

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 300,2 PLN

05 SIERPIEŃ 2022, 16:05 CEST

Wyniki Budimexu w 2Q'22 były lepsze od oczekiwań rynku. Po słabszym marżowo 1Q'22, w kolejnym kwartale spółka odbudowała rentowność w kluczowym obszarze budowlanym. Na konferencji wynikowej zarząd przedstawił także dość optymistyczną perspektywę na kolejne kwartały opartą o zwiększenie backlogu w 2H'22 oraz spadek presji kosztowej. Zwracamy także uwagę, że mocna pozycja gotówkowa generuje w obecnych warunków dodatkową istotną kontrybucję odsetkową do wyniku netto. Nasza prognoza EBITDA i zysku netto na 2022 rok to odpowiednio: 704 i 499 mln PLN (odpowiednio o 8% i 21% powyżej konsensusu Bloomberg). Uważamy, że spółka jako generalny wykonawca z dużym portfelem zleceń powinna być beneficjentem schłodzenia koniunktury na rynku budowlanym. Wznowiamy wydawanie rekomendacji dla spółki od zalecenia Akumuluj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 300,2 PLN.

Po słabym w nową kontraktację 1H'22, obecny kwartał powinien wyglądać już dużo korzystniej (możliwe 4 mld PLN nowych umów). Według zarządu 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. 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). Zakładamy, że przyszłoroczne wybory parlamentarne będą stanowić rosnącą presję na realne uruchomienie funduszy.

Spółka zakończyła trudne kontrakty z energetyki (PGE domaga się jeszcze kary za Turów, jednak spór dotyczy części technologicznej, za którą nie odpowiadał Budimex), a rozszerzenie waloryzacji kontraktów przez GDDKiA powinno ściągnąć część presji z rentowności kontraktów drogowych (spodziewamy się dodatniego efektu na marży w 3Q'22). Mimo braku dodatkowej waloryzacji ze strony PKP PLK kontrakty w obszarze kolejowym (które stanowią nadal istotną część portfela) wydają się mieć zdrowe marże (zwracamy uwagę na poprawę ostatnią poprawę rentowności w Torpolu czy ZUE).

Spodziewamy się, że spowolnienie w gospodarce (a szczególnie w obszarze budowlanym) powinno mieć swoje przełożenie na spadek cen surowców/materiałów (widoczne już w ostatnich 2-3 miesiącach wyraźne spadki np. na rynku stali czy aluminium) 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

W 2021 roku Budimex wypracował blisko 7,9 mld PLN przychodów (+16% r/r) i 451 mln PLN zysku netto (z czego ok. 65 mln PLN na poziomie EBIT dotyczyło jednorazowego rozliczenia wyłączeń pomiędzy sprzedawaną deweloperką o budowlanką). W 2022 roku na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 8,7-8,8 mld PLN przychodów oraz 499 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że w 2H'22 mocno do wyników powinno kontrybuować saldo finansowe. Nasze prognozy na 2022 rok są na poziomie przychodów niewiele wyższe niż konsensus Bloomberg. Zakładamy natomiast nieco wyższe niż konsensus marże (nasz EBIT jest o 10% wyższy) i wydaje nam się, że rynek nie uwzględni możliwości wygenerowania dodatkowego wyniku z tytułu odsetek (nasza prognoza zysku netto jest o 21% wyższa od rynku). Podobnie wyższe są nasze prognozy od konsensusu na 2023 roku. Nieco ostrożniej podchodzimy natomiast do marżowości w 2024 roku (zakładamy, że pojawi się wtedy ożywienie w budownictwie, a przetargi w 2H'23 będą bardziej obciążone walką konkurencyjną).

Najpoważniejszymi ryzykami dla spółki pozostają dalsze opóźnienia w uruchamianiu projektów finansowanych ze środków unijnych (głównie rynek kolejowy) czy powrót do perturbacji na rynku materiałów (np. ograniczona dostępność za względu na kryzys energetyczny).

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	7 569,7	8 382,2	7 911,2	8 758,6	8 697,1	9 205,4
EBITDA [mln PLN]	424,1	776,1	733,7	704,0	700,4	658,1
EBIT [mln PLN]	318,4	638,6	587,1	558,8	558,8	519,3
Zysk netto [mln PLN]	226,0	459,5	451,1	498,9	534,3	482,9
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-1 168,6	-1 912,4	-2 457,0	-3 185,0	-3 234,8	-3 628,0
P/BV	8,1	5,7	5,0	5,3	5,1	5,2
P/E	30,0	14,8	15,1	13,6	12,7	14,1
EV/EBITDA	13,3	6,3	5,9	5,1	5,1	4,8
EV/EBIT	17,7	7,6	7,4	6,5	6,4	6,1
DPS [PLN/akcję]	6,3	4,6	31,6	23,5	18,8	20,6

Wycena DCF [PLN]	342,0
Wycena porównawcza [PLN]	202,5
Wycena końcowa [PLN]	300,2
Potencjał do wzrostu / spadku	12,8%
Koszt kapitału	10,5%
Cena rynkowa [PLN]	266,0
Kapitalizacja [mln PLN]	6 791,0
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	274,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	182,3
Stopa zwrotu za 3 mc	37,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	24,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	20,2%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
NN OFE	9,2%
Aviva OFE	8,5%
Pozostali	40,6%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



*Kurs oczyszczony w wpływ dywidend

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	7
STRONA KOSZTOWA.....	9
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	30,0	14,8	15,1	13,6	12,7	14,1	16,0
P/BV	8,4	5,9	5,1	5,6	5,3	5,5	5,7
EV/EBITDA	13,3	6,3	5,9	5,1	5,1	4,8	4,9
EV/EBIT	17,7	7,6	7,4	6,5	6,4	6,1	6,3
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
BVPS	31,7	45,0	51,7	47,7	49,9	48,2	46,4
EPS	8,9	18,0	17,7	19,5	20,9	18,9	16,7
DPS (w danym roku)	6,3	4,6	31,6	23,5	18,8	20,6	18,5
Payout ratio	53%	52%	176%	133%	96%	98%	98%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	7 570	8 382	7 911	8 759	8 697	9 205	9 434
budowlanka	7 152	7 539	7 282	7 957	7 816	8 280	8 463
deweloperka	558	674	0	0	0	0	0
inne	278	612	783	809	889	932	978
wyłączenia	-418	-443	-154	-7	-7	-7	-7
Zysk brutto ze sprzedaży	552	937	834	895	909	895	861
budowlanka	418	629	643	762	754	729	681
deweloperka	137	235	0	0	0	0	0
inne	39	110	140	133	155	167	180
wyłączenia	-43	-37	50	0	0	0	0
SG&A	229	308	281	327	346	372	382
PPO/PKO	203	268	136	10	4	4	4
EBITDA	424	776	734	704	700	658	611
EBIT	318	639	587	559	559	519	474
Zysk brutto	332	622	554	643	686	606	535
Zysk netto	226	459	451	499	534	483	425
Dług netto	-1 169	-1 912	-2 457	-3 185	-3 235	-3 628	-3 823

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	2%	11%	-6%	11%	-1%	6%	2%
EBITDA zmiana r/r	-10%	83%	-5%	-4%	-1%	-6%	-7%
Zysk netto zmiana r/r	-26%	103%	-2%	11%	7%	-10%	-12%
Marża brutto na sprzedaży	7,3%	11,2%	10,5%	10,2%	10,4%	9,7%	9,1%
Marża EBITDA	5,6%	9,3%	9,3%	8,0%	8,1%	7,1%	6,5%
Marża netto	3,0%	5,5%	5,7%	5,7%	6,1%	5,2%	4,5%
ROE	28,0%	40,0%	34,2%	40,9%	42,0%	39,2%	35,9%
ROA	3,4%	6,2%	6,6%	6,4%	6,9%	5,8%	5,0%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 435	1 536	1 672	1 665	1 643	1 636	1 630
WNiP	337	331	319	313	308	303	298
Rzeczowe aktywa trwałe	513	549	539	519	505	492	486
Pozostałe aktywa trwałe	584	657	815	832	831	841	846
Aktywa obrotowe	5 239	5 926	5 191	6 151	6 149	6 668	6 896
Zapasy	2 014	1 998	429	475	472	499	512
Należności krótkoterminowe	1 589	1 541	2 045	2 264	2 248	2 379	2 438
Środki pieniężne	1 636	2 384	2 716	3 411	3 428	3 788	3 945
Pozostałe aktywa obrotowe	1	2	1	1	1	1	1
Aktywa razem	6 674	7 462	6 863	7 816	7 792	8 304	8 526
Kapitał własny	808	1 149	1 319	1 219	1 273	1 231	1 184
Udziały mniejszości	28	38	42	56	71	79	87
Zobowiązania i rezerwy	5 837	6 275	5 502	6 540	6 448	6 994	7 255
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	5 382	5 322	5 902	6 201
Pasywa razem	6 674	7 462	6 863	7 816	7 792	8 304	8 526
Dług netto	-1 169	-1 912	-2 457	-3 185	-3 235	-3 628	-3 823
Dług netto / Kapitał własny	-1,4	-1,7	-1,9	-2,6	-2,5	-2,9	-3,2
Dług netto / EBITDA	-2,8	-2,5	-3,3	-4,5	-4,6	-5,5	-6,3

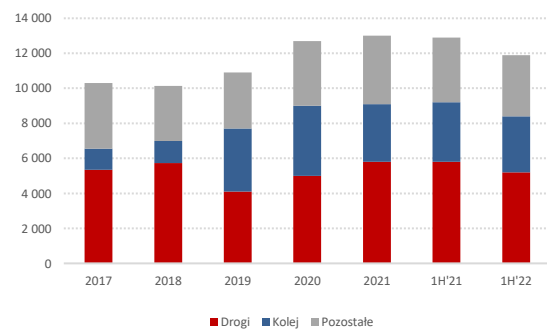
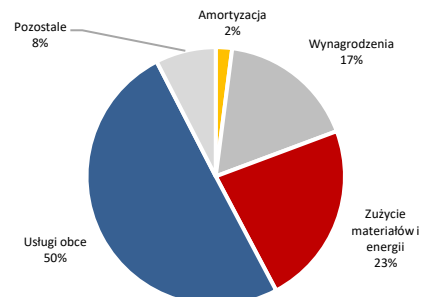
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	574	888	765	1 353	494	909	687
CFI	-185	96	826	-26	36	15	-15
CFF	-316	-244	-988	-632	-513	-564	-516
- w tym dywidenda	-161	-116	-807	-599	-480	-525	-473
Przepływy pieniężne netto	73	740	603	695	17	360	157
CAPEX / Amortyzacja	41%	45%	71%	83%	85%	88%	92%

BUDIMEX

Rekomendacja	Akumuluj	www: www.budimex.pl
Wycena końcowa [PLN]	300,2	
Potencjał do wzrostu /	12,8%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	266,0	2Q'22: 31 sie*
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5	3Q'22: 26 paź
Kapitalizacja [mln PLN]	6 791	*spółka opublikowała wybrane dane 27 sierpnia

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody	1 245	1 996	2 293	2 377	1 599	2 399
budowlanka	1 180	1 849	2 089	2 164	1 436	2 198
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	168	193	204	219	166	205
wyłączenia	-103	-45	-1	-6	-3	-4
Zysk brutto ze sprzedaży	97	279	213	245	132	264
budowlanka	77	165	182	220	107	229
deweloperka	0	0	0	0	0	0
inne	32	48	32	27	26	35
wyłączenia	-12	65	-1	-3	-1	-1
SG&A	63	62	65	91	70	82
PPO/PKO	29	-3	-8	17	-4	-5
EBITDA	99	250	178	206	94	213
EBIT	63	214	140	171	57	177
Zysk brutto	55	205	130	165	63	199
Zysk netto	42	158	101	149	56	145
Dług netto	-2 014	-2 671	-2 719	-2 457	-2 867	-2 000

Wskaźniki	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody zmiana r/r	-15,6%	-11,6%	-5,8%	7,4%	28,5%	20,2%
EBITDA zmiana r/r	50,9%	60,6%	-28,3%	-32,7%	-5,0%	-14,8%
Zysk netto zmiana r/r	92,6%	78,7%	-31,0%	-26,2%	32,7%	-8,4%
Marża brutto na sprzedaży	7,8%	14,0%	9,3%	10,3%	8,3%	11,0%
Marża EBITDA	8,0%	12,5%	7,8%	8,7%	5,9%	8,9%
Marża netto	3,4%	7,9%	4,4%	6,3%	3,5%	6,0%

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 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 342,0 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024, dała wartość 1 akcji na poziomie 202,5 PLN. 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 300,2 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	342,0
Wycena metodą porównawczą	30%	202,5
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	188,0
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	217,1
Wycena 1 akcji [PLN]		300,2

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta = 1,0$.

Główne założenia w modelu:

- Zakładamy wzrost przychodów skonsolidowanych do 8,7-8,8 mld PLN w 2022 roku, Obecny portfel zleceń daje naszym zdaniem perspektywę do utrzymania podobnego poziomu w 2023 roku, mimo słabszego otoczenie makroekonomicznego. Jednocześnie wspomniane słabsze otoczenie powinno przyczynić się do utrzymaniu 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 2031.
- Efektywną stopę podatku przyjęto na poziomie 20%.
- Wycena została sporządzona na dzień 05.08.2022 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 8,73 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 342,0 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	8 758,6	8 697,1	9 205,4	9 434,5	9 603,6	9 761,8	9 928,4	10 100,9	10 278,3	10 459,9
EBIT [mln PLN]*	558,8	558,8	519,3	474,5	492,2	509,0	526,4	534,3	542,3	550,5
Stopa podatkowa	20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	112,7	111,8	98,7	90,2	93,5	96,7	100,0	101,5	103,0	104,6
NOPLAT [mln PLN]	446,2	447,0	420,6	384,3	398,7	412,3	426,4	432,8	439,3	445,9
Amortyzacja [mln PLN]	145,1	141,6	138,8	136,0	135,1	135,1	135,1	135,2	135,3	135,3
CAPEX [mln PLN]	-120,1	-121,0	-121,8	-125,2	-130,4	-130,6	-130,9	-131,2	-131,4	-131,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	780,4	-38,7	404,8	221,1	205,9	245,5	272,9	294,4	312,5	328,7
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]	1 251,6	428,8	842,4	616,3	609,3	662,2	703,5	731,2	755,6	778,3
DFCF [mln PLN]	1 202,2	373,2	664,0	439,9	393,7	387,3	372,4	350,3	327,5	305,3
Suma DFCF [mln PLN]	4 815,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 350,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 099,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	6 915,0									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-2 457,0									
Dywidenda 2022 [mln PLN]	599,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	41,8									
Wartość kapitału [mln PLN]	8 731,1									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	342,0									

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

Przychody zmiana r/r	10,7%	-0,7%	5,8%	2,5%	1,8%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-4,8%	0,0%	-7,1%	-8,6%	3,7%	3,4%	3,4%	1,5%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	24,7%	-65,7%	96,5%	-26,8%	-1,1%	8,7%	6,2%	3,9%	3,3%	3,0%
Marża EBITDA	8,0%	8,1%	7,1%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	6,4%	6,4%	5,6%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża NOPLAT	5,1%	5,1%	4,6%	4,1%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	82,8%	85,5%	87,8%	92,0%	96,5%	96,7%	96,9%	97,0%	97,2%	97,3%
Zmiana KO / Przychody	-8,9%	0,4%	-4,4%	-2,3%	-2,1%	-2,5%	-2,7%	-2,9%	-3,0%	-3,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-92,1%	-63,0%	-79,6%	-96,5%	-121,7%	-155,2%	-163,9%	-170,6%	-176,1%	-181,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	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	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Udział kapitału własnego	97,1%	97,5%	98,1%	98,6%	99,1%	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	2,9%	2,5%	1,9%	1,4%	0,9%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta				
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1		
beta	0,8	345,0	355,1	3%	369,2	383,0	401,1	Premia za ryzyko	3%	413,0	401,1	390,2
	0,9	334,5	343,3	4%	345,0	355,1	367,9		4%	380,1	367,9	356,8
	1,0	325,0	332,6	5%	325,0	332,6	342,0		5%	354,2	342,0	331,0
	1,1	316,3	322,9	6%	308,3	314,1	321,1		6%	333,1	321,1	310,4
	1,2	308,3	314,1	7%	294,0	298,5	303,9		7%	315,6	303,9	293,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych (waga 50% w wycenie porównawczej) oraz europejskich spółek budowlanych (waga 50%). Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%.

Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 202,5 PLN (188,0 PLN na bazie spółek polskich oraz 217,1 PLN na bazie spółek zagranicznych). Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego; zwracamy uwagę, że historycznie Budimex notowany jest z premią do branży ze względu na jakość zarządu, kompetencje głównego akcjonariusza czy politykę dywidendową).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		202,5
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	188,0
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	217,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza na bazie spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Dekpol	2,6	3,6	3,5	3,4	4,2	3,8
Erbud	40,5	15,6	11,8	4,4	2,9	2,3
Mirbud	3,1	2,9	3,2	2,9	2,8	2,6
Pekabex	6,4	6,2	4,4	5,1	4,5	3,2
Polimex	7,5	8,8	8,8	1,3	2,3	1,7
Torpol	4,3	21,9	18,4	0,9	3,7	3,4
Unibep	8,1	8,7	8,1	4,3	4,6	4,5
Mediana	6,4	8,7	8,1	3,4	3,7	3,2
Budimex	13,6	12,7	14,1	5,1	5,1	4,8
Premia / dyskonto	113,2%	46,8%	73,7%	52,5%	38,4%	50,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	124,8	181,2	153,1	217,4	227,4	224,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		153,0			223,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	188,0					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Wycena porównawcza na bazie spółek europejskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Bilfinger	14,9	11,7	9,5	4,8	4,0	3,0
Hochtief	8,6	8,1	7,1	3,4	3,4	3,1
NCC	8,9	8,4	7,9	5,0	4,4	4,1
Peab	8,1	8,1	7,8	7,2	7,2	6,9
Porr	8,4	6,8	5,9	1,5	1,3	1,1
Skanska	11,0	12,1	11,2	7,3	7,3	7,0
SNC-Lavalin	20,5	15,3	12,8	9,0	7,2	6,6
Strabag	9,5	9,7	9,5	1,9	1,8	1,6
Tecnicas Reunidas	24,7	4,9	4,5	3,1	2,2	1,3
Veidekke	13,3	11,5	11,2	4,4	3,9	3,8
WeBuild	16,3	12,9	8,4	2,2	2,0	1,8
YIT	11,0	10,1	8,8	7,9	7,1	6,0
Mediana	11,0	9,9	8,6	4,6	4,0	3,4
Budimex	13,6	12,7	14,1	5,1	5,1	4,8
Premia / dyskonto	24,1%	28,3%	63,6%	11,2%	27,7%	39,9%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	214,3	207,3	162,6	251,8	235,8	230,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		194,7			239,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	217,1					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

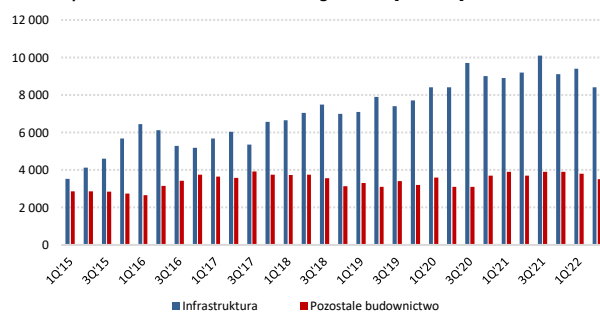
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*
2022			
nko	Nds	D1 Bratislava Triblavina	529,8
lip 22	DCT Gdańsk	Rozbudowa Terminala Kontenerowego - Projekt T3	879,3
nko	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebenne (Tomaszów Lubelski - Hrebenne)	486,4
nko	GDDKiA	S1 Kosztowy - Bielsko-Biała (Kosztowy - Bieruń)	397,7
cze 22	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebenne (Zamość Wschód - Południe)	358,2
nko	PKP PLK	Linia kolejowa nr 104 Chabówka - Nowy Sącz na odc. A1	360,1
mar 22	Tram. Warszawskie	Szybki tramwaj: Puławska - Św. Bonifacego - Branicka	557,3
sty 22	Komendą Główną SG	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej (105,6 km)	326,2
2021			
sie 21	PKP PLK	Linia E75 etap I odcinek Białystok - Elk	587,0
lip 21	GDDKiA	S6 na odcinku Słupsk - Bożepole Wielkie (Leśnice - w. Bożepole Wielkie)	584,3
lip 21	Frito Lay	Budowa zakładu Frito Lay	465,8
kwi 21	Urząd Morski w Gdyni	Budowa drogi wodnej łączącej Zalew Wiślaný z Zatoką Gdańską - Część II	466,7
kwi 21	GDDKiA	Budowa Obwodnicy Metropolii Trójmiejskiej (Chwaszczyno - Żukowo)	581,4
2020			
gru 20	GDDKiA	S19 Białystok Zachód - Białystok Księżyno	469,1
paź 20	Gaz-System	Gazociąg DN1000 Goleniów - Lwówek (odc. Goleniów - Ciecierzycze)	314,0
lip 20	GDDKiA	S1 Kosztowy - Bielsko-Biała (obwodnica Oświęcimia)	380,2
lip 20	PKP PLK, TW	Przebudowa stacji Warszawa Zachodnia	1 941,5
maj 20	GDDKiA	S7 Płońsk - Czosnów (odc. III: Modlin - Czosnów)	486,8
kwi 20	GDDKiA	S-5 Nowe Marzy - Bydgoszcz - granica woj. (Nowe Marzy - Dworzysko)	460,8
mar 20	GDDKiA	S11 Koszalin - Szczecinek (Koszalin Zachód - Zegrze Pomorskie)	471,4
sty 20	MPWiK	Budowy kolektora Wiślanego - etap II	349,0
sty 20	GDDKiA	S-61 Obwodnica Augustowa - granica państwa (Suwałki - Budzisko)	843,7
2019			
paź 19	PKP PLK	Most Wisła - Czechowice-Dziedzice - Zabrzeg	1 399,8
lip 19	Gaz-System	Budowa gazociągu Strachocina - granica RP	521,5
cze 19	PKP PLK	Poprawa dostępu kolejowego do portu morskiego w Gdyni	1 487,4
mar 19	PKP PLK	Wykonanie robót modernizacji LK nr 7 na odcinku Dęblin - Nałęczów	616,4

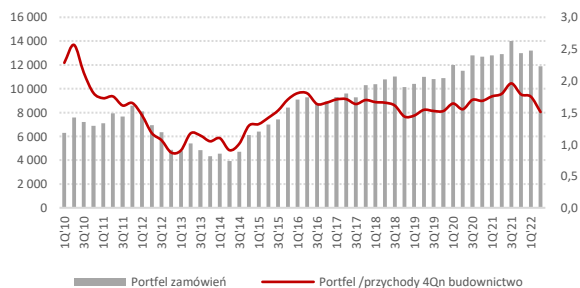
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko - najkorzystniejsza oferta, no - najwyższa cena, * w części przypadającej na Budimex

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



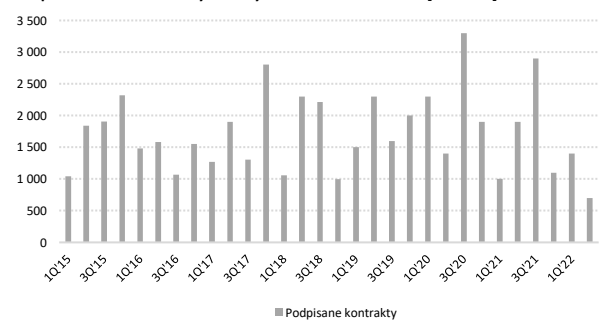
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



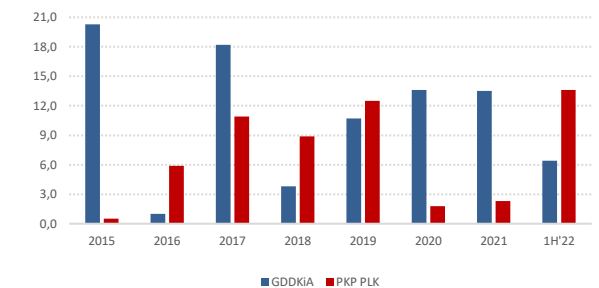
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



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

Na koniec 2Q'22 portfel zamówień Budimexu sięgał 11,9 mld PLN (-8% r/r). Z tej kwoty 8,2 mld PLN przypada na infrastrukturę, z czego 5,2 mld PLN to kontrakty drogowe i hydrotechniczne, a pozostałe kolejowe.

Wartość podpisanych nowych umów w 1H'22 (2,1 mld PLN) była wyraźnie niższa r/r (2,9 mld PLN). Zarząd uzasadnił to koniecznością rekalkulacji ofert złożonych przed inwazją Rosji na Ukrainę, spółka zrezygnowała z udziału w trwających postępowaniach na kwotę ok. 3 mld PLN.

W 3Q'22 spółka jak na razie podpisała dużą umowę na za 0,9 mld PLN na Rozbudowa Terminala Kontenerowego w Gdańsku oraz ma w pipeline 3 duże kontrakty z GDDKiA (za w sumie wyraźnie ponad 1 mld PLN) oraz kontrakt drogowy na Słowacji za 0,5 mld PLN. W sumie wraz z mniejszymi kontraktami spółka sygnalizuje pozysk nowych kontraktów w 3Q'22 na przynajmniej 4 mld PLN (dotychczas rekordowy był 3Q'20 = 3,3 mld PLN). Okres 3Q'22 powinien przynieść więc odbudowę portfela. Zwracamy uwagę, że oferty w tych przetargach były składane na górze cenowej materiałów w 2Q'22.

Według zarządu spółka czuje się bezpiecznie z portfelem do końca 2023, a nowe kontrakty dają fundamenty na lata 2024-25. Powinno to pozwolić spółce przeczekać zawirowania w dysponowaniu środkami unijnymi (POLiŚ obecnie pod nazwą FEnIKS, środki KPO oraz środki z instrumentu CEF) przez PKP PLK i GDDKiA.

O ile GDDKiA ma zapewnione finansowanie w dużej mierze swoich projektów z budżetu krajowego (tylko kilkanaście procent zakładanego budżetu do 2030 to środki unijne), to słabiej wygląda sytuacja w infrastrukturze kolejowej, gdzie konieczne jest finansowanie unijne. PKP PLK co prawda wystartowała z 1H'22 z przetargami o wartości kilkunastu mld PLN, jednak nie mają one w pełni zabezpieczonego finansowania i znajdują głównie w fazie po złożeniu oferty, ale przez ostatecznymi aukcjami cenowymi. Część projektów (m.in. kilkumiliardowy projekt w Katowicach) pozyskało środki w ramach CEF, co być może pozwoli na przyspieszenie procesów przetargowych. Realnym wsparciem byłyby jednak środki z FEnIKS (pod koniec czerwca rząd zawarł Umowę Partnerstwa z KE, która ma umożliwić wdrożenie funduszy z polityki spójności) i KPO (od maja znane są kamienie milowe, które warunkują wypłatę środków). Zakładamy, że przyszłoroczne wybory parlamentarne będą stanowić rosnącą presję na uruchomienie funduszy.

Projekt Program Budowy Dróg Krajowych do 2030:

<https://www.gov.pl/attachment/d24372b9-3054-49d1-a163-c2805ac45e3e>

Sprawozdanie w wykonanie KPK za 2021 (Krajowy Program Kolejowy aktualny do 2023 roku):

<https://www.gov.pl/web/infrastruktura/krajowy-program-kolejowy>.

Zamierzenie inwestycyjne PKP PLK na lata 2021-30:

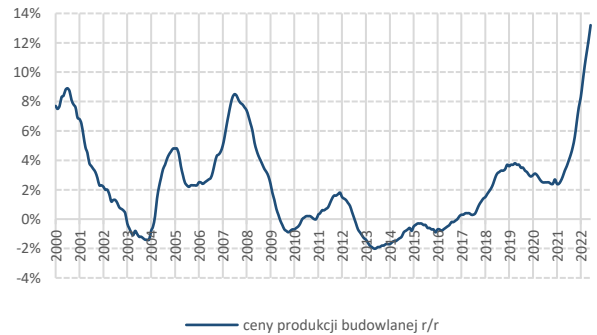
[https://www.plk-sa.pl/files/user_upload/Projekt - Zamierzenia inwestycyjne PKP PLK WCAG .pdf](https://www.plk-sa.pl/files/user_upload/Projekt_-_Zamierzenia_inwestycyjne_PKP_PLK_WCAG_.pdf)

STRONA KOSZTOWA

Produkcja budowlana w Polsce r/r

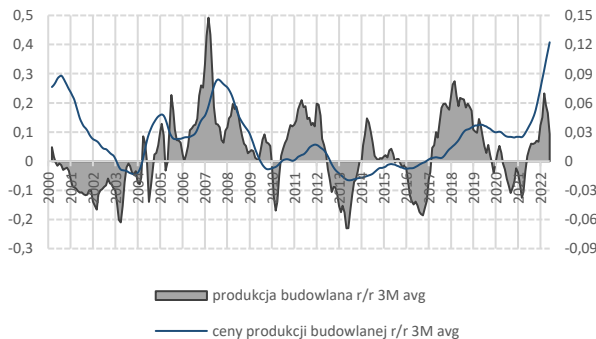


Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



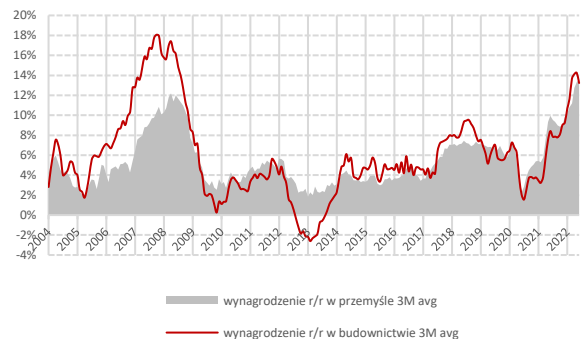
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



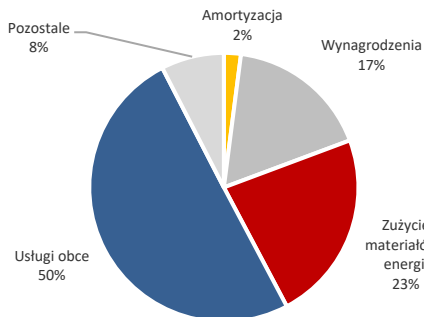
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



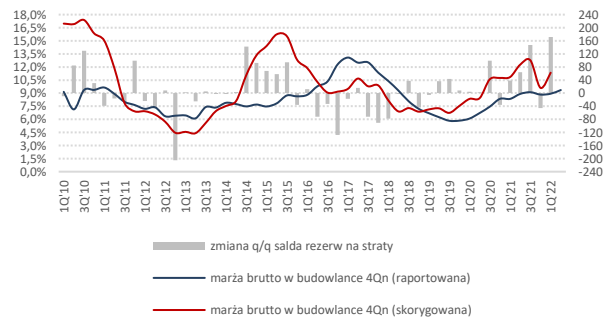
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Budimex - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



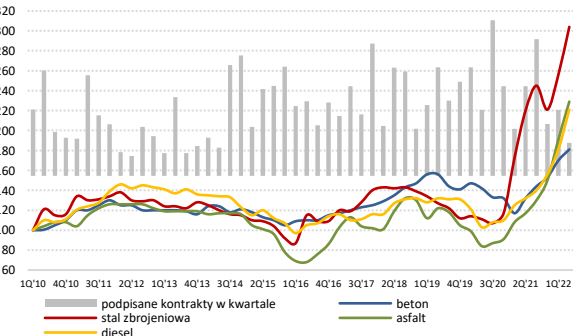
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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

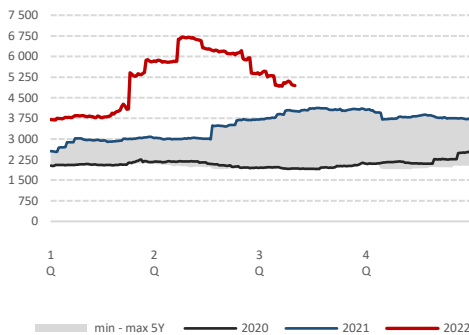


Źródło: DM BDM S.A., Budimex

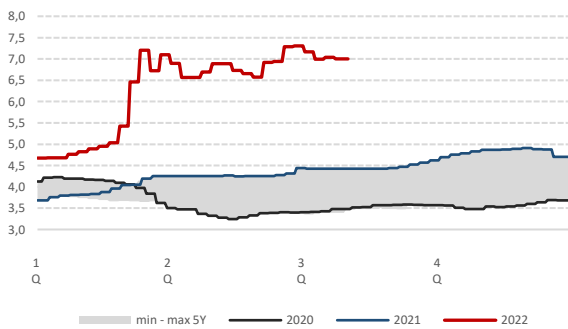
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom (ponad 13% r/r w czerwcu). Jednocześnie wyraźnie zaczyna hamować dynamika produkcji budowlanej, co historycznie zwykle 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 marże).

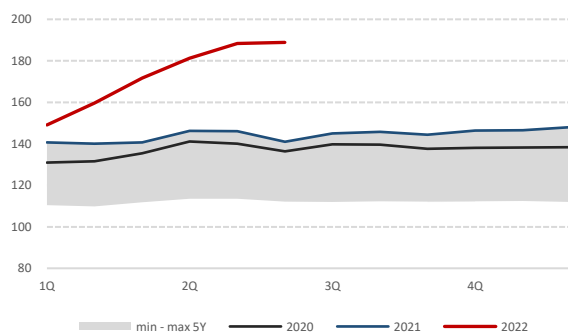
Zwracamy uwagę, że od 2Q'22 zarysowuje się stabilizacja a nawet spadek presji ze strony podstawowych surowców używanych w budownictwie, co z czasem przełoży się też na potencjalnie niższe koszty bardziej przetworzonych wyrobów czy ceny tych wyrobów zaszytych w kosztach usług podwykonawców.

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

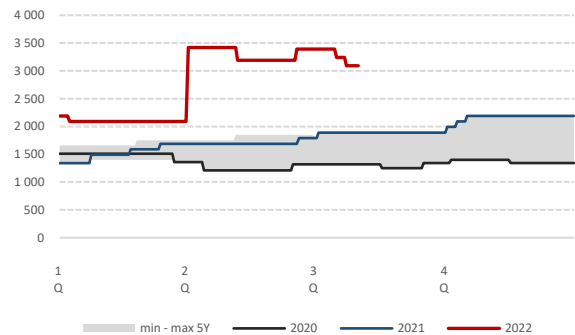
Cement – indeks PSB*


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

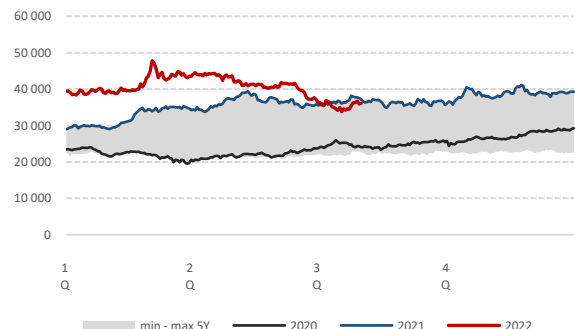
Spółka pozytywnie odniosła się do podniesienia limitów waloryzacyjnych na kontraktach GDDKiA do 10% na już realizowanych kontraktach (podwyższona waloryzacja dotyczy prac wykonywanych po 24 lutego 2022), chociaż w komunikacie prasowym oceniła, że przy dwucyfrowej inflacji „ciągle nie jest to wystarczający poziom”. Prowadzone są także rozmowy o zasadach waloryzacji z PKP PLK (tu szanse na rozszerzenie waloryzacji na realizowanych już kontraktach są naszym zdaniem mniejsze niż w przypadku GDDKiA – większość kontraktów jest w końcowej fazie realizacji, a marże pokazywane w ostatnich kwartałach przez np. Torpol czy ZUE miały tendencję wzrostową). 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 GDDKiA dla nawierzchni bitumicznych zbudowany jest następująco: 50% wartość stała, 20% CPI, 8% asfalt, 6% robocizna, 5% paliwo, 4% cement, 4% kruszywo, 3% stal (dla nawierzchni betonowych relatywnie większy jest udział cementu).
- Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

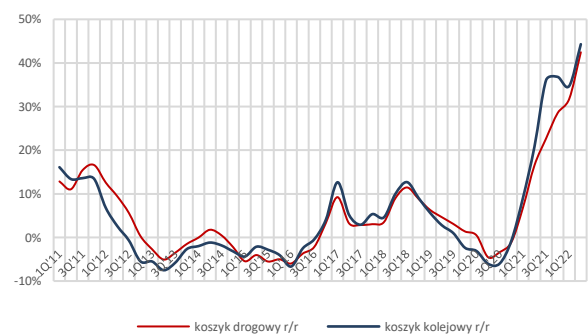
Zwracamy uwagę, że po podpisaniu nowych kontraktów w 3Q'22 portfel będzie uzupełniony w znacznej mierze już kontraktami pozyskanymi w 2022 roku (ok. 6 mld PLN; wzrostowa tendencja na rynku materiałów, co skłaniało do ostrożności w ofertowaniu). Duże znaczenie w portfelu (3,2 mld PLN po 2Q'22) nadal mają 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	2020	2021
Razem (po wyłączeniach)																
Przychody ze sprzedaży	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	8 382,2	7 911,2
Wynik brutto ze sprzedaży	106,0	103,4	144,4	197,8	110,7	216,8	274,2	335,2	96,7	278,9	213,4	244,7	132,1	263,9	937,0	833,8
SG&A	59,5	61,7	29,2	79,1	65,8	71,4	65,5	105,6	62,9	62,2	65,0	90,6	70,3	81,6	308,2	280,7
Saldo PPO/PKO	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	9,8	34,0
EBIT	50,0	61,4	112,2	94,9	33,3	123,3	212,7	269,3	62,8	213,6	140,0	170,7	57,4	177,3	638,6	587,1
Dług (gotówka) netto	-510	-130	-362	-1 169	-1 455	-1 589	-1 954	-1 912	-2 014	-2 671	-2 719	-2 457	-2 867	-2 000	-1 912	-2 457
Rezerwy na straty [eop]	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	636,5	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	-50,0	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%	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%	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%	7,6%	7,4%
Działalność budowlana																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	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	2 195,8	7 101,0	7 133,8
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	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	2,3	438,4	148,6
Wynik brutto ze sprzedaży	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	629,4	643,5
SG&A	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	244,1	250,1
Saldo PPO/PKO	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	2,3	52,2
EBIT	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	387,5	445,5
Przychody razem zmiana r/r	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%	5,4%	-3,4%
Marża brutto ze sprzedaży	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%	8,3%	8,8%
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%	5,1%	6,1%
Działalność deweloperska																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	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	673,1	0,0
EBIT	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	191,1	0,0
Pozostała działalność																
Przychody ze sprzedaży na zewnątrz	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	203,5	608,1	777,4
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	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	1,8	4,3	5,8
Wynik brutto ze sprzedaży	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	110,1	140,5
SG&A	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	33,1	40,6
Saldo PPO/PKO	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	1,7	-18,2
EBIT	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	78,6	81,7
Przychody razem zmiana r/r	-98,1%	-98,0%	421,8%	21764,5%	18501,4%	19097,1%	16,2%	25,5%	27,2%	32,3%	32,4%	21,0%	-0,9%	6,5%	120,1%	27,9%
Marża brutto ze sprzedaży	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%	18,0%	17,9%
Marża EBIT	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%	12,8%	10,4%
Wyłączenia																
Przychody ze sprzedaży innym segmentom	-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	-443,1	-154,4
Wynik brutto ze sprzedaży	-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	-37,5	49,9
EBIT	-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	-18,7	59,9

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Spółka pod koniec lipca opublikowała wybrane dane finansowe za 2Q'22.
- Przychody w 2Q'21 były o 20% wyższe r/r, natomiast na niższych poziomach rachunku wyników zanotowano niższe r/r rezultaty. Należy jednak brać pod uwagę, że wynik 2Q'21 był podwyższony przez +65 mln PLN na segmencie „wyłączenia”, co wynikało z jednorazowego rozliczenia transakcji pomiędzy segmentem budowlanym a deweloperskim (w połowie 2021 finalizowano sprzedaż tego obszaru).
- Wyniki 2Q'22 były lepsze od konsensusu PAP o 5% na poziomie przychodów oraz 18% na poziomie EBIT.
- W segmencie budowlanym spółka pokazała 2,2 mld PLN przychodów (+19% r/r). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 10,4% (vs 8,9% w 2Q'21 i 7,5% w 1Q'22). EBIT w 2Q'22 w tym obszarze wyniósł 154 mln PLN i nie był znaczący sposób zaburzony przez one-offy. Na konferencji wynikowej zarząd wskazał, że w 1Q'22 podszedł bardzo ostrożnie do ścieżki marżowości - część z zakładanych ryzyk jednak się nie zmaterializowała, co stanowiło podstawę do poprawy w 2Q'22. Utrzymanie pozytywnego trendu na rentowności spodziewane jest także w kolejnych okresach (wzrost limitu waloryzacji GDDKiA w 3Q'22 i spodziewane osłabienie koniunktury, które powinno zdjąć presję z rynku surowców i wynagrodzeń).
- W maju spółka informowała o wystawieniu przez PGE noty obciążeniowej na 562 mln PLN (w tym udział BDX na poziomie 24%) dla konsorcjum Mitsubishi - Tecnicas Reunidas – Budimex za niedotrzymanie dyspozycyjności wybudowanego bloku w Turowie. Zarząd notę uznał za bezzasadną i nie ujął jej w wynikach (Budimex nie odpowiadał za część technologiczną budowy; jednocześnie zakładamy, że ze względu na historycznie ostrożne podejście i wcześniejsze problemy na tym kontrakcie jakieś rezerwy na to zlecenie spółka ma jeszcze związane)
- W segmencie pozostałej działalności (FB Serwis) przychodu nieznacznie wzrosły r/r (+7%), jednocześnie nadal była widoczna erozja rentowności (wzrost konkurencji w obszarze odbioru odpadów na przełomie

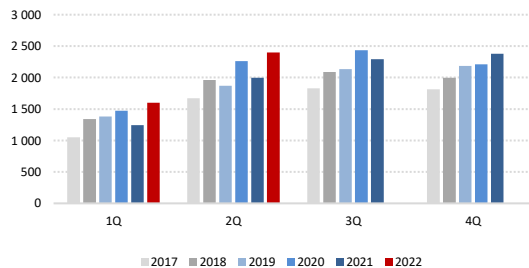
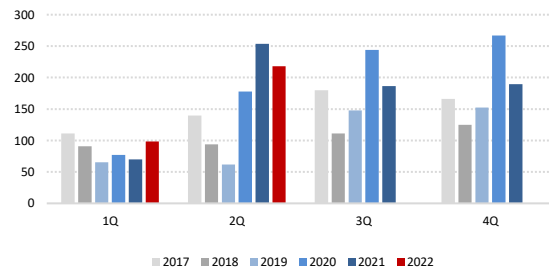
2021/22, wzrost udziału niżej marżowego segmentu drogowego, który dodatkowo zmagają się z wysokimi cenami paliw). FB Serwis sygnalizuje, że aby na trwałe powrócić do wzrostowej ścieżki wyników konieczne są przede wszystkim inwestycje/akwizycje w obszarze odpadów. Zarząd wskazuje też, że obecnie znów rosną stawki w przetargach na odbiór odpadów.

- Pozycja gotówkowa netto (wg metodologii przedstawianej przez spółkę) wyniosła 2,0 mld PLN (vs 2,8 mld PLN rok temu, przy czym należy pamiętać, że w 2H'21 wypłacono dodatkową dywidendę po finalizacji sprzedaży segmentu deweloperskiego).

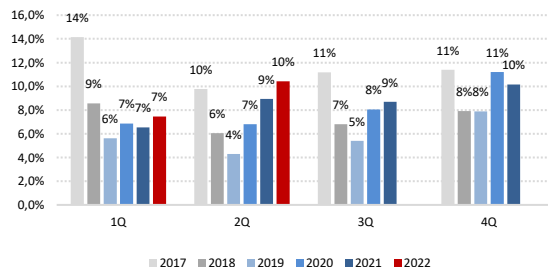
Wyniki za 2Q'22 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22P kons.	odchyl.	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 996,3	2 399,2	20,2%	2 277,0	5,4%	3 241,1	3 998,2	23,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	278,9	263,9	-5,4%	---	---	375,6	396,0	5,4%
Zysk na sprzedaży	216,7	182,3	-15,9%	---	---	250,5	244,1	-2,6%
EBIT	213,6	177,3	-17,0%	150,1	18,1%	276,4	234,7	-15,1%
Zysk (strata) brutto	204,9	199,5	-2,6%	---	---	259,6	262,1	1,0%
Zysk (strata) netto	158,2	144,9	-8,4%	127,6	13,5%	200,7	201,2	0,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,0%	11,0%	---	---	---	11,6%	9,9%	---
Marża EBIT	10,7%	7,4%	---	6,6%	---	8,5%	5,9%	---
Marża zysku netto	7,9%	6,0%	---	5,6%	---	6,2%	5,0%	---

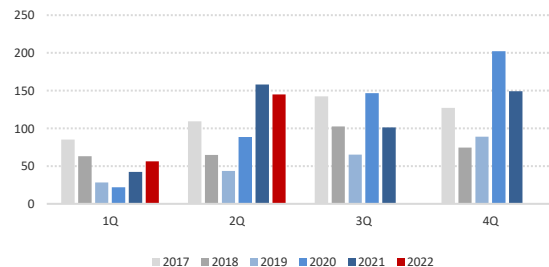
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]*


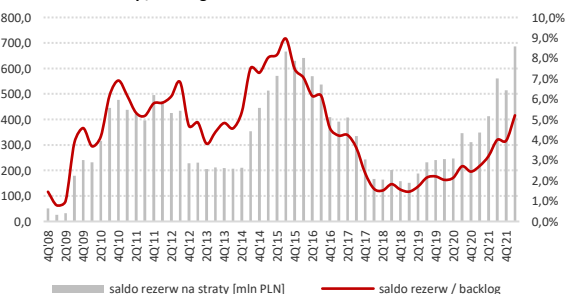
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym


Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży + amortyzacja (2Q'22 szacunek DM BDM)

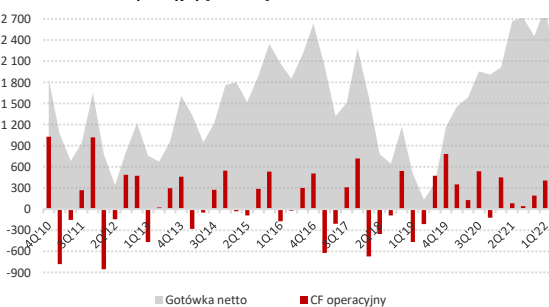
Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Saldo rezerw na straty / backlog do 1Q'22


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, brak danych za 2Q'22

Źródło: BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka, w 2Q'22 stan CFO - szacunki BDM

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	2021	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	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	2 457,6	2 302,8	8 758,6	1 529,3	2 309,8	2 456,3	2 401,7	8 697,1
Zysk brutto ze sprzedaży	96,7	278,9	213,4	244,7	833,8	132,1	263,9	255,3	243,7	895,0	144,7	249,2	259,0	255,7	908,6
Zysk na sprzedaży	33,8	216,7	148,4	154,1	553,1	61,8	182,3	176,3	148,1	568,4	67,8	163,5	176,2	155,1	562,7
Saldo PPO/PKO	29,0	-3,1	-8,4	16,6	34,0	-4,3	-5,0	-0,5	0,3	-9,6	-0,5	-0,5	-0,5	-2,4	-3,9
EBITDA*	99,0	250,4	177,9	206,4	733,7	94,0	213,3	211,8	184,9	704,0	102,7	198,4	211,1	188,1	700,4
EBIT	62,8	213,6	140,0	170,7	587,1	57,4	177,3	175,8	148,4	558,8	67,3	163,0	175,7	152,7	558,8
Zysk (strata) brutto	54,7	204,9	129,6	165,3	554,5	62,6	199,5	201,1	179,9	643,1	106,6	199,4	200,1	179,8	686,0
Zysk (strata) netto	42,5	158,2	101,1	149,3	451,1	56,4	144,9	157,5	140,2	498,9	82,2	155,2	156,7	140,1	534,3
Marża brutto ze sprzedaży	7,8%	14,0%	9,3%	10,3%	10,5%	8,3%	11,0%	10,4%	10,6%	10,2%	9,5%	10,8%	10,5%	10,6%	10,4%
Marża EBITDA	8,0%	12,5%	7,8%	8,7%	9,3%	5,9%	8,9%	8,6%	8,0%	8,0%	6,7%	8,6%	8,6%	7,8%	8,1%
Marża EBIT	5,0%	10,7%	6,1%	7,2%	7,4%	3,6%	7,4%	7,2%	6,4%	6,4%	4,4%	7,1%	7,2%	6,4%	6,4%
Marża zysku netto	3,4%	7,9%	4,4%	6,3%	5,7%	3,5%	6,0%	6,4%	6,1%	5,7%	5,4%	6,7%	6,4%	5,8%	6,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka, *EBITDA za 2Q'22 szacunkowo

- Okres 1H'22 przyniósł 4,0 mld PLN (+23% r/r) sprzedaży oraz 201 mln PLN zysku netto (porównywalnie r/r, przy czym w 1Q'21 na plus działało saldo pozostałej działalności operacyjnej a w 2Q'21 rozliczenie wyniku pomiędzy budowlanką i sprzedawanym segmentem deweloperskim).
- W 2Q'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).
- Zakładamy, że 3Q'22 będzie przychodowo i nominalnie wynikowo podobny do 2Q'22. Zwracamy uwagę, że generalnie marża 1Q'22 była obciążona „ryzykami wojny”, natomiast w 2Q'22 część tych ryzyk się oddaliła. Tym samym bliższa obecnej rzeczywistości jest marża za cały 1H'22 (9,3% w budownictwie). Tym co może pozytywnie wpływać na marże 3Q'22 vs 1H'22 jest rozszerzenie do 10% waloryzacji na trwających kontraktach przez GDDKiA, natomiast w 4Q'22 może być już mocniej uwzględniony niższy poziom cen surowców/materiałów.
- W całym roku w segmencie budowlanym zakładamy wypracowanie blisko 8,0 mld PLN przychodów (przy założeniu, że 4Q'22 nie będzie obciążony trudnymi warunkami pogodowymi) i 471 mln PLN EBIT. W 2023 roku na dziś zakładamy minimalnie niższe przychody (dobra kontraktacja w 4Q'22 mogłaby wpłynąć pozytywnie na nasze oczekiwania, np. jeśli zmaterializowałyby się kontrakty ze strony PKP PLK, które mają już gotowe projekty) i podobny poziom rentowności (tu także widzimy potencjał do zaskoczeń w górę w przypadku pogłębienia się spadku cen materiałów).
- W segmencie pozostałym (FB Serwis) ten rok jest trudniejszy marżowo niż lata 2020-21. Zarząd wskazuje już jednak na odwracanie się negatywnych trendów na marżowości. Wskazujemy także, że 4Q'21 był obciążony przez saldo pozostałej działalności operacyjnej, co skłania nas do założenia, że od 4Q'22 spółka wróci na wzrostową ścieżkę wyników.
- Na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 8,7-8,8 mld PLN przychodów oraz 499 mln PLN zysku netto. Zwracamy uwagę, że w 2H'22 mocno do wyników powinno kontrybuować saldo finansowe (po 2Q'22 spółka posiadała 2 mld PLN gotówki netto, w 2H'22 poziom ten sezonowo będzie się jeszcze wyraźnie zwiększał). Zarząd na konferencji wynikowej sugerował, że jest w stanie lokować środki w pobliżu obecnych stawek WIBOR.
- Nasze prognozy na 2022 rok są na poziomie przychodów niewiele wyższe niż konsensus Bloomberg. Zakładamy natomiast wyższe niż rynek marże (nasz EBIT jest o 10% wyższy) i wydaje nam się, że konsensus nie uwzględnia możliwości wygenerowania dodatkowego wyniku na odsetkach finansowych (nasza prognoza zysku netto jest o 21% wyższa od rynku).
- Podobnie wyższe są nasze prognozy od konsensusu na 2023 roku. Nieco ostrożniej podchodzimy natomiast do marżowości w 2024 roku (zakładamy, że pojawi się wtedy ożywienie w budownictwie, a przetargi w 2H'23 będą bardziej obciążone walką konkurencyjną).

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2022		odchylenie	2023		odchylenie	2024		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	8 758,6	8 596,0	1,9%	8 697,1	8 671,3	0,3%	9 205,4	8 971,5	2,6%
EBITDA	704,0	654,5	7,6%	700,4	675,3	3,7%	658,1	704,5	-6,6%
EBIT	558,8	506,8	10,3%	558,8	528,5	5,7%	519,3	554,5	-6,3%
Zysk (strata) netto	498,9	411,5	21,2%	534,3	421,3	26,8%	482,9	431,8	11,9%
Gotówka netto	3 185	2 488	28,0%	3 235	2 417	33,8%	3 628	2 397	51,4%
Marża EBITDA	8,0%	7,6%		8,1%	7,8%		7,1%	7,9%	
Marża EBIT	6,4%	5,9%		6,4%	6,1%		5,6%	6,2%	
Marża zysku netto	5,7%	4,8%		6,1%	4,9%		5,2%	4,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognoza wyników wg segmentów działalności

Wyniki spółki [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	6 369	7 387	7 570	8 382	7 911	8 759	8 697	9 205	9 434	9 604	9 762	9 928	10 101	10 278	10 460
Zysk brutto ze sprzedaży	810	629	552	937	834	895	909	895	861	886	909	934	949	964	980
Marża brutto ze sprzedaży	12,7%	8,5%	7,3%	11,2%	10,5%	10,2%	10,4%	9,7%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
EBIT	588	417	318	639	587	559	559	519	474	492	509	526	534	542	551
Marża EBIT	9,2%	5,6%	4,2%	7,6%	7,4%	6,4%	6,4%	5,6%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Zysk netto	464	305	226	459	451	499	534	483	425	428	447	467	479	492	505
Marża netto	7,3%	4,1%	3,0%	5,5%	5,7%	5,7%	6,1%	5,2%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%
Działalność budowlana [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	6 070	7 048	7 152	7 539	7 282	7 957	7 816	8 280	8 463	8 584	8 717	8 858	9 004	9 154	9 307
-infrastruktura	3 204	3 797	4 282	4 925	4 654	5 257	4 974	5 248	5 293	5 299	5 332	5 382	5 443	5 512	5 586
-budownictwo ogólne	2 866	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
Zysk brutto ze sprzedaży	689	507	418	629	643	762	754	729	681	692	706	720	730	740	750
Marża brutto ze sprzedaży	11,4%	7,2%	5,8%	8,3%	8,8%	9,6%	9,6%	8,8%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
EBIT	506	277	207	388	446	471	453	403	348	355	363	372	376	380	384
Marża EBIT	8,3%	3,9%	2,9%	5,1%	6,1%	5,9%	5,8%	4,9%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%
Działalność deweloperska [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	499	548	558	674	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	65	92	117	191	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Marża EBIT	13,0%	16,8%	20,9%	28,4%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Pozostała działalność [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	154	101	278	612	783	809	889	932	978	1 027	1 052	1 078	1 104	1 132	1 160
Zysk brutto ze sprzedaży	21	14	39	110	140	133	155	167	180	194	204	214	219	225	230
Marża brutto ze sprzedaży	13,8%	14,1%	14,1%	18,0%	17,9%	16,4%	17,4%	17,9%	18,4%	18,9%	19,4%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
EBIT	12	50	23	79	82	86	104	114	124	135	144	153	156	160	164
Marża EBIT	7,9%	50,1%	8,3%	12,8%	10,4%	10,6%	11,7%	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	-353	-309	-418	-443	-154	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Zysk brutto ze sprzedaży	-2	-16	-43	-37	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	5	-2	-29	-19	60	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

Źródło: DM BDM S.A.

Update rozwoju nowych obszarów

- Spółka pracuje nad rozwojem rynków ościennych w obszarze infrastrukturalnym (Niemcy, Czechy, Słowacja). Na podpisanie czeka umowa na budowę autostrady D1 Bratysława-Triblavina (111 mln EUR). Wcześniej pozyskano dwa mniejsze zlecenia na rynku niemieckim.
- Spółka kontynuuje budowę farmy wiatrowej w Drachowie o mocy 7MW (projekt Magnolia nabyty w 1Q'22 za 22 mln PLN, ukończenie prac przewidziano na 2023 rok). W kontekście planowanych zmian w ustawie „10H” zarząd patrzy optymistycznie na możliwości pozyskania nowych projektów.
- W sierpniu Budimex poinformował, że podpisał porozumienie o współpracy na zasadach wyłączności (udziały 50/50, spółki są przy tym otwarte na pozyskanie dodatkowych partnerów) z EdF Renewables dotyczącego wspólnego zaangażowania w realizację inwestycji w morskie farmy wiatrowe w ramach drugiej fazy rozwoju offshore w Polsce. Strony mają docelowo zawrzeć kompleksową umowę, która będzie podstawą do ścisłej współpracy w zakresie inwestycji w morską energetykę wiatrową. EdF złożył 10 aplikacji o pozwolenia lokalizacyjne dla nowych obszarów pod budowę farm wiatrowych na Bałtyku. Celem współpracy ma być wykorzystanie kompetencji obu spółek (Budimex ma wnieść doświadczenie realizacyjne oraz opierać się także na kompetencjach Ferrovaliu w obszarze OZE) i uzyskanie pozwoleń lokalizacyjnych w ramach wniosków złożonych przez EdF.
- Spółka podejmuje także pierwsze inwestycje w sieć punktów ładowania aut elektrycznych (plan stworzenia większej sieci w ciągu 4 lat).
- W lutym 2022 Budimex oraz FB Serwis zawarły z Ciechem oraz EEW Energy i Miastem Inowrocław list intencyjny w sprawie budowy w Inowrocławiu instalacji Termicznego Przekształcania Odpadów (310 tys ton/rok), który zaopatrywałby zakład Ciechu w energię ciepłą w ilości ok. 850 GWh rocznie. Budowa instalacji miałaby odbyć się w okresie 2024-26 (przez spółkę celową FB Serwis i EEW Energy). Równocześnie Budimex zakończył współpracę z Ciechem przy potencjalnej budowy spalarni odpadów, w Janikowie.

DANE FINANSOWE

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	1 536	1 672	1 665	1 643	1 636	1 630	1 629	1 628	1 627	1 626	1 626	1 626
Wartości niematerialne i prawne	331	319	313	308	303	298	294	290	286	282	279	276
Rzeczowe aktywa trwałe	549	539	519	505	492	486	486	485	485	485	484	484
Nieruchomości inwestycyjne	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	647	815	832	831	841	846	849	852	856	859	863	867
Aktywa obrotowe	5 926	5 191	6 151	6 149	6 668	6 896	7 144	7 438	7 764	8 142	8 540	8 956
Zapasy	1 998	429	475	472	499	512	521	529	538	548	557	567
Należności krótkoterminowe	1 541	2 045	2 264	2 248	2 379	2 438	2 482	2 523	2 566	2 611	2 656	2 703
Inwestycje krótkoterminowe	2 386	2 717	3 412	3 429	3 789	3 946	4 141	4 386	4 660	4 984	5 326	5 685
- w tym środki pieniężne*	2 384	2 716	3 411	3 428	3 788	3 945	4 139	4 385	4 658	4 982	5 325	5 684
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	7 462	6 863	7 816	7 792	8 304	8 526	8 772	9 066	9 391	9 769	10 166	10 582
Kapitał (fundusz) własny	1 149	1 319	1 219	1 273	1 231	1 184	1 198	1 225	1 254	1 270	1 286	1 303
Kapitał mniejszości	38	42	56	71	79	87	95	103	111	119	127	135
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	6 275	5 502	6 540	6 448	6 994	7 255	7 479	7 738	8 026	8 380	8 753	9 144
Rezerwy na zobowiązania	845	932	932	932	932	932	932	932	932	932	932	932
Zobowiązania długoterminowe	523	394	374	354	334	309	282	282	282	282	282	282
- w tym zobowiązania oprocentowane	283	157	137	117	97	72	45	45	45	45	45	45
Zobowiązania krótkoterminowe	4 903	4 171	5 229	5 156	5 722	6 009	6 260	6 519	6 807	7 160	7 534	7 925
- w tym zobowiązania oprocentowane	189	101	88	75	62	49	36	-5	-46	-46	-46	-46
Inne	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Pasywa razem	7 462	6 863	7 816	7 792	8 304	8 526	8 772	9 066	9 391	9 769	10 166	10 582
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody netto ze sprzedaży	8 382	7 911	8 759	8 697	9 205	9 434	9 604	9 762	9 928	10 101	10 278	10 460
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	937	834	895	909	895	861	886	909	934	949	964	980
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	308	281	327	346	372	382	389	396	403	410	418	425
Zysk (strata) na sprzedaży	629	553	568	563	523	479	497	513	531	539	547	555
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	10	34	-10	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5
EBITDA	776	734	704	700	658	611	627	644	662	669	678	686
EBIT	639	587	559	559	519	474	492	509	526	534	542	551
Saldo działalności finansowej	-17	-33	84	127	87	60	47	53	60	67	74	82
Zysk (strata) brutto	622	554	643	686	606	535	539	562	586	601	617	633
Zysk (strata) netto mniejszości	12	15	15	15	8	8	8	8	8	8	8	8
Zysk (strata) netto**	459	451	499	534	483	425	428	447	467	479	492	505
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]												
Przepływy z działalności operacyjnej	888	765	1 353	494	909	687	686	738	777	803	825	846
Przepływy z działalności inwestycyjnej	96	826	-26	36	15	-15	-34	-29	-23	-16	-8	1
Przepływy z działalności finansowej	-244	-988	-632	-513	-564	-516	-458	-463	-481	-463	-475	-488
Przepływy pieniężne netto	740	603	695	17	360	157	245	245	274	324	342	359
Środki pieniężne na początek okresu	1 340	2 081	2 683	3 378	3 395	3 755	3 912	4 107	4 352	4 626	4 950	5 293
Środki pieniężne na koniec okresu	2 081	2 683	3 378	3 395	3 755	3 912	4 107	4 352	4 626	4 950	5 293	5 652
Wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	11%	-6%	11%	-1%	6%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	83%	-5%	-4%	-7%	-6%	-7%	3%	3%	3%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	103%	-2%	11%	7%	-10%	-12%	1%	4%	4%	3%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	11,2%	10,5%	10,2%	10,4%	9,7%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Marża EBITDA	9,3%	9,3%	8,0%	8,1%	7,1%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	7,6%	7,4%	6,4%	6,4%	5,6%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Marża netto	5,5%	5,7%	5,7%	6,1%	5,2%	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%
SG&A / przychody	3,7%	3,5%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
ROE	40,0%	34,2%	40,9%	42,0%	39,2%	35,9%	35,8%	36,5%	37,2%	37,7%	38,2%	38,7%
ROA	6,2%	6,6%	6,4%	6,9%	5,8%	5,0%	4,9%	4,9%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%
Dług	472	259	226	193	160	122	82	41	-1	-1	-1	-1
D / (D+E)	29,1%	16,4%	15,6%	13,2%	11,5%	9,3%	6,4%	3,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
D / E	41,1%	19,6%	18,5%	15,1%	13,0%	10,3%	6,8%	3,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Dług / kapitał własny	41,1%	19,6%	18,5%	15,1%	13,0%	10,3%	6,8%	3,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Dług netto	-1 912	-2 457	-3 185	-3 235	-3 628	-3 823	-4 057	-4 344	-4 659	-4 984	-5 326	-5 685
Dług netto / kapitał własny	-1,66	-1,86	-2,61	-2,54	-2,95	-3,23	-3,39	-3,55	-3,72	-3,92	-4,14	-4,36
Dług netto / EBITDA	-2,5	-3,3	-4,5	-4,6	-5,5	-6,3	-6,5	-6,7	-7,0	-7,4	-7,9	-8,3
EV	4 879	4 334	3 606	3 556	3 163	2 968	2 734	2 447	2 132	1 807	1 465	1 106
Dług / EV	9,7%	6,0%	6,3%	5,4%	5,1%	4,1%	3,0%	1,7%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
CAPEX / Przychody	0,7%	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	44,5%	71,3%	82,8%	85,5%	87,8%	92,0%	96,5%	96,7%	96,9%	97,0%	97,2%	97,3%
Zmiana KO / Przychody	-6,1%	-5,9%	-8,9%	0,4%	-4,4%	-2,3%	-2,1%	-2,5%	-2,7%	-2,9%	-3,0%	-3,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-63,2%	99,5%	-92,1%	-63,0%	-79,6%	-96,5%	-121,7%	-155,2%	-163,9%	-170,6%	-176,1%	-181,0%
P/E*	14,8	15,1	13,6	12,7	14,1	16,0	15,8	15,2	14,5	14,2	13,8	13,5
P/BV*	5,9	5,1	5,6	5,3	5,5	5,7	5,7	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2
EV/EBITDA*	6,3	5,9	5,1	5,1	4,8	4,9	4,4	3,8	3,2	2,7	2,2	1,6
EV/EBIT*	7,6	7,4	6,5	6,4	6,1	6,3	5,6	4,8	4,0	3,4	2,7	2,0
EV/S*	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1
DPS	4,6	31,6	23,5	18,8	20,6	18,5	16,2	16,5	17,2	18,1	18,6	19,1
Payout ratio	51,5%	175,6%	132,8%	96,2%	98,2%	97,9%	97,4%	98,0%	98,0%	99,2%	99,2%	99,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 266,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Madziar

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

Kajetan Sroczyński

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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 oprocentowane 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 3Q'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	1	33%	2	100%
Akumuluj	2	67%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą 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.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 05.08.2022 roku (16:05 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.08.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyciągnięte do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 niетrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 05.08.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byliby 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.