

Budimex – Zbyt wysoka premia rynkowa

Od naszej poprzedniej rekomendacji, sprzed 3 miesięcy, kurs akcji Budimeksu wzrósł o 25%. Akcje notowane są z istotną premią do spółek porównawczych: +58% (+23% w połowie września). Uważamy, że cena osiągnęła poziom, przy którym warto realizować zyski z akcji, mimo perspektywy dużych inwestycji publicznych i prawdopodobnego wzrostu portfela zamówień Budimeksu w 2026 r. Dodatkowo od 2 miesięcy powoli zwiększa się dynamika cen produkcji budowlano-montażowej. Uważamy, że tendencja ta utrzyma się przez kilkanaście miesięcy i przyczyni się do stopniowego obniżania marż generalnych wykonawców inwestycji budowlanych. Obecnie rentowności realizowane w segmencie budowlanym przez Budimex są zbliżone do rekordowych. W poprzednich cyklach wzrostu cen materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa (2018-2019 i 2021-2022) marża brutto na sprzedaży była o 4-7 pkt proc. niższa od uzyskiwanej obecnie. Nie zakładamy tak drastycznych spadków w najbliższych 3 latach - ze względu na mechanizmy waloryzacyjne zawarte w umowach z GDDKiA, PKP PLK oraz w kontraktach zagranicznych. Spodziewamy się obniżenia marży brutto na sprzedaży jedynie o 1,6 pkt proc. w kolejnych 3 latach. W konsekwencji niższej stopy wolnej od ryzyka oraz podwyższenia o 0,2 pkt proc. rentowności EBIT Budimeksu w długim terminie, podwyższamy wycenę akcji z 560 zł do 590 zł. W związku ze wzrostem kursu obniżamy jednak zalecenie z „akumuluj” do „redukuj”.

Tempo zmian cen produkcji budowlanej zaczyna przyspieszać

Dane GUS za listopad wskazały na drugi z rzędu miesiąc wzrostu tempa cen produkcji budowlano-montażowej. Wzrosty cen na razie nie są wysokie (+3,1% r/r), ale prawdopodobnie to początek, dłuższej, kilkunastomiesięcznej, tendencji wzrostowej. W poprzednich okresach wzrostu kosztów budowlanych (2018-2019 i 2021-2022) marża brutto na sprzedaży Budimeksu w segmencie budowlanym była o 4-7 pkt proc., a marża EBIT o 2,5-5,5 pkt proc., niższa od obecnie osiąganą. W obecnym cyklu nie spodziewamy się tak dużych spadków marż, ze względu na mechanizmy waloryzacyjne. W segmencie budowlanym Budimeksu takimi klauzulami objętych jest jednak ok. ¼ umów (w kontraktach kubaturowych trudno uzyskać waloryzację), dodatkowo w przypadku umów z GDDKiA i PKP PLK indeksacja dotyczy połowy kosztów. Naszym zdaniem w otoczeniu rosnących cen należy liczyć się z obniżeniem rentowności w kolejnych 2-3 latach: ubytek marży brutto na sprzedaży szacujemy na 1,6 pkt proc., a EBIT na -1,3 pkt proc. W konsekwencji, od połowy 2026 r. spodziewamy się wyraźnie wolniejszego przyrostu zysków od przychodów Budimeksu.

Wpływ potencjalnego zakończenia wojny na Ukrainie

Prawdopodobnie jedną z przyczyn mocniejszego zachowania kursu akcji Budimeksu w ostatnim czasie są oczekiwania inwestorów zagranicznych co do możliwego zakończenia wojny na Ukrainie. My dosyć ostrożnie podchodzimy do takiego scenariusza – uważamy, że to nie perspektywa najbliższych miesięcy. Dodatkowo w przypadku zakończenia wojny, nie spodziewamy się istotnego udziału polskich firm w „odbudowie” Ukrainy, zwłaszcza, że skala planowanych publicznych inwestycji budowlanych w Polsce w najbliższych latach jest znacząca. Uważamy, że „odbudowa” Ukrainy, w przypadku polskiej branży budowlanej, w średnim terminie, wygeneruje więcej ryzyk niż korzyści: skokowy wzrost cen materiałów budowlanych, braki pracowników i wzrost kosztów podwykonawstwa.

Wartość akcji Budimeksu oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 580 zł oraz porównawczą na 411 zł. Pierwszej z metod przypisaliśmy 80% wagi, drugiej – 20%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 590 zł, 9% poniżej obecnego kursu akcji.

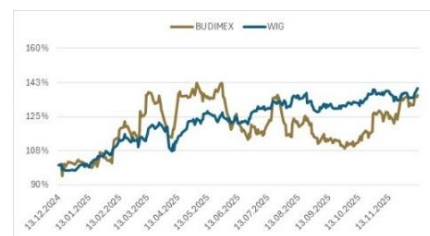
mln zł	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	8 619	9 802	9 118	9 164	11 004	12 902
EBITDA	715	938	903	937	1 087	1 156
EBIT	562	781	744	760	904	963
Zysk netto przypisany akcj. j. d.	534	738	616	649	767	801
EPS	20,93	28,91	24,13	25,42	30,03	31,39
DPS	23,47	17,99	35,69	25,43	25,42	30,03
P/E (x)	31,0	22,4	26,9	25,5	21,6	20,6
EV/EBITDA (x)	18,9	13,7	15,1	14,9	12,9	12,1

Źródło: Budimex (2022-2024), Noble Securities (2025P-2027P)

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 22.12.2025 o godz. 7:55. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 22.12.2025 o godz. 8:30.

REDUKUJ**(Aktualizacja - obniżona)**

Kurs	648 zł
Wycena (9M)	590 zł
Potencjał spadku	-9%
Kapitalizacja	16 544 mln zł
Free float	49,9%
Śr. Wolumen 6M	51 862



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

W skład grupy kapitałowej wchodzi spółki przede wszystkim zajmujące się budownictwem drogowym, kolejowym, ogólnym. Oprócz tego prowadzona jest działalność usługowa w zakresie odbioru i przetwarzania odpadów, utrzymania dróg i autostrad, serwisu oświetlenia ulicznego, zarządzania stacjami ładowania aut elektrycznych oraz budową i eksploatacją farm wiatrowych i fotowoltaicznych.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Ferrovial Construction Int. SE	50,1%
Nationale-Nederlanden OFE	9,2%
Allianz OFE	8,0%
Pozostali	33,7%

Źródło: Serwis informacyjny biznes.pap.pl, Noble Securities

Dariusz Nawrot
Starszy Analityk
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
+48 783 931 515

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	242,70	17%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	25,30	79%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecule	Kupuj	9,20	6,50	6,50	42%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,70	76%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	67,00	41%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	41,90	53%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,50	17%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	22,60	31%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	61,90	58%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	28,31	-10%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	40,79	1%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	8,68	15%	12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	26,15	29%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	27,90	55%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23000,00	17495,00	21180,00	9%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,88	25%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	9,33	55%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,10	-3%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	58,00	-20%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,00	7%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	24,00	14%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20	644,80	-13%	18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00	404,00	23%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	6,18	54%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	354,00	5%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	8,67	-17%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	313,00	8%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	17,68	9%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	23,50	44%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	15,66	100%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	538,00	44%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	16,60	45%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecule	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,79	107%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	89,80	105%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	6,85	119%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37			17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90			11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60			02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50			05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23300,00	18140,00			03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70			12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	69,40	17%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Trzymaj	26,80	28,15			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,70	6,98			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,90	162,00	143,00	70%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI O CHARAKTERZE OGÓLNYM

Niniejsza rekomendacja o charakterze ogólnym, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były publicznie dostępne informacje w dniu jej sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które Emitent publikuje w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjał zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- **Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- **Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- **Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- **Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmiennie, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

Metoda rNPV (ang. risk-adjusted net present value) – metoda służy do obliczania wartości firmy lub projektu, z uwzględnieniem ryzyka. Najczęściej stosuje się ją przy wycenie projektów obarczonych dużą niepewnością, np. badań nad nowymi lekami w farmacji i biotechnologii. Metoda rNPV zmienia standardową kalkulację NPV w analizie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) mnożąc każdy przepływ pieniężny przez szacowane prawdopodobieństwo jego wystąpienia (szacowany wskaźnik sukcesu).

- **Wady Metody rNPV:** wynik mocno zależy od tego, jakie prawdopodobieństwa sukcesu przyjmujemy dla przyszłych zdarzeń.

Metoda sum częściowych – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- **Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

poniedziałek, 22 grudnia 2025 r.

Ogólny opis Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A. zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A. zamieszczonego na stronie internetowej: www.noblesecurities.pl w zakładce: Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty.

Na życzenie Klienta, NS prześle przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu, umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową. Ma on na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji. Są to tzw. chińskie mury, czyli zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady sporządzania analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres.

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby negatywnie wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji oraz
- zawierać transakcji osobistych w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością. Analityk oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał za wiarygodne, rzetelne i obiektywne. Jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.

Rekomendacja została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów. Rekomendacja stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Rekomendacja:

- sporządzana jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skróć rekomendacja może być upubliczniona na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,

poniedziałek, 22 grudnia 2025 r.

- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji,
- nie została ujawniona Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitik sporządzający Rekomendację: Dariusz Nawrot, Starszy Analitik, Departament Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 22.12.2025 o godz. 7:55. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 22.12.2025 o godz. 8:30.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Budimex S. A.

Rekomendacja/aktualizacja	REDUKUJ	AKUMULUJ	KUPUJ	REDUKUJ	SPRZEDAJ	TRZYMAJ	SPRZEDAJ	AKUMULUJ
Data wydania	28.08.2024	06.11.2024	12.12.2024	14.02.2025	13.03.2025	07.04.2025	29.04.2025	18.09.2025
Kurs z dnia rekomendacji	587	503	460,0	557,0	632,0	529,0	640	518
Cena docelowa	552	540	550,0	510,0	510,0	510,0	515	560
WIG w dniu rekomendacji	83 762	80 506	81 725	91 788	94 955	87 727	100 816	105 565