

BUDIMEX

Akumuluj, TP 514,1/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 2 grudnia 2024 r.

Data publikacji raportu za 2Q'25 – 2025-07-28

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	555,0	P/E	19,2	23,0	20,5	18,5
MC [mln PLN]	14 169,2	EV/EBITDA	11,2	12,4	11,6	9,8
		EV/EBIT	13,5	15,1	14,1	11,9
		P/BV	9,3	11,5	11,1	10,5

- **Backlog.** Portfel po 1Q'25 wynosił 17,5 mld PLN (+20% r/r, -2% q/q). W 2Q'25 portfel mógł nieco spaść q/q, spółka podpisała kilka średniej wielkości umów (największy podpisany w tym okresie kontrakt na Rail Baltica w Estonii będzie nadal pokazywany w „poczekalni”).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku wyniki były słabsze r/r ze względu na m.in. spadek przychodów, wzrost kosztów ogólnych (presja płacowa + inwestycje w nowe rynki geograficzne), ograniczenie dodatniego salda finansowego czy wysoką stawkę podatku. Także 1Q'25 przyniósł delikatny spadek wyników r/r. W rekordowym portfelu zleceń znajduje się relatywnie dużo kontraktów P&B (kontrakty drogowe dodatkowo „cierpią” na opóźnienia administracyjne w uzyskiwaniu ZRID-ów).
- **Segment budowlany.** Zakładamy, że w 2Q'25 sprzedaż mogła spaść o małe kilka procent r/r (wiele nowych kontraktów drogowych nadal znajduje się przed fazą budowlaną). Zakładamy istotnie niższe niż w 1Q'25 wyłączenia konsolidacyjne (zakończenie budowy jednego z projektów OZE). W przypadku marży otoczenie pozostaje sprzyjające, co powinno pozwolić na lekką poprawę r/r oraz q/q. Zakładamy, że wyniki 1Q'25 mogą być wsparte przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (przyjmujemy kilkanaście mln PLN z tego tytułu). Spodziewamy się poprawy EBIT o ok 7% r/r.
- **Segment usług.** Zakładamy płaskie r/r przychody i lepszą rentowność (niska baza z 2Q'24). Spodziewamy się wzrostu r/r EBIT o 30%.
- **Prognoza na 2Q'25.** Na poziomie skonsolidowanym estymujemy 2,33 mld PLN przychodów oraz 194,1 mln PLN EBIT. Dodatkowo saldo finansowe szacujemy na poziomie blisko połowę niższym r/r (spadek gotówki netto r/r, spadek oprocentowania). Na poziomie wyniku netto estymujemy 158,0 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy, że w 2H'25 spółka wejdzie na ścieżkę dodatnich r/r odczytów przychodów (wejście do realizacji nowych kontraktów drogowych), przy utrzymaniu się dobrej perspektywy dla marż przy wydłużającym się horyzoncie stabilizacji kosztowej. Aczkolwiek z dzisiejszej perspektywy oceniamy, że dynamika roczna przychodów będzie słaba, większe pole do ewentualnych pozytywnych zaskoczeń widzimy na marży. W 2026 rozpędzić powinien się segment drogowy, do wyniku powinna kontrybuować też deweloperka (projekt w Poznaniu). Jednocześnie obecny konsensus na poziomie przychodów (11,8 mld PLN wg Bloomberg) jest w naszej ocenie dość wyśrubowany (zwracamy uwagę, że kontraktacja w 2025 roku raczej może być poniżej oczekiwań, a kontrakt na Rail Baltica na Łotwie nadal nie ma zapewnionego finansowania, co wstrzymuje realne rozpoczęcie prac - [link](#)). W naszych prognozach ujęty jest nadal FB Serwis (możliwa sprzedaż całości lub części biznesu – decyzji spodziewamy się w 4Q'25).

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	2 395,3	2 330,3	-2,7%	4 040,2	3 972,3	-1,7%	9 117,8	9 355,3	2,6%	10 543,0	12,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	282,7	298,5	5,6%	478,9	491,7	2,7%	1 162,3	1 238,1	6,5%	1 432,5	15,7%
Zysk na sprzedaży	176,8	179,1	1,3%	286,5	271,8	-5,1%	716,1	755,8	5,5%	890,3	17,8%
EBITDA	219,9	236,1	7,4%	373,6	387,9	3,8%	903,1	956,5	5,9%	1 067,5	11,6%
EBIT	180,9	194,1	7,3%	295,8	305,0	3,1%	743,8	788,1	6,0%	885,6	12,4%
Zysk brutto	210,7	209,9	-0,4%	365,8	341,1	-6,8%	839,7	860,9	2,5%	957,7	11,2%
Zysk netto	157,6	158,0	0,2%	276,8	272,3	-1,6%	615,9	689,7	12,0%	764,0	10,8%
Marża brutto ze sprzedaży	11,8%	12,8%		11,9%	12,4%		12,7%	13,2%		13,6%	
Marża na sprzedaży	7,4%	7,7%		7,1%	6,8%		7,9%	8,1%		8,4%	
marża EBITDA	9,2%	10,1%		9,2%	9,8%		9,9%	10,2%		10,1%	
marża EBIT	7,6%	8,3%		7,3%	7,7%		8,2%	8,4%		8,4%	
marża netto	6,6%	6,8%		6,9%	6,9%		6,8%	7,4%		7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy kwartalne wg segmentów [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'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	1 599,0	2 399,2	2 370,2	2 250,7	1 939,4	2 378,5	2 675,9	2 807,6	1 644,9	2 395,3	2 470,2	2 607,5	1 642,1	2 330,3	2 609,6	2 773,4
Budownictwo	1 435,9	2 198,1	2 175,1	2 011,7	1 724,2	2 160,9	2 461,0	2 556,4	1 415,4	2 175,0	2 284,6	2 347,7	1 489,1	2 120,0	2 414,6	2 539,7
Usługi	166,0	205,2	204,3	245,8	217,6	222,0	230,3	262,2	234,3	229,0	223,2	266,7	224,2	229,5	226,7	269,0
Korekty	-2,9	-4,1	-9,3	-6,9	-2,4	-4,5	-15,3	-11,0	-4,7	-8,7	-37,6	-7,0	-71,3	-19,2	-31,7	-35,4
Zysk brutto ze sprzedaży	132,1	263,9	255,8	220,6	174,2	227,2	319,9	403,2	196,3	282,7	305,2	378,2	193,2	298,5	349,2	397,2
Budownictwo	107,2	229,1	217,3	191,7	138,1	187,7	287,2	361,3	158,9	254,0	268,2	341,1	177,6	259,7	313,9	364,9
Usługi	25,7	35,3	41,4	32,0	36,7	42,6	34,7	44,5	38,3	32,0	39,7	34,3	39,1	43,6	40,8	38,0
Korekty	-0,8	-0,5	-2,9	-3,0	-0,6	-3,2	-2,0	-2,6	-0,9	-3,4	-2,7	2,7	-23,4	-4,8	-5,5	-5,7
SG&A	70,3	81,6	73,9	104,9	80,1	91,3	80,6	132,9	86,6	105,8	108,7	145,2	100,5	119,4	116,9	145,5
Zysk na sprzedaży	61,8	182,3	181,9	115,8	94,1	135,9	239,3	270,3	109,7	176,8	196,6	233,0	92,7	179,1	232,2	251,7
Saldo pozostałej działalności	-4,3	-5,0	0,1	29,9	8,2	34,4	-30,2	29,1	5,3	4,0	15,9	2,6	18,1	15,0	-0,5	-0,4
EBITDA	94,0	214,4	219,2	187,2	141,3	208,8	247,8	340,5	153,7	219,9	251,6	277,9	151,8	236,1	274,2	294,4
EBIT	57,4	177,3	182,0	145,7	102,3	170,3	209,1	299,4	115,0	180,9	212,4	235,6	110,9	194,1	231,7	251,4
Budownictwo	42,8	154,4	155,4	118,9	80,8	148,1	193,3	291,7	95,4	162,0	189,0	208,9	111,1	174,0	213,8	234,7
Usługi	14,8	22,9	26,7	27,8	21,5	22,3	15,8	8,2	19,6	18,8	23,4	20,7	21,8	24,4	23,0	22,7
Korekty	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	6,0	-22,0	-4,3	-5,0	-6,0
Saldo finansowe	5,1	22,2	22,3	36,7	40,7	43,1	26,6	37,7	40,1	29,8	11,3	14,6	20,3	15,8	18,3	18,4
Wynik brutto	62,6	199,5	204,3	182,5	143,1	213,6	235,7	337,2	155,1	210,7	223,8	250,2	131,2	209,9	250,0	269,8
Wynik netto	56,4	144,9	157,3	175,9	106,3	168,4	175,7	287,8	119,1	157,6	170,3	168,9	114,3	158,0	202,2	215,2
Gotówka (dług) netto	2 867,0	1 890,4	2 129,8	3 010,4	3 174,1	2 609,9	2 736,6	3 654,5	3 774,1	2 452,1	2 218,5	2 934,7	2 681,1	2 031,9	2 331,9	3 042,1
Marża brutto ze sprzedaży	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%	9,6%	12,0%	14,4%	11,9%	11,8%	12,4%	14,5%	11,8%	12,8%	13,4%	14,3%
Budownictwo	7,5%	10,4%	10,0%	9,5%	8,0%	8,7%	11,7%	14,1%	11,2%	11,7%	11,7%	14,5%	11,9%	12,3%	13,0%	14,4%
Usługi	15,5%	17,2%	20,3%	13,0%	16,9%	19,2%	15,1%	16,9%	16,4%	14,0%	17,8%	12,9%	17,4%	19,0%	18,0%	14,1%
SG&A/przychody	4,4%	3,4%	3,1%	4,7%	4,1%	3,8%	3,0%	4,7%	5,3%	4,4%	4,4%	5,6%	6,1%	5,1%	4,5%	5,2%
Marża EBITDA	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%	8,8%	9,3%	12,1%	9,3%	9,2%	10,2%	10,7%	9,2%	10,1%	10,5%	10,6%
Marża netto	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%	7,1%	6,6%	10,3%	7,2%	6,6%	6,9%	6,5%	7,0%	6,8%	7,7%	7,8%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

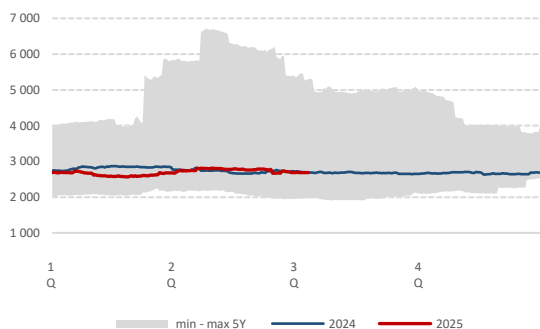
Kontrakty budowlane o wartości >300 mln PLN pozyskane przez Budimex od 2022 roku

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	koniec	% budżetu inwestora**
lip 25	GDDKIA	S8 Wrocław – Kłodzko, odc IV. Łagiewniki Zachód - Niemcza	312,2	nko	99%
maj 25	PKP PLK	LK 622 (odc H) Szczyrzyc - Tymbark	846,7	nko	79%
cze 25	Gaz-System	Budowa Tłoczni Gazu Lwówek. Etap I	437,7	nko	121%
cze 25	GDDKIA	S11 Ostrów Wlkp. – Kępno; odc II Ostrzeszów Pn. – Kępno Pn.	478,2	wrz 29	84%
maj 25	OÜ Rail Baltic Estonia	Rail Baltica Estonia (Parnu–granica łotwy)	539,6	gru 30	---
kwi 25	MPO Łódź	Łódzkie Centrum Recyklingu	690,9	nko	247%
kwi 25	GDDKIA	DK13 obwodnice Warzymic, Przecławia, Kołbaskowa oraz graniczny odc. A6	348,8	nko	99%
2024					
gru 24	PKP PLK	LK 201 Kościerzyna - Somonino oraz LK 214 Somonino - Kartuszy	1 284,2	cze 28	87%
lis 24	GDDKIA	S19 Jawornik - Lutcza (5,25 km)	776,3	maj 30	101%
paź 24	GDDKIA	S10 Szczecin - Piła odc. 6	437,4	kwi 29	70%
paź 24	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne, odc. 3 Krasnystaw - Izbica	781,7	cze 29	84%
wrz 24	GDDKIA	S16 Olsztyn (S51) - Elk (S61): budowa II jezdni Olsztyn Wschód - Barczewo	412,5	gru 28	130%
lip 24	GDDKIA	S10 Szczecin - Piła odc. 2	366,2	paź 28	80%
lip 24	GDDKIA	S10 Szczecin - Piła odc. 8	586,4	paź 28	72%
cze 24	GDDKIA	S10 Szczecin - Piła odc. 5	492,1	wrz 28	89%
maj 24	GDDKIA	S10 Szczecin - Piła odc. 7	449,0	sie 28	90%
maj 24	GDDKIA	S12 gr. woj. łódzkiego - węzeł Przysucha	367,6	gru 28	74%
mar 24	PKP PLK	LK104 na odc D Limanowa - bocznicza Kłęczany	965,2	maj 27	114%
mar 24	Rsd	Budowa D35 Džbánov - Litomyšl	580,7	gru 27	---
2023					
gru 23	Eiropas Dzelzcea L.n.	Budowa Głównej Linii Rail Baltica na Łotwie	4 771,5	gru 31	---
lis 23	GTC	Remont nawierzchni A1 Rusocin - Czerniewice (152 km)	569,1	sie 28	---
paź 23	PKP PLK	Tychy – podg. Most Wisła	909,5	kwi 27	97%
lip 23	GDDKIA	DK79 obwodnica Zabierzowa	549,4	sie 27	117%
maj 23	PKP PLK	LK 104 Chabówka – Nowy Sącz odc. A1	366,1	maj 25	128%
2022					
gru 22	MON	Rozbudowa kompleksu wojskowego w Siedlcach	294,6	sty 27	0%
lis 22	Nds	D1 Bratislava Triblavina	519,9	gru 25	0%
lis 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Tomaszów Lubelski - Hrebenne)	486,4	sie 26	90%
lis 22	5 Woj. Szpital Klin.	Budowa budynku szpitala	319,4	lis 26	0%
paź 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Zamość Wschód - Zamość Południe)	358,2	paź 26	98%
lip 22	DCT Gdańsk	Rozbudowa Terminala Kontenerowego - Projekt T3	879,3	maj 25	---
lip 22	GDDKIA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (Kosztowy - Bieruń)	397,7	paź 25	94%
mar 22	Tramw. Warszawskie	Szybki tramwaj: Puławska - Św. Bonifacego - Branicza	756,6	wrz 24	187%
sty 22	Komenda Główna SG	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej na odcinku Podlaskiego O. SG	326,2	cze 22	---

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, * w części przypadającej na Budimex, **budżet przy podpisaniu umowy

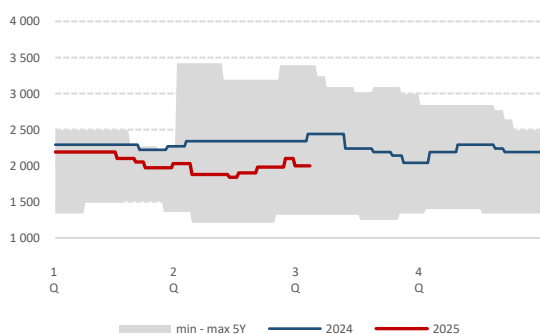
CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

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



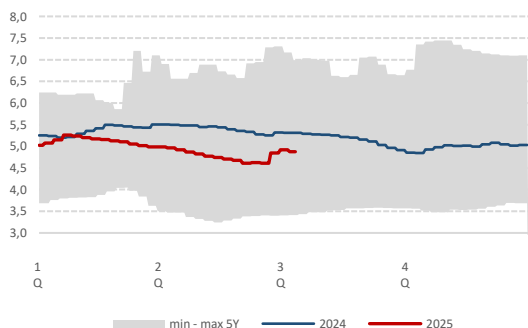
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



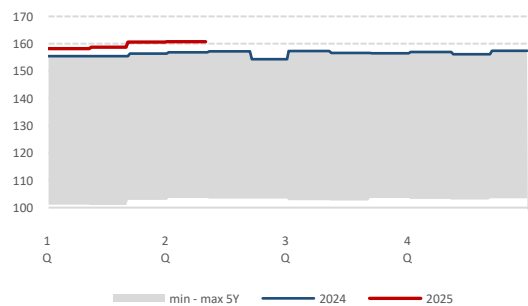
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



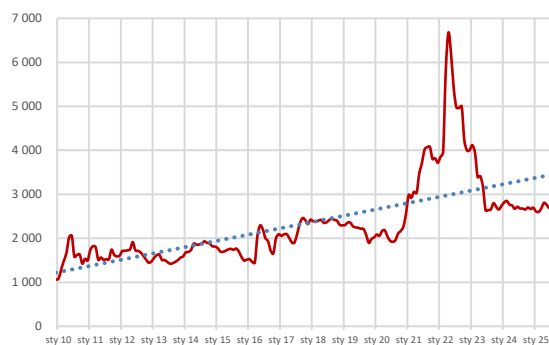
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



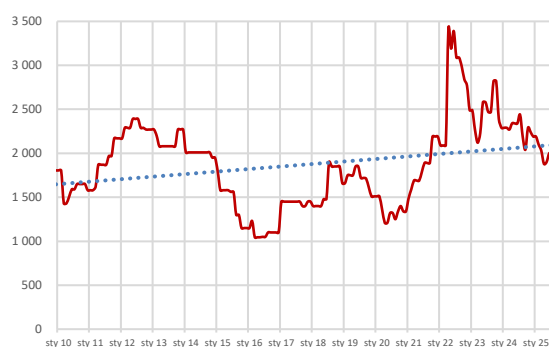
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za I-IV'25

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



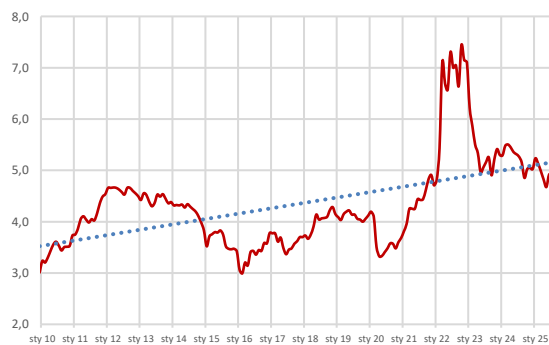
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



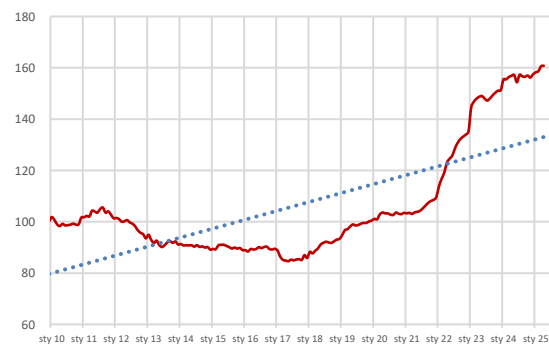
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



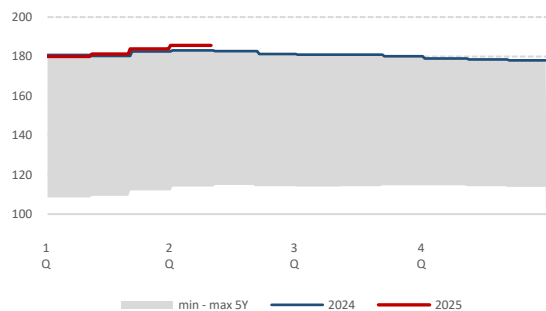
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



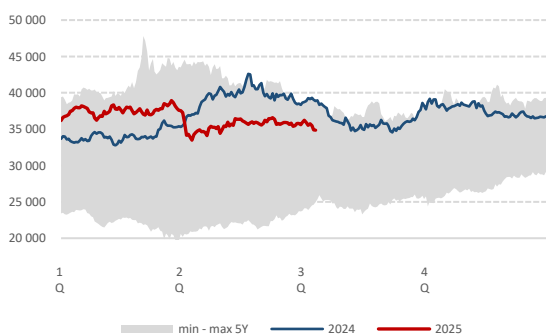
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



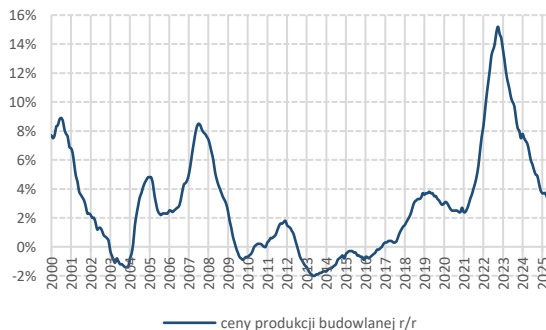
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za I-IV'25

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



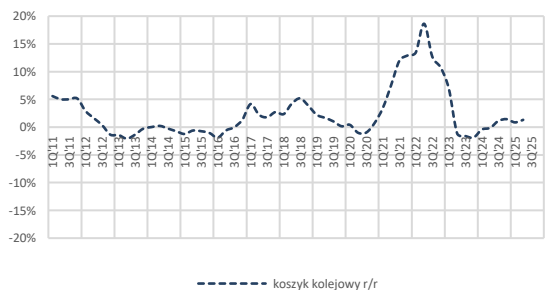
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



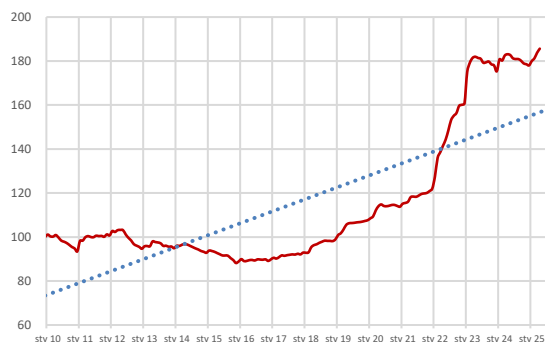
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



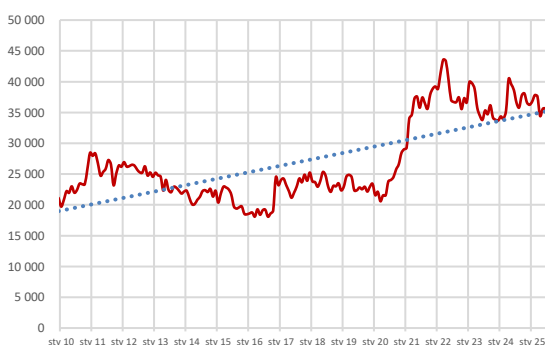
Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

Cement – indeks GUS*



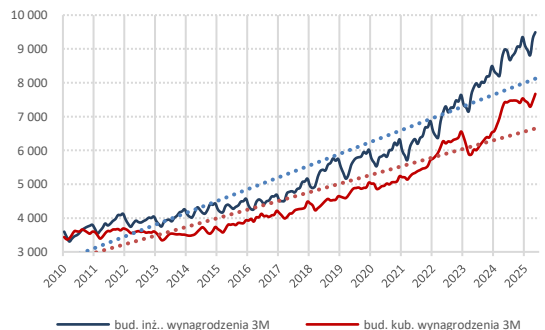
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



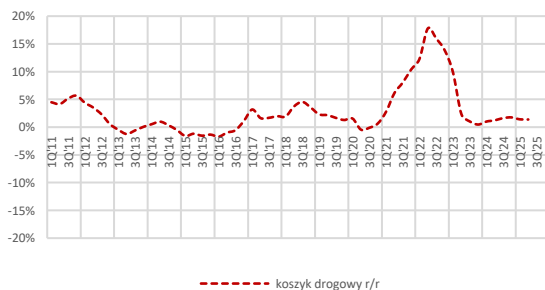
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w drogach [r/r]



Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny GDKiA dla nawierzchni bitumicznych zbudowany jest następująco: 50% wartość stała, 20% CPI, 8% asfalt, 6% robocizna, 5% paliwo, 4% cement, 4% kruszywo, 3% stal

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.madziar@bdm.pl

Andrzej Wodecki

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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 dla Budimexu

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	514,1	redukuj	531,1	02.12.2024	09:30 CEST	472,4	79 700
redukuj	531,1	redukuj	530,8	11.10.2024	09:25 CEST	588,0	82 854
redukuj	530,8	redukuj	376,5	04.01.2024	09:55 CEST	618,0	77 054
redukuj	376,5	akumuluj	300,4	18.07.2023	14:15 CEST	412,0	71 046
akumuluj	300,4	kupuj	272,5	29.12.2022	14:15 CEST	280,0	57 285
kupuj	272,5	akumuluj	300,2	26.10.2022	13:45 CEST	233,0	48 343
akumuluj	300,2	wzniesienie	---	05.08.2022	16:05 CEST	266,0	53 701
redukuj	118,2	redukuj	121,3	12.08.2019	15:19 CEST	128,2	55 891
redukuj	121,3	redukuj	118,5	11.03.2019	14:15 CEST	130,6	59 489
redukuj	118,5	redukuj	108,7	11.12.2018	08:47 CEST	130,0	57 385
redukuj	108,7	redukuj	115,2	30.08.2018	14:35 CEST	116,8	60 808
redukuj	115,2	redukuj	171,3	12.07.2018	10:15 CEST	123,4	56 650
redukuj	171,3	redukuj	192,3	11.05.2018	12:25 CEST	184,4	60 420
redukuj	192,3	redukuj	170,1	18.04.2018	12:40 CEST	209,0	60 157
redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196,0	47 654
trzymaj	125,6	trzymaj	128,9	8.09.2014		124,1	54 380
trzymaj	128,9	redukuj	69,9	5.06.2014		131,7	52 892
redukuj	69,9	redukuj	70,4	9.05.2013		77,9	44 970
redukuj	70,4	redukuj	82,6	21.10.2011		74,0	39 045
redukuj	82,6	redukuj	64,5	11.06.2010		91,8	40 840
redukuj	64,5	-	-	19.05.2009		73,0	30 300

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'25*:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

* - 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.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawartą umowę 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.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-07-11

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-07-11 (12:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-07-18 (00:01 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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.

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

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

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

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

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

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

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa 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 2025-07-11:

- 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.
- Nie 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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.