



Dom Maklerski BDM S.A.

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

Sentyment do akcji Budimexu uległ ostatnio schłodzeniu po znakomitych dwóch latach. Zmaterializowały się oczekiwania na rekordowy portfel (po 2Q'24 licząc z Rail Baltica to 20 mld PLN). Jednocześnie dynamika wyników w krótkim terminie nie do końca jest w stanie sprostać nadal wymagającej wycenie a 2024 rok nie rozpieszca pod kątem nowego ofertowania w Polsce (spółka nie pozyskała także dużego kontraktu na budowę D11 w Czechach, który mógłby w istotny sposób wspomóc przychody w 2025 roku). Obawiamy się, że w 2H'24 spółka nie zachwyci wynikowo, mimo sprzyjającego otoczenia kosztowego (spadek rynku, wysoka baza w 4Q'24, negatywny wpływ spadku rynkowych stóp procentowych na saldo finansowe). W kolejnych latach (przy czym struktura kontraktów wskazuje bardziej na 2026 niż 2025 rok) materializować się powinien obecny backlog spółki. Liczymy także na odbudowę ofertowania w Polsce (pierwsze jaskółki na rynku kolejowym i PSE). Jednocześnie oceniamy, że trudno brać pod uwagę dalszą ekspansję marż wykraczającą poza horyzont 2025 roku. Dla marżowości Budimexu jako generalnego wykonawcy lepsze są okresy stabilizacji/lekkiej dekoniunktury w branży, niż jej ekspansji, która nadejście przy szerszym uruchomieniu środków unijnych. Relacja rezerw na straty do portfela spadła obecnie do średniej z ostatnich 10 lat, co wskazywać może na wyczerpywanie się pola do pozytywnych zaskoczeń na marżach. Doceniamy jakość zarządu spółki oraz strategię wyjścia na rynki ościenne. Jednocześnie premia z jaką handlowana jest spółka do historycznych i progностycznych wskaźników EV/EBITDA nadal pozostaje powyżej korytarza historycznych wahań. Utrzymujemy zalecenie Redukuj. Przy naszych obecnych założeniach cenę docelową wyznaczamy na poziomie 531,1 PLN (poprzednio 530,8 PLN).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'24 spółka osiągnęła 4,0 mln PLN przychodów (-6% r/r) oraz 277 mln PLN zysku netto (+1% r/r). Wyniki samego 2Q'24 były nieco niższe od konsensusu (zysk netto na poziomie 158 mln PLN, -6% r/r, -6% vs konsensus). Na poziomie marży brutto ze sprzedaży w budownictwie (11,5% w 1H'24, +3,1 pp r/r) spółka jest beneficjentem dużego portfela i spadku presji kosztowej. Jednocześnie na niższych poziomach wyników widoczna jest presja na koszty SG&A (związana m.in. z budową struktur zagranicznych). Poziom rezerw na straty w ostatnich kwartałach systematycznie opadał i obecnie wrócił do 10-letniej średniej ważonej dla relacji rezerwy/portfel (4,7% po 2Q'24 vs 4,5% średnia; przy uwzględnieniu kontraktu na RB - 3,6%).

Pozycjonowanie segmentowe/portfel

Ekspozycja spółki na kontrakty finansowane ze środków rządowych jak i unijnych jest relatywnie wysoka. W ostatnich latach spółka zaczęła budować struktury na rynkach ościennych (perspektywa spadku rynku drogowego w Polsce), celem jest także zbudowanie silnej pozycji w energetyce (głównie w obszarze PSE i EJ) oraz dalsza dywersyfikacja biznesu pozabudowlanego. Backlog po 2Q'24 wynosił 15,3 mld PLN (vs 13,1 mld PLN na koniec 2023 roku). Dodatkowo w „poczekalni” było 9,6 mld PLN potencjalnych zleceń (w tym 4,8 mld to Rail Baltica, która do portfela będzie trafiać etapowo). Spółce nie udało się finalnie pozyskać kontraktu na D11 w Czechach (11,7 mld CZK, umowę w paź'24 podpisało konsorcjum Metrostavu). Szacujemy, że po 3Q'24 portfel być zbliżony q/q, a w 4Q'24 powinien być wzmocniony przez m.in. oczekujące na podpisanie umowy drogowe (min. 2 mld PLN) i duży kontrakt kolejowy (1,3 mld PLN).

Prognozy wyników, wskaźniki

Obecny konsensus rynkowy zakłada co najmniej utrzymanie w bieżącym roku zysku netto z 2023. Obawiamy się, że taki scenariusz staje się trudny do materializacji (bez ewentualnych one-off'ów): i) w 3Q'24 trudno może być o dodatnią dynamikę wyników przy wysokiej bazie przychodowej i rosnącej bazie kosztów SG&A, ii) w 4Q'24 spółka będzie mierzyć się z wysoką bazą z waloryzacji. W 2024 roku zakładamy 9,16 mld PLN przychodów oraz 681 mln PLN zysku netto (-8% vs konsensus). W 2025-26 estymujemy 10,3 i 12,9 mld PLN przychodów oraz 781 / 870 mln PLN zysku netto (-6% / -4% vs konsensus). Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=10,2x, P/E'25=19,2x. Przy prognozach wyników za kolejne 4Q i uśrednionym (sezonowość) długi netto spółka jest handlowa obecnie z 26% premią do 10-letniej mediany powiększonej o odchylenie standardowe.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	7 911,2	8 619,1	9 801,5	9 157,0	10 266,2	12 931,3
EBITDA [mln PLN]	733,7	714,8	938,4	898,3	1057,6	1152,4
EBIT [mln PLN]	587,1	562,4	781,1	740,1	889,0	983,4
Zysk netto [mln PLN]	451,1	534,4	738,2	681,0	781,3	869,5
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-2 457,0	-3 010,4	-3 654,5	-3 505,2	-4 180,6	-4 979,8
P/BV	11,0	11,6	9,6	11,2	10,3	9,6
P/E	33,3	28,1	20,3	22,0	19,2	17,3
EV/EBITDA	17,1	16,8	12,1	12,8	10,2	8,7
EV/EBIT	21,4	21,3	14,5	15,5	12,2	10,2
DPS [PLN/akcję]	31,6	23,5	18,0	35,7	26,5	30,3

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

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

REDUKUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 531,1 PLN

11 PAŹDZIERNIK 2024, 09:25 CEST

Wycena DCF [PLN]	547,3
Wycena porównawcza [PLN]	385,0
Wycena końcowa [PLN]	531,1
Potencjał do wzrostu / spadku	-9,7%
Koszt kapitału	12,0%
Cena rynkowa [PLN]	588,0
Kapitalizacja [mln PLN]	15 011,7
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	763,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	557,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-13,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-11,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,3%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
NN OFE	9,6%
Allianz OFE	8,9%
Pozostali	31,4%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



— Budimex skoryg. — WIGI znorm.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	9
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	12

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	33,3	28,1	20,3	22,0	19,2	17,3	15,9
P/BV	11,4	11,9	9,8	11,5	10,7	10,0	9,5
EV/EBITDA	17,1	16,8	12,1	12,8	10,2	8,7	7,7
EV/EBIT	21,4	21,3	14,5	15,5	12,2	10,2	8,9
EV/S	1,6	1,4	1,2	1,3	1,1	0,8	0,7
BVPS	51,7	49,3	60,0	50,9	55,1	58,8	62,1
EPS	17,7	20,9	28,9	26,7	30,6	34,1	37,0
DPS (w danym roku)	31,6	23,5	18,0	35,7	26,5	30,3	33,8
Payout ratio	176%	133%	86%	123%	99%	99%	99%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	7 911	8 619	9 802	9 157	10	12	13
budowlanka	7 282	7 821	8 902	8 221	9 282	11	12
deweloperka	0	0	0	0	0	0	0
inne	783	821	932	964	1 011	1 061	1 114
wyłączenia	-154	-23	-33	-28	-28	-28	-28
Zysk brutto ze sprzedaży	834	872	1 125	1 149	1 339	1 547	1 683
budowlanka	643	745	974	997	1 166	1 360	1 484
deweloperka	0	0	0	0	0	0	0
inne	140	134	158	156	174	188	200
wyłączenia	50	-7	-8	-4	-1	-1	-1
SG&A	281	331	385	424	446	558	603
PPO/PKO	136	110	210	-15	5	6	6
EBITDA	734	715	938	898	1 058	1 152	1 245
EBIT	587	562	781	740	889	983	1 074
Zysk brutto	554	649	930	850	972	1 081	1 175
Zysk netto	451	534	738	681	781	870	945
Dług netto	-2 457	-3 010	-3 654	-3 505	-4 181	-4 980	-5 426

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-6%	9%	14%	-7%	12%	26%	8%
EBITDA zmiana r/r	-5%	-3%	31%	-4%	18%	9%	8%
Zysk netto zmiana r/r	-2%	18%	38%	-8%	15%	11%	9%
Marża brutto na sprzedaży	10,5%	10,1%	11,5%	12,5%	13,0%	12,0%	12,0%
Marża EBITDA	9,3%	8,3%	9,6%	9,8%	10,3%	8,9%	8,9%
Marża netto	5,7%	6,2%	7,5%	7,4%	7,6%	6,7%	6,8%
ROE	34,2%	42,5%	48,2%	52,4%	55,5%	57,9%	59,7%
ROA	6,6%	7,2%	8,8%	8,6%	8,9%	8,5%	8,7%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 672	1 818	2 002	2 018	2 024	2 068	2 089
WNIp	319	323	309	302	297	296	296
Rzeczowe aktywa trwałe	539	641	718	750	746	753	758
Pozostałe aktywa trwałe	815	854	974	965	981	1 019	1 035
Aktywa obrotowe	5 191	5 569	6 416	5 868	6 759	8 120	8 757
Zapasy	429	744	608	555	608	748	790
Należności krótkoterminowe	2 045	1 570	1 876	1 550	1 737	2 188	2 367
Środki pieniężne	2 716	3 249	3 900	3 731	4 381	5 151	5 567
Pozostałe aktywa obrotowe	1	6	32	32	32	32	32
Aktywa razem	6 863	7 387	8 418	7 886	8 784	10	10
Kapitał własny	1 319	1 258	1 531	1 301	1 407	1 501	1 584
Udziały mniejszości	42	41	39	45	51	58	64
Zobowiązania i rezerwy	5 502	6 088	6 848	6 540	7 326	8 629	9 197
Rezerwy na zobowiązania	932	975	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229
Oprocentowane zobowiązania	259	239	246	226	201	171	141
Zobowiązania pozostałe	4 311	4 873	5 373	5 086	5 896	7 229	7 828
Pasywa razem	6 863	7 387	8 418	7 886	8 784	10	10
Dług netto	-2 457	-3 010	-3 654	-3 505	-4 181	-4 980	-5 426
Dług netto / Kapitał własny	-1,9	-2,4	-2,4	-2,7	-3,0	-3,3	-3,4
Dług netto / EBITDA	-3,3	-4,2	-3,9	-3,9	-4,0	-4,3	-4,4

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	765	1 428	1 312	797	1 384	1 596	1 325
CFI	827	-170	-132	-27	-25	-16	-11
CFF	-988	-721	-525	-939	-708	-811	-898
- w tym dywidenda	-807	-599	-459	-911	-675	-775	-862
Przepływy pieniężne netto	604	537	655	-169	650	769	416
CAPEX / Amortyzacja	71%	82%	90%	116%	94%	103%	103%

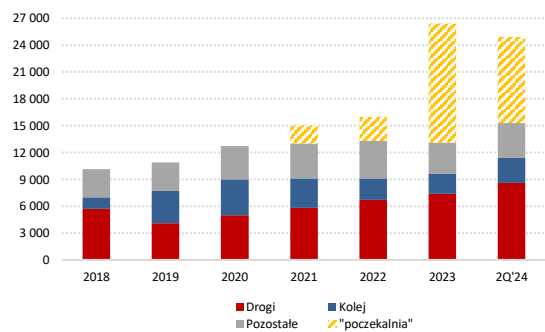
BUDIMEX

Rekomendacja	Redukuj	www:	www.budimex.pl
Wycena końcowa [PLN]	531,1		
Potencjał	-9,7%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	588,0	3Q'24:	28 paź
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5	4Q'24:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	15 012		

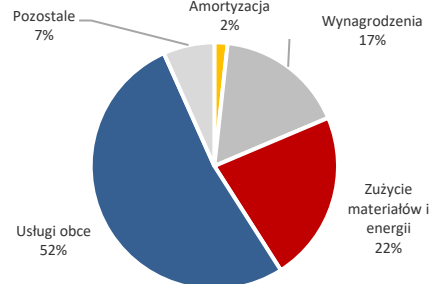
Wyniki Q [mln PLN]	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P
Przychody	2 379	2 676	2 808	1 645	2 395	2 495
budowlanka	2 161	2 461	2 556	1 415	2 175	2 269
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	222	230	262	234	229	232
wyłączenia	-4	-15	-11	-5	-9	-7
Zysk brutto ze sprzedaży	227	320	403	196	283	311
budowlanka	188	287	361	159	254	270
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	43	35	44	38	32	41
wyłączenia	-3	-2	-3	-1	-3	0
SG&A	91	81	133	87	106	99
PPO/PKO	34	-30	29	5	4	5
EBITDA	209	248	341	154	220	257
EBIT	170	209	299	115	181	217
Zysk brutto	214	236	337	155	211	233
Zysk netto	168	176	288	119	158	175
Dług netto	-2 610	-2 737	-3 654	-3 774	-2 452	-2 552

Wskaźniki	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P
Przychody zmiana r/r	-0,9%	12,9%	24,7%	-15,2%	0,7%	-6,8%
EBITDA zmiana r/r	-2,6%	13,1%	82,0%	8,7%	5,3%	3,6%
Zysk netto zmiana r/r	16,2%	11,7%	63,7%	12,1%	-6,4%	-0,5%
Marża brutto na sprzedaży	9,6%	12,0%	14,4%	11,9%	11,8%	12,5%
Marża EBITDA	8,8%	9,3%	12,1%	9,3%	9,2%	10,3%
Marża netto	7,1%	6,6%	10,3%	7,2%	6,6%	7,0%

Portfel [mln PLN]



Struktura kosztów [mln PLN]* (ostatni pełny rok obrotowy)



WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	90%	547,3
Wycena metodą porównawczą	10%	385,0
- wycena część budowlanej* do krajowych spółek budowlanych	50%	297,6
- wycena część budowlanej* do europejskich spółek budowlanych	50%	369,2
- wycena FB Serwis**		51,5
Wycena 1 akcji [PLN]		531,1

Źródło: DM BDM S.A., *wycena części budowlanej oraz innych działalności spółki zgrupowanej poza FB Serwis

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 (5,45%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 11 październik 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 157,0	10 266,2	12 931,3	13 990,5	14 368,5	14 818,8	15 300,0	16 042,9	16 314,5	16 615,3
EBIT [mln PLN]	740,1	889,0	983,4	1 074,1	1 064,0	1 076,3	1 142,6	1 220,8	1 240,4	1 263,9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	142,3	168,9	186,8	204,1	202,2	204,5	217,1	231,9	235,7	240,1
NOPLAT [mln PLN]	597,8	720,1	796,6	870,0	861,9	871,8	925,5	988,8	1 004,7	1 023,7
Amortyzacja [mln PLN]	158,2	168,6	169,0	170,5	171,9	173,4	174,7	175,6	176,0	176,1
CAPEX [mln PLN]	-183,7	-158,9	-174,4	-176,3	-178,5	-180,7	-181,4	-181,0	-180,8	-180,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	107,0	542,8	677,0	351,7	208,5	238,8	238,7	227,9	129,6	146,0
FCF [mln PLN]	679,2	1 272,5	1 468,1	1 215,8	1 063,7	1 103,2	1 157,4	1 211,2	1 129,4	1 165,6
DFCF [mln PLN]	662,5	1 110,1	1 145,0	847,7	662,8	614,3	575,7	538,2	448,3	413,3
Suma DFCF [mln PLN]	7 017,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	11 990,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	4 251,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	11 269,4									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-3 654,5									
Dywidenda 2024 [mln PLN]	911,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	39,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	13 973,2									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	547,3									
Przychody zmiana r/r	-6,6%	12,1%	26,0%	8,2%	2,7%	3,1%	3,2%	4,9%	1,7%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-5,2%	20,1%	10,6%	9,2%	-0,9%	1,2%	6,2%	6,8%	1,6%	1,9%
FCF zmiana r/r	-43,3%	87,3%	15,4%	-17,2%	-12,5%	3,7%	4,9%	4,6%	-6,8%	3,2%
Marża EBITDA	9,8%	10,3%	8,9%	8,9%	8,6%	8,4%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%
Marża EBIT	8,1%	8,7%	7,6%	7,7%	7,4%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%
Marża NOPLAT	6,5%	7,0%	6,2%	6,2%	6,0%	5,9%	6,0%	6,2%	6,2%	6,2%
CAPEX / Przychody	2,0%	1,5%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	116,2%	94,3%	103,2%	103,4%	103,9%	104,2%	103,9%	103,1%	102,8%	102,4%
Zmiana KO / Przychody	-1,2%	-5,3%	-5,2%	-2,5%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,4%	-0,8%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,6%	-48,9%	-25,4%	-33,2%	-55,2%	-53,0%	-49,6%	-30,7%	-47,7%	-48,5%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Udział kapitału własnego	97,1%	97,7%	98,3%	98,7%	99,1%	99,4%	99,7%	99,9%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	2,9%	2,3%	1,7%	1,3%	0,9%	0,6%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%
WACC	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta					
	1,00%	2,00%	3,00%	1,00%	2,00%	3,00%	0,9	1,0	1,1			
beta	0,8	583,0	606,9	637,2	5,5%	569,7	591,7	619,2	5,5%	620,5	591,7	566,1
	0,9	555,2	575,1	599,8	6,0%	549,2	568,3	592,0	6,0%	596,6	568,3	543,4
	1,0	530,6	547,3	567,7	6,5%	530,6	547,3	567,7	6,5%	575,1	547,3	522,9
	1,1	508,8	522,9	540,0	7,0%	513,6	528,3	546,1	7,0%	555,5	528,3	504,5
	1,2	489,3	501,3	515,7	7,5%	498,1	511,0	526,5	7,5%	537,6	511,0	487,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza jest sumą wyceny części budowlanej (oraz pozostałej działalności spółki o marginalnym znaczeniu) oraz wyceny FB Serwis. W przypadku części budowlanej wycena oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych (waga 50%) oraz europejskich spółek budowlanych (waga 50%). W przypadku FB Serwis wycena oparta jest o spółki działające w obszarze gospodarki odpadami oraz usług utrzymaniowych (budynki, przemysł). Całość analizy oparto na wskaźniku EV/EBITDA. Analiza porównawcza opiera się na trzech latach – dla 2024 roku przyjęto wagę 20% a dla każdego kolejnego roku wagi po 40%. **Tą metodą wyceniliśmy 1 akcję na 385,0 PLN (część budowlana na 333,4 PLN, FB Serwis 51,5 PLN w przeliczeniu na 1 akcję Budimexu).** Przyjmujemy jedynie 10% wagi w wycenie końcowej – przyjmujemy mniejszą wagę niż standardowe 20% w pozostałych spółkach budowlanych ze względu na wyraźnie wyższą historycznie i prognostycznie dynamikę wyników Budimexu vs sektor, co uzasadnia wyższe mnożniki spółki).

Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek polskich

	EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P
Dekpol	3,5	3,4	3,0
Erbud	3,7	2,7	3,0
Mirbud	4,4	5,2	4,7
Pekabex	7,2	4,2	4,1
Torpol	5,7	3,8	2,5
Trakcja	9,3	6,5	5,9
Unibep	3,6	2,9	3,1
ZUE	4,5	4,3	3,4
Mediana	4,4	4,0	3,3
Budimex*	13,6	10,6	9,0
Premia / dyskonto	205,7%	165,0%	176,0%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	263,4	299,6	312,8
Waga roku	20%	40%	40%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	297,6		

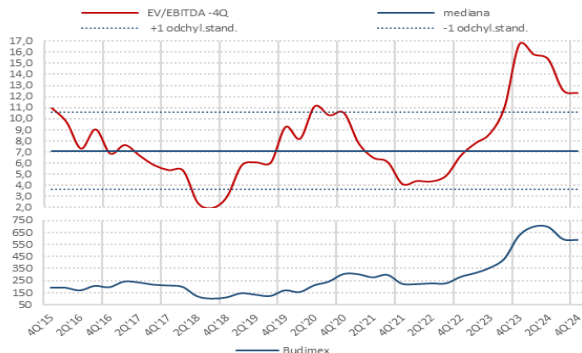
Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, *przy cenie rynkowej po odjęciu od EV wartości FB Serwis

Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek europejskich

	EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P
Bilfinger	4,9	4,3	3,9
Granite Construction	9,1	8,0	8,3
Ferrovial	25,7	22,1	20,5
Hochtief	4,9	4,3	3,8
NCC	6,7	6,4	6,1
Peab	9,2	8,6	7,9
Porr	1,2	1,0	1,1
Salcef	8,9	7,7	6,5
Skanska	8,9	7,9	7,5
AtkinsRealis (SNC-Lavalin)	14,1	11,2	10,2
Strabag	1,6	1,3	1,2
Tecnicas Reunidas	2,4	1,9	2,0
Veidekke	5,5	5,2	4,9
WeBuild	2,0	1,8	1,7
Mediana	6,1	5,8	5,5
Budimex*	13,6	10,6	9,0
Premia / dyskonto	122,5%	82,0%	62,5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	313,0	365,0	401,6
Waga roku	20%	40%	40%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	369,2		

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *przy cenie rynkowej po odjęciu od EV wartości FB Serwis

Budimex EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs 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)

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym (=A + B)		385,0
A) Wycena część budowlanej*		333,4
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	297,6
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	369,2
B) Wycena FB Serwis		51,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *wycena części budowlanej oraz innych działalności spółki zgrupowanej poza FB Serwis

Dane finansowe przypisane do poszczególnych obszarów [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	8 382	7 911	8 619	9 802	9 157	10 266	12 931
FB Serwis	610	780	832	903	950	998	1 047
budownictwo i pozostałe	7 772	7 131	7 788	8 898	8 207	9 269	11 884
EBITDA	776	734	715	938	898	1 058	1 152
FB Serwis	118	130	139	136	140	157	170
budownictwo i pozostałe	658	604	576	802	759	901	982
Gotówka netto	1 912	2 457	3 010	3 654	3 505	4 181	4 980
FB Serwis	44	116	176	169	199	238	281
budownictwo i pozostałe	1 868	2 341	2 834	3 485	3 306	3 943	4 699

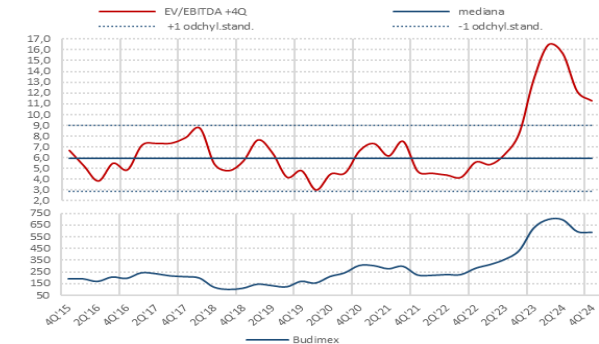
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, KRS (historyczne skonsolidowane wyniki FB Serwis na bazie danych z KRS, które minimalnie różnią od danych z prezentacji spółki, założona wypłata 25% zysku netto FB Serwis w postaci dywidendy do Budimexu)

Wycena porównawcza FB Serwis

	EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P
Coor Service Management (SWE)	7,0	6,3	5,8
Lassila & Tikanoja (FIN)	5,7	5,0	4,7
Mo-Bruk (PL)	12,2	9,1	7,5
Republic Services (USA)	15,5	14,3	13,2
Seche Environnement (FRA)	7,0	5,8	4,9
Waste Management (USA)	15,7	14,3	13,1
Mediana	9,6	7,7	6,6
FB Serwis*	8,4	8,0	6,9
Premia / dyskonto	-12,5%	4,1%	3,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	58,0	49,8	50,0
Waga roku	20%	40%	40%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	51,5		

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *przy wycenie uzyskanej na bazie wyceny porównawczej

Budimex EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs 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)

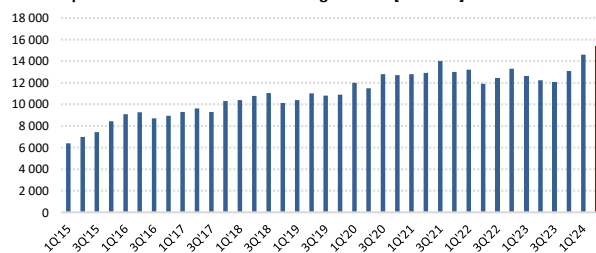
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty budowlane o wartości >300 mln PLN podpisane przez Budimex od 2020 roku

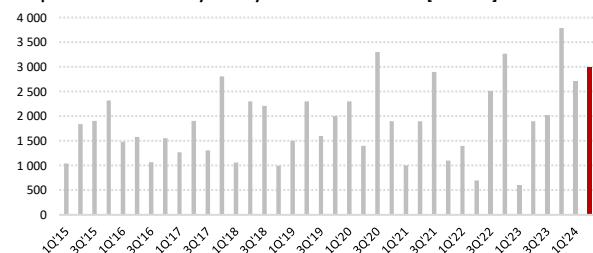
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	koniec	% budżetu inwestora**
2024					
paź 24	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebenne, odc. 3 Krasnystaw - Izbica	781,7	cze 29	84%
wrz 24	GDDKiA	S16 Olsztyn (S51) - Elk (S61): budowa drugiej jezdni Olsztyn Ws. - Barczewo	412,5	gru 28	130%
wrz 24	PKP PLK	LK 201 Kościerzyna - Somonino oraz LK 214 Somonino - Kartuzy	1 284,2	nko	87%
lip 24	GDDKiA	S19 na odcinku Jawornik - Lutcza dł. ok. 5,25 km	776,3	nko	101%
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%
kwi 24	PL Wrocław	Budowa i przebudowa płaszczyzn lotniskowych	365,8	nko	105%
mar 24	GDDKiA	S10 Szczecin - Piła odc. 6	437,4	nko	70%
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 Dzelzceca L.	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	0%
lip 22	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (Kosztowy - Bieruń)	397,7	paź 25	94%
mar 22	Tramw. Warszawskie	Szybki tramwaj: Puławska - Św. Bonifacego - Branicka	756,6	wrz 24	187%
sty 22	Komendą Główną SG	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej na odcinku Podlaskiego O. SG	326,2	cze 22	---
2021					
sie 21	PKP PLK	Linia E75 etap I odcinek Białystok – Elk	587,0	gru 23	---
lip 21	GDDKiA	S6 na odcinku Słupsk – Bożepole Wielkie (Leśnice – w. Bożepole Wielkie)	584,3	wrz 25	60%
lip 21	Frito Lay	Budowa zakładu Frito Lay	465,8	lip 23	---
kwi 21	Urząd Morski w Gdyni	Budowa drogi wodnej łączącej Zalew Wiślaný z Zatoką Gdańską – Część II	466,7	kwi 23	---
kwi 21	GDDKiA	Budowa Obwodnicy Metropolii Trójmiejskiej (Chwaszczyno - Żukowo)	581,4	kwi 25	93%
2020					
paź 20	Gaz-System	Gazociąg DN1000 Goleniów – Lwówek (odc. Goleniów – Ciecierzycze)	314,0	lis 22	---
lip 20	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (obwodnica Osświęcimia)	380,2	cze 25	72%
lip 20	PKP PLK, TW	Przebudowa stacji Warszawa Zachodnia	1 941,5	lip 23	122%
maj 20	GDDKiA	S7 Płońsk – Czosnów (odc. III: Modlin - Czosnów)	486,8	sie 25	110%
kwi 20	GDDKiA	S-5 Nowe Marzy - Bydgoszcz - granica woj. (Nowe Marzy - Dworzysko)	460,8	sie 22	127%
mar 20	GDDKiA	S11 Koszalin – Szczecinek (Koszalin Zachód – Zegrze Pomorskie)	471,4	wrz 23	120%
sty 20	MPWiK	Budowy kolektora Wiślanego – etap II	349,0	sty 23	---
sty 20	GDDKiA	S-61 Obwodnica Augustowa – granica państwa (Suwałki - Budzisko)	843,7	lip 22	116%

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

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

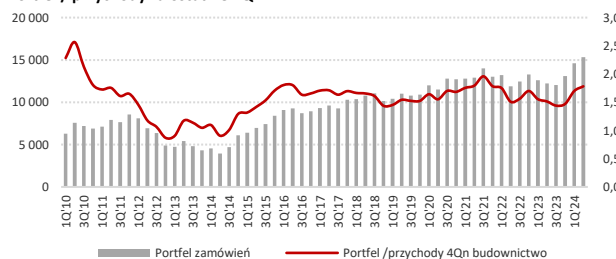


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

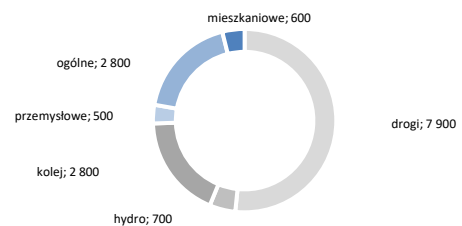
Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

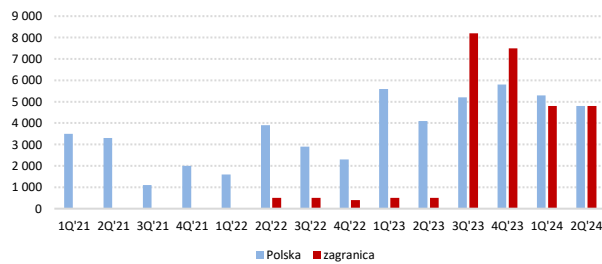
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kontrakty w poczekalni [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka,

Backlog spółki po 2Q'24 wyniósł rekordowe 15,3 mld PLN (+26% r/r, +16% q/q). Dodatkowo w „poczekalni” Budimex miał 9,6 mld PLN potencjalnych zleceń (w tym 4,8 mld to Rail Baltica, która została już formalnie podpisana i do portfela będzie trafiać etapowo). Spółce nie udało się finalnie pozyskać kontraktu na D11 w Czechach (za 11,7 mld CZK, umowę w paź'24 podpisało konsorcjum Metrostavu, które wykluczyło Budimex z przetargu). Szacujemy, że po 3Q'24 portfel może być dość zbliżony q/q, ale w 4Q'24 powinien być wzmocniony przez oczekujące na podpisanie umowy drogowe (min. 2 mld PLN) i duży kontrakt kolejowy (1,3 mld PLN).

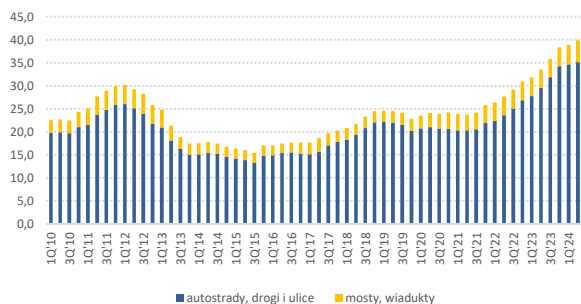
Rynek przetargów w 2024 roku u głównych inwestorów publicznych wygląda dotychczas słabo:

- GDDKiA przyjęła oferty w jednym pojedynczym przetargu na drogi ekspresowe/autostrady (według naszych kalkulacji 0,5 mld PLN w 1-3Q'24 vs 17,9 mld PLN przez cały rok 2023 i 6,7 mld PLN w 2022), nieco większy ruch jest w (mniejszych jednostkowo) przetargach na drogi krajowe. GDDKiA ogłosiła także pojedyncze nowe przetargi na drogi ekspresowe. W sumie na 2024 roku GDDKiA plan zakłada ogłoszenie przetargów na 215 km dróg (vs 531 km w 2023 roku).
- PKP PLK w 2024 przyjęła dotychczas oferty na około 1,5 mld PLN w przetargach o jednostkowej wartości min. 50 mln PLN (rok temu było to >10 mld PLN w całym roku a w 2022 roku >12 mld PLN). Jednocześnie w 1-3Q'24 (głównie w 3Q'24) PKP PLK podała, że ogłosiła przetargi o wartości ok 12 mld PLN i podtrzymała ostatnio plan ogłoszenia w 2024 roku przetargów o łącznej wartości ok. 17 mld PLN ([link](#)).

Plany średnioterminowe głównych zamawiających

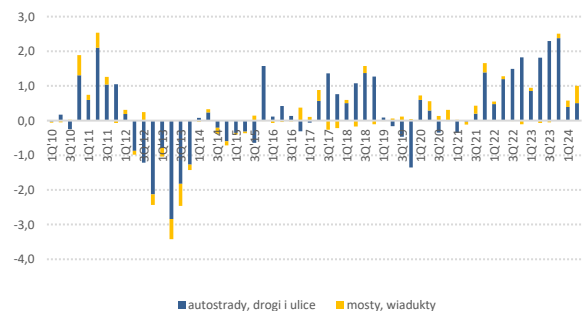
- W lipcu 2024 GDDKiA zapowiedziała, że w 2024 roku na inwestycje wyda ok 20 mld PLN (vs 17 mld PLN w 2023). Mniej więcej taki poziom nakładów chce utrzymać średnio do 2030 roku (i w przybliżeniu wpisuje się to w plany sprzed zmiany władzy po wyborach parlamentarnych w 2023 roku).
- Obowiązująca nadal wersja Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku z sierpnia 2023 zakładała, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN (w tym 20,5 mld PLN w 2024). W związku z szeroką rewizją planów przez nowe kierownictwo MI te plany trudno uznać obecnie za realistyczne. Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku mają spaść do 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku). W sierpniu'24 MI wskazało, że „zakończenie ewaluacji ws. rozbudowy sieci kolejowej w Polsce jest planowane na koniec 2025”.
- CPK- po zmianie rządu priorytetem inwestycji kolejowych CPK pozostaje 480 km linii KDP “Y” (Warszawa-Łódź-Poznań/Wrocław). Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W lipcu CPK ogłosiło przetarg na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (budżet 2,8 mld PLN, planowano złożenie ofert w końcu września 2024, ale termin został przesunięty na listopad).
- PSE w 2023 roku wydało na inwestycje 1,8 mld PLN. Według sprawozdania zarządu plan nakładów na 2024 rok to 2,2 mld PLN. W marcu'24 PSE opublikowało nowy projekt planu rozwoju na lata 2025-34, wg którego nakłady mają wynieść średnio 6,4 mld PLN/rok. Na początku października PSE opublikowały plan przetargów na okres 4Q'24-3Q'25, który zakłada ogłoszenie 44 postępowań na roboty budowlane (w tym 15 o zakładanej wartości >100 mln PLN) i 1 umowy ramowej (za 2 mld PLN na lata 2024-28).
- Czechy (Rsd)– całkowita długość czeskich autostrad do 1388 km, w budowie jest 226 km. Kraj ma ambitny plan rozbudowy sieci w kolejnych latach. W postępowaniach przetargowych jest obecnie 105 km, a planach jest ogłoszenie przetargów na 518 km. Budimex w 1Q'24 podpisał umowę na budowę 7,6 km odcinka D35 za 3,4 mld CZK. Spółka miała także złożoną najniższą cenę na D11 do granicy z Polską (11,7 mld CZK), jednak ostatecznie umowę w 4Q'24 podpisało konsorcjum Metrostavu, które podważyło referencje Budimexu w zakresie budowy tuneli.
- Rail Baltica – w kolejnych okresach procedowane powinny być przetargi na estońską (na początku października 2024 ogłoszono przetargi na dwa główne odcinki za 394 i 332 mln EUR) i litewską część (prace podzielone na wiele małych etapów) Rail Baltica

Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty (4Qn) w Polsce [mld PLN]



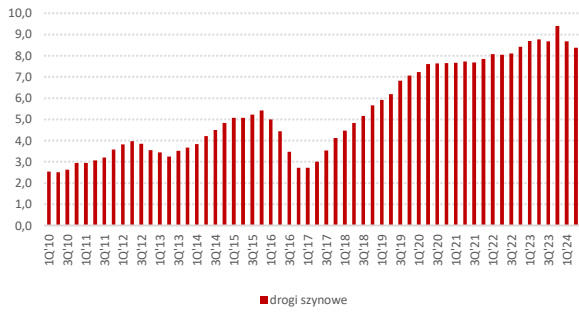
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty zmiana r/r w Polsce [mld PLN]



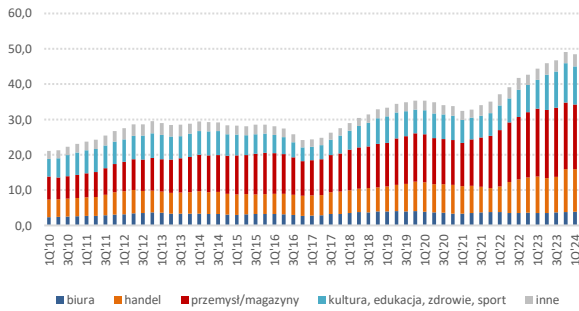
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



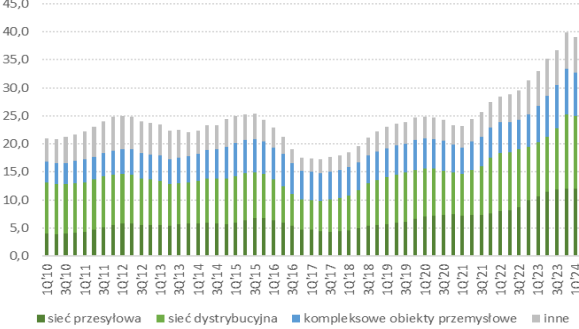
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady obiekty kubaturowe niemieszkalne (4Qn) w Polsce [mld PLN]



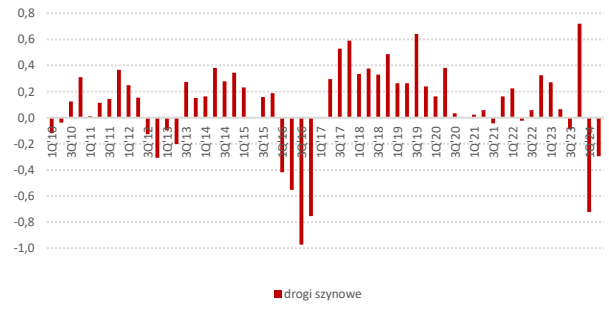
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury (4Qn)* [mld PLN]



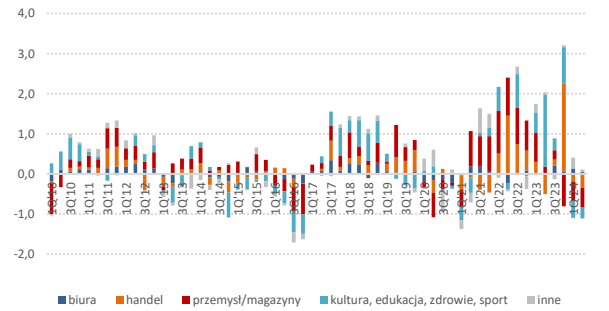
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



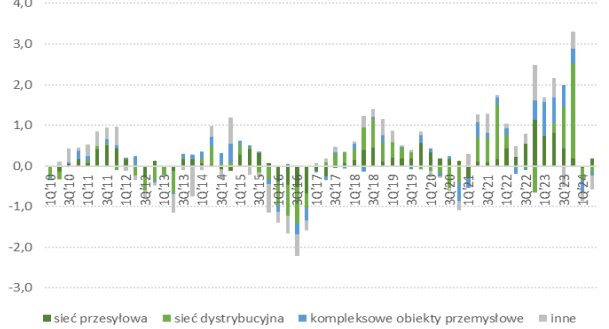
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady obiekty kubaturowe niemieszkalne zmiana r/r w Polsce [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

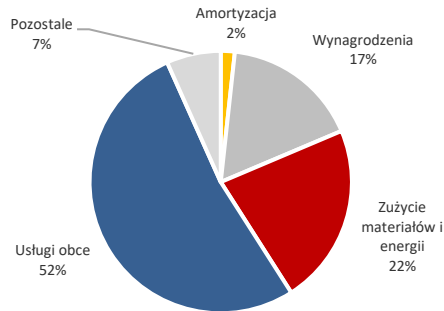
Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

STRONA KOSZTOWA

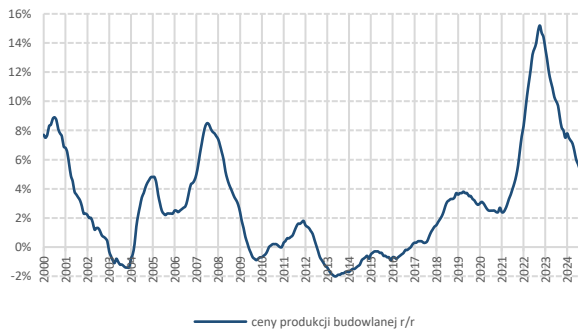
Budimex - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

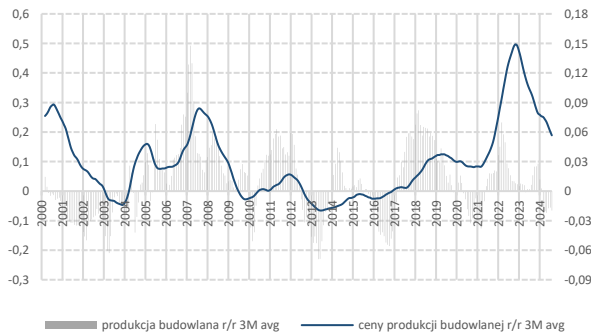
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



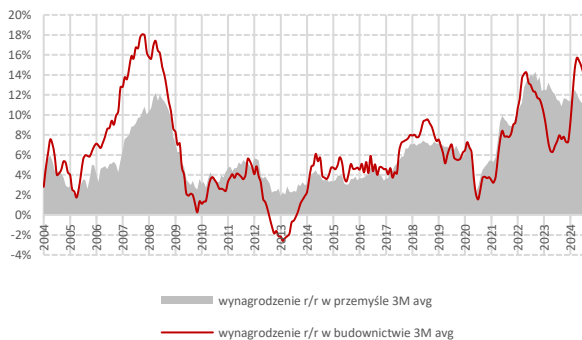
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



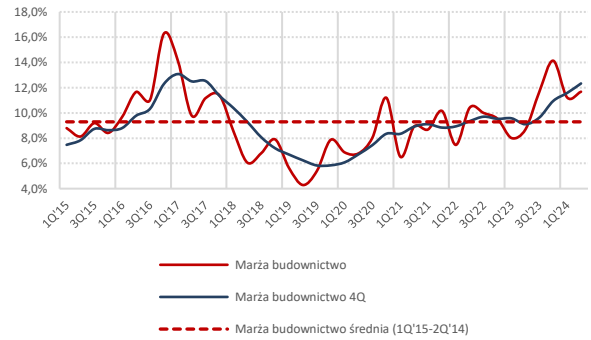
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



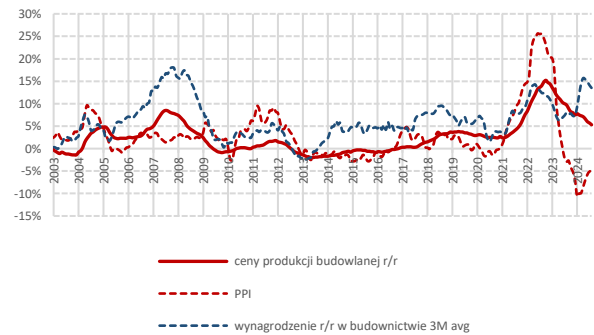
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Budimex - raportowana marża w segmencie budowlanym



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

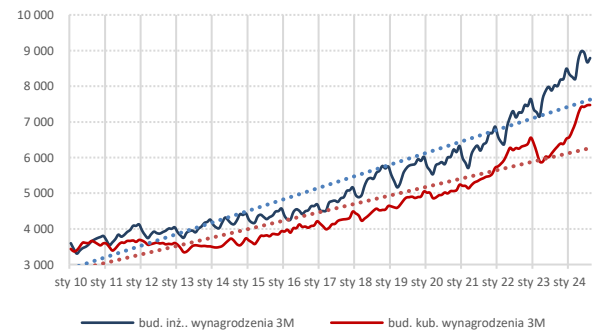


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża, przy czym dynamika w ujęciu m/m cały czas pozostaje dodatnia. W sierpniu 2024 odnotowano wzrost r/r o 5,3% (+0,3% m/m). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynierskim (średnio 1,0 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej).

Mimo, że dynamika roczna cen spadła już dobrze ponad połowę od szczytu, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony może je równoważyć dynamika wynagrodzeń (presja ze strony wzrostu pensji minimalnej w 2024 roku).

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

Z punktu widzenia portfela spółka najistotniejsze są koszty dotyczące kontraktów drogowych. W przypadku nowych umów GDDKiA stosowany jest obecnie +/-10% limit waloryzacji. Dodatkowo w grudniu 2023 GDDKiA podpisała aneksy zakładające podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach do 15% (efekt wzrostu kosztów po wybuchu wojny w Ukrainie).

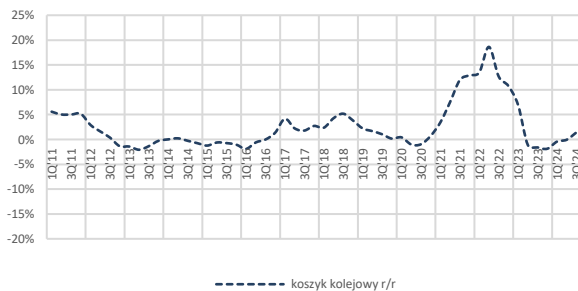
W przypadku umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji (w marcu 2023 zaakceptowała podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w drogach [r/r]



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

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]

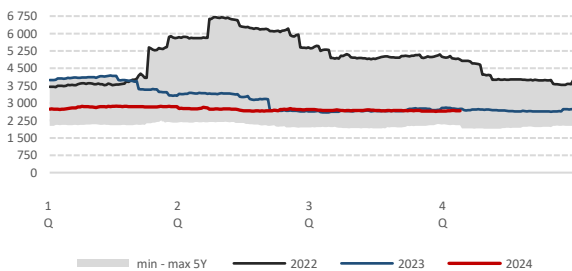


Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego GDDKiA to pierwsze dane za 3Q'24 (lipiec) wskazują 0% dynamikę r/r, w przypadku PKP PLK -1% spadek r/r. Są to tylko materiały. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI oraz podział ryzyka 50/50 to dla GDDKiA dane za 3Q'24 wykazują na razie +2% r/r, a w przypadku PKP PLK +3% wzrost r/r (w 2Q'24 było to +1% / 0% r/r).

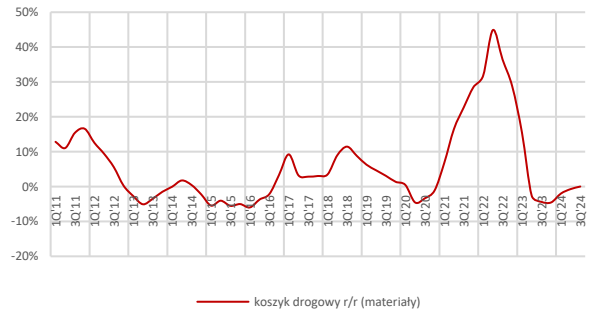
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów emisji CO2. Od 2Q'23 mamy pewną stabilizację w przypadku cementu (na rekordowych poziomach) i nieco wolniejszy, ale systematyczny wzrost cen kruszyw.

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



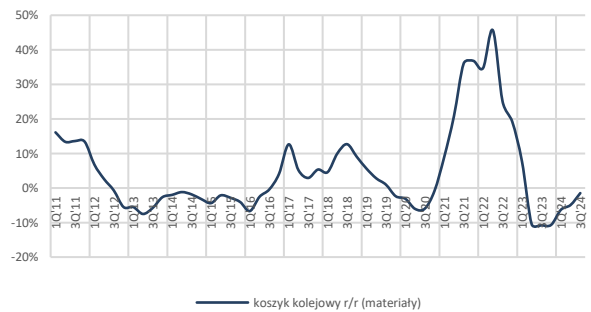
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



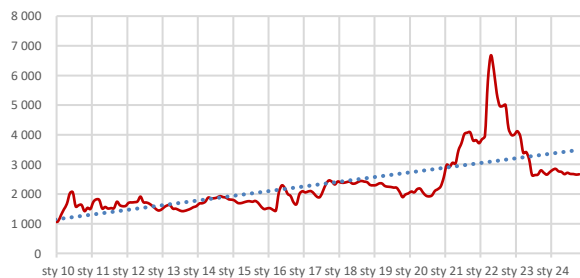
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

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



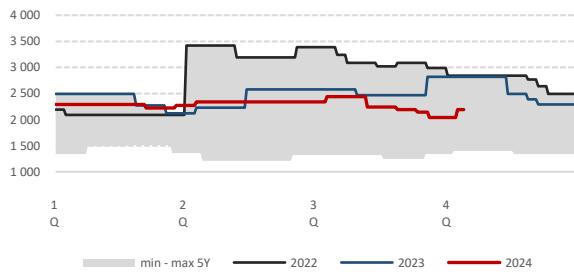
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

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



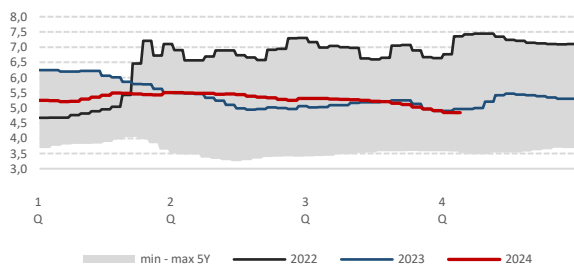
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



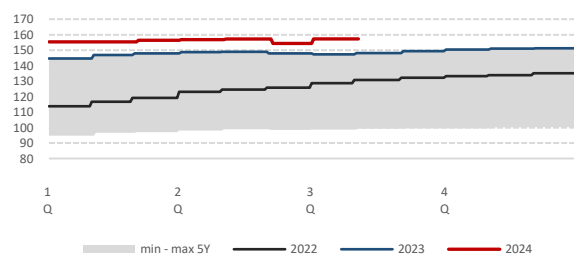
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



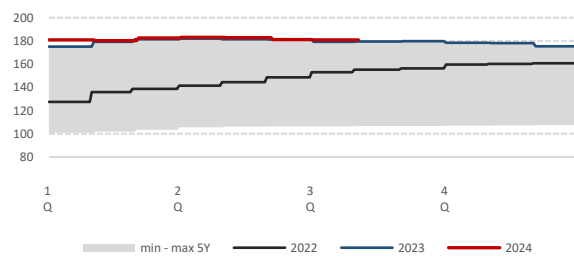
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



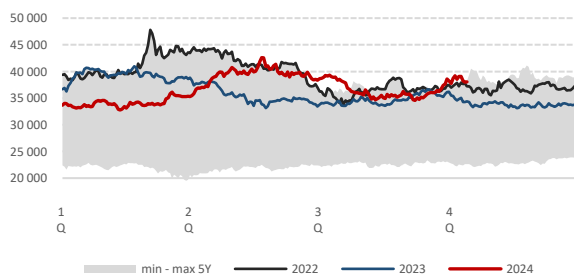
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za VII'24

Cement – indeks GUS*



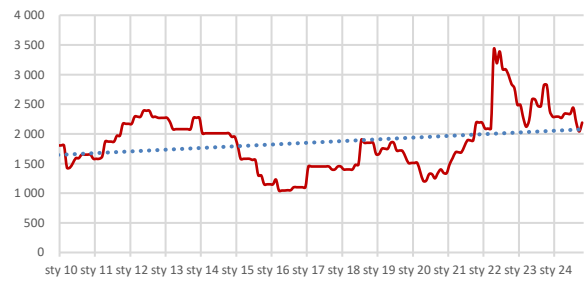
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za VII'24

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



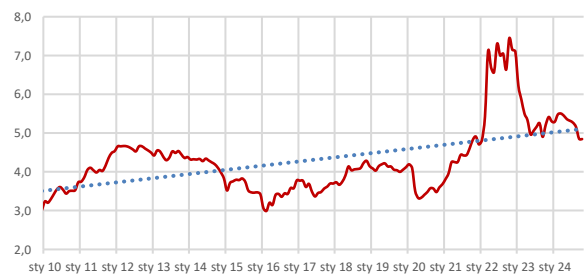
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



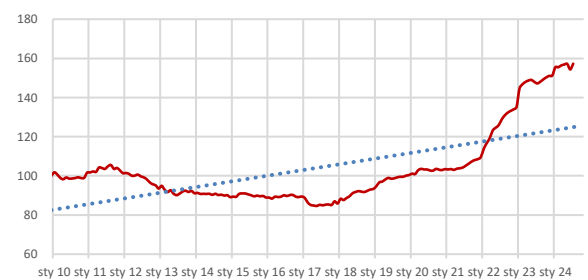
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



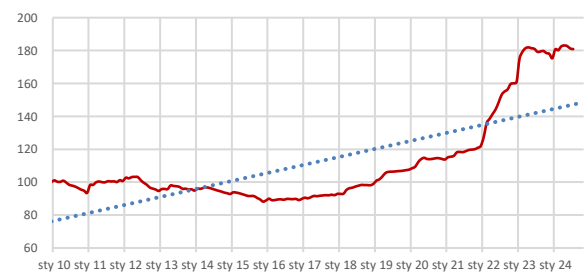
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



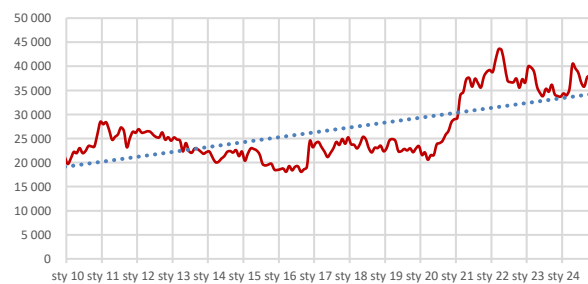
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



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

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

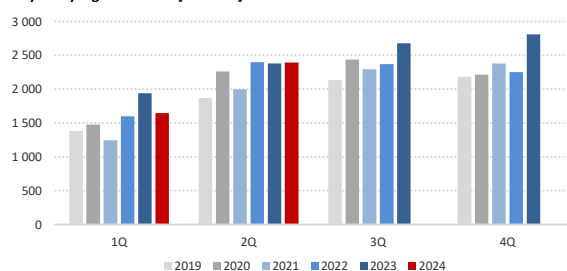
Wyniki za 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	2Q'24P kons.	odchyl.	1H'23	1H'24	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	2 378,5	2 395,3	0,7%	2 400,1	-0,2%	2 400,2	-0,2%	4 317,9	4 040,2	-6,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	227,2	282,7	24,4%	286,3	-1,3%	---	---	401,4	478,9	19,3%
Zysk na sprzedaży	135,9	176,8	30,1%	182,6	-3,2%	---	---	230,1	286,5	24,6%
EBITDA	208,8	219,9	5,3%	219,1	0,3%	---	---	350,1	373,6	6,7%
EBIT	170,3	180,9	6,2%	180,1	0,4%	186,8	-3,2%	272,6	295,8	8,5%
Zysk brutto	213,6	210,7	-1,4%	212,7	-0,9%	---	---	356,7	365,8	2,6%
Zysk netto	168,4	157,6	-6,4%	164,2	-4,0%	167,5	-5,9%	274,7	276,8	0,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,6%	11,8%		11,9%		---		9,3%	11,9%	
Marża na sprzedaży	8,8%	9,2%		7,6%		---		8,1%	9,2%	
Marża EBIT	7,2%	7,6%		7,5%		7,8%		6,3%	7,3%	
Marża zysku netto	7,1%	6,6%		6,8%		7,0%		6,4%	6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

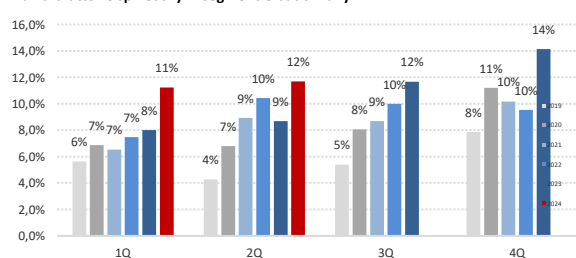
- Przychody w 2Q'24 wyniosły 2,395 mld PLN (+1% r/r), EBIT 181 mln PLN (+6% r/r) a zysk netto 158 mln PLN (-6% r/r). Na poziomie przychodów i EBIT wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami (przy czym EBIT został wsparty przez +4 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej), natomiast zysk netto był 6% poniżej naszej prognozy. Jednocześnie wyniki na poziomie EBIT/netto były o 3% / 6% niższe od konsensusu PAP.
- W segmencie budowlanym w 2Q'24 spółka miała 2,18 mld PLN sprzedaży (+1% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu wyniosła 11,7% (oczekiwaliśmy 11,8%, rok temu było 8,7%, a w 1Q'24 11,2%). Koszty SG&A +11% r/r. Rezerwy na straty spadły q/q (o 57 mln PLN do 727 mln PLN). Saldo pozostałej działalności operacyjnej segmentu budowlanego na poziomie -1 mln PLN (rok temu +42 mln PLN, głównie wtedy z wyceny hedgingu FX). Segment budowlany miał 162,0 mln PLN EBIT (zakładaliśmy 166,7 mln PLN) vs 148,1 mln PLN rok temu.
- W segmencie usługowym (głównie FB Serwis) odnotowano lekki wzrost przychodów (+3% r/r, spodziewaliśmy się +0% r/r), nastąpił natomiast wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży do 14,0% (vs 19,2% rok temu). EBIT obciążony był przez wzrost SG&A (+43% r/r) oraz wsparty przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+5 mln PLN). EBIT wyniósł 18,9 mln PLN (vs 22,3 mln PLN rok temu, zakładaliśmy 12,9 mln PLN, ale przy neutralnym saldzie pozostałej działalności operacyjnej).
- Saldo finansowe w 2Q'24 na poziomie ok. +30 mln PLN. Stawka podatku 24,5%. Wynik netto wyniósł 157,6 mln PLN (-6% r/r, zakładaliśmy 164,2 mln PLN).
- Gotówka netto po 2Q'24 na poziomie 2,58 mld PLN (vs 2,73 mld PLN rok temu).
- Na koniec 2Q'24 portfel zamówień sięgnął 15,34 mld PLN (+26% r/r, +4% q/q).
- W całym 1H'24 spółka osiągnęła 4,0 mln PLN przychodów (-6% r/r) oraz 277 mln PLN zysku netto (+1% r/r).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



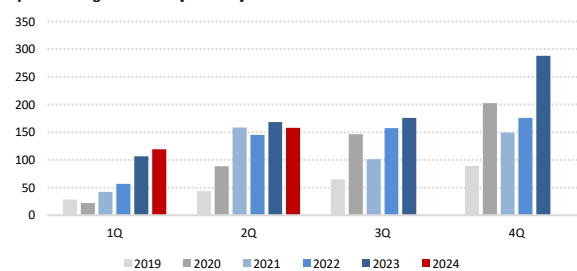
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



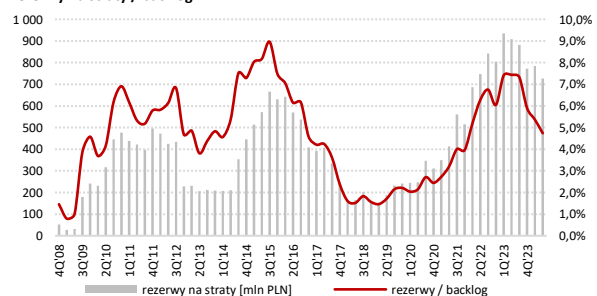
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Rezerwy na straty / backlog



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie ostatniej konferencji wynikowej po 2Q'24 (29 lipiec 2024)**Rynek**

- spółka obserwuje zaostrzenie konkurencji na rynku polskim
- postępowań w 2024 roku jest mniej niż oczekiwano
- zapowiedzi ze strony PKP PLK i GDDKiA, że przetargi pojawią się w 3/4Q'24 (kilkanaście mld PLN w 4Q'24 ze strony PKP PLK, kontynuacja aktualnego programu przez GDDKiA)
- 2024 rok nie będzie łatwy dla branży, spadek produkcji w cenach stałych, szczególnie w bud. ogólnym, w 2025 roku podobny poziom do 2024 roku, odbicie spodziewane dopiero w 2026 roku

1H'24

- spadek przychodów w 1H'24 pochodną niższej realizacji kontraktów w segmencie kolejowym
- wyższa marża - stabilizacja cen i większa dostępność podwykonawców, zakończenie trudnych kontraktów w 2023
- spółka ocenia wyniki jako bardzo dobre
- porównywalny poziom rezerw na straty r/r

Perspektywy na 2024

- ciężko będzie osiągnąć sprzedaż porównywalną r/r, celem jest nominalny EBIT porównywalny z 2023
- spółka wzmacnia potencjał zasobów ludzkich (rekordowy portfel)

Perspektywa na 2025

- spółka spodziewa się minimum lekkiej, dodatniej dynamiki przychodów oraz utrzymania rentowności
- kontrakty są waloryzowane, spółka nie widzi zagrożenia dla marż

Zagranica

- kluczowy dla spółki obecnie rynek czeski, gdzie jest duża aktywność zamawiających (przygotowane 5 mld PLN ofert, w tym część PPP)

Rail Baltica:

- w maju rozpoczęła się oficjalnie budowa
- w momencie otrzymania wezwania do realizacji prac spółka będzie ujmować poszczególne etapy w portfelu
- pierwsze dwa lata będą „trudne”
- zakładany przerób to 30 mln EUR w 2024 i 100 mln EUR w 2025 roku
- trwają rozmowy jak przyspieszyć proces realizacji

Backlog

- kontrakty w poczekalni to 9,6 mld PLN
- 31% realizacji portfela przypada na 2024
- wysoki poziom portfela pozwala unikać składania agresywnych ofert
- Wilanów – trudny kontrakt dla spółki
- możliwa kontraktacja >10 mld PLN w 2024

FB Serwis

- wzrost kosztów zagospodarowania odpadów (szczególnie RDF – mniejszy popyt ze strony cementowni) – spółka nie oczekuje zmian w tym zakresie w 2H'24, szuka możliwości sprzedaży eksportowej
- brak waloryzacji długoterminowych kontraktów (na jednym z kontraktów klient skorzystał z prawa opcji do przedłużenia w stałej cenie – kontrakt skończy się na przełomie IX/X'24)
- kary za nie osiągnięcie wskaźników recyklingu w 2024 mogą być wyższe niż w 2023
- portfel 937 mln PLN (541 mln PLN w odpadach)

Mobility

- w 2025 zakładane duże przyspieszenie w uruchamianiu nowych stacji ładowania
- po 2026 roku spółka może rozważać sprzedaż tego biznesu
- obecna efektywność wykorzystania ładowarek to 2-3%

BXF (OZE)

- spółka skupia się na rozwoju projektów od zera (obecnie w portfelu 1143 MW: 590 MW wiatr/hybryda + 553 MW PV)

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	2 675,9	2 494,6	-6,8%	6 993,9	6 534,8	-6,6%	9 801,5	9 157,0	-6,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	319,9	310,6	-2,9%	721,3	789,6	9,5%	1 124,6	1 149,0	2,2%
Zysk na sprzedaży	239,3	211,6	-11,6%	469,4	498,2	6,1%	739,7	725,1	-2,0%
EBITDA	247,8	256,6	3,6%	597,9	630,2	5,4%	938,4	898,3	-4,3%
EBIT	209,1	216,6	3,6%	481,7	512,5	6,4%	781,1	740,1	-5,3%
Zysk brutto	235,7	232,6	-1,3%	592,4	598,4	1,0%	929,6	850,5	-8,5%
Zysk netto	175,7	174,8	-0,5%	450,4	451,6	0,3%	738,2	681,0	-7,7%
Marża brutto ze sprzedaży	12,0%	12,5%		10,3%	12,1%		11,5%	12,5%	
Marża na sprzedaży	8,9%	8,5%		6,7%	7,6%		7,5%	7,9%	
marża EBITDA	9,3%	10,3%		8,5%	9,6%		9,6%	9,8%	
marża EBIT	7,8%	8,7%		6,9%	7,8%		8,0%	8,1%	
marża netto	6,6%	7,0%		6,4%	6,9%		7,5%	7,4%	

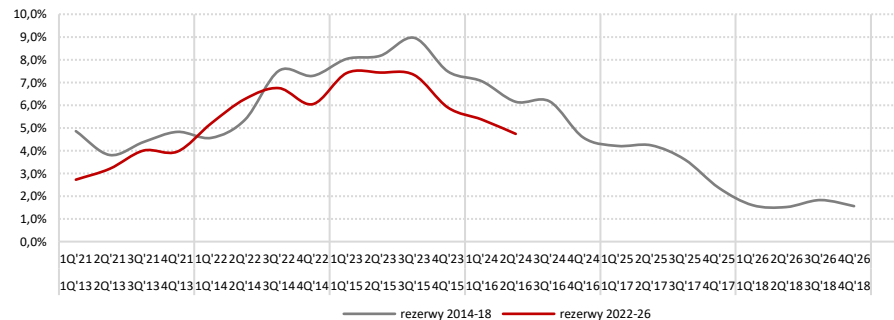
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W segmencie budowlanym zakładamy w 3Q'24 2,27 mld PLN sprzedaży (-8% r/r). Portfel zamówień był po 2Q'24 wyższy r/r, ale nowe kontrakty będą wyraźniej widoczne w przychodach dopiero w kolejnych okresach (obecnie okres projektowania), na przychodach ciąży także słabość segmentu kubatury. W przypadku marży otoczenie pozostaje sprzyjające, co powinno pozwolić na dalszą lekką poprawę r/r i q/q (zakładamy 11,9% vs 11,7% rok temu i 11,7% w 2Q'24). Zakładamy, że segment budowlany będzie kontrybuował w wysokości 193,6 mln PLN na poziomie EBIT vs 193,3 mln PLN rok temu. Spodziewamy się wyraźnego przyrostu kosztów SG&A (m.in. rozbudowa struktur międzynarodowych). Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 3Q'23 wynik był obciążony przez saldo pozostałej działalności operacyjnej (hedge na FX, w 3Q'24 zakładamy lekko dodatni wpływ salda).
- W segmencie usług (głównie FB Serwis) zakładamy płaskie r/r przychody i lepszą rentowność (także q/q – 2Q'24 był obciążony przez nieco jednorazowy efekt podwyższonych kosztów w obszarze odpadów). Spodziewamy się 22,6 mln PLN EBIT (vs 15,8 mln PLN rok temu – wynik był obciążony wtedy przez ujemne saldo pozostałej działalności na blisko -5 mln PLN).
- Na poziomie skonsolidowanym prognozujemy przychody w 3Q'24 na poziomie ok. 2,49 mld PLN, EBIT na 216,6 mln PLN a wynik netto na 174,8 mln PLN (nadal wyraźnie dodatnia kontrybucja przychodów finansowych, ale niższa r/r czy q/q, ze względu na spadek oprocentowania lokat w bankach; efektywną stopę podatkową zakładamy podobną jak w 1H'24 – na poziomie 23-24%, spodziewamy się normalizacji w kierunku 19% w 4Q'24).
- Pozycję gotówkową zakładamy na poziomie nieco wyższym w ujęciu q/q (2,74 mld PLN gotówki netto vs 2,61 mld PLN po 2Q'24).
- W całym 1-3Q'24 zakładamy, że spółka osiągnęła 6,53 mld PLN przychodów (-7% r/r) oraz 452 mln PLN zysku netto (+0% r/r).

Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

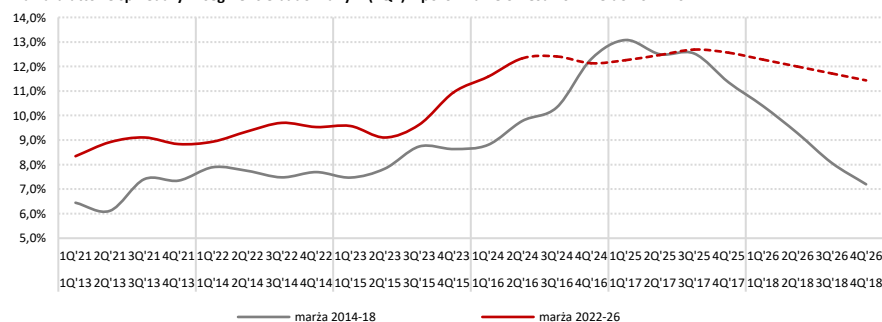
	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	1 599,0	2 399,2	2 370,2	2 250,7	1 939,4	2 378,5	2 675,9	2 807,6	1 644,9	2 395,3	2 494,6	2 622,2	1 939,0	2 666,8	2 732,6	2 927,8
Budownictwo	1 435,9	2 198,1	2 175,1	2 011,7	1 724,2	2 160,9	2 461,0	2 556,4	1 415,4	2 175,0	2 269,4	2 361,0	1 699,8	2 432,6	2 495,9	2 654,2
Usługi	166,0	205,2	204,3	245,8	217,6	222,0	230,3	262,2	234,3	229,0	231,9	268,8	245,9	240,9	243,4	281,3
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-2,9	-4,1	-9,3	-6,9	-2,4	-4,5	-15,3	-11,0	-4,7	-8,7	-6,7	-7,6	-6,7	-6,7	-6,7	-7,7
Zysk brutto ze sprzedaży	132,1	263,9	255,8	220,6	174,2	227,2	319,9	403,2	196,3	282,7	310,6	359,4	244,5	345,0	362,0	387,8
Budownictwo	107,2	229,1	217,3	191,7	138,1	187,7	287,2	361,3	158,9	254,0	270,1	314,3	204,0	304,1	318,2	339,7
Usługi	25,7	35,3	41,4	32,0	36,7	42,6	34,7	44,5	38,3	32,0	40,6	44,9	40,6	40,9	43,8	48,6
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-0,8	-0,5	-2,9	-3,0	-0,6	-3,2	-2,0	-2,6	-0,9	-3,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,6
SG&A	70,3	81,6	73,9	104,9	80,1	91,3	80,6	132,9	86,6	105,8	99,0	132,5	91,3	113,4	103,3	137,8
Zysk na sprzedaży	61,8	182,3	181,9	115,8	94,1	135,9	239,3	270,3	109,7	176,8	211,6	226,9	153,2	231,6	258,7	250,0
Saldo pozostałej działalności	-4,3	-5,0	0,1	29,9	8,2	34,4	-30,2	29,1	5,3	4,0	5,0	0,7	0,0	-0,5	-0,5	-3,6
EBITDA	94,0	214,4	219,2	187,2	141,3	208,8	247,8	340,5	153,7	219,9	256,6	268,1	195,4	273,3	300,4	288,5
EBIT	57,4	177,3	182,0	145,7	102,3	170,3	209,1	299,4	115,0	180,9	216,6	227,6	153,2	231,1	258,2	246,4
Budownictwo	42,8	154,4	155,4	118,9	80,8	148,1	193,3	291,7	95,4	162,0	193,6	201,9	128,2	208,9	233,1	216,4
Usługi	14,8	22,9	26,7	27,8	21,5	22,3	15,8	8,2	19,6	18,8	22,6	25,4	24,6	21,8	24,6	30,0
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,1
Saldo finansowe	5,1	22,2	22,3	36,7	40,7	43,1	26,6	37,7	40,1	29,8	16,0	24,4	22,2	19,7	17,6	23,5
Wynik brutto	62,6	199,5	204,3	182,5	143,1	213,6	235,7	337,2	155,1	210,7	232,6	252,0	175,5	250,8	275,8	269,8
Wynik netto	56,4	144,9	157,3	175,9	106,3	168,4	175,7	287,8	119,1	157,6	174,8	229,4	139,7	201,6	221,4	218,6
CFO	404,4	-264,1	297,1	990,3	212,8	-46,8	153,4	992,6	186,4	-364,9	100,0	875,3	720,0	-50,0	300,0	913,7
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	2 552,1	3 505,2	3 725,2	2 999,8	3 299,8	4 180,6
Marża brutto ze sprzedaży	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%	9,6%	12,0%	14,4%	11,9%	11,8%	12,5%	13,7%	12,6%	12,9%	13,2%	13,2%
Budownictwo	7,5%	10,4%	10,0%	9,5%	8,0%	8,7%	11,7%	14,1%	11,2%	11,7%	11,9%	13,3%	12,0%	12,5%	12,8%	12,8%
Usługi	15,5%	17,2%	20,3%	13,0%	16,9%	19,2%	15,1%	16,9%	16,4%	14,0%	17,5%	16,7%	16,5%	17,0%	18,0%	17,3%
Nieruchomości	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	4,4%	3,4%	3,1%	4,7%	4,1%	3,8%	3,0%	4,7%	5,3%	4,4%	4,0%	5,1%	4,7%	4,3%	3,8%	4,7%
Marża EBITDA	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%	8,8%	9,3%	12,1%	9,3%	9,2%	10,3%	10,2%	10,1%	10,2%	11,0%	9,9%
Marża netto	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%	7,1%	6,6%	10,3%	7,2%	6,6%	7,0%	8,7%	7,2%	7,6%	8,1%	7,5%
Portfel	13 200	11 900	12 466	13 290	12 608	12 220	12 000	13 100	14 600	15 340	15 271	16 510	17 000	17 500	18 250	19 634
Rezerwy na straty	686,5	746,7	841,6	803,3	934,4	908,5	882,3	771,9	783,6	726,9	726,9	726,9	711,9	696,9	681,9	666,9
zmiana q/q	171,7	60,2	94,9	-38,3	131,1	-25,9	-26,1	-110,4	11,6	-56,7	0,0	0,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
Rezerwy na naprawy	611,2	609,3	636,6	636,0	642,7	666,6	689,9	739,9	743,6	741,2	745,5	761,0	759,8	771,8	773,7	778,2

Saldo rezerw na straty / backlog – porównanie okresu 2014-18 do 2022-26



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym (4Qn) – porównanie okresu 2014-18 do 2022-26



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognoza DM BDM

Dostrzegamy kilka analogii w obecnie prezentowanej ścieżce poprawy marży w segmencie budowlanym do sytuacji z 2015 roku. Podobnie jak w 2023 roku, wtedy także zbiegł się termin wyboru nowego rządu oraz przejścia pomiędzy perspektywami unijnymi (w 2015 dynamika w budownictwie była lekko dodatnia, w 20216 roku wyraźnie ujemna, a dynamiczne ożywienie nastąpiło od kolejnej wiosny). Relacja rezerw na straty do backlogu osiągnęła szczyt w 2015 roku, natomiast jeszcze kolejne dwa lata przyniosły poprawę raportowanej rentowności.

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2024		odchyl.	2025		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	9 157,0	9 619,8	-4,8%	10 266,2	10 977,0	-6,5%
EBITDA	898,3	977,7	-8,1%	1 057,6	1 106,7	-4,4%
EBIT	740,1	806,5	-8,2%	889,0	933,5	-4,8%
Zysk (strata) netto	681,0	742,0	-8,2%	781,3	829,5	-5,8%
Gotówka netto	3 505	3 140	11,6%	4 181	3 015	38,7%
Marża EBITDA	9,8%	10,2%		10,3%	10,1%	
Marża EBIT	8,1%	8,4%		8,7%	8,5%	
Marża zysku netto	7,4%	7,7%		7,6%	7,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	10 334,4	9 157,0	-11,4%	11 526,0	10 266,2	-10,9%
EBITDA	1 116,5	898,3	-19,5%	1 233,3	1 057,6	-14,2%
EBIT	954,6	740,1	-22,5%	1 070,0	889,0	-16,9%
Zysk (strata) netto	872,9	681,0	-22,0%	985,1	781,3	-20,7%
Gotówka netto	4 602	3 505	-23,8%	5 432	4 181	-23,0%
Marża EBITDA	10,8%	9,8%		10,7%	10,3%	
Marża EBIT	9,2%	8,1%		9,3%	8,7%	
Marża zysku netto	8,4%	7,4%		8,5%	7,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *raport z 04.01.2024

- Obecny konsensus rynkowy zakłada co najmniej utrzymanie w bieżącym roku zysku netto z 2023. Obawiamy się, że taki scenariusz staje się coraz trudniejszy do materializacji (o ile spółka nie pokaże jakiegoś dodatniego one-off'a).
- W 1H'24 spółka osiągnęła 4,0 mln PLN przychodów (-6% r/r) oraz 277 mln PLN zysku netto (+1% r/r). Po 1-3Q'24 zakładamy, że spółka nadal będzie miała płaską dynamikę zysku netto r/r (452 mln PLN). Natomiast w 4Q'24 spółka będzie mierzyć się z wysoką bazą z waloryzacji (GDDKiA) i aneksów (tramwaj na Wilanów) rok temu, która z jednej strony podbiła przychody o małe kilkadziesiąt mln PLN, a z drugiej zaowocowała ponadstandardową rentownością brutto ze sprzedaży (14,1%). Obawiam się, że oba parametry będą trudne do powtórzenia w 4Q'24. Dodatkowo spółka miała w końcówce ubiegłego roku mocno dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz wysokie przechody odsetkowe (obecnie rynkowe stopy procentowe spadły).
- W 2024 roku zakładamy obecnie wypracowanie 9,16 mld PLN przychodów oraz 681 mln PLN zysku netto. Nasze założenia się obecnie -5% i -8% vs konsensus Bloomberg'a.
- W kolejnych latach materializować się powinien obecny rekordowy backlog spółki. Przy czym struktura kontraktów wskazuje bardziej na nacisk na 2026 niż 2025 rok, ze względu na okresy projektowania w większości podpisanych w 2024 roku kontraktów, także Rail Baltica będzie rozkręcać się powoli (w 2025 zakładamy 400 mln PLN dla Budimexu). Liczymy także na odbudowę ofertowania w Polsce (pierwsze jaskółki pojawiły się na rynku kolejowym).
- W 2025-26 estymujemy 10,3 mld PLN i 12,9 mld PLN przychodów oraz 781 / 870 mln PLN zysku netto (-6% / -4% vs konsensus na zysku netto). Spadek oczekiwań naszych oczekiwań przychodowych na 2025 rok vs poprzednia rekomendacja to m.in. pokłócie braku podpisania kontraktu na D11 w Czechach (kontrakt typu budowy, który zapewniłby kilkadziesiąt mln PLN przerobu w przyszłym roku) czy nadal słabej koniunktury w budownictwie ogólnym.
- Przedłużający się okres powyborczej „luki przetargowej” sprzyja wydłużaniu horyzontu, w którym można zabezpieczyć rentowność, jeśli posiada się już duży backlog (brak presji na podstawowych ceny materiałów czy spora dostępność podwykonawców, aczkolwiek już niekoniecznie ich koszt w związku z dużą presją placową). Jednocześnie oceniamy, że trudno brać pod uwagę dalszą ekspansję marż wykraczającą poza horyzont 2025 roku. Dla marżowości Budimexu jako generalnego wykonawcy lepsze są okresy stabilizacji/lekkiej dekonunktury w branży, niż jej ekspansji, która nadejdzie przy szerszym uruchomieniu środków unijnych. Relacja rezerw na straty do portfela spadła obecnie do średniej z ostatnich 10 lat, co wskazywać może na wyczerpywanie się pola do pozytywnych zaskoczeń na marżach. Spodziewamy się cyklicznego szczytu marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym w 2025 roku na poziomie ok 12,5-12,6%. Zwiększona presja na marże może być naszym zdaniem widoczna w wynikach spółki najwcześniej w drugiej połowie 2025 roku, częściowo wtedy jeszcze amortyzowana przez poduszkę bezpieczeństwa w postaci zawiązanych rezerw.
- W okresie 2024-25 estymujemy marżę EBIT w przedziale 8-9% (w poprzednim szczyście cyklu 2016-17 było to 9,1-9,2%). W długim terminie prognozujemy blisko 8% rentowności (średnia za ostatnie 10 lat łącznie to 6,6% na poziomie wyniku na sprzedaży).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w tabeli w poniżej. Nie uwzględniamy w wycenie zwrotu na rozwoju projektów w segmencie OZE (spółka BXF w JV z Ferrovialem), ze względu na m.in. brak na razie istotnego track-recordu Budimexu w tym zakresie (spółka nabywała dotychczas małe projekty, które mają pomijalny wpływ na wycenę spółki).

Prognoza wyników wg segmentów działalności [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	7 387	7 570	8 382	7 911	8 619	9 802	9 157	10 266	12 931	13 990	14 368	14 819	15 300	16 043	16 314	16 615
Budownictwo	7 048	7 152	7 539	7 282	7 821	8 902	8 221	9 282	11 898	12 905	13 228	13 637	14 089	14 801	15 041	15 310
Usługi	101	278	612	783	821	932	964	1 011	1 061	1 114	1 169	1 209	1 239	1 270	1 301	1 333
Nieruchomości	548	558	674	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Korekty	-309	-418	-443	-154	-23	-33	-28	-28	-28	-28	-28	-28	-28	-28	-28	-28
Zysk brutto ze sprzedaży	629	552	937	834	872	1 125	1 149	1 339	1 547	1 683	1 690	1 722	1 809	1 919	1 951	1 988
Budownictwo	507	418	629	643	745	974	997	1 166	1 360	1 484	1 476	1 500	1 582	1 686	1 712	1 743
Usługi	14	39	110	140	134	158	156	174	188	200	215	223	228	234	239	245
Nieruchomości	123	137	235	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Korekty	-16	-43	-37	50	-7	-8	-4	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
SG&A	260	229	308	281	331	385	424	446	558	603	620	639	660	691	703	716
Zysk na sprzedaży	369	322	629	553	542	740	725	894	989	1 081	1 071	1 083	1 150	1 228	1 248	1 272
Saldo pozostałej działalności	-12	9	-17	-33	86	148	110	83	98	101	110	116	123	130	136	140
EBITDA	469	424	776	734	715	938	898	1 058	1 152	1 245	1 236	1 250	1 317	1 396	1 416	1 440
EBIT	417	318	639	587	562	781	740	889	983	1 074	1 064	1 076	1 143	1 221	1 240	1 264
Budownictwo	277	207	388	446	471	714	653	787	871	953	932	940	1 003	1 077	1 094	1 114
Usługi	50	23	79	82	92	68	86	101	111	119	131	135	138	142	145	149
Nieruchomości	92	117	191	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Korekty	-2	-29	-19	60	-1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Saldo finansowe	-12	9	-17	-33	86	148	110	83	98	101	110	116	123	130	136	140
Wynik brutto	403	332	622	554	649	930	850	972	1 081	1 175	1 174	1 192	1 266	1 350	1 376	1 404
Wynik netto	305	226	459	451	534	738	681	781	870	945	944	959	1 018	1 087	1 108	1 130
CFO	-523,4	574,3	887,5	765,4	1 427,8	1 312,0	796,9	1 383,7	1 596,2	1 324,8	1 164,8	1 204,2	1 256,0	1 307,6	1 218,6	1 252,4
Gotówka netto	1 170,2	1 168,6	1 912,4	2 457,0	3 010,4	3 654,5	3 505,2	4 180,6	4 979,8	5 425,9	5 645,0	5 910,7	6 222,4	6 537,0	6 701,8	6 885,7
Marża brutto ze sprzedaży	8,5%	7,3%	11,2%	10,5%	10,1%	11,5%	12,5%	13,0%	12,0%	12,0%	11,8%	11,6%	11,8%	12,0%	12,0%	12,0%
Budownictwo	7,2%	5,8%	8,3%	8,8%	9,5%	10,9%	12,1%	12,6%	11,4%	11,5%	11,2%	11,0%	11,2%	11,4%	11,4%	11,4%
Usługi	14,1%	14,1%	18,0%	17,9%	16,4%	17,0%	16,2%	17,2%	17,7%	17,9%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%
Nieruchomości	22,5%	24,6%	34,9%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	3,5%	3,0%	3,7%	3,5%	3,8%	3,9%	4,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Marża EBITDA	6,4%	5,6%	9,3%	9,3%	8,3%	9,6%	9,8%	10,3%	8,9%	8,9%	8,6%	8,4%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%
Marża netto	4,1%	3,0%	5,5%	5,7%	6,2%	7,5%	7,4%	7,6%	6,7%	6,8%	6,6%	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%
Portfel	10 129	10 900	12 700	13 000	13 290	12 608	16 510	19 634	22 193	23 729	25 172	26 686	27 430	27 763	28 160	28 598
Rezerwy na straty	158,0	240,7	310,4	514,8	803,3	771,9	726,9	666,9	753,8	805,9	855,0	906,4	931,7	943,0	956,5	971,4
zmiana r/r	-85,8	82,6	69,8	204,3	288,5	-31,3	-45,1	-60,0	86,9	52,2	49,0	51,4	25,3	11,3	13,5	14,9

Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	1 818	2 002	2 018	2 024	2 068	2 089	2 101	2 115	2 129	2 145	2 153	2 162
Wartości niematerialne i prawne	323	309	302	297	296	296	297	299	301	304	308	312
Rzeczowe aktywa trwałe	641	718	750	746	753	758	764	770	774	776	777	777
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	854	974	965	981	1 019	1 035	1 040	1 047	1 053	1 064	1 068	1 072
Aktywa obrotowe	5 569	6 416	5 868	6 759	8 120	8 757	9 005	9 312	9 676	10 118	10 303	10 530
Zapasy	744	608	555	608	748	790	791	796	800	817	808	800
Należności krótkoterminowe	1 570	1 876	1 550	1 737	2 188	2 367	2 431	2 508	2 589	2 715	2 761	2 812
Inwestycje krótkoterminowe	3 255	3 933	3 763	4 414	5 183	5 599	5 782	6 008	6 287	6 587	6 734	6 918
- w tym środki pieniężne*	3 249	3 900	3 731	4 381	5 151	5 567	5 749	5 976	6 255	6 554	6 702	6 886
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	7 387	8 418	7 886	8 784	10 188	10 846	11 106	11 427	11 805	12 263	12 456	12 692
Kapitał (fundusz) własny	1 258	1 531	1 301	1 407	1 501	1 584	1 591	1 614	1 682	1 760	1 790	1 822
Kapitał mniejszości	41	39	45	51	58	64	71	78	84	91	99	106
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	6 088	6 848	6 540	7 326	8 629	9 197	9 444	9 735	10 038	10 411	10 568	10 764
Rezerwy na zobowiązania	975	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229	1 229
Zobowiązania długoterminowe	391	425	405	380	350	320	283	244	244	244	244	244
- w tym zobowiązania oprocentowane	162	181	161	136	106	76	39	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	4 716	5 184	4 896	5 707	7 039	7 638	7 921	8 251	8 555	8 928	9 084	9 280
- w tym zobowiązania oprocentowane	77	65	65	65	65	65	65	65	65	17	0	0
Inne	5	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Pasywa razem	7 387	8 418	7 886	8 784	10 188	10 846	11 106	11 427	11 805	12 263	12 456	12 692
*łącznie z lokatami.												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody netto ze sprzedaży	8 619	9 802	9 157	10 266	12 931	13 990	14 368	14 819	15 300	16 043	16 314	16 615
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	872	1 125	1 149	1 339	1 547	1 683	1 690	1 722	1 809	1 919	1 951	1 988
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	331	385	424	446	558	603	620	639	660	691	703	716
Zysk (strata) na sprzedaży	542	740	725	894	989	1 081	1 071	1 083	1 150	1 228	1 248	1 272
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	21	41	15	-5	-6	-6	-7	-7	-7	-7	-8	-8
EBITDA	715	938	898	1 058	1 152	1 245	1 236	1 250	1 317	1 396	1 416	1 440
EBIT	562	781	740	889	983	1 074	1 064	1 076	1 143	1 221	1 240	1 264
Saldo działalności finansowej	86	148	110	83	98	101	110	116	123	130	136	140
Zysk (strata) brutto	649	930	850	972	1 081	1 175	1 174	1 192	1 266	1 350	1 376	1 404
Zysk (strata) netto mniejszości	14	8	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7
Zysk (strata) netto**	534	738	681	781	870	945	944	959	1 018	1 087	1 108	1 130
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływ z działalności operacyjnej	1 428	1 312	797	1 384	1 596	1 325	1 165	1 204	1 256	1 308	1 219	1 252
Przepływ z działalności inwestycyjnej	-170	-132	-27	-25	-16	-11	-4	0	8	17	24	30
Przepływ z działalności finansowej	-721	-525	-939	-708	-811	-898	-978	-978	-985	-1 025	-1 095	-1 098
Przepływ pieniężny netto	537	655	-169	650	769	416	183	227	279	300	148	184
Środki pieniężne na początek okresu***	2 685	3 221	3 878	3 709	4 359	5 128	5 544	5 727	5 953	6 232	6 532	6 679
Środki pieniężne na koniec okresu***	3 221	3 878	3 709	4 359	5 128	5 544	5 727	5 953	6 232	6 532	6 679	6 863
***Różnica pomiędzy bilansem i CF wg danych prezentacyjnych spółki (środki pieniężne i ich ekwiwalenty o ograniczonej możliwości dysponowania)												
Wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	9%	14%	-7%	12%	26%	8%	3%	3%	3%	5%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-3%	31%	-4%	18%	9%	8%	-1%	1%	5%	6%	1%	2%
Zysk netto zmiana r/r	18%	38%	-8%	15%	11%	9%	0%	2%	6%	7%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	10,1%	11,5%	12,5%	13,0%	12,0%	12,0%	11,8%	11,6%	11,8%	12,0%	12,0%	12,0%
Marża EBITDA	8,3%	9,6%	9,8%	10,3%	8,9%	8,9%	8,6%	8,4%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%
Marża EBIT	6,5%	8,0%	8,1%	8,7%	7,6%	7,7%	7,4%	7,3%	7,5%	7,6%	7,6%	7,6%
Marża netto	6,2%	7,5%	7,4%	7,6%	6,7%	6,8%	6,6%	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%
SG&A / przychody	3,8%	3,9%	4,6%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
ROE	42,5%	48,2%	52,4%	55,5%	57,9%	59,7%	59,4%	59,4%	60,5%	61,7%	61,9%	62,0%
ROA	7,2%	8,8%	8,6%	8,9%	8,5%	8,7%	8,5%	8,4%	8,6%	8,9%	8,9%	8,9%
Dług	239	246	226	201	171	141	104	65	32	17	0	0
D / (D+E)	16,0%	13,8%	14,8%	12,5%	10,2%	8,2%	6,2%	3,9%	1,9%	1,0%	0,0%	0,0%
D / E	19,0%	16,1%	17,4%	14,3%	11,4%	8,9%	6,6%	4,0%	1,9%	1,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	19,0%	16,1%	17,4%	14,3%	11,4%	8,9%	6,6%	4,0%	1,9%	1,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-3 010	-3 654	-3 505	-4 181	-4 980	-5 426	-5 645	-5 911	-6 222	-6 537	-6 702	-6 886
Dług netto / kapitał własny	-2,39	-2,39	-2,70	-2,97	-3,32	-3,42	-3,55	-3,66	-3,70	-3,71	-3,74	-3,78
Dług netto / EBITDA	-4,2	-3,9	-3,9	-4,0	-4,3	-4,4	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8
EV	12 001	11 357	11 507	10 831	10 032	9 586	9 367	9 101	8 789	8 475	8 310	8 126
Dług / EV	2,0%	2,2%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,1%	0,7%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,4%	2,0%	1,5%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	82,2%	90,2%	116,2%	94,3%	103,2%	103,4%	103,9%	104,2%	103,9%	103,1%	102,8%	102,4%
Zmiana KO / Przychody	-9,0%	-5,8%	-1,2%	-5,3%	-5,2%	-2,5%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,4%	-0,8%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-109,0%	-47,8%	16,6%	-48,9%	-25,4%	-33,2%	-55,2%	-53,0%	-49,6%	-30,7%	-47,7%	-48,5%
P/E*	28,1	20,3	22,0	19,2	17,3	15,9	15,9	15,7	14,7	13,8	13,6	13,3
P/BV*	11,9	9,8	11,5	10,7	10,0	9,5	9,4	9,3	8,9	8,5	8,4	8,2
EV/EBITDA*	16,8	12,1	12,8	10,2	8,7	7,7	7,6	7,3	6,7	6,1	5,9	5,6
EV/EBIT*	21,3	14,5	15,5	12,2	10,2	8,9	8,8	8,5	7,7	6,9	6,7	6,4
EV/S*	1,4	1,2	1,3	1,1	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
DPS	23,5	18,0	35,7	26,5	30,3	33,8	36,7	36,7	37,2	39,5	42,2	43,0
Payout ratio	132,8%	85,9%	123,4%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%	99,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 588,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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	wznowienie rekomendacji	---	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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'24*:		, 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	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	100%	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.

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.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-10-11

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-10-11 (09:25 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-10-18 (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 uwzględnić, 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 zostały 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).

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 2024-10-11:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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 świadomy, 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.