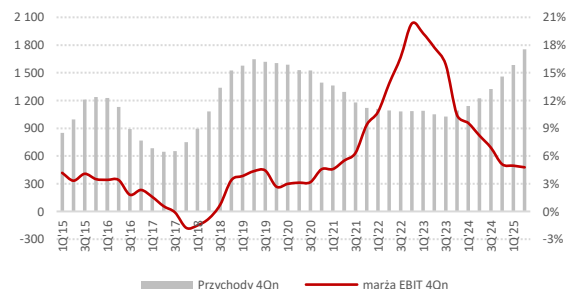
Źródło: BDM S.A., spółka

**EBIT wg kwartałów [mln PLN]**


Źródło: BDM S.A., spółka

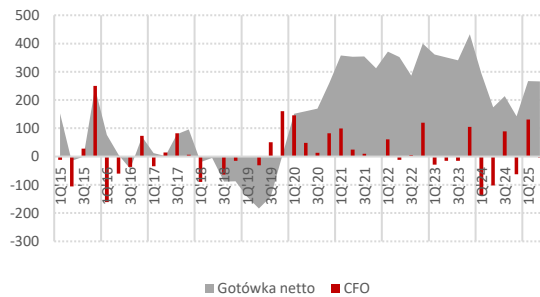
**Marża brutto ze sprzedaży**


Źródło: BDM S.A., spółka

**Przychody i marża EBIT (narastająco 4Q)**


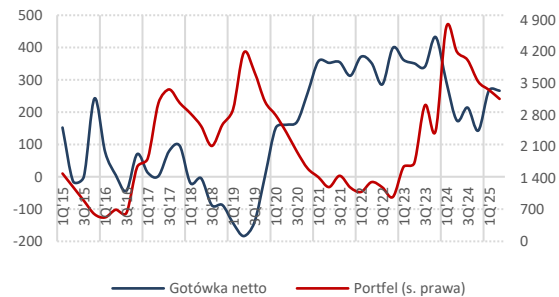
Źródło: DM BDM S.A., spółka



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


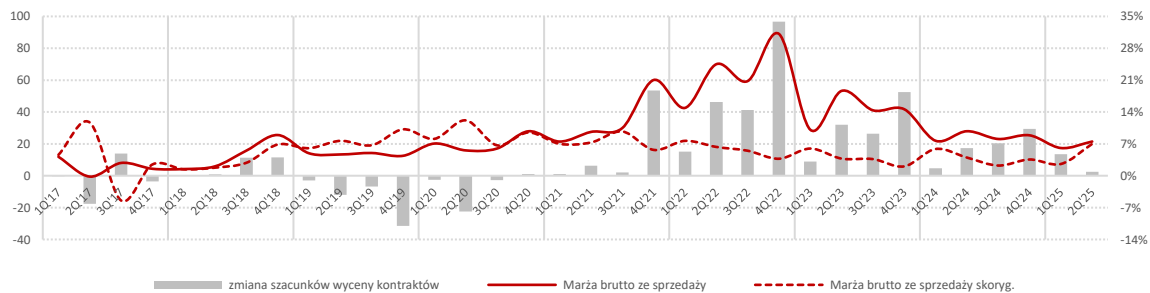
■ Gotówka netto ■ CFO

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Gotówka netto vs portfel [mln PLN]**


— Gotówka netto — Portfel (s. prawa)

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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


■ zmiana szacunków wyceny kontraktów — Marża brutto ze sprzedaży - - - Marża brutto ze sprzedaży skoryg.

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Podsumowania konferencji wynikowej po 2Q'25 (8 września 2025):**
**2Q'25/1H'25**

-optymalizacje na kontrakcie w Katowicach pozytywnie wpłynęły na marżę

**Perspektywy wynikowe**

-spółka podtrzymuje możliwość wypracowanie ok 1,8 mld PLN przychodów w 2025 roku

-historycznie 3Q a zwłaszcza 4Q są lepsze niż 1H; spółka chciałaby utrzymać poziom marży z 2Q'25 w 2H'25

-spółka ma w procedowaniu wiele tematów, gdzie czeka na aprobatę zamawiającego, spółka ciągle pracuje nad optymalizacjami kontraktów

-spółka ma kilka zakończonych kontraktów, gdzie prowadzone są mediacje dotyczące zwiększonych kosztów ogólnych (możliwe do wyjaśnienia w 4Q'25)

-w LT spółka widzi potencjał na 2,5-3 mld PLN przychodów rocznie

**Zaangażowanie w kapitał obrotowy**

-przepływy w 2025 roku będą dodatnie

-spółka liczy na 200 mln PLN drugiej części zaliczki na Katowice w XI/XII'25 (jest to uzależnione od wykonania odpowiedniego zakresu prac; jest to końcówka roku, trudno na 100% zakładać czy PLK zdąży formalnie z procedowaniem płatności)

**Portfel**

-średnia marża dla portfela wynosi 6%

-marżę podwyższają optymalizacje (know-how spółki) lub polecenia zamiany (był dodatni wpływ w 1H'25 np. na kontrakcie w Katowicach)

-nie złożono odwołań na linii Kartuzy – Łęborg, spółka liczy na podpis w IX'25

-portfel na rok 2026 spółka ma zabezpieczony w 50-60% (w 2026 roku kończy się kilka kontraktów, co zwalnia moce przerobowe), liczy na uzupełnienie portfela w kolejnych miesiącach

-wartość postępowań w których spółka uczestniczy to 8-8,5 mld PLN (przed złożeniem ofert)

-Warszawa Wschodnia – przetarg P&amp;B, oferty prawdopodobnie w 2026 roku – trudny projekt, spółka nie jest w stanie powiedzieć czy będzie startować samodzielnie czy w konsorcjum

-spółka analizuje oferty złożone na przetargu Gdynia Chylonia – Łęborg (w ubiegłym tyg. udostępniono oferty) przed możliwością złożenia odwołania

**Katowice**

-w 1H'25 ok 230 mln PLN zawansow. kosztowe (370 mln PLN od początku)

-backlog kontraktu w 2H'25 (fakturowanie) &gt; 400 mln PLN, w 2026 i 2027 roku po ok 600 mln PLN

-kwota warunkowa na kontrakcie wynosiła 207 mln PLN i została już wyczerpana

**Konsorcja**

-dotychczasowa współpraca w konsorcjach polegała na przydziale zakresu prac do poszczególnych jego członków (przychody, koszty, marże, każdy osobno fakturuje; tak jest w Katowicach)

**Białystok – Elk**

-konsorcjum z Mirbudem 50/50

-dokładne warunki współpracy w ramach konsorcjum są na etapie uzgodnień, partnerzy będą dążyć do równomiernego podziału ryzyk

-historycznie należy zakładać, że proces przetargowy trwa 9-12 miesięcy

-kontrakt zakłada 3 miesięczny okres na projekt wykonawczy przed częścią budowlaną, spółka liczy na implementację optymalizacji (będzie nad nimi pracować już przed podpisaniem umowy)

-kontrakt mieści się w zakresie podstawowej działalności spółki – budowa linii – spółka realizowała dwa takie kontrakty, jest przygotowana technicznie i kadrowo

-kontrakt może mieć przydzieloną kwotę warunkową ok 1 mld PLN – obejmuje możliwą waloryzację oraz potencjalne roboty dodatkowe

-oferta była liczona jako całość, zakresy będą jeszcze dyskutowane

-duży zakres prac drogowych, nasypowych, obiektów inżynierskich (kompetencje Mirbudu)

-nawierzchnia torowa i trakcyjna w kompetencji Torpolu

-marża kontraktu mieści się w średniej marży portfela spółki (przy założeniu optymalizacji)

-PKP PLK ma zapewnione finansowanie kontraktu

-kontrakt ma relatywnie krótki okres realizacji jak na zakres rzeczowy

-spółka będzie się zabezpieczać w zakupie materiałów już obecnie

**TOG**

-spółka zakłada w IX'25 podpisanie umowy na zajezdnię autobusową w Koninie (z instalacją wodorową) za 90 mln PLN

-spółka zakłada, że Orlen więcej postępowań będzie widoczne w 2026

-spółka liczy na rynek wodorowy, spalarni odpadów, biometan

**Tramwaje**

-prowadzone dwa duże przetargi w Gdańsku (spółka będzie składać oferty)

## Wyniki i prognozy skonsolidowane 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
<b>Przychody</b>	<b>207,8</b>	<b>254,4</b>	<b>269,6</b>	<b>353,0</b>	<b>212,4</b>	<b>214,4</b>	<b>246,3</b>	<b>418,7</b>	<b>260,5</b>	<b>298,0</b>	<b>347,4</b>	<b>552,3</b>	<b>385,0</b>	<b>468,1</b>	<b>470,0</b>	<b>487,5</b>
jednostkowe	202,3	239,1	240,7	312,5	188,7	171,0	183,3	361,2	214,1	270,2	320,0	519,5	363,4	459,9	460,0	475,0
spółki zależne	5,5	15,4	28,9	40,5	23,7	43,4	62,9	57,5	46,4	27,8	27,4	32,7	21,5	8,3	10,0	12,5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>31,0</b>	<b>62,3</b>	<b>56,0</b>	<b>110,0</b>	<b>21,5</b>	<b>40,0</b>	<b>35,4</b>	<b>61,2</b>	<b>20,0</b>	<b>29,1</b>	<b>28,0</b>	<b>49,0</b>	<b>23,4</b>	<b>35,2</b>	<b>36,4</b>	<b>41,3</b>
jednostkowe	30,5	61,3	53,1	106,3	19,9	37,0	30,5	55,5	16,7	26,0	25,1	42,6	21,2	34,8	35,7	40,4
spółki zależne	0,4	1,1	2,9	3,6	1,5	3,0	4,9	5,7	3,3	3,2	2,9	6,4	2,3	0,4	0,7	0,9
SG&A	8,5	10,3	9,0	10,5	9,6	10,8	10,7	13,0	10,1	11,0	10,6	12,3	12,6	12,5	12,0	13,0
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>22,5</b>	<b>52,1</b>	<b>47,0</b>	<b>99,5</b>	<b>11,9</b>	<b>29,1</b>	<b>24,7</b>	<b>48,2</b>	<b>9,9</b>	<b>18,2</b>	<b>17,4</b>	<b>36,7</b>	<b>10,8</b>	<b>22,7</b>	<b>24,4</b>	<b>28,3</b>
Saldo PPO/PKO	0,6	-1,1	1,4	-1,4	0,5	-2,0	0,9	0,7	-2,5	0,1	-0,6	-4,7	0,5	0,9	0,0	-0,5
<b>EBITDA</b>	<b>29,1</b>	<b>56,9</b>	<b>54,5</b>	<b>104,4</b>	<b>18,8</b>	<b>33,4</b>	<b>31,6</b>	<b>54,8</b>	<b>13,6</b>	<b>24,5</b>	<b>23,5</b>	<b>38,8</b>	<b>17,8</b>	<b>30,4</b>	<b>31,6</b>	<b>35,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>23,0</b>	<b>51,0</b>	<b>48,5</b>	<b>98,1</b>	<b>12,3</b>	<b>27,1</b>	<b>25,6</b>	<b>48,9</b>	<b>7,5</b>	<b>18,3</b>	<b>16,8</b>	<b>31,9</b>	<b>11,3</b>	<b>23,6</b>	<b>24,4</b>	<b>27,8</b>
Zysk brutto	25,2	56,2	51,2	98,9	18,3	30,4	29,0	51,5	12,5	19,6	17,5	33,0	13,0	25,6	25,4	29,5
<b>Zysk netto</b>	<b>20,3</b>	<b>45,0</b>	<b>40,6</b>	<b>78,0</b>	<b>14,4</b>	<b>23,7</b>	<b>23,0</b>	<b>40,9</b>	<b>10,7</b>	<b>15,2</b>	<b>13,7</b>	<b>28,3</b>	<b>10,1</b>	<b>20,4</b>	<b>20,6</b>	<b>23,9</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>14,9%</b>	<b>24,5%</b>	<b>20,8%</b>	<b>31,2%</b>	<b>10,1%</b>	<b>18,6%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,5%</b>
jednostkowa	15,1%	25,6%	22,1%	34,0%	10,6%	21,6%	16,6%	15,4%	7,8%	9,6%	7,9%	8,2%	5,8%	7,6%	7,8%	8,5%
spółki zależne	8,0%	7,0%	10,1%	9,0%	6,5%	6,8%	7,8%	9,9%	7,1%	11,5%	10,6%	19,6%	10,6%	4,6%	7,0%	7,0%
Marża EBITDA	14,0%	22,4%	20,2%	29,6%	8,8%	15,6%	12,8%	13,1%	5,2%	8,2%	6,8%	7,0%	4,6%	6,5%	6,7%	7,2%
Marża EBIT	11,1%	20,0%	18,0%	27,8%	5,8%	12,6%	10,4%	11,7%	2,9%	6,1%	4,8%	5,8%	2,9%	5,0%	5,2%	5,7%
Marża zysku netto	9,8%	17,7%	15,1%	22,1%	6,8%	11,0%	9,3%	9,8%	4,1%	5,1%	3,9%	5,1%	2,6%	4,4%	4,4%	4,9%
CFO	61,2	-11,7	5,8	119,9	-28,6	-14,5	-15,3	105,3	-136,5	-102,1	89,1	-63,0	131,2	-3,5	20,0	193,3
dług netto	-371,4	-351,7	-285,9	-399,5	-361,6	-351,1	-340,9	-432,7	-294,7	-173,9	-214,1	-143,0	-266,8	-266,3	-248,1	-397,4
Portfel	1 093	1 311	1 194	984,3	1 650	1 732	3 010	2 440	4 738	4 191	4 009	3 530	3 350	3 150	2 680	2 793

Źródło: DM BDM S.A., spółka, \* wskaźnik szacowany przez spółkę

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

	2024		odchyl.	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 400,9	1 458,2	4,1%	1 656,5	1 810,6	9,3%	1 915,0	1 897,5	-0,9%
EBITDA	92,4	100,4	8,6%	109,1	114,9	5,4%	130,1	132,9	2,2%
EBIT	67,1	74,5	11,1%	81,1	87,0	7,3%	102,7	101,3	-1,3%
Zysk netto	60,5	67,9	12,2%	68,8	75,0	9,1%	89,8	87,1	-3,0%
Gotówka netto	200,2	143,0	-28,6%	348,7	397,4	14,0%	438,6	456,8	4,2%
Marża EBITDA	6,6%	6,9%		6,6%	6,3%		6,8%	7,0%	
Marża EBIT	4,8%	5,1%		4,9%	4,8%		5,4%	5,3%	
Marża zysku n.	4,3%	4,7%		4,2%	4,1%		4,7%	4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*z 19/02/2025

## Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2025		odchyl.	2026		odchyl.	2027		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	1 810,6	1 788,5	1,2%	1 897,5	1 900,5	-0,2%	2 100,0	2 016,0	4,2%
EBITDA	114,9	117,0	-1,8%	132,9	120,5	10,3%	137,5	136,0	1,1%
EBIT	87,0	91,5	-4,9%	101,3	94,0	7,8%	105,7	109,0	-3,0%
Zysk (strata) netto	75,0	75,6	-0,8%	87,1	78,1	11,5%	91,9	89,5	2,7%
Gotówka (dług) netto	397,4	267,0	48,8%	456,8	306,0	49,3%	478,2	385,5	24,1%
Marża EBITDA	6,3%	6,5%		7,0%	6,3%		6,5%	6,7%	
Marża EBIT	4,8%	5,1%		5,3%	4,9%		5,0%	5,4%	
Marża zysku netto	4,1%	4,2%		4,6%	4,1%		4,4%	4,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

- W całym 2025 roku spodziewamy się 1,81 mld PLN przychodów (+24% r/r) oraz 75,0 mln PLN zysku netto (+11% r/r). Zakładamy, że spółka ma jeszcze przestrzeń do poprawy rentowności w 2H'25. Strona kosztowa pozostaje stabilna, spółka zwykle jest w stanie w końcowej fazie optymalizować kontrakty (w portfelu jest sporo kontraktów z 2023, które kończą się w 2026 roku). Zarząd na konferencji wynikowej wskazywał także na toczące rozmowy o rozliczeniu kosztów stałych skończonych kilka lat temu kontraktów (sprawy sporne ujęliśmy w tabeli na s.6).
- Przy podpisaniu dwóch istotnych umów, gdzie spółka ma obecnie wybrane najkorzystniejsze oferty (linia Kartuszy-Lębork za 0,5 mld PLN i zajezdnia autobusowa w Koninie za 0,1 mld PLN), po 4Q'25 portfel Torpolu powinien wynosić ok 2,8 mld PLN (vs 3,5 mld PLN na koniec 2023 roku). Z tego ok 1,4 mld PLN będzie stanowił kontrakt w Katowicach (w realizacji do 2028 roku).
- Na ten moment nie zakładamy jakiegokolwiek istotnej dynamiki przychodów r/r w 2026 roku (portfel na 2H'26 wymaga jeszcze uzupełnienia). Nasze prognozy są dość zbliżone zawartych w rekomendacji z lutego'25. Jednocześnie zwracamy uwagę, że obecny konsensus zakłada spadek marżowości w przyszłym roku. Dostrzegamy tu przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń – spółka w 2026 będzie kończyć kilka dużych kontraktów pozyskanych w 2023 roku. Otoczenie kosztowe daje szansę by marże w końcowej fazie realizacji były wyższe od oczekiwanych.

- W potencjalnym pipeline spółka może mieć kontrakt na linię Białystok – Ełk (3,7 mld PLN netto za całość, na Torpol ma potencjalnie przypaść 50%, termin realizacji nieco ponad 3 lata). Przyjmujemy, że do połowy 2026 spółka podpisze umowę na ten kontrakt (dawałoby to szansę jeszcze na jakiś przerób w końcówce 2026 roku). W innym przypadku będzie potrzebowała innego dużego zlecenia, aby uzupełnić portfel, szczególnie na 2027 rok. Jednocześnie zwracamy uwagę, że PKP PLK nadal ma przyszłym ofertowaniu sporo dużych przetargów, także >1 mld PLN (gdzie konkurencja jest relatywnie mniejsza).
- Zakładamy w 2026 roku 1,90 mld PLN przychodów (+5% r/r, przy marży brutto na poziomie nieco ponad 8%) oraz 87 mln PLN zysku netto (+16% r/r). W 2027 zakładamy wzrost przychodów do 2,10 mld PLN, spadek marży brutto ze sprzedaży do 7,8% oraz wzrost zysku netto do 92 mln PLN.
- W stosunku do ofertowanych w tym roku kontraktów mamy większe obawy o rentowność niż do zleceń, które są już w portfelu. Jednocześnie w przypadku pozyskania zlecenia Białystok – Ełk, wysoki portfel (kontrakt ten może dołożyć po ok 0,6 mld PLN/rok przez 3 lata plus nadal w realizacji będzie kontrakt w Katowicach, który przypominamy był zdobyty dopiero z III miejsca) powinien pozwolić Torpolowi na selektywne podejście do kolejnych postępowań.
- Podnieśliśmy nasze prognozy przychodowe dla okresu 2027+, biorąc pod uwagę dobre ostatnio tempo procedowania nowych przetargów przez PKP PLK oraz aktualne założenia strategiczne spółki (nadal mamy tu przestrzeń do podnoszenia założeń).
- Zwracamy także uwagę, że w ostatnich kwartałach, mimo oczywistego spadku rentowności, spółka raczej pozytywnie zaskakuje rynek (marża nie spadła do „modelowych” 6% - tylko otarła się o ten poziom w 1Q'25).
- W długim terminie zakładamy, że marża EBIT będzie znajdować się nieco poniżej 5%. Są to raczej nadal konserwatywne założenia – w okresie 2020-24 (5 lat) spółka miała średnią marżę EBIT na poziomie 9,4% (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).
- Na koniec 2024 roku pozycja gotówkowa była wyraźnie słabsza r/r, co wynika ze wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy na nowych kontraktach. W 1H'25 widać tu już sporą poprawę (rozliczenie fakturowania, zaległa zaliczka na jednym z kontraktów). W końcówce 2025 roku spółka powinna otrzymać II transzę zaliczki na kontrakcie w Katowicach (ok 200 mln PLN). Zakładamy, że spółka będzie wypłacać dywidendę na poziomie min. 50% zysku netto. Dostrzegamy przy tym ryzyko, że przy „jedynie” 38% udziale w akcjonariacie, będzie się utrzymywać ryzyko, że CPK może nie być skłonne do oddawania znaczącego strumienia gotówki innym akcjonariuszom.

**Prognozy wyników w ujęciu rocznym [mln PLN]**

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Przychody</b>	<b>1 121,4</b>	<b>1 084,8</b>	<b>1 091,8</b>	<b>1 458,2</b>	<b>1 810,6</b>	<b>1 897,5</b>	<b>2 100,0</b>	<b>2 253,0</b>	<b>2 406,1</b>	<b>2 559,2</b>	<b>2 635,0</b>	<b>2 690,0</b>	<b>2 745,0</b>	<b>2 800,0</b>
jednostkowe	1 031,1	994,6	904,2	1 323,8	1 758,3	1 800,0	1 950,0	2 100,0	2 250,0	2 400,0	2 450,0	2 500,0	2 550,0	2 600,0
spółki zależne	90,4	90,2	187,6	134,4	52,3	97,5	150,0	153,0	156,1	159,2	185,0	190,0	195,0	200,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>145,5</b>	<b>259,3</b>	<b>158,0</b>	<b>126,2</b>	<b>136,2</b>	<b>154,7</b>	<b>164,6</b>	<b>171,3</b>	<b>180,6</b>	<b>190,0</b>	<b>198,0</b>	<b>204,7</b>	<b>211,4</b>	<b>215,6</b>
jednostkowe	138,0	251,3	142,9	110,4	132,0	147,0	153,0	159,7	168,9	178,2	184,3	190,6	197,0	200,8
spółki zależne	7,4	8,1	15,1	15,8	4,2	7,7	11,6	11,6	11,7	11,8	13,7	14,1	14,4	14,8
SG&A	38,8	38,2	44,2	44,0	50,1	52,3	57,9	62,0	66,2	70,3	72,4	73,9	75,4	76,9
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>106,7</b>	<b>221,1</b>	<b>113,8</b>	<b>82,2</b>	<b>86,1</b>	<b>102,3</b>	<b>106,7</b>	<b>109,3</b>	<b>114,4</b>	<b>119,7</b>	<b>125,7</b>	<b>130,8</b>	<b>136,0</b>	<b>138,7</b>
Saldo PPO/PKO	-1,5	-0,5	0,1	-7,7	0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
<b>EBITDA</b>	<b>127,3</b>	<b>244,8</b>	<b>138,7</b>	<b>100,4</b>	<b>114,9</b>	<b>132,9</b>	<b>137,5</b>	<b>140,7</b>	<b>146,4</b>	<b>152,0</b>	<b>157,7</b>	<b>162,8</b>	<b>168,0</b>	<b>170,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>105,1</b>	<b>220,6</b>	<b>113,9</b>	<b>74,5</b>	<b>87,0</b>	<b>101,3</b>	<b>105,7</b>	<b>108,3</b>	<b>113,4</b>	<b>118,7</b>	<b>124,4</b>	<b>129,5</b>	<b>134,6</b>	<b>137,3</b>
Zysk brutto	101,3	231,5	129,2	82,6	93,5	107,5	113,5	116,4	121,5	127,1	132,7	137,9	143,2	146,0
<b>Zysk netto</b>	<b>77,1</b>	<b>183,8</b>	<b>101,9</b>	<b>67,9</b>	<b>75,0</b>	<b>87,1</b>	<b>91,9</b>	<b>94,3</b>	<b>98,4</b>	<b>103,0</b>	<b>107,5</b>	<b>111,7</b>	<b>116,0</b>	<b>118,3</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>13,0%</b>	<b>23,9%</b>	<b>14,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>
jednostkowa	13,4%	25,3%	15,8%	8,3%	7,5%	8,2%	7,8%	7,6%	7,5%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%
spółki zależne	8,2%	8,9%	8,0%	11,8%	8,1%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Marża EBITDA	11,4%	22,6%	12,7%	6,9%	6,3%	7,0%	6,5%	6,2%	6,1%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	9,4%	20,3%	10,4%	5,1%	4,8%	5,3%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%
Marża zysku netto	6,9%	16,9%	9,3%	4,7%	4,1%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
CFO	134,4	175,2	47,0	-212,5	341,0	141,6	107,8	107,9	130,0	134,9	127,5	131,7	135,8	137,9
dług netto	-312,8	-399,5	-432,7	-143,0	-397,4	-456,8	-478,2	-474,9	-495,7	-499,0	-502,6	-506,2	-509,9	-511,5

Źródło: DM BDM S.A., spółka

## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>229</b>	<b>233</b>	<b>260</b>	<b>273</b>	<b>284</b>	<b>294</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
Wartości niematerialne i prawne	12	12	15	16	16	16	17	17	17	17	18	18
Rzeczowe aktywa trwałe	173	184	209	221	232	241	246	246	246	246	246	246
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	44	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>906</b>	<b>973</b>	<b>1 191</b>	<b>1 227</b>	<b>1 311</b>	<b>1 355</b>	<b>1 423</b>	<b>1 474</b>	<b>1 498</b>	<b>1 515</b>	<b>1 533</b>	<b>1 551</b>
Zapasy	122	94	116	122	135	144	154	164	169	173	176	180
Należności krótkoterminowe	257	627	586	575	636	682	728	775	798	814	831	848
Inwestycje krótkoterminowe	518	242	478	520	530	518	530	524	521	517	515	513
- w tym środki pieniężne*	516	240	477	518	529	516	528	522	519	516	514	512
Pozostałe aktywa obrotowe	9	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 135</b>	<b>1 206</b>	<b>1 451</b>	<b>1 500</b>	<b>1 596</b>	<b>1 649</b>	<b>1 723</b>	<b>1 773</b>	<b>1 798</b>	<b>1 815</b>	<b>1 833</b>	<b>1 851</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>510</b>	<b>529</b>	<b>573</b>	<b>623</b>	<b>671</b>	<b>697</b>	<b>724</b>	<b>729</b>	<b>734</b>	<b>738</b>	<b>742</b>	<b>744</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>626</b>	<b>677</b>	<b>878</b>	<b>878</b>	<b>925</b>	<b>953</b>	<b>999</b>	<b>1 045</b>	<b>1 066</b>	<b>1 078</b>	<b>1 092</b>	<b>1 108</b>
Rezerwy na zobowiązania	49	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Zobowiązania długoterminowe	72	87	72	57	49	43	37	31	28	28	28	28
- w tym zobowiązania oprocentowane	53	60	45	30	22	16	10	4	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	421	512	728	743	798	833	884	936	960	973	987	1 003
- w tym zobowiązania oprocentowane	30	38	35	32	29	26	23	20	17	10	4	0
Pozostałe	85	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 135</b>	<b>1 206</b>	<b>1 451</b>	<b>1 500</b>	<b>1 596</b>	<b>1 649</b>	<b>1 723</b>	<b>1 773</b>	<b>1 798</b>	<b>1 815</b>	<b>1 833</b>	<b>1 851</b>
*łącznie z lokatami,												
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2034P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	1 092	1 458	1 811	1 898	2 100	2 253	2 406	2 559	2 635	2 690	2 745	2 800
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	158	126	136	155	165	171	181	190	198	205	211	216
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	44	44	50	52	58	62	66	70	72	74	75	77
Zysk (strata) na sprzedaży	114	82	86	102	107	109	114	120	126	131	136	139
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	-8	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITDA	139	100	115	133	138	141	146	152	158	163	168	171
EBIT	114	75	87	101	106	108	113	119	124	129	135	137
Saldo działalności finansowej	15	8	6	6	8	8	8	8	8	8	9	9
Zysk (strata) brutto	129	83	93	108	113	116	121	127	133	138	143	146
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	102	68	75	87	92	94	98	103	107	112	116	118
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2034P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	47	-212	341	142	108	108	130	135	127	132	136	138
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1	-15	-56	-45	-43	-42	-38	-33	-20	-20	-20	-20
Przepływy z działalności finansowej	-26	-48	-49	-56	-55	-78	-80	-107	-110	-115	-118	-120
Przepływy pieniężne netto	20	-276	236	41	10	-12	12	-6	-3	-3	-2	-2
Środki pieniężne na początek okresu	496	516	240	477	518	529	516	528	522	519	516	514
Środki pieniężne na koniec okresu	516	240	477	518	529	516	528	522	519	516	514	512
<b>Wskaźniki</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2034P</b>
Przychody zmiana r/r	1%	34%	24%	5%	11%	7%	7%	6%	3%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-43%	-28%	15%	16%	3%	2%	4%	4%	4%	3%	3%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-45%	-33%	10%	16%	6%	3%	4%	5%	4%	4%	4%	2%
Marża brutto na sprzedaży	14,5%	8,7%	7,5%	8,2%	7,8%	7,6%	7,5%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%
Marża EBITDA	12,7%	6,9%	6,3%	7,0%	6,5%	6,2%	6,1%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	10,4%	5,1%	4,8%	5,3%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%
Marża netto	9,3%	4,7%	4,1%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
SG&A / przychody	4,0%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
ROE	20,0%	12,8%	13,1%	14,0%	13,7%	13,5%	13,6%	14,1%	14,7%	15,1%	15,6%	15,9%
ROA	9,0%	5,6%	5,2%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,8%	6,0%	6,2%	6,3%	6,4%
Dług	83	97	79	61	50	41	32	23	17	10	4	0
D / (D+E)	14,0%	15,5%	12,2%	9,0%	7,0%	5,6%	4,3%	3,1%	2,2%	1,3%	0,5%	0,0%
D / E	16,3%	18,4%	13,9%	9,9%	7,5%	5,9%	4,5%	3,2%	2,3%	1,3%	0,5%	0,0%
Dług / kapitał własny	16,3%	18,4%	13,9%	9,9%	7,5%	5,9%	4,5%	3,2%	2,3%	1,3%	0,5%	0,0%
Dług netto	-433	-143	-397	-457	-478	-475	-496	-499	-503	-506	-510	-512
Dług netto / kapitał własny	-0,8	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA	-3,1	-1,4	-3,5	-3,4	-3,5	-3,4	-3,4	-3,3	-3,2	-3,1	-3,0	-3,0
EV	603	893	639	579	558	561	540	537	533	530	526	524
Dług / EV	13,8%	10,9%	12,4%	10,6%	9,0%	7,4%	6,0%	4,3%	3,1%	1,8%	0,7%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,5%	1,9%	3,1%	2,4%	2,0%	1,9%	1,6%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	109,2%	108,6%	199,1%	141,2%	134,8%	130,4%	116,8%	99,9%	100,6%	100,5%	100,4%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	9,5%	19,2%	-13,0%	-1,2%	0,9%	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1479,8%	76,5%	-66,5%	-25,4%	8,9%	13,3%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
P/E*	10,2	15,3	13,8	11,9	11,3	11,0	10,5	10,1	9,6	9,3	8,9	8,8
P/BV*	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA*	4,4	8,9	5,6	4,4	4,1	4,0	3,7	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1
EV/EBIT*	5,3	12,0	7,3	5,7	5,3	5,2	4,8	4,5	4,3	4,1	3,9	3,8
EV/S*	0,552	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,0	2,1	1,4	1,6	1,9	3,0	3,1	4,3	4,5	4,7	4,9	5,1
Payout ratio	0,0%	47,6%	45,7%	50,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 45,1 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**

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

**Piotr Barcz**

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

**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	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	49,1	<b>kupuj</b>	<b>45,1</b>	<b>08.09.2025*</b>	<b>15:50 CEST</b>	<b>45,1</b>	<b>107 136</b>
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 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	2	22%	0	0%
Akumuluj	4	44%	0	0%
Trzymaj	1	11%	0	0%
Redukuj	2	22%	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: 2025-09-08**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-09-08 (15:50 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-08 (15:50 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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2025-09-08:**

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

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, 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.