

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

Kurs Budimexu w ostatnich tygodniach systematycznie poprawiał swoje rekordowe poziomy (stopa zwrotu 1Y: +86%, YTD: +53%, MTD: +15%). Jako generalny wykonawca z dużym portfelem spółka jest beneficjentem schłodzenia koniunktury na rynku budowlanym. Wyniki za ostatnie kwartały nie do końca obrazowały ten fakt, ze względu na istotny wzrost salda rezerw. Stworzyło to mocną poduszkę bezpieczeństwa na kolejne okresy, kiedy wzrosnie kontrybucja do wyników kontraktów podpisywanych w okolicach cyklicznego dołka na rynku budowlanym. Ostatnie kwartały przyniosły wyraźny wzrost konkurencji na rynku drogowym i kolejowym (relatywnie mała ilość nowych przetargów, agresywna zagraniczna konkurencja w drogach, paraliż w podpisywaniu nowych kontraktów na kolei, który tylko w niewielkim stopniu został odblokowany dotychczas przez środki z PFR). Odpowiedzią spółki jest dywersyfikacja portfela w kierunku kontraktów zagranicznych oraz budowa pozycji w obszarach, gdzie konkurencja nie jest tak szeroka (hydro, wojsko). Spółka według naszych kalkulacji jest obecnie handlowana już z wyraźną premią do historycznych i prognostycznych wskaźników EV/EBITDA. Uważamy, że cyklicznie w branży jesteśmy obecnie już bliżej okresu obaw o marżowość „nowej” kontraktacji niż dalszego dyskutowania spadku kosztów (co nie oznacza, że nie zobaczymy jeszcze zaskoczeń z tej strony). W krótkim terminie zasięg ostatnich wzrostów i poziom wyceny spółki skłaniają nas do zmiany naszego zalecenie z akumuluj na Redukuj. Cenę docelową wyznaczamy na poziomie 376,5 PLN (poprzednio 300,4 PLN). Jednocześnie akcentujemy, że ewentualne skorygowanie się kursu może nas zachęcić do ponownego pozytywnego spojrzenia na spółkę (doceniamy silną pozycję gotówkowa, mocną poduszkę bezpieczeństwa w postaci zawiązanych już rezerw oraz budowę dywersyfikacji biznesowej).

Backlog spółki po 1Q'23 wynosił 12,6 mld PLN (vs 13,3 mld PLN na koniec 2022 roku, rekordowy poziom to 14,0 mld PLN po 3Q'21). Dodatkowo w najkorzystniejszych ofertach Budimex miał ponad 5 mld PLN kolejnych zleceń (duża część to kolej). Spółce udaje się pozyskiwać duże zlecenia z „nowych” obszarów jak np. zagranica, wojsko czy hydrotechnika. Jednocześnie sytuacja na rynku infrastrukturalnym w kraju staje się bardziej wymagająca pod względem nowego ofertowania. GDDKIA w 1H'23 otrzymywała najniższe oferty średnio na poziomie 85% budżetu, przy istotnej konkurencji podmiotów spoza UE (toczą się prace w kwestii certyfikacji wykonawców, która miałaby prowadzić do większej weryfikacji zasobów – ewentualny upside na przyszłość). Natomiast w przypadku PKP PLK mamy do czynienia ze znacznym nawisem niepodpisanych umów z 2022 (tylko w niewielkim stopniu rozładowanym przez PFR), w związku z czym rozstrzygnięcie kolejnych przetargów ma niskie tempo a rośnie ryzyko kumulacji prac w momencie odblokowania środków.

Uważamy, że głównym driverem dla kursu spółki przez ostatni rok były opadające ceny podstawowych surowców (w przypadku stali, asfaltu, metali szczytem był 2Q'22, w przypadku diesla 4Q'22, jedynie ceny cementu/betonu pozostają wysokie). Obecnie koszty cenowe materiałów w branży drogowej czy kolejowej wykazują już ujemne wartości r/r, także koszty podwykonawstwa w branży kubaturowej są niższe. Spółki, które budowały portfele w 2022 roku obecnie są beneficjentami takiego otoczenia. Jednocześnie wyzwaniem staje się kontraktacja nowych zleceń. Kontraktów na rynku jest relatywnie mało, oferty wykonawców zakładają mniejszą premię za ryzyko, co w przypadku odwrócenia tendencji na rynku materiałów, może przełożyć się na kompresję marż w przyszłości („księgową” poduszkę bezpieczeństwa dla Budimexu jest wysokie saldo rezerw na poziomie >7% portfela vs 4% średnio za poprzednie 10 lat).

Wyniki 1Q'23 były rekordowym rozpoczęciem roku (pierwszy raz w 1Q zysk netto przekroczył 100 mln PLN). Publikacji wybranych danych za 2Q'23 przewidziana jest już na 26 lipca. Baza wynikowa jest tym razem dość wymagająca. W 2Q'22 spółka miała wysoki przerób (m.in. szybki kontrakt na budowę bariery na granicy) oraz wysoką rentowność (m.in. efekt zwiększenia limitu waloryzacji przez GDDKIA). Uważamy, że może to być trudny kwartał do powtórzenia na poziomie EBIT w ujęciu r/r (bez ewentualnych one-off'ów, na wyniku netto pozytywnie kontrybuować powinny odsetki od gotówki).

W rozwoju pozostałych biznesów spółki w ostatnich miesiącach wysoki nacisk został postawiony na OZE (powstanie spółki BxP w JV z głównym akcjonariuszem, która ma mieć w budowie/eksploatacji 500 MW w ciągu kolejnych 5 lat), trudno nam na obecny moment skwantyfikować jakie stopy zwrotu będzie generował ten biznes (rynek OZE w Polsce jest mocno zależny od regulacji prawnych, uważamy także, że istotną będzie konkurencja państwowych spółek energetycznych o nowe projekty). Nicco w cień usunęto obecnie FB Serwis, który wizerunkowo ucierpiał na zarzutach korupcyjnych wobec byłych członków zarządu (z informacji prasowych z kwietnia wynika, że były prezes poszedł na współpracę z prokuraturą). W 2Q'23 ukonstytuował się nowy zarząd FBS.

W 2023 roku na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 9,3 mld PLN przychodów oraz 602 mln PLN zysku netto (odpowiednio 4% i 4% powyżej konsensusu Bloomberg). Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'23=8,8x, P/E'23=17,5x. Przy wynikach za ostatnie 4Q (3Q'22-2Q'23P) i uśrednionym (sezonowość) dłuży netto spółka jest handlowa obecnie z 53% premią do 10-letniej mediany tak liczonej EV/EBITDA i 12% powyżej wskaźnika powiększonego o odchylenie standardowe. Premia i odchylenie występuje także na wskaźniku wyprzedzającym na kolejne 4Q (dla naszych prognoz). Rok temu spółka w obu przypadkach była handlowana poniżej mediany (wykresy na s.6 raportu).

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	8 382,2	7 911,2	8 619,1	9 283,8	9 314,1	9 512,4
EBITDA [mln PLN]	776,1	733,7	714,8	790,4	848,9	847,1
EBIT [mln PLN]	638,6	587,1	562,4	628,6	687,3	683,7
Zysk netto [mln PLN]	459,5	451,1	534,4	602,1	619,4	598,2
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-1 912,4	-2 457,0	-3 010,4	-3 565,5	-4 226,2	-4 711,8
P/BV	8,9	7,7	8,1	7,2	6,9	6,8
P/E	22,9	23,3	19,7	17,5	17,0	17,6
EV/EBITDA	11,1	11,0	10,5	8,8	7,4	6,9
EV/EBIT	13,5	13,7	13,3	11,1	9,2	8,5
DPS [PLN/akcję]	4,6	31,6	23,5	18,0	22,2	22,8

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: AKUMULUJ)

WYCENA 376,5 PLN

18 LIPIEC 2023, 14:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	407,1
Wycena porównawcza [PLN]	304,9
Wycena końcowa [PLN]	376,5
Potencjał do wzrostu / spadku	-8,6%
Koszt kapitału	12,0%
Cena rynkowa [PLN]	412,0
Kapitalizacja [mln PLN]	10 518,4
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	412,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	267,5
Stopa zwrotu za 3 mc	30,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	44,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	73,1%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
Allianz OFE	10,0%
NN OFE	9,2%
Pozostali	30,6%

stopa 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. — WIG znorm.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	7
STRONA KOSZTOWA.....	8
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	10
DANE FINANSOWE	14

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	46,5	22,9	23,3	19,7	17,5	17,0	17,6
P/BV	13,0	9,2	8,0	8,4	7,5	7,2	7,2
EV/EBITDA	22,0	11,1	11,0	10,5	8,8	7,4	6,9
EV/EBIT	29,4	13,5	13,7	13,3	11,1	9,2	8,5
EV/S	1,2	1,0	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6
BVPS	31,7	45,0	51,7	49,3	54,9	56,9	57,5
EPS	8,9	18,0	17,7	20,9	23,6	24,3	23,4
DPS (w danym roku)	6,3	4,6	31,6	23,5	18,0	22,2	22,8
Payout ratio	53%	52%	176%	133%	86%	94%	94%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	7 570	8 382	7 911	8 619	9 284	9 314	9 512
budowlanka	7 152	7 539	7 282	7 821	8 405	8 371	8 498
deweloperka	558	674	0	0	0	0	0
inne	278	612	783	821	892	958	1 029
wyłączenia	-418	-443	-154	-23	-14	-15	-15
Zysk brutto ze sprzedaży	552	937	834	872	975	1 062	1 068
budowlanka	418	629	643	745	819	894	888
deweloperka	137	235	0	0	0	0	0
inne	39	110	140	134	157	168	180
wyłączenia	-43	-37	50	-7	0	0	0
SG&A	229	308	281	331	359	371	380
PPO/PKO	203	268	136	110	-13	4	4
EBITDA	424	776	734	715	790	849	847
EBIT	318	639	587	562	629	687	684
Zysk brutto	332	622	554	649	776	792	766
Zysk netto	226	459	451	534	602	619	598
Dług netto	-1 169	-1 912	-2 457	-3 010	-3 565	-4 226	-4 712

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	2%	11%	-6%	9%	8%	0%	2%
EBITDA zmiana r/r	-10%	83%	-5%	-3%	11%	7%	0%
Zysk netto zmiana r/r	-26%	103%	-2%	18%	13%	3%	-3%
Marża brutto na sprzedaży	7,3%	11,2%	10,5%	10,1%	10,5%	11,4%	11,2%
Marża EBITDA	5,6%	9,3%	9,3%	8,3%	8,5%	9,1%	8,9%
Marża netto	3,0%	5,5%	5,7%	6,2%	6,5%	6,6%	6,3%
ROE	28,0%	40,0%	34,2%	42,5%	43,0%	42,6%	40,7%
ROA	3,4%	6,2%	6,6%	7,2%	8,2%	7,8%	7,1%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 435	1 536	1 672	1 818	1 832	1 833	1 836
WNiP	337	331	319	323	318	312	307
Rzeczowe aktywa trwałe	513	549	539	641	649	655	660
Pozostałe aktywa trwałe	584	657	815	854	866	867	870
Aktywa obrotowe	5 239	5 926	5 191	5 569	5 480	6 127	6 623
Zapasy	2 014	1 998	429	744	0	0	0
Należności krótkoterminowe	1 589	1 541	2 045	1 570	1 691	1 697	1 733
Środki pieniężne	1 636	2 384	2 716	3 249	3 783	4 424	4 885
Pozostałe aktywa obrotowe	1	2	1	6	6	6	6
Aktywa razem	6 674	7 462	6 863	7 387	7 313	7 960	8 460
Kapitał własny	808	1 149	1 319	1 258	1 401	1 453	1 468
Udziały mniejszości	28	38	42	41	55	70	84
Zobowiązania i rezerwy	5 837	6 275	5 502	6 088	5 856	6 438	6 908
Rezerwy na zobowiązania	745	845	932	975	975	975	975
Oprocentowane zobowiązania	467	472	259	239	218	198	173
Zobowiązania pozostałe	4 625	4 958	4 311	4 873	4 663	5 264	5 760
Pasywa razem	6 674	7 462	6 863	7 387	7 313	7 960	8 460
Dług netto	-1 169	-1 912	-2 457	-3 010	-3 565	-4 226	-4 712
Dług netto / Kapitał własny	-1,4	-1,7	-1,9	-2,4	-2,5	-2,9	-3,2
Dług netto / EBITDA	-2,8	-2,5	-3,3	-4,2	-4,5	-5,0	-5,6

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	574	888	765	1 428	990	1 241	1 104
CFI	-185	96	827	-170	25	-5	-29
CFF	-316	-244	-988	-721	-480	-595	-614
- w tym dywidenda	-161	-116	-807	-599	-459	-568	-583
Przepływy pieniężne netto	73	740	604	537	534	641	461
CAPEX / Amortyzacja	41%	45%	71%	82%	101%	100%	100%

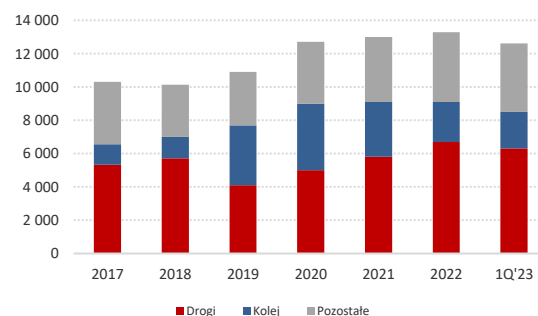
BUDIMEX

Rekomendacja	Redukuj	www: www: www.budimex.pl
Wycena końcowa [PLN]	376,5	
Potencjał	-8,6%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	412,0	2Q'23: 26 lip*
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5	3Q'23: 30 paź
Kapitalizacja [mln PLN]	10 518	*wybrane dane finansowe

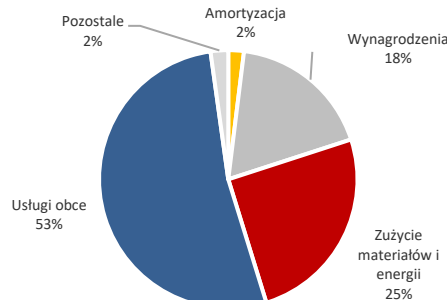
Wyniki Q [mln PLN]	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P
Przychody	1 599	2 399	2 370	2 251	1 939	2 388
budowlanka	1 436	2 198	2 175	2 012	1 724	2 175
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	166	205	204	246	218	216
wyłączenia	-3	-4	-9	-7	-2	-4
Zysk brutto ze sprzedaży	132	264	256	221	174	242
budowlanka	107	229	217	192	138	204
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	26	35	41	32	37	38
wyłączenia	-1	-1	-3	-3	-1	0
SG&A	70	82	74	105	80	87
PPO/PKO	-4	-5	0	30	8	5
EBITDA	94	214	219	187	141	200
EBIT	57	177	182	146	102	160
Zysk brutto	63	199	204	183	143	199
Zysk netto	56	145	157	176	106	155
Dług netto	-2 867	-1 890	-2 130	-3 010	-3 174	-2 665

Wskaźniki	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P
Przychody zmiana r/r	28,5%	20,2%	3,4%	-5,3%	21,3%	-0,5%
EBITDA zmiana r/r	-5,0%	-14,4%	23,2%	-9,3%	50,3%	-6,7%
Zysk netto zmiana r/r	32,7%	-8,4%	55,7%	17,8%	88,6%	7,0%
Marża brutto na sprzedaży	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%	10,1%
Marża EBITDA	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%	8,4%
Marża netto	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%	6,5%

Portfel [mln PLN]



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 407,1 PLN. Natomiast wycena porównawcza oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 304,9 PLN (osobno wyceniliśmy FB Serwis oraz osobno działalność budowlaną). Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 376,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	407,1
Wycena metodą porównawczą	30%	304,9
- wycena część budowlanej* do krajowych spółek budowlanych	50%	236,4
- wycena część budowlanej* do europejskich spółek budowlanych	50%	269,6
- wycena FB Serwis**		51,9
Wycena 1 akcji [PLN]		376,5

Źródło: DM BDM S.A., *wycena części budowlanej oraz innych działalność 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 (5,5%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Zakładamy wzrost przychodów skonsolidowanych do 9,3 mld PLN w 2023 roku, Obecny portfel zleceń daje naszym zdaniem perspektywę do utrzymania podobnego poziomu w 2024 roku, mimo obecnie bardziej wymagającego otoczenia dla kontraktacji nowych zleceń.
- Zwiększona presja na marżę może być naszym zdaniem odczuwalna przez spółkę dopiero w 2024 roku, jednocześnie powinno to być wtedy rekompensowane przez dużą poduszkę bezpieczeństwa w postaci zawiązyanych rezerw na straty (po 1Q'23 7,4% portfela przy średniej 4,1% za ostatnie 10 lat, co daje ok 400 mln PLN „nadwyżkowych” rezerw – zwracamy uwagę, że ewentualna gotówka generowana jest wcześniej, rezerwy ostatecznie albo są rozwiązywane albo wykorzystywane - jest to wtedy odpowiednio albo neutralne albo negatywne dla gotówki).
- W średnim terminie przyjmujemy, że spółka będzie w stanie przekroczyć 10 mld PLN przychodów a marża EBIT będzie kształtować się w okolicy 5,9-6% (średnia ważona marża na sprzedaży spółki za ostatnie 5 lat to 6,1% - należy jednak brać pod uwagę brak obecnie segmentu deweloperskiego, podobna średnia dla samego segmentu budowlanego to 4,8%).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników. 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).
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 2,0% (w tym zmiana kapitału obrotowego w okresie rezydualnym została ustalona na 0 mln PLN).
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2032.
- Efektywną stopę podatku przyjęto na poziomie 20%.
- Wycena została sporządzona na dzień 18.07.2023 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 10,4 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 407,1 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 283,8	9 314,1	9 512,4	9 898,6	10 197,3	10 456,7	10 692,0	10 913,0	11 126,2	11 335,6
EBIT [mln PLN]*	628,6	687,3	683,7	645,3	598,9	616,7	630,8	643,6	655,9	667,9
Stopa podatkowa	21%	20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	129,4	137,5	136,7	122,6	113,8	117,2	119,8	122,3	124,6	126,9
NOPLAT [mln PLN]	499,2	549,8	547,0	522,7	485,1	499,5	510,9	521,4	531,3	541,0
Amortyzacja [mln PLN]	161,7	161,6	163,4	164,8	166,3	167,8	169,4	171,0	172,5	174,0
CAPEX [mln PLN]	-163,9	-162,1	-162,9	-165,9	-167,8	-169,9	-171,8	-173,8	-175,2	-176,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	393,6	595,2	453,4	506,2	525,5	474,4	444,5	429,3	424,2	426,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	890,6	1 144,5	1 000,8	1 027,7	1 009,0	971,9	953,0	947,8	952,8	964,6
DFCF [mln PLN]	846,3	972,4	760,1	697,5	611,9	526,4	461,0	409,4	367,4	332,1
Suma DFCF [mln PLN]	5 984,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 517,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 899,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	7 884,3									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-3 010,4									
Dywidenda 2023 [mln PLN]	459,3									
Udziały mniejszości [mln PLN]	41,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	10 394,3									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	407,1									

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

Przychody zmiana r/r	7,7%	0,3%	2,1%	4,1%	3,0%	2,5%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%
EBIT zmiana r/r	11,8%	9,3%	-0,5%	-5,6%	-7,2%	3,0%	2,3%	2,0%	1,9%	1,8%
FCF zmiana r/r	-27,2%	28,5%	-12,6%	2,7%	-1,8%	-3,7%	-1,9%	-0,5%	0,5%	1,2%
Marża EBITDA	8,5%	9,1%	8,9%	8,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%
Marża EBIT	6,8%	7,4%	7,2%	6,5%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Marża NOPLAT	5,4%	5,9%	5,8%	5,3%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
CAPEX / Przychody	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	101,3%	100,3%	99,7%	100,7%	100,9%	101,2%	101,4%	101,7%	101,5%	101,4%
Zmiana KO / Przychody	-4,2%	-6,4%	-4,8%	-5,1%	-5,2%	-4,5%	-4,2%	-3,9%	-3,8%	-3,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-59,2%	-1961,3%	-228,7%	-131,1%	-175,9%	-182,9%	-188,9%	-194,3%	-199,0%	-203,4%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
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	97,0%	97,5%	98,0%	98,4%	98,8%	99,3%	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	3,0%	2,5%	2,0%	1,6%	1,2%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	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	428,6	439,3	452,8	5,5%	421,4	431,2	443,4	5,5%	446,5	431,2	417,4
	0,9	413,4	422,2	433,2	6,0%	410,1	418,6	429,1	6,0%	433,8	418,6	405,0
	1,0	399,7	407,1	416,2	6,5%	399,7	407,1	416,2	6,5%	422,2	407,1	393,7
	1,1	387,4	393,7	401,2	7,0%	390,1	396,6	404,5	7,0%	411,6	396,6	383,3
	1,2	376,2	381,5	387,9	7,5%	381,2	387,0	393,9	7,5%	401,8	387,0	373,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Ze względu na rosnące znaczenie wyceny FB Serwis w całości wyceny Budimexu zmieniliśmy nasze podejście do wyceny porównawczej spółki. Obecnie 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 każdego roku przyjęto wagę 33%.

Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 304,9 PLN (część budowlana na 253,0 PLN, FB Serwis 51,9 PLN w przeliczeniu na 1 akcję Budimexu). Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego, różna polityka dywidendowa).

Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek polskich

	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Dekpol	3,4	2,8	2,1
Erbud	7,5	5,9	4,7
Mirbud	3,0	2,7	3,2
Pekabex	5,2	5,0	4,9
Polimex	3,2	2,5	1,8
Torpol	1,1	0,8	0,7
Unibep	6,0	5,1	3,7
Mediana	3,4	2,8	3,2
Budimex*	9,1	7,6	7,0
Premia / dyskonto	168,6%	173,3%	120,0%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	217,6	231,9	259,7
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		236,4	

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		
	2023P	2024P	2025P
Bilfinger	4,5	3,6	3,1
Hochtief	4,8	4,5	4,3
NCC	4,2	4,2	4,0
Peab	7,2	7,0	6,6
Porr	1,0	0,9	0,7
Skanska	7,0	6,2	5,2
SNC-Lavalin	12,2	10,2	9,0
Strabag	1,0	0,8	0,5
Tecnicas Reunidas	3,4	3,3	4,0
Veidekke	5,5	5,1	4,8
WeBuild	3,0	2,6	2,4
YIT	16,5	9,7	7,2
Mediana	4,7	4,4	4,1
Budimex*	9,1	7,6	7,0
Premia / dyskonto	95,0%	72,9%	70,0%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	249,5	274,9	284,3
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		269,6	

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

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym (=A + B)		304,9
A) Wycena część budowlanej*		253,0
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	236,4
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	269,6
B) Wycena FB Serwis		51,9

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]

	2019	2020	2021	2022*	2023P	2024P	2025P
Przychody	7 570	8 382	7 911	8 619	9 284	9 314	9 512
FB Serwis	498	610	780	818	879	945	1 016
budownictwo i pozostałe	7 071	7 772	7 131	7 801	8 404	8 369	8 496
EBITDA	424	776	734	715	790	849	847
FB Serwis	78	118	130	146	154	165	178
budownictwo i pozostałe	346	658	604	569	636	683	669
Gotówka netto	1 169	1 912	2 457	3 010	3 565	4 226	4 712
FB Serwis	-24	44	116	149	170	193	218
budownictwo i pozostałe	1 192	1 868	2 341	2 862	3 395	4 033	4 494

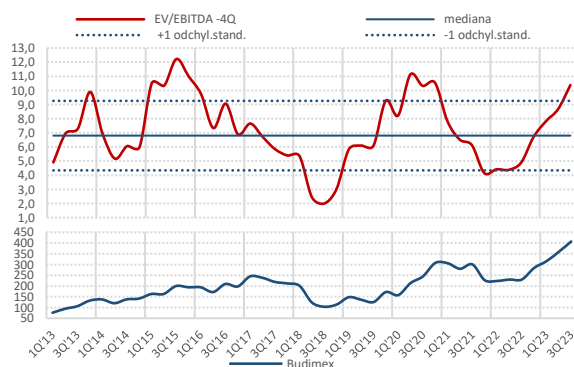
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, KRS (historyczne skonsolidowane wyniki FB Serwis na bazie danych z KRS, które minimalnie różnią od danych z prezentacji spółki, *dane z KRS do 2021 roku – za 2022 dostępne na razie jest jedynie sprawozdanie jednostkowe), założono wypłatę 50% zysku netto FB Serwis w postaci dywidendy do Budimexu

Wycena porównawcza FB Serwis

	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Coor Service Management (SWE)	7,5	7,1	6,7
Lassila & Tikanoja (FIN)	5,7	5,3	5,0
Mo-Bruk (PL)	7,4	7,1	6,0
Republic Services (USA)	7,4	7,1	6,0
Seche Environnement (FRA)	7,4	7,1	6,0
Waste Management (USA)	7,4	7,1	6,0
Mediana	7,4	7,1	6,0
FB Serwis*	7,5	6,8	6,2
Premia / dyskonto	1,2%	-4,3%	3,5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	51,4	53,9	50,5
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		51,9	

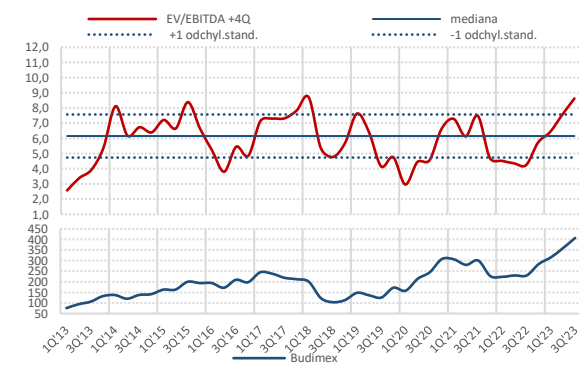
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, *przy wycenie uzyskanej na bazie wyceny porównawczej

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



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

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)

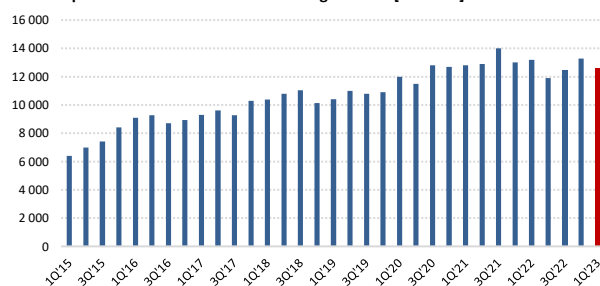
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Kontrakty budowlane o wartości >300 mln PLN podpisane przez Budimex od 2019 roku

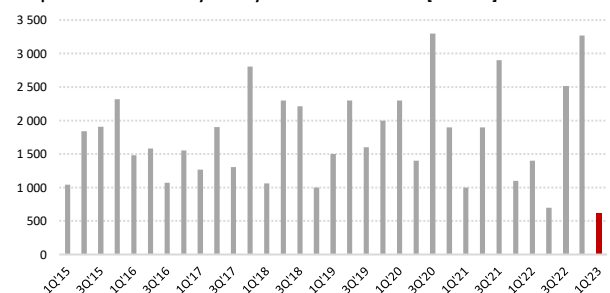
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*
2023			
nko	GDDKiA	Kontynuacja projektowania i budowa obwodnicy Zabierzowa w ciągu DK 79	549,4
maj 23	PKP PLK	Linia kolejowa nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. A1	366,1
nko	PKP PLK	Prace na odcinku Tychy – podg. Most Wisła	909,5
2022			
gru 22	MON	Rozbudowa kompleksu wojskowego w Siedlcach	294,6
lis 22	Nds	D1 Bratislava Triblavina	519,9
lis 22	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebennie (Tomaszów Lubelski - Hrebennie)	486,4
lis 22	5 Woj. Szpital Klin.	Budowa budynku szpitala	319,4
paź 22	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebennie (Zamość Wschód - Zamość Południe)	358,2
lip 22	DCT Gdańsk	Rozbudowa Terminala Kontenerowego - Projekt T3	879,3
lip 22	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (Kosztowy - Bieruń)	397,7
mar 22	Tramw. Warszawskie	Szybki tramwaj: Puławska - Św. Bonifacego - Branicka	557,3
sty 22	Komendą Główną SG	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej na odcinku Podlaskiego O. SG	326,2
2021			
sie 21	PKP PLK	Linia E75 etap I odcinek Białystok – Elk	587,0
lip 21	GDDKiA	S6 na odcinku Słupsk – Bożepole Wielkie (Leśnice – w. Bożepole Wielkie)	584,3
lip 21	Frito Lay	Budowa zakładu Frito Lay	465,8
kwi 21	Urząd Morski w Gdyni	Budowa drogi wodnej łączącej Zalew Wiślaný z Zatoką Gdańską – Część II	466,7
kwi 21	GDDKiA	Budowa Obwodnicy Metropolii Trójmiejskiej (Chwaszczyno - Żukowo)	581,4
2020			
gru 20	GDDKiA	S19 Białystok Zachód - Białystok Księżyno	469,1/rozwiązany
paź 20	Gaz-System	Gazociąg DN1000 Goleniów – Lwówek (odc. Goleniów – Ciecierzycze)	314,0
lip 20	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (obwodnica Oświęcimia)	380,2
lip 20	PKP PLK, TW	Przebudowa stacji Warszawa Zachodnia	1 941,5
maj 20	GDDKiA	S7 Płońsk – Czosnów (odc. III: Modlin - Czosnów)	486,8
kwi 20	GDDKiA	S-5 Nowe Marzy - Bydgoszcz - granica woj. (Nowe Marzy - Dworzysko)	460,8
mar 20	GDDKiA	S11 Koszalin – Szczecinek (Koszalin Zachód – Zegrze Pomorskie)	471,4
sty 20	MPWiK	Budowy kolektora Wiślanego – etap II	349,0
sty 20	GDDKiA	S-61 Obwodnica Augustowa – granica państwa (Suwałki - Budzisko)	843,7
2019			
paź 19	PKP PLK	Most Wisła - Czechowice-Dziedzice - Zabrzeg	1 399,8
lip 19	Gaz-System	Budowa gazociągu Strachocina – granica RP	521,5
cze 19	PKP PLK	Poprawa dostępu kolejowego do portu morskiego w Gdyni	1 883,3
mar 19	PKP PLK	Wykonanie robót modernizacji LK nr 7 na odcinku Dęblin – Nałęczów	616,4

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa cena, * w części przypadającej na Budimex

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

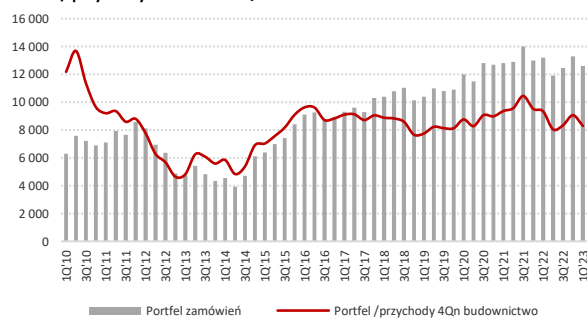


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

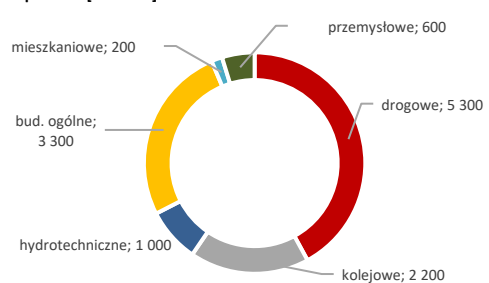
Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela [mln PLN]



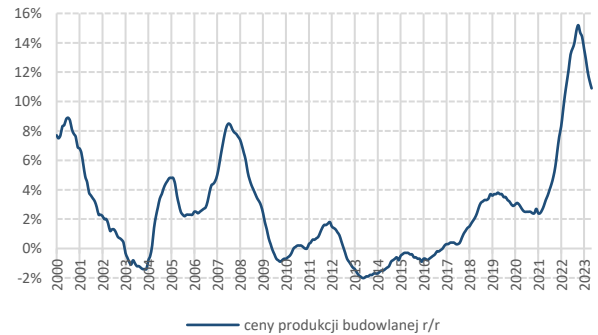
Źródło: DM BDM S.A., spółka,

STRONA KOSZTOWA

Produkcja budowlana w Polsce r/r

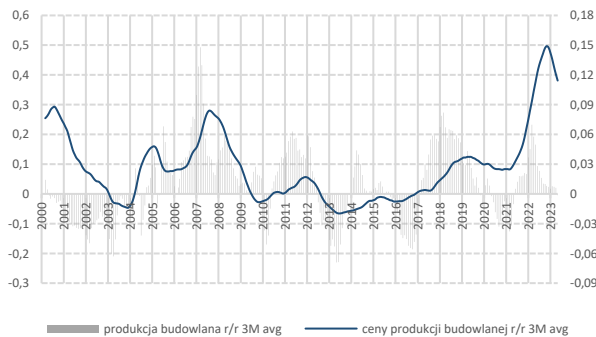


Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



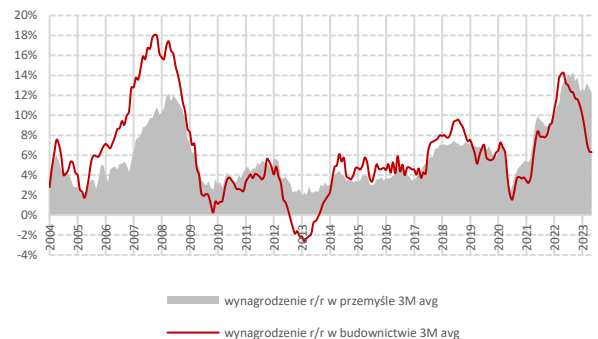
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



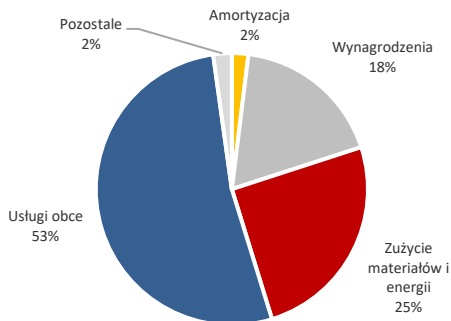
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



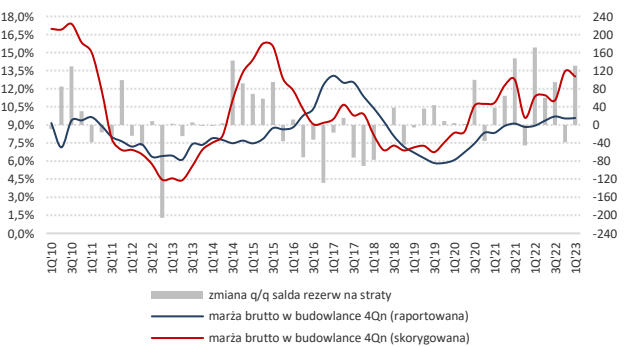
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Budimex - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



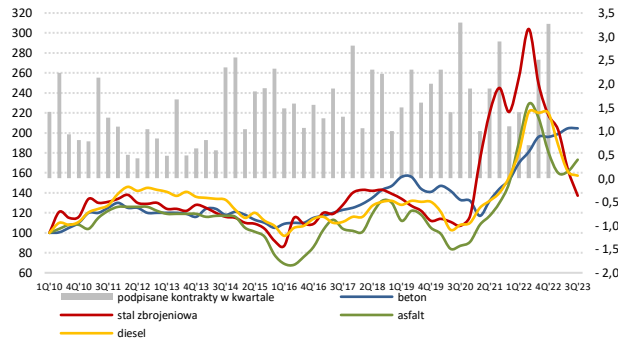
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Raportowana marża w segmencie budowlanym Budimexu vs marża skorygowana o zmianę rezerw na straty



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON

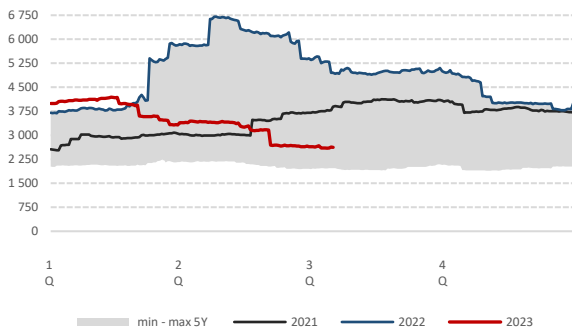


Źródło: DM BDM S.A., Budimex, *indeksy cen w 2 i 3Q'23 szacunkowo

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

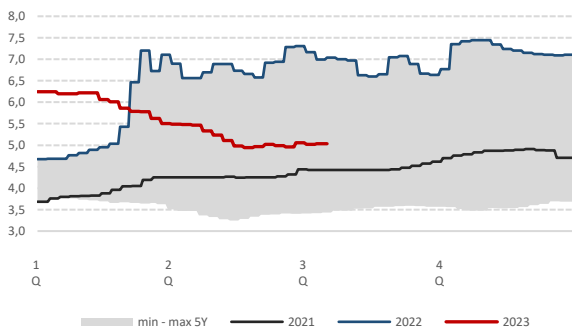
Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom, ponad 15% r/r w październiku. W następnych miesiącach zaczęła się powoli obniżać. Obecnie trend jest już wyraźnie opadający, w maju dynamika spowolniła do 10,9% (najniżej od marca 2022). Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego GDDKiA to pierwsze dane za 2Q'23 (założenia, że kwiecień=2Q'23) wykazały -1% spadek r/r, w przypadku PKP PLK -9% spadek r/r. Są to tylko materiały, wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI i wartość stałą, ale wskazuje to z jak zaawansowanym już spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej która w ostatnich miesiącach oscyluje w okolicy zerowej realnej dynamiki r/r. Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej koniunktury w budownictwie, jest zazwyczaj korzystny dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane duże portfele zleceń). Stabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration. Jednocześnie obecnie zdobywane kontrakty (cykliczny dotek) stają się coraz bardziej ryzykowne pod kątem przyszłych marż (perspektywa odbicia popytu na materiały w przypadku odbudowy rynku).

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



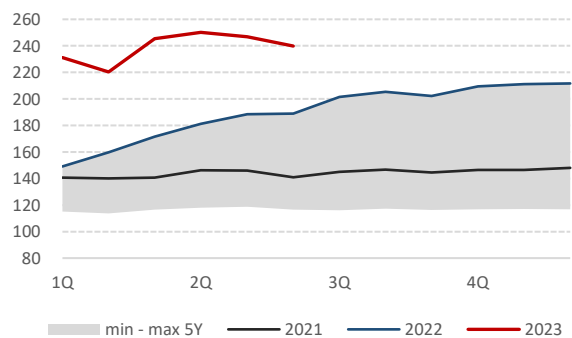
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cement – indeks PSB*



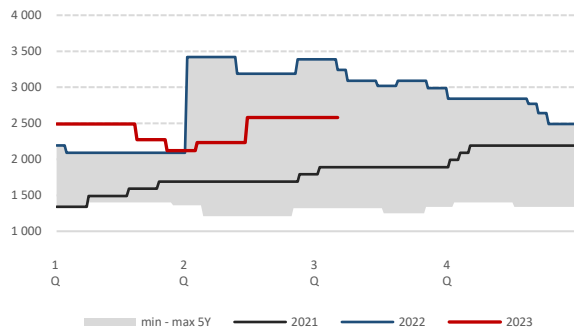
Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, *100= koniec 2010 roku

Spółka w 3Q'22 zawarła z GDDKiA aneksy, które podniosły limity waloryzacyjne do 10% na już realizowanych kontraktach (podwyższona waloryzacja dotyczy prac wykonywanych po 24 lutego 2022). Także PKP PLK w 2023 roku zdecydowała się na podniesienie limitu waloryzacji do 10%. Natomiast w przypadku inwestorów prywatnych, po negocjacjach, większość godziła się na wyrównanie wyższych kosztów (uważamy, że najtrudniejsze rozmowy są obecnie z samorządami oraz deweloperami mieszkaniowymi). Obecnie branża naciska na GDDKiA, by jeszcze raz zwiększyła limity waloryzacyjne (do 15-20%), argumentując to osiągnięciem przez część kontraktów, podpisanych przed 2022 rokiem, poprzedniego limitu waloryzacji. Jednym ze scenariuszy branych pod uwagę jest tym razem indywidualne podejście do każdego z kontraktów po jego zakończeniu (a nie „hurtowa” waloryzacja jak w 3Q'22). Prowadzone są także rozmowy o certyfikacji wykonawców, co miałyby doprowadzić do wykluczenia z ofertowania firm bez zaplecza na rynku polskim (głównie chodzi o podmioty spoza UE, [link](#)).

GDDKiA w 1H'23 podpisała 8 umów na 3,5 mld PLN (94 km, plan na cały 2023 zakłada 239 km w nowych umowach). Otwarto oferty w 9 przetargach (średnia z najniższych ofert to 85% budżetu, dla porównaniu w okresie 1-3Q'22 było to 99%). Ogłoszono przetargi na osiem zadań o łącznej długości blisko 142 km (plan na 2H'23 zakłada 351 km z PBDK i 85 km z programu Budowy Obwodnic). W toku jest w sumie 17 postępowań przetargowych na odcinki o łącznej długości ok. 230 km (w tym dla pięciu nie złożono jeszcze ofert).

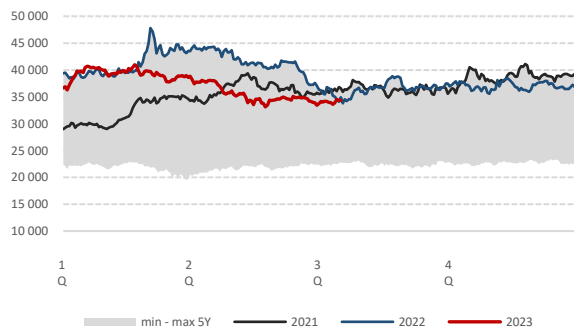
W 2Q'23 prowadzone były konsultacje dotyczące nowego Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku (nowy KPK w zakresie lat 2021-27 ma zakładać wydatki na poziomie ok 80 mld PLN, [link](#)). W 2Q'23 ruszyło powoli podpisywanie umów, na które środki miały pochodzić z KPO (prefinansowanie z PFR). Ze spółek giełdowych po jednej umowie podpisały Budimex i Torpol. Nowy obszarem finansowania inwestycji kolejowych ma być w kolejnych latach dodatkowo CPK (strona internetowa CPK podaje, że chodzi o 1981 km nowych linii do 2034 roku). W czerwcu zatwierdzono Plan Generalny lotniska, spółka uzyskała także decyzję środowiskową (kolejny etapy to decyzja lokalizacyjna oraz pozwolenie na budowę).

Asfalt – ceny Uni-Bitumen [PLN/t]



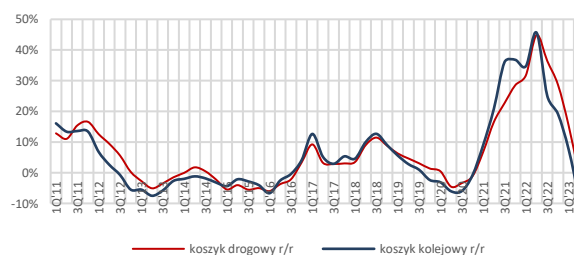
Źródło: DM BDM S.A., Lotos Asfalt, Uni-Bitumen

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w drogach i kolei [r/r]*



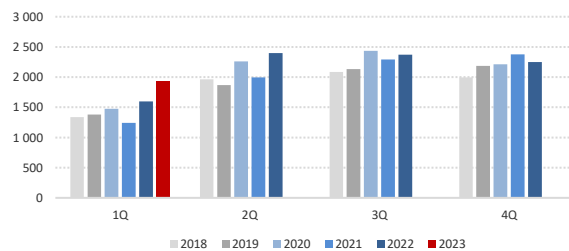
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

- 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 (dla nawierzchni betonowych relatywnie większy jest udział cementu).
- 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.

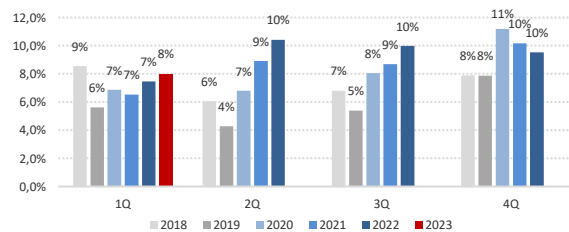
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY**Wyniki skonsolidowane spółki według segmentów [mln PLN]**

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody ze sprzedaży	1 380,3	1 868,2	2 134,1	2 187,1	1 474,9	2 259,5	2 434,9	2 212,9	1 244,8	1 996,3	2 292,7	2 377,4	1 599,0	2 399,2	2 370,2	2 250,7	1 939,4
Budownictwo	1 271,8	1 853,9	2 010,3	2 016,0	1 426,3	1 954,9	2 130,3	2 027,8	1 180,1	1 848,7	2 089,4	2 164,2	1 435,9	2 198,1	2 175,1	2 011,7	1 724,2
Usługi	0,7	0,8	132,5	144,3	131,7	145,7	153,9	181,1	167,5	192,7	203,8	219,1	166,0	205,2	204,3	245,8	217,6
Nieruchomości	187,0	125,8	109,6	135,4	5,3	269,4	278,5	120,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-79,3	-112,3	-118,3	-108,6	-88,5	-110,4	-127,9	-116,4	-102,8	-45,2	-0,5	-5,9	-2,9	-4,1	-9,3	-6,9	-2,4
Zysk brutto ze sprzedaży	106,0	103,4	144,4	197,8	110,7	216,8	274,2	335,2	96,7	278,9	213,4	244,7	132,1	263,9	255,8	220,6	174,2
Budownictwo	71,6	79,5	108,4	158,7	98,0	132,8	171,5	227,1	77,0	165,0	181,6	219,8	107,2	229,1	217,3	191,7	138,1
Usługi	0,4	0,4	23,9	14,6	23,5	19,8	31,7	35,0	32,2	48,5	32,4	27,4	25,7	35,3	41,4	32,0	36,7
Nieruchomości	38,6	31,7	29,0	37,9	0,7	73,7	75,8	84,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-4,6	-8,2	-16,9	-13,4	-11,5	-9,5	-4,8	-11,7	-12,5	65,4	-0,6	-2,5	-0,8	-0,5	-2,9	-3,0	-0,6
SG&A	59,5	61,7	29,2	79,1	65,8	71,4	65,5	105,6	62,9	62,2	65,0	90,6	70,3	81,6	73,9	104,9	80,1
Zysk na sprzedaży	46,5	41,7	115,3	118,6	45,0	145,4	208,7	229,7	33,8	216,7	148,4	154,1	61,8	182,3	181,9	115,8	94,1
Saldo pozostałej działalności	3,5	19,7	-3,1	-23,8	-11,6	-22,2	3,9	39,6	29,0	-3,1	-8,4	16,6	-4,3	-5,0	0,1	29,9	8,2
EBITDA	68,7	81,7	144,9	128,8	65,6	155,9	248,0	306,6	99,0	250,4	177,9	206,4	94,0	214,4	219,2	187,2	141,3
EBIT	50,0	61,4	112,2	94,9	33,3	123,3	212,7	269,3	62,8	213,6	140,0	170,7	57,4	177,3	182,0	145,7	102,3
Budownictwo	22,3	40,5	90,4	53,9	33,1	51,0	126,6	176,9	48,8	112,4	117,0	167,3	42,8	154,4	155,4	118,9	80,8
Usługi	0,4	0,4	17,3	5,0	18,8	10,5	24,6	24,7	22,3	33,0	23,0	3,5	14,8	22,9	26,7	27,8	21,5
Nieruchomości	27,6	2,7	18,0	45,5	-7,5	64,4	59,6	74,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-0,3	-5,1	-13,6	-9,6	-11,1	-2,7	1,8	-6,8	-8,3	68,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0
Saldo finansowe	-5,1	-3,1	-6,9	24,2	-5,1	1,1	-14,9	2,2	-8,1	-8,7	-10,4	-5,4	5,1	22,2	22,3	36,7	40,7
Wynik brutto	45,3	62,7	105,3	119,1	28,2	124,4	197,8	271,6	54,7	204,9	129,6	165,3	62,6	199,5	204,3	182,5	143,1
Wynik netto	28,5	43,6	65,0	88,9	22,1	88,5	146,5	202,4	42,5	158,2	101,1	149,3	56,4	144,9	157,3	175,9	106,3
CFO	-467,5	-213,2	472,0	783,1	349,3	125,8	536,7	-124,2	449,0	84,3	41,6	190,6	404,4	-264,1	297,1	990,3	212,8
Gotówka (dług) netto	510,1	130,1	361,9	1 168,6	1 454,7	1 589,2	1 953,6	1 912,4	2 014,3	2 670,6	2 719,3	2 457,0	2 867,0	1 890,4	2 129,8	3 010,4	3 174,1
Marża brutto ze sprzedaży	7,7%	5,5%	6,8%	9,0%	7,5%	9,6%	11,3%	15,1%	7,8%	14,0%	9,3%	10,3%	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%
Budownictwo	5,6%	4,3%	5,4%	7,9%	6,9%	6,8%	8,0%	11,2%	6,5%	8,9%	8,7%	10,2%	7,5%	10,4%	10,0%	9,5%	8,0%
Usługi	60,9%	54,9%	18,0%	10,1%	17,9%	13,6%	20,6%	19,3%	19,2%	25,2%	15,9%	12,5%	15,5%	17,2%	20,3%	13,0%	16,9%
Nieruchomości	20,6%	25,2%	26,4%	28,0%	13,4%	27,4%	27,2%	70,5%	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	4,3%	3,3%	1,4%	3,6%	4,5%	3,2%	2,7%	4,8%	5,1%	3,1%	2,8%	3,8%	4,4%	3,4%	3,1%	4,7%	4,1%
Marża EBITDA	5,0%	4,4%	6,8%	5,9%	4,4%	6,9%	10,2%	13,9%	8,0%	12,5%	7,8%	8,7%	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%
Marża netto	2,1%	2,3%	3,0%	4,1%	1,5%	3,9%	6,0%	9,1%	3,4%	7,9%	4,4%	6,3%	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%
Portfel	10 400	11 000	10 800	10 900	12 000	11 500	12 800	12 700	12 800	12 900	14 000	13 000	13 200	11 900	12 466	13 290	12 608
Rezerwy na straty	152,1	188,3	232,2	240,7	244,7	246,7	346,3	310,4	348,7	413,1	560,5	514,8	686,5	746,7	841,6	803,3	934,4
zmiana q/q	-6,0	36,2	43,9	8,5	4,0	2,0	99,6	-35,9	38,2	64,4	147,4	-45,7	171,7	60,2	94,9	-38,3	131,1
Rezerwy na naprawy	417,4	434,8	467,1	480,7	514,1	527,3	588,9	591,5	592,7	602,1	636,0	617,6	611,2	609,3	636,6	636,0	642,7

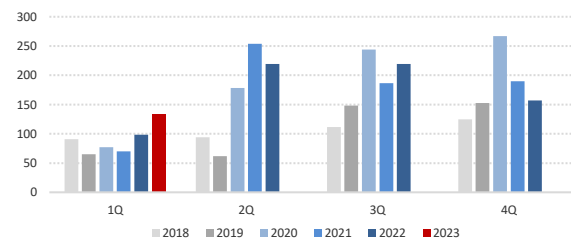
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

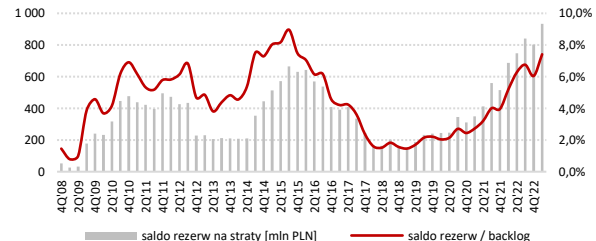
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]

Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja

Saldo rezerw na straty / backlog do 3Q'22

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Okres 1Q'23 przyniósł 1,94 mld PLN (+21% r/r, zima nie była w tym roku utrudnieniem) sprzedaży oraz 106 mln PLN zysku netto (56 mln PLN rok temu, mocnym driverem był wzrost r/r przychodów i marży w budownictwie, istotną część przyrostu wyniku była także pochodną dużego saldo finansowego uwzględnającego odsetki od nadwyżki gotówki, drugim). Gotówka netto sięgnęła 3,2 mld PLN.
- Na koniec 1Q'23 portfel zamówień Budimexu sięgnął 12,6 mld PLN (-4% r/r, -5% q/q). Z tej kwoty 8,5 mld przypada na infrastrukturę.
- Szerszy opis do wyników za 1Q'23 przedstawiliśmy w Komentarzu Analityka z 19 kwietnia 2023 dotyczącym wyników szacunkowych ([link](#)) oraz Biuletynie porannym z 10 maja 2023 ([link](#)). Poniżej podsumowanie ostatniej konferencji wynikowej.

Podsumowanie konferencji wynikowej po 1Q'23 (10 maj 2023)

1Q'23: dużemu wzrostowi przychodów r/r sprzyjały dobre warunki pogodowe oraz wysokie tempo prac w kontraktach hydrotechnicznych; stabilizacja cen materiałów i łatwiejszy dostęp do podwykonawców wspierały marżę

Backlog: portfel na koniec 2023 roku powinien być rekordowy, spółka powinna przekroczyć założony plan pozyskania nowych kontraktów (6 mld PLN); spółka spodziewa się wkrótce podpisania kontraktów kolejowych z PKP PLK; spółka ma najniższe oferty na trzech przetargach na prace przygotowawcze dla CPK

Rezerwy na straty: spółka uważa, że poziom rezerw w relacji do backlogu nie odbiega od poziomów historycznych; część rezerw zostanie wykorzystana a część może zostać rozwiązana; Muzeum Historii Polski – budowa powinna zostać zakończona w XI'23 – spółka liczy na waloryzację

Materiały: spółka spodziewa się stabilizacji cen; 95% dostaw asfaltu na 2 lata zostało zahegdowane w Orlenie (transakcja dokonana w maju'23), spółce udało się uzyskać cenę, która nie wpływa na rentowność zakładaną w momencie podpisania kontraktów, spółka uważa, że złapała dołek cenowy (spadek cen ropy i umocnienie PLN)

Waloryzacja GDDKiA: obecnie spółka ma kilka kontraktów, które przekroczyły limit 10%, negocjacje o wzroście limitu toczą się od 4Q'22 ze strony całej branży, jednocześnie prowadzone są także rozmowy indywidualne (kontrakty z 2019-1H'20)

Gotówka: spółka chciałaby prowadzić projekty w formule finansuj i buduj; spółka chciałaby inwestować środki, aby uzyskiwać lepsze zwroty niż na lokatach (ok. 1,5 mld PLN może być przeznaczona na inwestycje); spółka zakłada wypłatę 100% zysku w formie dywidendy także w kolejnych latach

BXF (OZE): na przełomie 2027/28 spółka chciałaby mieć 500 MW w eksploatacji, cel jest ambitny ze względu na terminy, spółka startuje od zera; trzy drogi dojścia: akwizycja projektów Ready to Build, dewelopowanie od zera, kooperacja z mniejszymi deweloperami; projekty finansowane w formule project finance (banki); spółka będzie też chciała sprzedawać projekty na rynku

Mobility: spółka ma obecnie ok. 160 ładowarek EV (celem jest bycie w pierwszej trójce w Polsce); cel to 450 ładowarek do 2026 (połowa powinna być osiągnięta w 2023); spółka będzie rozwijana w Budimexie (nie w BXF)

Prognozy wyników na 2Q'23 i kolejne okresy

Prognozy wyników na 2Q'2023

	2Q'22	2Q'23P	zmiana r/r	1H'22	1H'23P	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r	2024P	zmiana r/r
Przychody	2 399,2	2 387,5	-0,5%	3 998,2	4 326,9	8,2%	8 619,1	9 283,8	7,7%	9 314,1	0,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	263,9	242,3	-8,2%	396,0	416,5	5,2%	872,4	975,4	11,8%	1 062,2	8,9%
Zysk na sprzedaży	182,3	155,1	-14,9%	244,1	249,2	2,1%	541,8	616,1	13,7%	691,5	12,2%
EBITDA	214,4	200,1	-6,7%	308,5	341,4	10,7%	714,8	790,4	10,6%	848,9	7,4%
EBIT	177,3	160,1	-9,7%	234,7	262,4	11,8%	562,4	628,6	11,8%	687,3	9,3%
Zysk brutto	199,5	199,2	-0,1%	262,1	342,3	30,6%	648,9	776,1	19,6%	792,0	2,1%
Zysk netto	144,9	155,0	7,0%	201,2	261,3	29,9%	534,4	602,1	12,7%	619,4	2,9%
Marża brutto ze sprzedaży	11,0%	10,1%		9,9%	9,6%		10,1%	10,5%		11,4%	
Marża na sprzedaży	7,6%	6,5%		6,1%	5,8%		6,3%	6,6%		7,4%	
marża EBITDA	8,9%	8,4%		7,7%	7,9%		8,3%	8,5%		9,1%	
marża EBIT	7,4%	6,7%		5,9%	6,1%		6,5%	6,8%		7,4%	
marża netto	6,0%	6,5%		5,0%	6,0%		6,2%	6,5%		6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W segmencie budowlanym zakładamy w 2Q'23 2,18 mld PLN sprzedaży (-1% r/r, baza z 2Q'22 jest wysoka ze względu na realizację w tamtym okresie „szybkiego” kontraktu na barierę fizyczną na granicy z Białorusią). W przypadku marży także może być odczuwalna podwyższona baza z ubiegłego roku (rozpoznano wtedy część podwyższonej waloryzacji ze strony GDDKiA oraz był to kwartał bardziej optymistycznego podejścia do ryzyk vs 1Q'22). Spodziewamy się, że marża w 2Q'23 może wynieść ok. 9,4% (vs 8,0% w 1Q'23 oraz 10,4% w 2Q'22). Zakładamy, że segment budowlany będzie kontrybuował w wysokości 134,5 mln PLN na poziomie EBIT (przy założeniu +5 mln PLN na PPO/PKO) vs 154,4 mln PLN rok temu.
- W segmencie pozostałe (FB Serwis) zakładamy lekki wzrost przychodów (+5% r/r) i porównywalnej rentowności r/r. Zakładamy 25 mln PLN EBIT (vs 23 mln PLN rok temu).
- Sezonowo pozycja gotówkowa może spaść vs 1Q'23 (wypłata dywidendy, lekko ujemny CFO), spodziewamy się ok 2,7 mld PLN gotówki netto (blisko 3,2 mln PLN po 1Q'23). Oczekujemy wysokiej, dodatniej kontrybucji salda finansowego netto do wyniku (zakładamy +39 mln PLN). Na zysku netto estymujemy 155 mln PLN w 2Q'23 (vs 145 mln PLN rok temu).

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	1 244,8	1 996,3	2 292,7	2 377,4	1 599,0	2 399,2	2 370,2	2 250,7	1 939,4	2 387,5	2 515,4	2 441,5	1 869,4	2 403,6	2 531,7	2 509,4
Budownictwo	1 180,1	1 848,7	2 089,4	2 164,2	1 435,9	2 198,1	2 175,1	2 011,7	1 724,2	2 175,1	2 299,8	2 206,2	1 639,5	2 175,1	2 299,8	2 256,3
Usługi	167,5	192,7	203,8	219,1	166,0	205,2	204,3	245,8	217,6	216,1	219,3	239,1	233,7	232,2	235,7	256,6
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	-102,8	-45,2	-0,5	-5,9	-2,9	-4,1	-9,3	-6,9	-2,4	-3,7	-3,7	-3,8	-3,7	-3,7	-3,7	-3,5
Zysk brutto ze sprzedaży	96,7	278,9	213,4	244,7	132,1	263,9	255,8	220,6	174,2	242,3	283,2	275,7	194,3	275,6	292,0	300,2
Budownictwo	77,0	165,0	181,6	219,8	107,2	229,1	217,3	191,7	138,1	204,5	241,5	235,1	155,7	233,8	247,2	257,6
Usługi	32,2	48,5	32,4	27,4	25,7	35,3	41,4	32,0	36,7	37,8	41,7	40,4	38,6	41,8	44,8	42,9
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	-12,5	65,4	-0,6	-2,5	-0,8	-0,5	-2,9	-3,0	-0,6	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,3
SG&A	62,9	62,2	65,0	90,6	70,3	81,6	73,9	104,9	80,1	87,2	82,8	109,1	82,6	90,2	85,8	112,0
Zysk na sprzedaży	33,8	216,7	148,4	154,1	61,8	182,3	181,9	115,8	94,1	155,1	200,3	166,6	111,7	185,4	206,2	188,2
Saldo pozostałej działalności	29,0	-3,1	-8,4	16,6	-4,3	-5,0	0,1	29,9	8,2	5,0	-1,0	0,3	0,0	-0,5	-0,5	-3,2
EBITDA	99,0	250,4	177,9	206,4	94,0	214,4	219,2	187,2	141,3	200,1	240,3	208,7	152,1	225,3	246,1	225,4
EBIT	62,8	213,6	140,0	170,7	57,4	177,3	182,0	145,7	102,3	160,1	199,3	166,9	111,7	184,9	205,7	185,0
Budownictwo	48,8	112,4	117,0	167,3	42,8	154,4	155,4	118,9	80,8	134,5	169,5	139,8	86,5	156,1	173,5	156,9
Usługi	22,3	33,0	23,0	3,5	14,8	22,9	26,7	27,8	21,5	25,1	29,3	26,3	24,6	28,3	31,6	27,9
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	-8,3	68,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,2
Saldo finansowe	-8,1	-8,7	-10,4	-5,4	5,1	22,2	22,3	36,7	40,7	39,1	32,1	35,5	26,2	26,2	26,2	26,2
Wynik brutto	54,7	204,9	129,6	165,3	62,6	199,5	204,3	182,5	143,1	199,2	231,4	202,4	137,9	211,1	231,8	211,2
Wynik netto	42,5	158,2	101,1	149,3	56,4	144,9	157,3	175,9	106,3	155,0	182,9	157,9	106,7	164,6	183,2	164,9
CFO	449,0	84,3	41,6	190,6	404,4	-264,1	297,1	990,3	212,8	-50,0	100,0	727,1	200,0	-50,0	100,0	991,3
Gotówka (dług) netto	2 014,3	2 670,6	2 719,3	2 457,0	2 867,0	1 890,4	2 129,8	3 010,4	3 174,1	2 664,8	2 764,8	3 565,5	3 765,5	3 147,6	3 247,6	4 226,2
Marża brutto ze sprzedaży	7,8%	14,0%	9,3%	10,3%	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%	10,1%	11,3%	11,3%	10,4%	11,5%	11,5%	12,0%
Budownictwo	6,5%	8,9%	8,7%	10,2%	7,5%	10,4%	10,0%	9,5%	8,0%	9,4%	10,5%	10,7%	9,5%	10,8%	10,8%	11,4%
Usługi	19,2%	25,2%	15,9%	12,5%	15,5%	17,2%	20,3%	13,0%	16,9%	17,5%	19,0%	16,9%	16,5%	18,0%	19,0%	16,7%
Nieruchomości	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	5,1%	3,1%	2,8%	3,8%	4,4%	3,4%	3,1%	4,7%	4,1%	3,7%	3,3%	4,5%	4,4%	3,8%	3,4%	4,5%
Marża EBITDA	8,0%	12,5%	7,8%	8,7%	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%	8,4%	9,6%	8,5%	8,1%	9,4%	9,7%	9,0%
Marża netto	3,4%	7,9%	4,4%	6,3%	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%	6,5%	7,3%	6,5%	5,7%	6,8%	7,2%	6,6%

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

- Nasze aktualna prognoza na cały 2023 rok to 9,28 mld PLN przychodów, 629 mln PLN EBIT oraz 602 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się poprawy rentowności w 2H'23 vs 1H'23 (wygaszanie kontrybucji do wyników kontraktów pozyskanych <2022 rokiem, które mocniej ucierpiały na wzroście kosztów w 1H'22). Jednocześnie otoczenie konkurencja obecnie staje się coraz bardziej wymagające (nowe przetargi w GDDKiA i PLK postępują wolniej niż wcześniejsze plany, oferty na przetargach w mniejszym stopniu ujmują „premię” na ryzyka inflacyjne niż w 2022 roku).
- Zwracamy uwagę, że o ile marża jeszcze na początku 2022 roku była obciążona „ryzykami wojny”, to w kolejnych kwartałach duża część tych ryzyk się oddaliła. Dodatkowo GDDKiA zwiększyła limit waloryzacyjny (a później także PKP PLK), co jeszcze na początku 2Q'22 nie było takie pewne. Spółka nie raportowała księgowo wyraźnie ponadprzeciętnych marż (aczkolwiek powyżej „modelowych” 8%, które historycznie przyjmowano w średnim terminie dla segmentu budowlanego), budowała natomiast coraz wyższą pozycję na poziomie rezerw (rezerwy na straty wrosły z 686 mln PLN po 1Q'22 do 934 mln PLN po 1Q'23).
- W całym roku w segmencie budowlanym zakładamy w 2023 roku wypracowanie 8,4 mld PLN przychodów i 525 mln PLN EBIT (poprzedni rekordowy wynik na poziomie 506 mln PLN odnotowano w 2017 roku). W 2024 roku na dziś zakładamy porównywalne przychody i nieco wyższy poziom rentowności (spółka ma relatywnie dużą „poduszkę” w postaci zawiązanych rezerw, zakładamy, że przyszły i jeszcze następny rok będzie okresem ich rozwiązywania- zakładamy w tym czasie spadek o ok. 300 mln PLN vs poziom z 1Q'23).
- W segmencie pozostałym (przede wszystkim FB Serwis) zakładamy wzrost w tempie górnych kilku procent na poziomie przychodów w kolejnych latach (skokowy wzrost wymaga akwizycji). Oceniamy, że spółka musi obecnie nieco ustabilizować się operacyjnie i wizerunkowo po zmianach w zarządzie, będących konsekwencją zarzutów korupcyjnych (z informacji z kwietnia wynika, że wyjście byłego prezesa z aresztu było powiązane z przyznaniem się do zarzutów i pójściem na współpracę z prokuraturą, [link1](#), [link2](#)).
- Nasze prognozy na 2023-24 rok są na poziomie przychodów/EBIT są dość zbliżone do obecnego konsensusu (lekko wyższe w 2025 roku).

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2023		odchylenie	2024		odchylenie	2025		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	9 283,8	8 928,5	4,0%	9 314,1	9 506,5	-2,0%	9 512,4	9 634,0	-1,3%
EBITDA	790,4	787,0	0,4%	848,9	853,5	-0,5%	847,1	800,0	5,9%
EBIT	628,6	629,0	-0,1%	687,3	698,0	-1,5%	683,7	653,0	4,7%
Zysk (strata) netto	602,1	577,0	4,3%	619,4	593,0	4,4%	598,2	521,0	14,8%
Gotówka netto	3 565	3 178	12,2%	4 226	3 207	31,8%	4 712	3 266	44,3%
Marża EBITDA	8,5%	8,8%		9,1%	9,0%		8,9%	8,3%	
Marża EBIT	6,8%	7,0%		7,4%	7,3%		7,2%	6,8%	
Marża zysku netto	6,5%	6,5%		6,6%	6,2%		6,3%	5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2022		zmiana	2023		zmiana	2024		zmiana
	poprzednio	raport		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	8 633,5	8 619,1	-0,2%	8 717,1	9 283,8	6,5%	9 228,2	9 314,1	0,9%
EBITDA	728,8	714,8	-1,9%	766,5	790,4	3,1%	684,2	848,9	24,1%
EBIT	580,7	562,4	-3,1%	617,4	628,6	1,8%	536,4	687,3	28,1%
Zysk (strata) netto	517,1	534,4	3,4%	579,3	602,1	3,9%	502,1	619,4	23,4%
Gotówka netto	3 217	3 010	-6,4%	3 424	3 565	4,1%	3 770	4 226	12,1%
Marża EBITDA	8,4%	8,3%		8,8%	8,5%		7,4%	9,1%	
Marża EBIT	6,7%	6,5%		7,1%	6,8%		5,8%	7,4%	
Marża zysku netto	6,0%	6,2%		6,6%	6,5%		5,4%	6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, *raport z 29.12.2022

Prognoza wyników wg segmentów działalności [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	6 369	7 387	7 570	8 382	7 911	8 619	9 284	9 314	9 512	9 899	10 197	10 457	10 692	10 913	11 126	11 336
Budownictwo	6 070	7 048	7 152	7 539	7 282	7 821	8 405	8 371	8 498	8 833	9 105	9 337	9 545	9 737	9 921	10 100
Usługi	154	101	278	612	783	821	892	958	1 029	1 080	1 106	1 134	1 162	1 191	1 220	1 250
Nieruchomości	499	548	558	674	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Korekty	-353	-309	-418	-443	-154	-23	-14	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Zysk brutto ze sprzedaży	809,8	629,1	551,6	937,0	833,8	872,4	975,4	1 062,2	1 067,7	1 045,0	1 010,6	1 039,0	1 062,7	1 084,7	1 105,7	1 126,4
Budownictwo	689,0	507,3	418,2	629,4	643,5	745,4	819,1	894,4	887,7	856,1	817,1	840,8	859,6	876,6	892,5	907,9
Usługi	21,2	14,2	39,3	110,1	140,5	134,3	156,5	168,0	180,3	189,2	193,8	198,5	203,4	208,4	213,5	218,8
Nieruchomości	102,0	123,2	137,1	235,1	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	-2,5	-15,5	-43,1	-37,5	49,9	-7,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
SG&A	250,6	260,2	229,5	308,2	280,7	330,7	359,2	370,7	379,8	395,3	407,2	417,6	427,2	436,2	444,9	453,5
Zysk na sprzedaży	559,2	368,8	322,1	628,8	553,1	541,8	616,1	691,5	688,0	649,7	603,4	621,4	635,5	648,5	660,8	672,9
Saldo pozostałej działalności	-3,7	-11,8	9,2	-16,7	-32,7	86,4	147,4	104,7	81,8	70,5	82,7	95,5	108,2	120,2	131,9	143,4
EBITDA	625,8	469,1	424,1	776,1	733,7	714,8	790,4	848,9	847,1	810,1	765,2	784,5	800,2	814,6	828,4	841,8
EBIT	588,3	417,0	318,4	638,6	587,1	562,4	628,6	687,3	683,7	645,3	598,9	616,7	630,8	643,6	655,9	667,9
Budownictwo	506,4	276,7	207,0	387,5	445,5	471,4	524,6	573,1	561,4	517,2	467,6	482,3	493,2	502,8	511,6	520,1
Usługi	12,1	50,4	23,2	78,6	81,7	92,1	102,3	112,4	120,6	126,4	129,5	132,6	135,9	139,2	142,6	146,0
Nieruchomości	64,6	92,1	116,8	191,1	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	5,2	-2,2	-28,6	-18,7	59,9	-1,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Saldo finansowe	-3,7	-11,8	9,2	-16,7	-32,7	86,4	147,4	104,7	81,8	70,5	82,7	95,5	108,2	120,2	131,9	143,4
Wynik brutto	580,4	403,4	332,4	622,0	554,5	648,9	776,1	792,0	765,5	715,8	681,6	712,2	738,9	763,9	787,8	811,3
Wynik netto	464,4	305,4	226,0	459,5	451,1	534,4	602,1	619,4	598,2	566,0	538,6	563,2	584,5	604,5	623,7	642,5
CFO	195,8	-523,4	574,3	887,5	765,4	1 427,8	989,9	1 241,3	1 103,7	1 136,6	1 115,2	1 076,0	1 055,4	1 048,7	1 051,7	1 061,5
Gotówka netto	2 283,4	1 170,2	1 168,6	1 912,4	2 457,0	3 010,4	3 565,5	4 226,2	4 711,8	5 241,7	5 796,2	6 351,9	6 875,3	7 382,8	7 885,9	8 392,0
Marża brutto ze sprzedaży	12,7%	8,5%	7,3%	11,2%	10,5%	10,1%	10,5%	11,4%	11,2%	10,6%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Budownictwo	11,4%	7,2%	5,8%	8,3%	8,8%	9,5%	9,7%	10,7%	10,4%	9,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Usługi	13,8%	14,1%	14,1%	18,0%	17,9%	16,4%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Nieruchomości	20,5%	22,5%	24,6%	34,9%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	3,9%	3,5%	3,0%	3,7%	3,5%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Marża EBITDA	9,8%	6,4%	5,6%	9,3%	9,3%	8,3%	8,5%	9,1%	8,9%	8,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%
Marża netto	7,3%	4,1%	3,0%	5,5%	5,7%	6,2%	6,5%	6,6%	6,3%	5,7%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%
Portfel	10 300	10 129	10 900	12 700	13 000	13 290	12 635	13 633	14 588	15 174	15 645	16 044	16 396	16 721	17 030	17 330
Rezerwy na straty	243,8	158,0	240,7	310,4	514,8	803,3	834,4	734,4	634,4	584,4	584,4	584,4	584,4	584,4	584,4	584,4
zmiana r/r	-164,6	-85,8	82,6	69,8	204,3	288,5	31,1	-100,0	-100,0	-50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Aktywa trwałe	1 672	1 818	1 832	1 833	1 836	1 844	1 851	1 858	1 865	1 871	1 878	1 884
Wartości niematerialne i prawne	319	323	318	312	307	302	298	294	290	287	284	282
Rzeczowe aktywa trwałe	539	641	649	655	660	665	671	677	683	689	695	700
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	815	854	866	867	870	877	882	887	891	895	899	903
Aktywa obrotowe	5 191	5 569	5 480	6 127	6 623	7 194	7 773	8 339	8 868	9 377	9 919	10 463
Zapasy	429	744	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności krótkoterminowe	2 045	1 570	1 691	1 697	1 733	1 803	1 858	1 905	1 948	1 988	2 027	2 065
Inwestycje krótkoterminowe	2 717	3 255	3 789	4 430	4 891	5 391	5 915	6 434	6 921	7 389	7 892	8 398
- w tym środki pieniężne*	2 716	3 249	3 783	4 424	4 885	5 385	5 909	6 428	6 915	7 383	7 886	8 392
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	6 863	7 387	7 313	7 960	8 460	9 038	9 624	10 197	10 733	11 248	11 796	12 347
Kapitał (fundusz) własny	1 319	1 258	1 401	1 453	1 468	1 475	1 490	1 557	1 621	1 686	1 751	1 817
Kapitał mniejszości	42	41	55	70	84	98	111	125	139	153	168	182
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	5 502	6 088	5 856	6 438	6 908	7 465	8 023	8 516	8 973	9 409	9 878	10 348
Rezerwy na zobowiązania	932	975	975	975	975	975	975	975	975	975	975	975
Zobowiązania długoterminowe	394	391	371	351	326	296	266	230	230	230	230	230
- w tym zobowiązania oprocentowane	157	162	142	122	97	67	37	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	4 171	4 716	4 504	5 106	5 601	6 188	6 777	7 306	7 763	8 199	8 668	9 138
- w tym zobowiązania oprocentowane	101	77	76	76	76	76	76	76	39	0	0	0
Inne	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Pasywa razem	6 863	7 387	7 313	7 960	8 460	9 038	9 624	10 197	10 733	11 248	11 796	12 347

**łącznie z lokatami,*

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	7 911	8 619	9 284	9 314	9 512	9 899	10 197	10 457	10 692	10 913	11 126	11 336
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	834	872	975	1 062	1 068	1 045	1 011	1 039	1 063	1 085	1 106	1 126
Koszty sprzedaży i ogólne zarządu	281	331	359	371	380	395	407	418	427	436	445	453
Zysk (strata) na sprzedaży	553	542	616	691	688	650	603	621	636	649	661	673
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	34	21	13	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-5	-5	-5
EBITDA	734	715	790	849	847	810	765	785	800	815	828	842
EBIT	587	562	629	687	684	645	599	617	631	644	656	668
Saldo działalności finansowej	-33	86	147	105	82	70	83	96	108	120	132	143
Zysk (strata) brutto	554	649	776	792	766	716	682	712	739	764	788	811
Zysk (strata) netto mniejszości	15	14	14	14	14	14	13	14	14	14	14	15
Zysk (strata) netto**	451	534	602	619	598	566	539	563	585	605	624	642

***dla akcjonariuszy jedn. dominującej*

CF [mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływ z działalności operacyjnej	765	1 428	990	1 241	1 104	1 137	1 115	1 076	1 055	1 049	1 052	1 061
Przepływ z działalności inwestycyjnej	827	-170	25	-5	-29	-42	-32	-21	-10	-1	10	21
Przepływ z działalności finansowej	-988	-721	-480	-595	-614	-594	-559	-536	-559	-580	-559	-577
Przepływ pieniężny netto	604	537	534	641	461	500	524	519	486	468	503	506
Środki pieniężne na początek okresu***	2 081	2 685	3 221	3 755	4 396	4 857	5 357	5 881	6 400	6 887	7 355	7 858
Środki pieniężne na koniec okresu***	2 685	3 221	3 755	4 396	4 857	5 357	5 881	6 400	6 887	7 355	7 858	8 364

****Różnica pomiędzy bilansem i CF wg danych prezentacyjnych spółki (środki pieniężne i ich ekwiwalenty o ograniczonej możliwości dysponowania)*

Wskaźniki	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	-6%	9%	8%	0%	2%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-5%	-3%	11%	7%	0%	-4%	-6%	3%	2%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-2%	18%	13%	3%	-3%	-5%	-5%	5%	4%	3%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	10,5%	10,1%	10,5%	11,4%	11,2%	10,6%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Marża EBITDA	9,3%	8,3%	8,5%	9,1%	8,9%	8,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%
Marża EBIT	7,4%	6,5%	6,8%	7,4%	7,2%	6,5%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Marża netto	5,7%	6,2%	6,5%	6,6%	6,3%	5,7%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%
SG&A / przychody	3,5%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
ROE	34,2%	42,5%	43,0%	42,6%	40,7%	38,4%	36,2%	36,2%	36,0%	35,9%	35,6%	35,4%
ROA	6,6%	7,2%	8,2%	7,8%	7,1%	6,3%	5,6%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,2%
Dług	259	239	218	198	173	143	113	76	39	0	0	0
D / (D+E)	16,4%	16,0%	13,5%	12,0%	10,5%	8,8%	7,0%	4,7%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	19,6%	19,0%	15,6%	13,6%	11,8%	9,7%	7,6%	4,9%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	19,6%	19,0%	15,6%	13,6%	11,8%	9,7%	7,6%	4,9%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-2 457	-3 010	-3 565	-4 226	-4 712	-5 242	-5 796	-6 352	-6 875	-7 383	-7 886	-8 392
Dług netto / kapitał własny	-1,86	-2,39	-2,54	-2,91	-3,21	-3,55	-3,89	-4,08	-4,24	-4,38	-4,50	-4,62
Dług netto / EBITDA	-3,3	-4,2	-4,5	-5,0	-5,6	-6,5	-7,6	-8,1	-8,6	-9,1	-9,5	-10,0
EV	8 061	7 508	6 953	6 292	5 807	5 277	4 722	4 166	3 643	3 136	2 632	2 126
Dług / EV	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%	2,7%	2,4%	1,8%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	1,3%	1,5%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	71,3%	82,2%	101,3%	100,3%	99,7%	100,7%	100,9%	101,2%	101,4%	101,7%	101,5%	101,4%
Zmiana KO / Przychody	-5,9%	-9,0%	-4,2%	-6,4%	-4,8%	-5,1%	-5,2%	-4,5%	-4,2%	-3,9%	-3,8%	-3,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	99,5%	-109,0%	-59,2%	-196,1%	-228,7%	-131,1%	-175,9%	-182,9%	-188,9%	-194,3%	-199,0%	-203,4%
P/E*	23,3	19,7	17,5	17,0	17,6	18,6	19,5	18,7	18,0	17,4	16,9	16,4
P/BV*	8,0	8,4	7,5	7,2	7,2	7,1	7,1	6,8	6,5	6,2	6,0	5,8
EV/EBITDA*	11,0	10,5	8,8	7,4	6,9	6,5	6,2	5,3	4,6	3,8	3,2	2,5
EV/EBIT*	13,7	13,3	11,1	9,2	8,5	8,2	7,9	6,8	5,8	4,9	4,0	3,2
EV/S*	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
DPS	31,6	23,5	18,0	22,2	22,8	21,9	20,5	19,4	20,4	21,1	21,9	22,6
Payout ratio	175,6%	132,8%	85,9%	94,3%	94,1%	93,4%	92,7%	92,1%	92,3%	92,4%	92,4%	92,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 412,0 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

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	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

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).

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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'23*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	67%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	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: 2023-07-18

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-07-18 (14:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-07-25 (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 dodatknej 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 WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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 2023-07-18:

- 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 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.