

# BUDIMEX

## RAPORT ANALITYCZNY

# AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

**WYCENA 300,4 PLN**

29 GRUDZIEŃ 2022, 14:15 CEST

Kurs Budimexu w ostatnich tygodniach osiągnął rekordowe poziomy w historii w ujęciu skorygowanym o wypłacone historycznie dywidendy. Spółka pozostaje naszym preferowanym tematem w obszarze budowlanym. Jako generalny wykonawca z dużym portfelem powinna być beneficjentem schłodzenia koniunktury na rynku budowlanym. Zwracamy także uwagę, że mocna pozycja gotówkowa generuje w obecnych warunkach dodatkową kontrybucję odsetkową do wyniku netto oraz pozwala bez ograniczeń startować w największych przetargach. W stosunku do poprzedniej naszej rekomendacji zdecydowaliśmy się osobno ująć w wycenie porównawczej FB Serwis (spółki w odpowiadającej profilom grupie porównawczej charakteryzują się wyższymi mnożnikami niż typowe spółki budowlane), spadła także stopa wolna od ryzyka (jednocześnie podnieśliśmy premię za ryzyko rynkowe we wszystkich naszych rekomendacjach). Cenę docelową podnosimy do poziomu 300,4 PLN (poprzednio 272,5 PLN), co implikuje zalecanie Akumuluj (poprzednio Kupuj).

Backlog spółki po 3Q'22 wynosił 12,5 mld PLN (vs 11,8 mld PLN po 2Q'22). Dodatkowo w najkorzystniejszych ofertach Budimex miał ponad 3 mld PLN kolejnych zleceń, z czego zdecydowana większość skonwertowana została już na finalne umowy w 4Q'22. Spodziewamy się, że nawet wliczając odstąpienie przez GDDKiA z kontraktu na jeden z odcinków S19 (brak decyzji środowiskowej), portfel po 4Q'22 może być wyższy q/q i porównywalny r/r, kiedy po 4Q'21 wynosił 13,0 mld PLN. Oznacza to silny poziom kontraktacji (szczególnie w 2H'22) przy wysokich wycenach kontraktów.

Jak informował wcześniej zarząd spółka czuje się bezpiecznie z portfelem do końca 2023, a nowe kontrakty dają fundamenty na lata 2024-25. Powinno to pozwolić przeczekać zawirowania w dysponowaniu środkami unijnymi (zbliżające się wybory parlamentarne zaczynają stanowić presję na realne uruchomienie funduszy). O ile infrastruktura drogowa ma zapewnione finansowanie w dużej mierze z budżetu krajowego, to słabiej wygląda sytuacja w infrastrukturze kolejowej, gdzie konieczne jest finansowanie unijne (na razie PKP ogłasza przetargi, ale ich nie finalizuje ze względu na brak pewności w finansowaniu). Spółce udaje się jednocześnie pozyskiwać duże zlecenia z „nowych” obszarów jak np. wojsko czy hydrotechnika, gdzie konkurencja nie jest silna.

Spodziewamy się, że spadająca presja ze strony nośników energii oraz spowolnienie w obszarze budowlanym powinny mieć swoje przełożenie na spadek cen surowców/materiałów oraz mniejszą presję ze strony podwykonawców (pierwsze sygnały wyhamowania dynamiki wynagrodzeń w budownictwie). Przyjmujemy założenie, że w 2022 wyznaczy swój szczyt rekordowo wysoko rosnący wskaźnik cen w budownictwie (listopad odczyt r/r był niższy niż poprzednim miesiącu po raz pierwszy od prawie 2 lat).

Zarysowujący się rozwój takiego scenariusza w 4Q'22 oraz zmaterializowanie się uzupełnienia backlogu przez spółkę skłaniają nas do podniesienia naszych poprzednich prognoz na 2023 rok. Zwracamy uwagę, że po 3Q'22 spółka miała 842 mln PLN salda rezerw na straty (saldo wzrosło o 327 mln PLN w samym 2022, co było głównie dyktowane ekstremalną niepewnością w 1H'22), co stanowiło 6,8% wartości backlogu (przy średniej 2,8% za poprzednie 5 lat i 4,0% za 10 lat). Ze względu na dobrą kontraktację w 2H'22 oraz normalizację na rynku podwykonawców spodziewamy się także bardzo mocnego 4Q'22 pod względem generacji gotówki. Uważamy, że obecnie spółka będzie mieć dużo większe możliwości podzielenia się środkami z akcjonariuszami niż zapisana w polityce wypłata 100% zysku jednostkowego. Za alternatywę uważamy znaczne zdynamizowanie rozwoju FB Serwis (który także dysponuje obecnie relatywnie dużą nadwyżką gotówki).

Wycena DCF [PLN]	314,1
Wycena porównawcza [PLN]	268,5
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>300,4</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>7,3%</b>
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	280,0
Kapitalizacja [mln PLN]	7 148,4
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	292,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	219,0
Stopa zwrotu za 3 mc	27,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	20,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	37,4%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
NN OFE	9,2%
Aviva OFE	8,5%
Pozostali	40,6%
<i>stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend</i>	

**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

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	7 569,7	8 382,2	7 911,2	8 633,5	8 717,1	9 228,2
EBITDA [mln PLN]	424,1	776,1	733,7	728,8	766,5	684,2
EBIT [mln PLN]	318,4	638,6	587,1	580,7	617,4	536,4
Zysk netto [mln PLN]	226,0	459,5	451,1	517,1	579,3	502,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-1 168,6	-1 912,4	-2 457,0	-3 216,9	-3 424,5	-3 770,4
P/BV	8,5	6,0	5,3	5,5	5,1	5,2
P/E	31,6	15,6	15,8	13,8	12,3	14,2
EV/EBITDA	14,1	6,7	6,4	5,4	4,9	4,9
EV/EBIT	18,8	8,2	8,0	6,8	6,0	6,3
DPS [PLN/akcję]	6,3	4,6	31,6	23,5	19,0	21,4



**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 .....	13

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	31,6	15,6	15,8	13,8	12,3	14,2	15,4
P/BV	8,8	6,2	5,4	5,8	5,4	5,5	5,5
EV/EBITDA	14,1	6,7	6,4	5,4	4,9	4,9	4,7
EV/EBIT	18,8	8,2	8,0	6,8	6,0	6,3	6,1
EV/S	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
BVPS	31,7	45,0	51,7	48,5	52,2	50,5	50,5
EPS	8,9	18,0	17,7	20,3	22,7	19,7	18,2
DPS (w danym roku)	6,3	4,6	31,6	23,5	19,0	21,4	18,3
Payout ratio	53%	52%	176%	133%	94%	94%	93%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>7 570</b>	<b>8 382</b>	<b>7 911</b>	<b>8 634</b>	<b>8 717</b>	<b>9 228</b>	<b>9 469</b>
budowlanka	7 152	7 539	7 282	7 839	7 863	8 309	8 480
deweloperka	558	674	0	0	0	0	0
inne	278	612	783	816	877	941	1 011
wyłączenia	-418	-443	-154	-22	-22	-22	-22
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>552</b>	<b>937</b>	<b>834</b>	<b>919</b>	<b>969</b>	<b>915</b>	<b>910</b>
budowlanka	418	629	643	771	817	752	734
deweloperka	137	235	0	0	0	0	0
inne	39	110	140	148	153	164	176
wyłączenia	-43	-37	50	0	0	0	0
SG&A	229	308	281	329	348	374	385
PPO/PKO	203	268	136	9	4	4	4
<b>EBITDA</b>	<b>424</b>	<b>776</b>	<b>734</b>	<b>729</b>	<b>766</b>	<b>684</b>	<b>669</b>
EBIT	318	639	587	581	617	536	520
Zysk brutto	332	622	554	665	739	630	585
<b>Zysk netto</b>	<b>226</b>	<b>459</b>	<b>451</b>	<b>517</b>	<b>579</b>	<b>502</b>	<b>466</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-1 169</b>	<b>-1 912</b>	<b>-2 457</b>	<b>-3 217</b>	<b>-3 424</b>	<b>-3 770</b>	<b>-3 985</b>

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	2%	11%	-6%	9%	1%	6%	3%
EBITDA zmiana r/r	-10%	83%	-5%	-1%	5%	-11%	-2%
Zysk netto zmiana r/r	-26%	103%	-2%	15%	12%	-13%	-7%
Marża brutto na sprzedaży	7,3%	11,2%	10,5%	10,6%	11,1%	9,9%	9,6%
Marża EBITDA	5,6%	9,3%	9,3%	8,4%	8,8%	7,4%	7,1%
Marża netto	3,0%	5,5%	5,7%	6,0%	6,6%	5,4%	4,9%
ROE	28,0%	40,0%	34,2%	41,8%	43,5%	39,0%	36,1%
ROA	3,4%	6,2%	6,6%	6,6%	7,2%	5,9%	5,3%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 435</b>	<b>1 536</b>	<b>1 672</b>	<b>1 702</b>	<b>1 684</b>	<b>1 693</b>	<b>1 695</b>
WNiP	337	331	319	313	308	303	298
Rzeczowe aktywa trwałe	513	549	539	516	502	506	507
Pozostałe aktywa trwałe	584	657	815	873	874	885	890
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>5 239</b>	<b>5 926</b>	<b>5 191</b>	<b>6 144</b>	<b>6 344</b>	<b>6 817</b>	<b>7 069</b>
Zapasy	2 014	1 998	429	468	473	500	513
Należności krótkoterminowe	1 589	1 541	2 045	2 231	2 253	2 385	2 447
Środki pieniężne	1 636	2 384	2 716	3 443	3 617	3 930	4 107
Pozostałe aktywa obrotowe	1	2	1	1	1	1	1
<b>Aktywa razem</b>	<b>6 674</b>	<b>7 462</b>	<b>6 863</b>	<b>7 846</b>	<b>8 028</b>	<b>8 510</b>	<b>8 763</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>808</b>	<b>1 149</b>	<b>1 319</b>	<b>1 237</b>	<b>1 332</b>	<b>1 289</b>	<b>1 288</b>
Udziały mniejszości	28	38	42	54	66	74	82
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>5 837</b>	<b>6 275</b>	<b>5 502</b>	<b>6 555</b>	<b>6 630</b>	<b>7 147</b>	<b>7 393</b>
Rezerwy na zobowiązania	745	845	932	932	932	932	932
Oprocentowane zobowiązania	467	472	259	226	193	160	122
Zobowiązania pozostałe	4 625	4 958	4 311	5 397	5 505	6 055	6 339
<b>Pasywa razem</b>	<b>6 674</b>	<b>7 462</b>	<b>6 863</b>	<b>7 846</b>	<b>8 028</b>	<b>8 510</b>	<b>8 763</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-1 169</b>	<b>-1 912</b>	<b>-2 457</b>	<b>-3 217</b>	<b>-3 424</b>	<b>-3 770</b>	<b>-3 985</b>
Dług netto / Kapitał własny	-1,4	-1,7	-1,9	-2,6	-2,6	-2,9	-3,1
Dług netto / EBITDA	-2,8	-2,5	-3,3	-4,4	-4,5	-5,5	-6,0

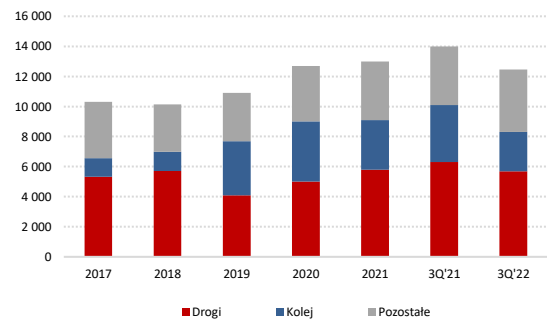
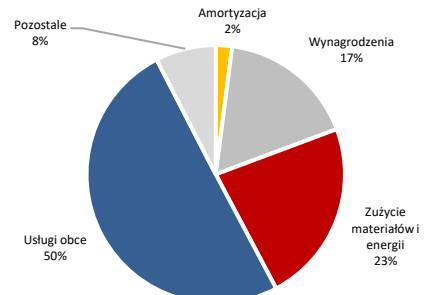
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	574	888	765	1 402	661	901	716
CFI	-185	96	826	-43	31	-3	-31
CFF	-316	-244	-988	-632	-517	-585	-509
- w tym dywidenda	-161	-116	-807	-599	-484	-546	-466
Przepływy pieniężne netto	73	740	603	727	175	313	176
CAPEX / Amortyzacja	41%	45%	71%	81%	87%	99%	98%

**BUDIMEX**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Akumuluj</b>	<b>www:</b> <a href="http://www.budimex.pl">www.budimex.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>300,4</b>	
<b>Potencjał</b>	<b>7,3%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>
Cena rynkowa [PLN]	280,0	4Q'22: b.d
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5	
Kapitalizacja [mln PLN]	7 148	

Wyniki Q [mln PLN]	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
<b>Przychody</b>	<b>1 996</b>	<b>2 293</b>	<b>2 377</b>	<b>1 599</b>	<b>2 399</b>	<b>2 370</b>
budowlanka	1 849	2 089	2 164	1 436	2 198	2 175
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	193	204	219	166	205	204
wyłączenia	-45	-1	-6	-3	-4	-9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>279</b>	<b>213</b>	<b>245</b>	<b>132</b>	<b>264</b>	<b>256</b>
budowlanka	165	182	220	107	229	217
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	48	32	27	26	35	41
wyłączenia	65	-1	-3	-1	-1	-3
SG&A	62	65	91	70	82	74
PPO/PKO	-3	-8	17	-4	-5	0
<b>EBITDA</b>	<b>250</b>	<b>178</b>	<b>206</b>	<b>94</b>	<b>214</b>	<b>219</b>
EBIT	214	140	171	57	177	182
Zysk brutto	205	130	165	63	199	204
<b>Zysk netto</b>	<b>158</b>	<b>101</b>	<b>149</b>	<b>56</b>	<b>145</b>	<b>157</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-2 671</b>	<b>-2 719</b>	<b>-2 457</b>	<b>-2 867</b>	<b>-1 890</b>	<b>-2 130</b>

Wskaźniki	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
Przychody zmiana r/r	-11,6%	-5,8%	7,4%	28,5%	20,2%	3,4%
EBITDA zmiana r/r	60,6%	-28,3%	-32,7%	-5,0%	-14,4%	23,2%
Zysk netto zmiana r/r	78,7%	-31,0%	-26,2%	32,7%	-8,4%	55,7%
Marża brutto na sprzedaży	14,0%	9,3%	10,3%	8,3%	11,0%	10,8%
Marża EBITDA	12,5%	7,8%	8,7%	5,9%	8,9%	9,2%
Marża netto	7,9%	4,4%	6,3%	3,5%	6,0%	6,6%

**Portfel [mln PLN]**

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


## 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 314,1 PLN. Natomiast wycena porównawcza oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 268,5 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 300,4 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
<b>Wycena DCF</b>	<b>70%</b>	<b>314,1</b>
<b>Wycena metodą porównawczą</b>	<b>30%</b>	<b>268,5</b>
- wycena część budowlanej* do krajowych spółek budowlanych	50%	211,2
- wycena część budowlanej* do europejskich spółek budowlanych	50%	219,2
- wycena FB Serwis**		53,3
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>300,4</b>

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 (6,75%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia w modelu:

- Zakładamy wzrost przychodów skonsolidowanych do 8,6 mld PLN w 2022 roku, Obecny portfel zleceń daje naszym zdaniem perspektywę do utrzymania podobnego (lub nawet minimalnie większego) poziomu w 2023 roku, mimo słabszego otoczenia makroekonomicznego. Jednocześnie wspomniane słabsze otoczenie powinno przyczynić się do utrzymania relatywnie wysokich marż na generalnym wykonawstwie.
- Zwiększona presja na marże może być naszym zdaniem odczuwalna przez spółkę dopiero w 2024 roku, jednocześnie powinno to być częściowo wtedy rekompensowane kolejnym wzrostem przychodów (spodziewamy się, że w roku wyborczym będzie większa skłonność do sięgnięcia po fundusze unijne, od których zależy m.in. rynek przetargów kolejowych). Zwracamy uwagę, że inflacja lat 2021-22, nawet przy założeniu korekty surowcowej i spadku ilości kontraktów, oznacza, że wartościowo rynek budowlany jest już na znacząco innych poziomach niż był przed pandemią. Przekłada się to wzrost skali przychodowej spółki i na poziom potencjalnego nominalnego wyniku.
- W długim terminie przyjmujemy, że spółka będzie w stanie przekroczyć 10 mld PLN przychodów a marża EBIT będzie kształtować się w okolicy 5% (średnia ważona marża na sprzedaży spółki za ostatnie 5 lat to 6,5% - należy jednak brać pod uwagę brak obecnie segmentu deweloperskiego, podobna średnia dla samego segmentu budowlanego to 5%).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- 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 29.12.2022 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 8,02 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 314,1 PLN.

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	8 717,1	9 228,2	9 469,2	9 633,0	9 788,0	9 953,0	10 125,0	10 302,4	10 484,5	10 670,8
EBIT [mln PLN]*	617,4	536,4	520,2	498,1	514,4	531,7	541,0	550,6	560,5	570,6
Stopa podatkowa	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	123,5	101,9	98,8	94,6	97,7	101,0	102,8	104,6	106,5	108,4
NOPLAT [mln PLN]	494,0	434,5	421,4	403,5	416,7	430,6	438,2	446,0	454,0	462,2
Amortyzacja [mln PLN]	149,0	147,8	148,8	149,2	149,8	150,3	150,9	151,5	152,0	152,6
CAPEX [mln PLN]	-129,1	-146,5	-145,6	-146,8	-147,5	-148,4	-149,2	-150,0	-150,8	-151,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	79,4	375,2	201,0	169,9	213,9	243,9	266,9	286,0	302,8	318,5
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]	593,2	811,0	625,6	575,7	632,9	676,5	706,9	733,4	758,0	781,6
DFCF [mln PLN]	524,0	633,3	431,7	351,0	340,8	321,7	296,8	271,9	248,1	225,9
Suma DFCF [mln PLN]	3 645,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 190,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 211,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 856,3									
Dług netto 2022P [mln PLN]	-3 216,9									
Udziały mniejszości [mln PLN]	53,9									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>8 019,2</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>314,1</b>									

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

Przychody zmiana r/r	1,0%	5,9%	2,6%	1,7%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	6,3%	-13,1%	-3,0%	-4,3%	3,3%	3,4%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
FCF zmiana r/r	-53,8%	36,7%	-22,9%	-8,0%	9,9%	6,9%	4,5%	3,8%	3,3%	3,1%
Marża EBITDA	8,8%	7,4%	7,1%	6,7%	6,8%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Marża EBIT	7,1%	5,8%	5,5%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża NOPLAT	5,7%	4,7%	4,5%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	86,6%	99,1%	97,8%	98,4%	98,5%	98,7%	98,9%	99,0%	99,2%	99,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,9%	-4,1%	-2,1%	-1,8%	-2,2%	-2,5%	-2,6%	-2,8%	-2,9%	-3,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-94,9%	-73,4%	-83,4%	-103,7%	-138,0%	-147,8%	-155,2%	-161,1%	-166,3%	-171,0%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	97,6%	98,1%	98,6%	99,1%	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Udział kapitału obcego	2,4%	1,9%	1,4%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

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	328,6	334,7	342,0	Premia za ryzyko	5,5%	323,9	329,5	336,3	Premia za ryzyko	5,5%	339,2	329,5	320,7
	0,9	318,7	323,8	329,9		6,0%	316,6	321,5	327,4		6,0%	331,2	321,5	312,7
	1,0	309,8	314,1	319,2		6,5%	309,8	314,1	319,2		6,5%	323,8	314,1	305,4
	1,1	301,7	305,4	309,7		7,0%	303,5	307,3	311,8		7,0%	317,0	307,3	298,6
	1,2	294,3	297,4	301,1		7,5%	297,6	301,0	305,0		7,5%	310,6	301,0	292,4

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 268,5 PLN (część budowlana na 215,2 PLN, FB Serwis 53,3 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	3,7	3,6	2,9
Erbud	5,0	3,8	2,9
Mirbud	1,9	2,8	4,6
Pekabex	3,9	4,1	3,7
Polimex	4,0	3,4	2,8
Torpol	3,9	3,1	2,7
Unibep	3,8	3,4	3,1
<b>Mediana</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>
Budimex*	4,1	4,2	4,1
Premia / dyskonto	6,7%	25,1%	40,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	220,4	209,3	203,8
Waga roku	33%	33%	33%
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>211,2</b>	

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	3,9	3,0	2,0
Hochtief	3,6	3,3	3,1
NCC	4,7	4,3	5,0
Peab	8,0	7,7	7,4
Porr	1,4	1,2	1,1
Skanska	7,7	7,2	7,5
SNC-Lavalin	8,4	6,8	4,9
Strabag	1,6	1,3	1,1
Tecnicas Reunidas	2,7	2,2	1,7
Veidekke	4,1	4,0	4,2
WeBuild	2,0	1,9	1,9
YIT	7,4	6,5	5,5
<b>Mediana</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
Budimex*	4,1	4,2	4,1
Premia / dyskonto	2,3%	16,7%	10,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	224,4	214,3	219,0
Waga roku	33%	33%	33%
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>219,2</b>	

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

### Wycena porównawcza FB Serwis

	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Biffa (UK)	8,0	7,4	6,2
Coor Service Management (SWE)	8,7	8,0	7,5
Lassila & Tikanoja (FIN)	5,6	5,3	5,5
Mo-Bruk (PL)	8,0	7,4	6,2
Republic Services (USA)	8,0	7,4	6,2
Seche Environnement (FRA)	8,0	7,4	6,2
Waste Management (USA)	8,0	7,4	6,2
<b>Mediana</b>	<b>8,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>
FB Serwis*	7,9	7,2	6,5
Premia / dyskonto	-1,4%	-3,4%	5,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	54,0	54,9	51,0
Waga roku	33%	33%	33%
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>53,3</b>	

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

### Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym (=A + B)		<b>268,5</b>
<b>A) Wycena część budowlanej*</b>		<b>215,2</b>
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	211,2
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	219,2
<b>B) Wycena FB Serwis</b>		<b>53,3</b>

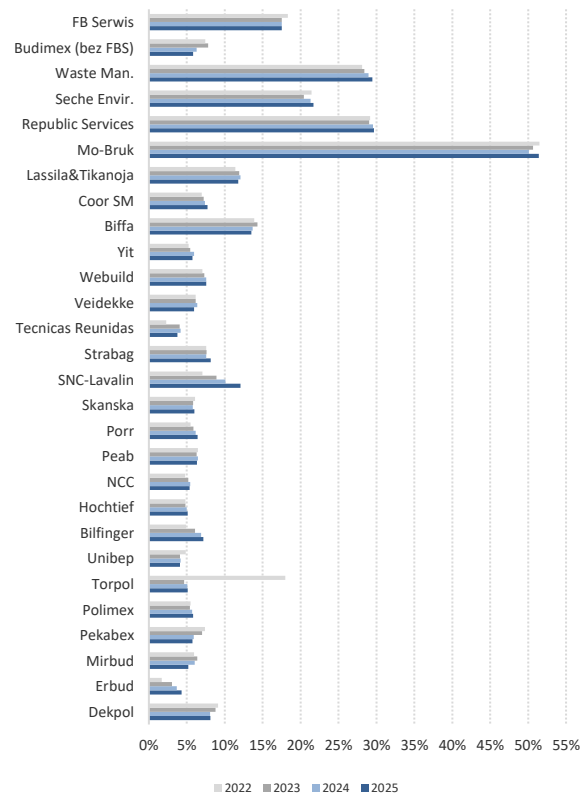
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*wycena części budowlanej oraz innych działalności spółki zgrupowanej poza FB Serwis

### Dane finansowe przypisane do poszczególnych obszarów [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>7 570</b>	<b>8 382</b>	<b>7 911</b>	<b>8 634</b>	<b>8 717</b>	<b>9 228</b>	<b>9 469</b>
FB Serwis	498	610	780	803	863	928	998
budownictwo i pozostałe	7 071	7 772	7 131	7 831	7 854	8 300	8 472
<b>EBITDA</b>	<b>424</b>	<b>776</b>	<b>734</b>	<b>729</b>	<b>766</b>	<b>684</b>	<b>669</b>
FB Serwis	78	118	130	147	151	162	175
budownictwo i pozostałe	346	658	604	582	615	522	494
<b>Gotówka netto</b>	<b>1 169</b>	<b>1 912</b>	<b>2 457</b>	<b>3 217</b>	<b>3 424</b>	<b>3 770</b>	<b>3 985</b>
FB Serwis*	-24	44	116	153	172	195	219
budownictwo i pozostałe	1 192	1 868	2 341	3 064	3 252	3 576	3 766

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), \*założono wypłatę 50% zysku netto FB Serwis w postaci dywidendy do Budimexu

### Porównanie rentowności EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne, Bloomberg

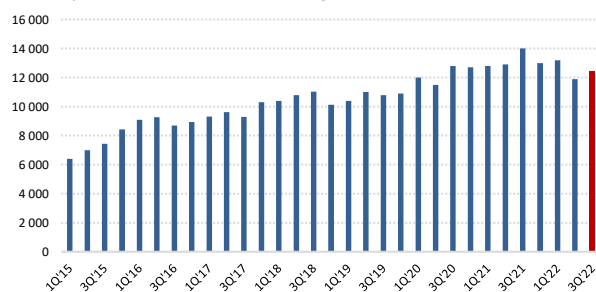
## PORTFEL ZAMÓWIENI

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

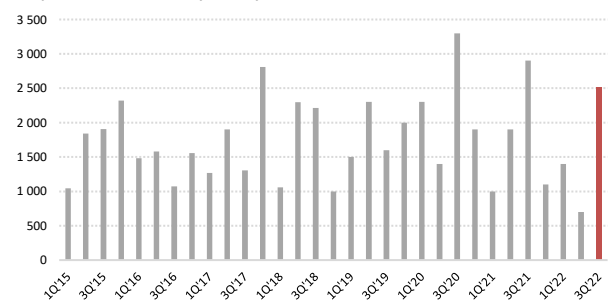
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*
<b>2022</b>			
gru 22	MON	Rozbudowa kompleksu wojskowego w Siedlcach	294,6
lis 22	Nds	D1 Bratislava Triblavina	519,9
lis 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Tomaszów Lubelski - Hrebenne)	486,4
lis 22	5 Woj. Szpital Klin.	Budowa budynku szpitala	319,4
paź 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Zamość Wschód - Zamość Południe)	358,2
nko	PKP PLK	Linia kolejowa nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. A1	360,1
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
<b>2021</b>			
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
<b>2020</b>			
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
<b>2019</b>			
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	1 487,4
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]

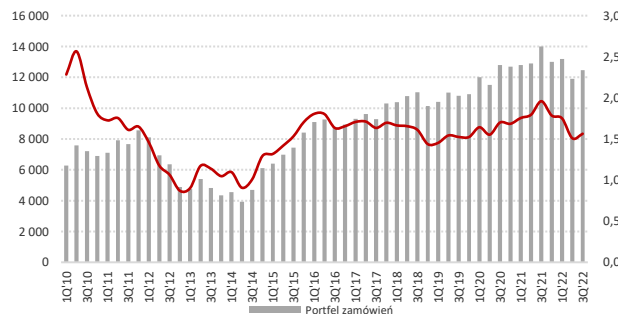


#### Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

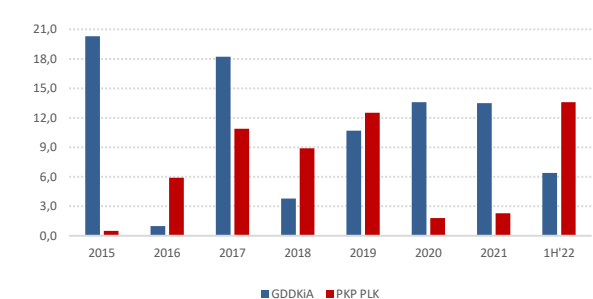
#### Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

#### Oferty złożone przez spółkę w znaczących przetargach w GDDKIA i PKP PLK [mld PLN]



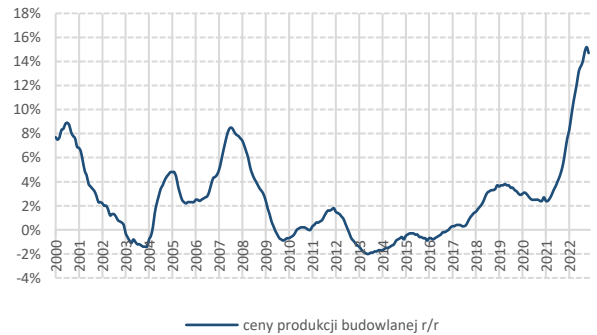
Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*brak danych za 3Q'22

## STRONA KOSZTOWA

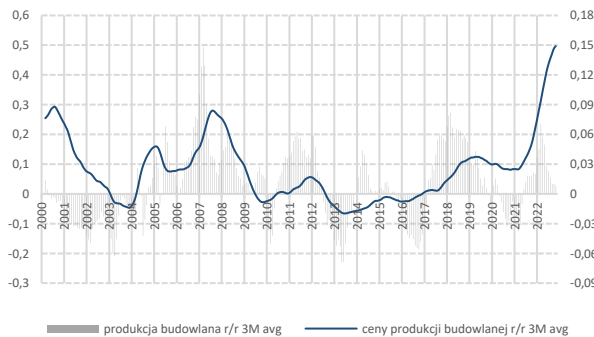
Produkcja budowlana w Polsce r/r



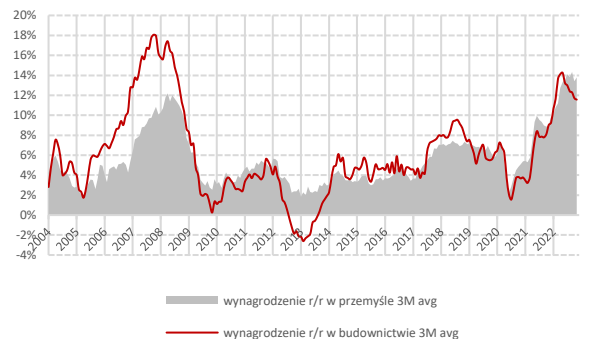
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



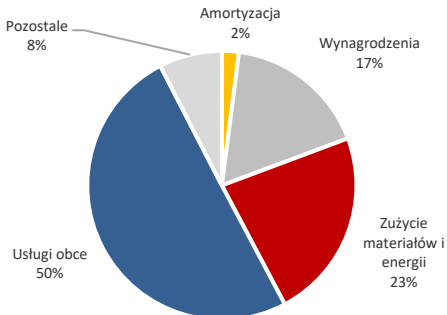
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS  
Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)



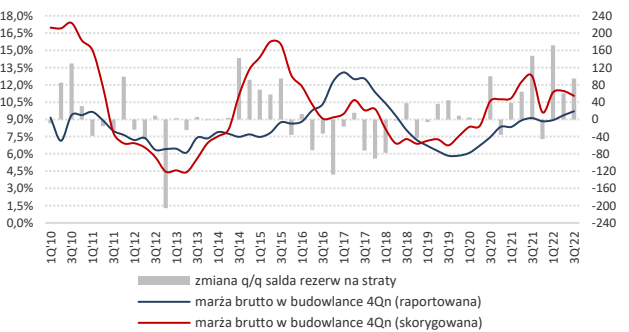
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS  
Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



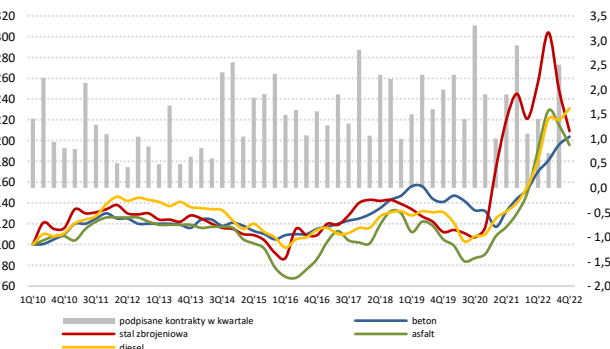
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS  
Budimex - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



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, 4Q'22 – szacunki DM BDM

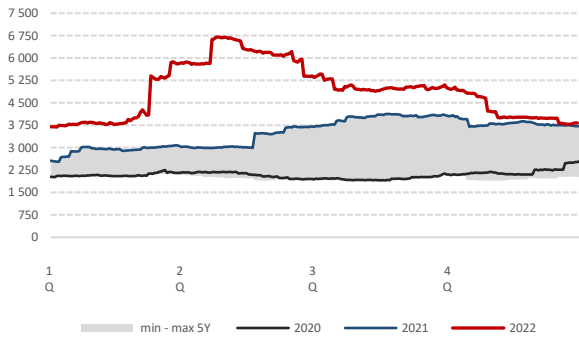
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom (ponad 15% r/r w październiku, i powrót poniżej tego poziomu w listopadzie, co oznacza pierwsze złamanie trendu coraz wyższych odczytów trwającego od 1Q'21). Jednocześnie wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej (w listopadzie w ujęciu realnym mieliśmy pierwszy od roku spadek r/r w obszarze kubatury), co historycznie zwiastowało spadek presji na ceny. Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej koniunktury w budownictwie (czy w całej gospodarce), jest zazwyczaj korzystny (w perspektywie kilku kwartałów) dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane duże portfele zleceń). Słabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration (wymusza to szybką rotację zleceń, o której ciężiej przy słabszej koniunkturze, co przekłada się na presję na marżę).

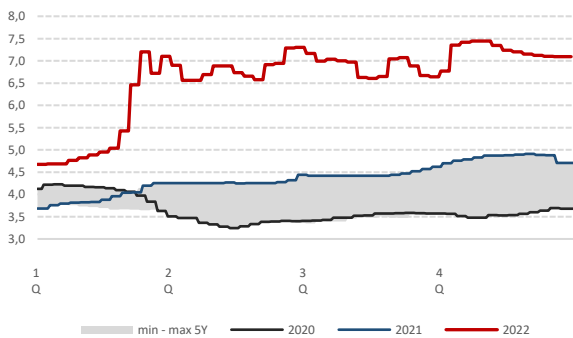
Zwracamy uwagę, że od 2Q'22 zarysowuje się stabilizacja a nawet spadek presji ze strony podstawowych surowców używanych w budownictwie, co z czasem przełoży się też na potencjalnie niższe koszty bardziej przetworzonych wyrobów czy ceny tych wyrobów zaszytych w kosztach usług podwykonawców.



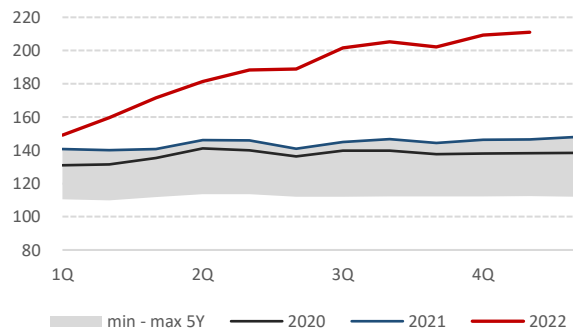
Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg  
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg  
Cement – indeks PSB\*



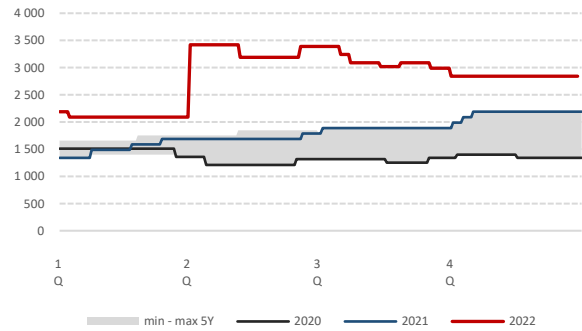
Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, \*100= koniec 2010 roku

Spółka w 3Q'22 zawarła z GDKiA aneksy, które podniosły limity waloryzacyjne do 10% na już realizowanych kontraktach (podwyższona waloryzacja dotyczy prac wykonywanych po 24 lutego 2022), Prowadzone są nadal rozmowy o zasadach waloryzacji z PKP PLK (tu szanse na rozszerzenie waloryzacji na realizowanych już kontraktach są naszym zdaniem mniejsze niż w przypadku GDKiA – większość kontraktów jest w końcowej fazie realizacji). Natomiast w przypadku inwestorów prywatnych, po negocjacjach, większość godzi się na wyrównanie wyższych kosztów (uważamy, że najtrudniejsze rozmowy są obecnie z samorządami oraz deweloperami mieszkaniowymi).

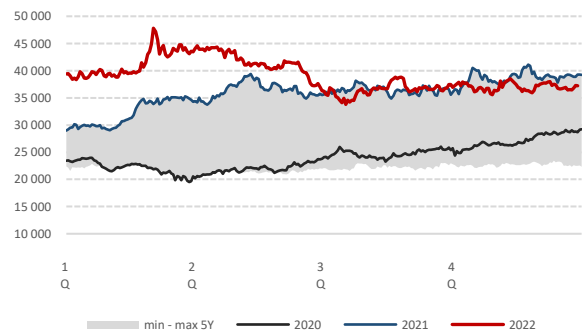
- Modelowy koszyk waloryzacyjny GDKiA dla nawierzchni bitumicznych zbudowany jest następująco: 50% wartość stała, 20% CPI, 8% asfalt, 6% robocizna, 5% paliwo, 4% cement, 4% kruszywo, 3% stal (dla nawierzchni betonowych relatywnie większy jest udział cementu).
- Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

Zwracamy uwagę, że po podpisaniu nowych kontraktów w 4Q'22 (szacujemy, że ok. 2,5-3 mld PLN z samych kontraktów z najkorzystniejszymi ofertami z wcześniejszych miesięcy + mniejsze zlecenia pozyskane już w trakcie kwartału) portfel będzie wypełniony w znacznej mierze już kontraktami pozyskanymi w 2022 roku. Duże znaczenie w portfelu (szacujemy, że ok 2,6 mld PLN po 3Q'22) nadal mają kontrakty kolejowe, głównie z 2019-20 roku, kiedy konkurencja na tego typu przetargach nie była znacząca (np. kontrakt na Warszawę Zachodnią był podpisywany z ok. 20% nawiązką do budżetu PLK; bardzo dobre marże Torpolu powinny być tu wskazówką).

Asfalt – ceny Lotos [PLN/t]

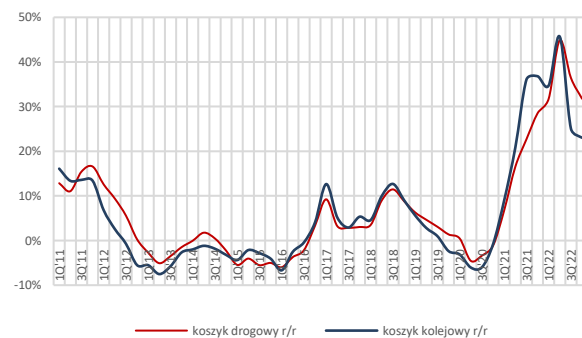


Źródło: DM BDM S.A., Lotos Asfalt  
Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



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

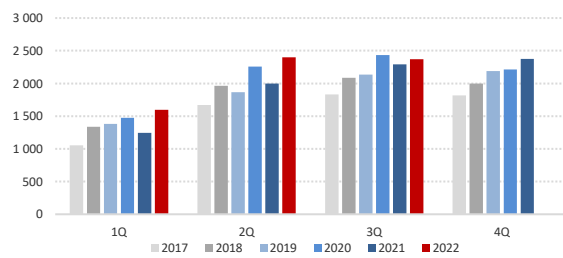
## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### 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	2020	2021
<b>Razem (po wyłączeniach)</b>	1 380,3	1 868,2	2 134,1	2 187,1	1 474,9	2 259,6	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	8 382,2	7 911,2
Przychody 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	937,0	833,8
Wynik brutto ze sprzedaży	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	308,2	280,7
SG&A	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	9,8	34,0
Saldo PPO/PKO	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	638,6	587,1
EBIT	-51,0	-130	-362	-1 169	-1 455	-1 589	-1 954	-1 912	-2 014	-2 671	-2 719	-2 457	-2 867	-1 890	-2 130	-1 912	-2 457
Dług (gotówka) netto	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	310,4	514,8
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	69,8	204,3
Przychody zmiana r/r	3,1%	-4,9%	2,3%	9,5%	6,9%	21,0%	14,1%	1,2%	-15,6%	-11,7%	-5,8%	7,4%	28,5%	20,2%	3,4%	10,7%	-5,6%
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%	11,2%	10,5%
Marża EBIT	3,6%	3,3%	5,3%	4,3%	2,3%	5,5%	8,7%	12,2%	5,0%	10,7%	6,1%	7,2%	3,6%	7,4%	7,7%	7,6%	7,4%
<b>Działalność budowlana</b>	1 192,6	1 741,9	1 892,3	1 906,5	1 338,9	1 846,0	2 003,4	1 912,7	1 078,2	1 804,6	2 089,1	2 162,0	1 434,7	2 195,1	2 167,7	7 101,0	7 133,8
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	79,1	112,0	118,0	109,6	87,4	108,9	126,9	115,1	101,9	44,2	0,3	2,2	1,2	3,0	7,4	438,4	148,6
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	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	629,4	643,5
Wynik brutto ze sprzedaży	52,7	54,1	16,0	61,1	50,7	56,4	49,8	87,2	57,0	55,5	55,6	82,1	60,9	70,3	65,2	244,1	250,1
SG&A	3,4	15,0	-2,1	-43,7	-14,2	-25,4	5,0	36,9	28,8	2,8	-8,9	29,6	-3,5	-4,4	3,2	2,3	52,2
Saldo PPO/PKO	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	387,5	445,5
EBIT	9,7%	-1,6%	-2,2%	3,4%	12,2%	5,5%	6,0%	0,6%	-17,3%	-5,4%	-1,9%	6,7%	21,7%	18,9%	4,1%	5,4%	-3,4%
Przychody razem zmiana r/r	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%	8,3%	8,8%
Marża brutto ze sprzedaży	1,8%	2,2%	4,5%	2,7%	2,3%	2,6%	5,9%	8,7%	4,1%	6,1%	5,6%	7,7%	3,0%	7,0%	7,1%	5,1%	6,1%
Marża EBIT	1,8%	2,2%	4,5%	2,7%	2,3%	2,6%	5,9%	8,7%	4,1%	6,1%	5,6%	7,7%	3,0%	7,0%	7,1%	5,1%	6,1%
<b>Działalność deweloperska</b>	186,9	125,5	109,6	135,4	4,9	269,4	278,5	120,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	673,1	0,0
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	27,6	25,7	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	191,1	0,0
EBIT	0,7	0,8	132,3	143,6	131,1	144,2	153,0	179,8	166,6	191,7	203,6	215,4	164,3	204,2	202,5	608,1	777,4
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	0,0	0,0	0,2	0,7	0,6	1,5	0,9	1,2	0,9	1,0	0,2	3,7	1,7	1,1	1,9	4,3	5,8
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	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	110,1	140,5
Wynik brutto ze sprzedaży	0,0	0,0	5,5	8,6	7,3	8,8	7,1	10,0	10,1	9,6	9,9	11,0	10,1	11,9	11,5	33,1	40,6
SG&A	0,0	0,0	-1,0	-0,9	2,6	-0,5	0,0	-0,4	0,2	-5,9	0,5	-12,9	-0,8	-0,6	-3,1	1,7	-18,2
Saldo PPO/PKO	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	78,6	81,7
EBIT	---	---	---	---	---	---	16,2%	25,5%	27,2%	32,3%	32,4%	21,0%	-0,9%	6,5%	0,2%	120,1%	27,9%
Przychody razem zmiana r/r	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%	18,0%	17,9%
Marża brutto ze sprzedaży	57,8%	53,6%	13,1%	3,5%	14,3%	7,2%	16,0%	13,6%	13,3%	17,1%	11,3%	1,6%	8,9%	11,1%	13,1%	12,8%	10,4%
Marża EBIT	---	---	---	---	---	---	16,2%	25,5%	27,2%	32,3%	32,4%	21,0%	-0,9%	6,5%	0,2%	120,1%	27,9%
<b>Wyłączenia</b>	-79,3	-112,3	-118,3	-110,3	-88,5	-110,4	-127,9	-116,4	-102,8	-45,2	-0,5	-5,9	-2,9	-4,1	-9,3	-443,1	-154,4
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-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	-37,5	49,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-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	-18,7	59,9
EBIT	---	---	---	---	---	---	16,2%	25,5%	27,2%	32,3%	32,4%	21,0%	-0,9%	6,5%	0,2%	120,1%	27,9%

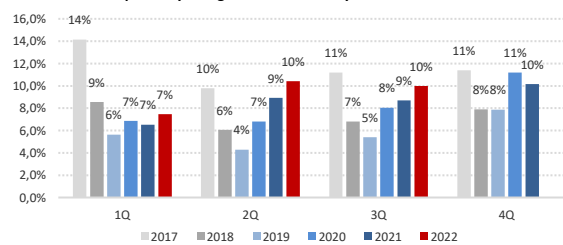
Źródło: DM BDM S.A., spółka

#### Przychody wg kwartałów [mln PLN]



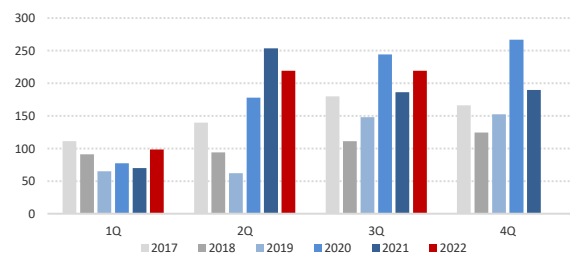
Źródło: BDM S.A., spółka

#### Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



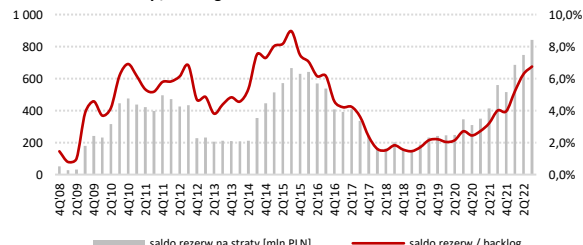
Źródło: DM BDM S.A., spółka

#### 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

- Szeroki komentarz do wyników za 3Q'22 przedstawił w naszej poprzedniej rekomendacji z 26 października.
- Okres 1-3Q'22 przyniósł 6,4 mld PLN (+15% r/r) sprzedaży oraz 359 mln PLN zysku netto (+19% r/r).
- Na koniec 3Q'22 portfel zamówień Budimexu sięgał 12,5 mld PLN (-11% r/r, +5% q/q). Z tej kwoty 2/3 mld przypada na infrastrukturę.
- W 2 i 3Q'22 wyniki wyraźnie się odbudowały względem 1Q'22 (który był obciążony dużą niepewnością ze względu na inwazję Rosji na Ukrainę i gwałtownym wzrostem cen materiałów, jak stali czy asfaltu).

**Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	2021	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	2022P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	2023P
Przychody ze sprzedaży	1 244,8	1 996,3	2 292,7	2 377,4	7 911,2	1 599,0	2 399,2	2 370,2	2 265,1	8 633,5	1 524,4	2 343,6	2 498,8	2 350,3	8 717,1
Zysk brutto ze sprzedaży	96,7	278,9	213,4	244,7	833,8	132,1	263,9	255,8	266,7	918,5	151,0	273,5	284,2	260,5	969,2
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>33,8</b>	<b>216,7</b>	<b>148,4</b>	<b>154,1</b>	<b>553,1</b>	<b>61,8</b>	<b>182,3</b>	<b>181,9</b>	<b>163,7</b>	<b>589,7</b>	<b>74,4</b>	<b>188,3</b>	<b>201,9</b>	<b>156,8</b>	<b>621,4</b>
Saldo PPO/PKO	29,0	-3,1	-8,4	16,6	34,0	-4,3	-5,0	0,1	0,3	-9,0	-0,5	-0,5	-0,5	-2,4	-3,9
<b>EBITDA</b>	<b>99,0</b>	<b>250,4</b>	<b>177,9</b>	<b>206,4</b>	<b>733,7</b>	<b>94,0</b>	<b>214,4</b>	<b>219,2</b>	<b>201,2</b>	<b>728,8</b>	<b>111,1</b>	<b>225,1</b>	<b>238,6</b>	<b>191,6</b>	<b>766,5</b>
EBIT	62,8	213,6	140,0	170,7	587,1	57,4	177,3	182,0	164,0	580,7	73,9	187,8	201,4	154,3	617,4
Zysk (strata) brutto	54,7	204,9	129,6	165,3	554,5	62,6	199,5	204,3	198,8	665,2	111,6	222,7	224,2	180,8	739,3
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>42,5</b>	<b>158,2</b>	<b>101,1</b>	<b>149,3</b>	<b>451,1</b>	<b>56,4</b>	<b>144,9</b>	<b>157,3</b>	<b>158,5</b>	<b>517,1</b>	<b>86,2</b>	<b>173,8</b>	<b>177,1</b>	<b>142,2</b>	<b>579,3</b>
Marża brutto ze sprzedaży	7,8%	14,0%	9,3%	10,3%	10,5%	8,3%	11,0%	10,8%	11,8%	10,6%	9,9%	11,7%	11,4%	11,1%	11,1%
Marża EBITDA	8,0%	12,5%	7,8%	8,7%	9,3%	5,9%	8,9%	9,2%	8,9%	8,4%	7,3%	9,6%	9,6%	8,2%	8,8%
Marża EBIT	5,0%	10,7%	6,1%	7,2%	7,4%	3,6%	7,4%	7,7%	7,2%	6,7%	4,8%	8,0%	8,1%	6,6%	7,1%
Marża zysku netto	3,4%	7,9%	4,4%	6,3%	5,7%	3,5%	6,0%	6,6%	7,0%	6,0%	5,7%	7,4%	7,1%	6,0%	6,6%

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

- Wyniki 4Q sezonowo w budownictwie uzależnione są od pogody w końcówce roku (X i XI były w tym roku bardzo korzystne, natomiast pierwsza połowa XII przyniosła trudne warunki pogodowe; z drugiej strony zamawiającym zależy zwykle na zamknięciu fakturowania przed końcem roku obrotowego). W 4Q'21 spółka miała 149 mln PLN zysku netto (saldo finansowe było wtedy ujemne, natomiast wyraźnie dodatnie było saldo pozostałej działalności operacyjnej a relatywnie niski był podatek dochodowy).
- Wstępnie zakładamy, że 4Q'22 będzie przychodowo nieznacznie słabszy od 3Q'22 i 4Q'21. Natomiast na poziomie netto spodziewamy się wyniku porównywalnego z 3Q'22. Wyższe sezonowo koszty ogólne powinny być skompensowane przez wysoką marżę brutto ze sprzedaży (spodziewamy się dobrego wyniku w budownictwie, ale także w FB Serwis – sygnalizowane na ostatniej konferencji wynikowej korzyści ze sprzedaży soli drogowej).
- Zwracamy uwagę, że o ile marża na początku 2022 roku była obciążona „ryzykami wojny”, to w kolejnych kwartałach część tych ryzyk się oddaliła. Dodatkowo GDDKiA zwiększyła limit waloryzacyjny, co jeszcze na początku 2Q'22 nie było takie pewne. Wojna w Ukrainie przełożyła się także na wysyp inwestycji wojskowych, dzięki którym Budimex jest obecnie w stanie zasypywać lukę powstającą przez opóźnienia w procedowaniu nowych przetargów przez PKP PLK.
- W całym roku w segmencie budowlanym zakładamy wypracowanie 7,8-7,9 mld PLN przychodów i 482 mln PLN EBIT. W 2023 roku na dziś zakładamy minimalnie wyższe przychody i wyższy poziom rentowności (widzimy nadal potencjał do zaskoczeń w górę w przypadku pogłębienia się spadku cen materiałów – spółka ma relatywnie dużą „poduszkę” w postaci zawiązanych rezerw).
- W segmencie pozostałym (przede wszystkim FB Serwis) pierwsza połowa roku była trudniejsza marżowo niż lata 2020-21. Zarząd wskazuje już jednak na odwracanie się negatywnych trendów na marżowości (potwierdzone w wynikach 3Q'22).
- Na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 8,6 mld PLN przychodów oraz 517 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że w 2H'22 mocno do wyników kontrybuuje saldo finansowe (po 3Q'22 spółka posiadała 2,1 mld PLN gotówki netto, w 4Q'22 poziom ten sezonowo będzie się jeszcze wyraźnie zwiększał, tym bardziej ze względu na nową kontraktację, które powinna oznaczać wpływ zaliczek).
- Nasze prognozy na 2022 rok są na poziomie EBIT zbliżone do obecnego konsensusu. Na 2023 zakładamy podobnie jak konsensus 8,7 mld PLN przychodów, rynek zakłada niższy o 6% od nas EBIT (konsensus netto podawany przez Bloomberg wydaje nam się zniekształcony).

**Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]**

	2022		odchylenie	2023		odchylenie	2024		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	8 633,5	8 716,8	-1,0%	8 717,1	8 715,8	0,0%	9 228,2	8 736,0	5,6%
EBITDA	728,8	728,6	0,0%	766,5	731,2	4,8%	684,2	724,8	-5,6%
EBIT	580,7	584,6	-0,7%	617,4	584,4	5,7%	536,4	575,2	-6,7%
Zysk (strata) netto	517,1	505,0	2,4%	579,3	472,0	22,7%	502,1	485,6	3,4%
Gotówka netto	3 217	2 569	25,2%	3 424	2 630	30,2%	3 770	2 812	34,1%
Marża EBITDA	8,4%	8,4%		8,8%	8,4%		7,4%	8,3%	
Marża EBIT	6,7%	6,7%		7,1%	6,7%		5,8%	6,6%	
Marża zysku netto	6,0%	5,8%		6,6%	5,4%		5,4%	5,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg

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

	2022		zmiana	2023		zmiana	2024		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	8 671,7	8 633,5	-0,4%	8 700,5	8 717,1	0,2%	9 195,0	9 228,2	0,4%
EBITDA	706,0	728,8	3,2%	721,3	766,5	6,3%	679,6	684,2	0,7%
EBIT	557,9	580,7	4,1%	572,3	617,4	7,9%	531,8	536,4	0,9%
Zysk (strata) netto	498,6	517,1	3,7%	542,6	579,3	6,8%	496,2	502,1	1,2%
Gotówka netto	3 213	3 217	0,1%	3 347	3 424	2,3%	3 710	3 770	1,6%
Marża EBITDA	8,1%	8,4%		8,3%	8,8%		7,4%	7,4%	
Marża EBIT	6,4%	6,7%		6,6%	7,1%		5,8%	5,8%	
Marża zysku netto	5,7%	6,0%		6,2%	6,6%		5,4%	5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, \*raport z 26.10.2022

**Prognoza wyników wg segmentów działalności**

Wyniki spółki [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	7 387	7 570	8 382	7 911	8 634	8 717	9 228	9 469	9 633	9 788	9 953	10 125	10 302	10 485	10 671
Zysk brutto ze sprzedaży	629	552	937	834	919	969	915	910	895	918	942	959	976	994	1 011
Marża brutto ze sprzedaży	8,5%	7,3%	11,2%	10,5%	10,6%	11,1%	9,9%	9,6%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
EBIT	417	318	639	587	581	617	536	520	498	514	532	541	551	561	571
Marża EBIT	5,6%	4,2%	7,6%	7,4%	6,7%	7,1%	5,8%	5,5%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Zysk netto	305	226	459	451	517	579	502	466	436	454	473	487	501	516	531
Marża netto	4,1%	3,0%	5,5%	5,7%	6,0%	6,6%	5,4%	4,9%	4,5%	4,6%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
<b>Działalność budowlana [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody	7 048	7 152	7 539	7 282	7 839	7 863	8 309	8 480	8 594	8 723	8 861	9 006	9 155	9 308	9 465
-infrastruktura	3 797	4 282	4 925	4 654	5 139	5 021	5 277	5 310	5 309	5 338	5 386	5 445	5 513	5 587	5 664
-budownictwo ogólne	3 250	2 870	2 615	2 628	2 700	2 842	3 032	3 170	3 285	3 385	3 476	3 561	3 642	3 722	3 801
Zysk brutto ze sprzedaży	507	418	629	643	771	817	752	734	711	729	749	761	773	786	799
Marża brutto ze sprzedaży	7,2%	5,8%	8,3%	8,8%	9,8%	10,4%	9,0%	8,7%	8,3%	8,4%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
EBIT	277	207	388	446	482	513	424	400	372	386	400	406	412	419	426
Marża EBIT	3,9%	2,9%	5,1%	6,1%	6,2%	6,5%	5,1%	4,7%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Działalność deweloperska [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody	548	558	674	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	92	117	191	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Marża EBIT	16,8%	20,9%	28,4%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Pozostała działalność [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody	101	278	612	783	816	877	941	1 011	1 061	1 087	1 114	1 141	1 170	1 199	1 228
Zysk brutto ze sprzedaży	14	39	110	140	148	153	164	176	184	189	194	198	203	208	213
Marża brutto ze sprzedaży	14,1%	14,1%	18,0%	17,9%	18,1%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%
EBIT	50	23	79	82	97	103	110	118	124	127	130	133	137	140	143
Marża EBIT	50,1%	8,3%	12,8%	10,4%	11,8%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
<b>Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody	-309	-418	-443	-154	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-22
Zysk brutto ze sprzedaży	-16	-43	-37	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-2	-29	-19	60	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

Źródło: DM BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Bilans [mln PLN]</b>												
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 672</b>	<b>1 702</b>	<b>1 684</b>	<b>1 693</b>	<b>1 695</b>	<b>1 696</b>	<b>1 697</b>	<b>1 698</b>	<b>1 700</b>	<b>1 702</b>	<b>1 704</b>	<b>1 707</b>
Wartości niematerialne i prawne	319	313	308	303	298	294	290	286	282	279	276	273
Rzeczowe aktywa trwałe	539	516	502	506	507	509	511	513	514	516	518	520
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	815	873	874	885	890	893	896	899	903	907	910	914
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>5 191</b>	<b>6 144</b>	<b>6 344</b>	<b>6 817</b>	<b>7 069</b>	<b>7 271</b>	<b>7 562</b>	<b>7 889</b>	<b>8 278</b>	<b>8 688</b>	<b>9 118</b>	<b>9 567</b>
Zapasy	429	468	473	500	513	522	531	540	549	559	568	579
Należności krótkoterminowe	2 045	2 231	2 253	2 385	2 447	2 490	2 530	2 572	2 617	2 663	2 710	2 758
Inwestycje krótkoterminowe	2 717	3 444	3 619	3 932	4 108	4 259	4 502	4 777	5 112	5 467	5 840	6 230
- w tym środki pieniężne*	2 716	3 443	3 617	3 930	4 107	4 257	4 500	4 776	5 110	5 465	5 839	6 229
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>6 863</b>	<b>7 846</b>	<b>8 028</b>	<b>8 510</b>	<b>8 763</b>	<b>8 967</b>	<b>9 259</b>	<b>9 587</b>	<b>9 977</b>	<b>10 390</b>	<b>10 823</b>	<b>11 274</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>1 319</b>	<b>1 237</b>	<b>1 332</b>	<b>1 289</b>	<b>1 288</b>	<b>1 297</b>	<b>1 356</b>	<b>1 417</b>	<b>1 474</b>	<b>1 531</b>	<b>1 591</b>	<b>1 652</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>98</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>122</b>	<b>130</b>	<b>138</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>5 502</b>	<b>6 555</b>	<b>6 630</b>	<b>7 147</b>	<b>7 393</b>	<b>7 579</b>	<b>7 805</b>	<b>8 064</b>	<b>8 390</b>	<b>8 737</b>	<b>9 102</b>	<b>9 484</b>
Rezerwy na zobowiązania	932	932	932	932	932	932	932	932	932	932	932	932
Zobowiązania długoterminowe	394	374	354	334	309	282	282	282	282	282	282	282
- w tym zobowiązania oprocentowane	157	137	117	97	72	45	45	45	45	45	45	45
Zobowiązania krótkoterminowe	4 171	5 243	5 338	5 876	6 147	6 360	6 586	6 844	7 170	7 517	7 883	8 265
- w tym zobowiązania oprocentowane	101	88	75	62	49	36	-5	-46	-46	-46	-46	-46
Inne	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
<b>Pasywa razem</b>	<b>6 863</b>	<b>7 846</b>	<b>8 028</b>	<b>8 510</b>	<b>8 763</b>	<b>8 967</b>	<b>9 259</b>	<b>9 587</b>	<b>9 977</b>	<b>10 390</b>	<b>10 823</b>	<b>11 274</b>
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>												
Przychody netto ze sprzedaży	7 911	8 634	8 717	9 228	9 469	9 633	9 788	9 953	10 125	10 302	10 485	10 671
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	834	919	969	915	910	895	918	942	959	976	994	1 011
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	281	329	348	374	385	393	399	406	413	421	428	436
Zysk (strata) na sprzedaży	553	590	621	541	524	502	519	536	545	555	565	575
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	34	-9	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-5
EBITDA	734	729	766	684	669	664	682	682	692	702	713	723
EBIT	587	581	617	536	520	498	514	532	541	551	561	571
Saldo działalności finansowej	-33	84	122	93	65	50	55	63	70	78	86	94
Zysk (strata) brutto	554	665	739	630	585	548	570	594	611	628	646	665
Zysk (strata) netto mniejszości	15	12	12	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Zysk (strata) netto**	451	517	579	502	466	436	454	473	487	501	516	531
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
<b>CF [mln PLN]</b>												
Przepływy z działalności operacyjnej	765	1 402	661	901	716	668	724	767	796	821	844	866
Przepływy z działalności inwestycyjnej	826	-43	31	-3	-31	-47	-43	-37	-31	-23	-15	-6
Przepływy z działalności finansowej	-988	-632	-517	-585	-509	-471	-438	-454	-431	-443	-456	-469
Przepływy pieniężne netto	603	727	175	313	176	151	243	275	335	355	373	390
Środki pieniężne na początek okresu***	2 081	2 683	3 410	3 585	3 898	4 074	4 225	4 468	4 743	5 078	5 433	5 806
Środki pieniężne na koniec okresu***	2 683	3 410	3 585	3 898	4 074	4 225	4 468	4 743	5 078	5 433	5 806	6 197
<i>***Różnica pomiędzy bilansem i CF wg danych prezentacyjnych spółki (środki pieniężne i ich ekwiwalenty o ograniczonej możliwości dysponowania)</i>												
<b>Wskaźniki</b>												
Przychody zmiana r/r	-6%	9%	1%	6%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-5%	-1%	5%	-11%	-2%	-3%	3%	3%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-2%	15%	12%	-13%	-7%	-6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	10,5%	10,6%	11,1%	9,9%	9,6%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Marża EBITDA	9,3%	8,4%	8,8%	7,4%	7,1%	6,7%	6,8%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Marża EBIT	7,4%	6,7%	7,1%	5,8%	5,5%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża netto	5,7%	6,0%	6,6%	5,4%	4,9%	4,5%	4,6%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
SG&A / przychody	3,5%	3,8%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
ROE	34,2%	41,8%	43,5%	39,0%	36,1%	33,6%	33,5%	33,4%	33,0%	32,7%	32,4%	32,1%
ROA	6,6%	6,6%	7,2%	5,9%	5,3%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%
Dług	259	226	193	160	122	82	41	-1	-1	-1	-1	-1
D / (D+E)	16,4%	15,4%	12,6%	11,0%	8,6%	5,9%	2,9%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
D / E	19,6%	18,3%	14,5%	12,4%	9,5%	6,3%	3,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Dług / kapitał własny	19,6%	18,3%	14,5%	12,4%	9,5%	6,3%	3,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Dług netto	-2 457	-3 217	-3 424	-3 770	-3 985	-4 176	-4 460	-4 777	-5 111	-5 466	-5 840	-6 230
Dług netto / kapitał własny	-1,86	-2,60	-2,57	-2,93	-3,09	-3,22	-3,29	-3,37	-3,47	-3,57	-3,67	-3,77
Dług netto / EBITDA	-3,3	-4,4	-4,5	-5,5	-6,0	-6,5	-6,7	-7,0	-7,4	-7,8	-8,2	-8,6
EV	4 691	3 932	3 724	3 378	3 164	2 973	2 689	2 372	2 037	1 682	1 309	918
Dług / EV	5,5%	5,7%	5,2%	4,7%	3,9%	2,8%	1,5%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
CAPEX / Przychody	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	71,3%	81,0%	86,6%	99,1%	97,8%	98,4%	98,5%	98,7%	98,9%	99,0%	99,2%	99,4%
Zmiana KO / Przychody	-5,9%	-9,7%	-0,9%	-4,1%	-2,1%	-1,8%	-2,2%	-2,5%	-2,6%	-2,8%	-2,9%	-3,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	99,5%	-116%	-94,9%	-73,4%	-83,4%	-103,7%	-138,0%	-147,8%	-155,2%	-161,1%	-166,3%	-171,0%
P/E*	15,8	13,8	12,3	14,2	15,4	16,4	15,8	15,1	14,7	14,3	13,9	13,5
P/BV*	5,4	5,8	5,4	5,5	5,5	5,5	5,3	5,0	4,9	4,7	4,5	4,3
EV/EBITDA*	6,4	5,4	4,9	4,9	4,7	4,6	4,0	3,5	2,9	2,4	1,8	1,3
EV/EBIT*	8,0	6,8	6,0	6,3	6,1	6,0	5,2	4,5	3,8	3,1	2,3	1,6
EV/S*	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
DPS	31,6	23,5	19,0	21,4	18,3	16,7	15,5	16,1	16,9	17,4	17,9	18,4
Payout ratio	175,6%	132,8%	93,6%	94,2%	92,8%	91,7%	90,7%	90,8%	91,0%	91,0%	91,0%	91,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 280,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Kajetan Sroczyński**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [kajetan.sroczyński@bdm.pl](mailto:kajetan.sroczyński@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>akumuluj</b>	<b>300,4</b>	<b>kupuj</b>	<b>272,5</b>	<b>29.12.2022</b>	<b>14:15 CEST</b>	<b>280,0</b>	<b>57 285</b>
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 4Q'22*:		, 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	9	50%	0	0%
Akumuluj	5	28%	0	0%
Trzymaj	3	17%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	6%	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: 2022-12-29**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2022-12-29 (14:15 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2022-01-05 (00:01 CEST).**

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

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

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

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



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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2022-12-29:**

- 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.