

## BUDIMEX

### RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki Budimexu w 3Q'22 były zgodne z naszymi wcześniejszymi założeniami. Po bardzo dobrym 2Q'22, w kolejnym kwartale spółka utrzymała rentowność w segmencie budowlanym na podobnym poziomie q/q (przy jednoczesnym wzroście salda zawiązanych rezerw) oraz po raz pierwszy od ponad roku odbudowała marże w FB Serwis. Zwracamy także uwagę, że mocna pozycja gotówkowa generuje w obecnych warunków dodatkową istotną kontrybucję odsetkową do wyniku netto oraz pozwala bez ograniczeń startować w największych przetargach. W 3Q'22 spółka pozyskała kontrakty o wartości 2,5 mld PLN, co pozwoliło powiększyć backlog do 12,5 mld PLN (vs 11,8 mld PLN po 2Q'22). Dodatkowo w najkorzystniejszych ofertach Budimex ma ponad 3 mld PLN kolejnych zleceń. Podtrzymujemy, że spółka jako generalny wykonawca z dużym portfelem powinna być beneficjentem schłodzenia koniunktury na rynku budowlanym. Podnosimy nasze zalecenie z Akumuluj do Kupuj. Cenę docelową ustalamy na poziomie 272,5 PLN (poprzednio 300,2 PLN). Nasze prognozy wyników uległy kosmetycznym zmianom, spadek wyceny jest pochodną przede wszystkim znacząco wyższej stopy wolnej od ryzyka, którą przyjęliśmy na poziomie 8,0% (poprzednio 5,5%).

Po słabym w nową kontrakcją 1H'22, 3Q'22 wyglądał już dużo korzystniej (2,5 mld PLN nowych umów plus kolejne ponad 3 mld PLN bliskie do pozyskania). 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 (przyszłoroczne wybory parlamentarne mogą stanowić rosnącą 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 zlecenia z „nowych” obszarów jak np. wojsko.

Spodziewamy się, że spowolnienie w gospodarce (a szczególnie w obszarze budowlanym) powinno mieć swoje przełożenie na spadek cen surowców/materiałów (widoczne już w ostatnich 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 2022 roku na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 8,7 mld PLN przychodów oraz 499 mln PLN zysku netto (podobnie jak przy rekomendacji z sierpnia). Zwracamy uwagę, że w 2H'22 mocno do wyników kontrybuje saldo finansowe. W ostatnich 2-3 miesiącach konsensus wyników publikowanych na Bloombergu podniósł się o ok. 20% (wynik netto), przy spadku kursu akcji. Uważamy, że oprócz nastrojów na szerokim rynku przejściowo wpływ na kurs mogły mieć także obawy o podatek od zysków nadzwyczajnych (potencjalnie jednak tylko ok. 3 PLN/akcję) – temat został jednak ostatnio wyciszony. Uważamy, że przy spokojniejszym otoczeniu wyniki i pozycja bilansowa spółki powinny zostać z czasem docenione przez rynek. 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	8 671,7	8 700,5	9 195,0
EBITDA [mln PLN]	424,1	776,1	733,7	706,0	721,3	679,6
EBIT [mln PLN]	318,4	638,6	587,1	557,9	572,3	531,8
Zysk netto [mln PLN]	226,0	459,5	451,1	498,6	542,6	496,2
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-1 168,6	-1 912,4	-2 457,0	-3 213,1	-3 346,5	-3 709,9
P/BV	7,1	5,0	4,4	4,7	4,4	4,5
P/E	26,3	12,9	13,2	11,9	11,0	12,0
EV/EBITDA	11,3	5,2	4,8	3,9	3,6	3,3
EV/EBIT	15,0	6,3	5,9	4,9	4,5	4,2
DPS [PLN/akcję]	6,3	4,6	31,6	23,5	18,9	20,9

# KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

**WYCENA 272,5 PLN**

26 PAŹDZIERNIK 2022, 13:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	306,0
Wycena porównawcza [PLN]	194,3
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>272,5</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>16,9%</b>
Koszt kapitału	13,0%
Cena rynkowa [PLN]	233,0
Kapitalizacja [mln PLN]	5 948,5
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	274,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	182,8
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	22,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	7,9%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
NN OFE	9,2%
Aviva OFE	8,5%
Pozostali	40,6%

*stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend*

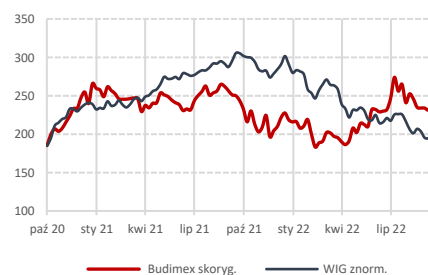
**Krzysztof Pado**

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**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 .....	15

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	26,3	12,9	13,2	11,9	11,0	12,0	13,7
P/BV	7,4	5,2	4,5	4,9	4,7	4,8	5,0
EV/EBITDA	11,3	5,2	4,8	3,9	3,6	3,3	3,3
EV/EBIT	15,0	6,3	5,9	4,9	4,5	4,2	4,3
EV/S	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
BVPS	31,7	45,0	51,7	47,7	50,1	48,6	46,6
EPS	8,9	18,0	17,7	19,5	21,3	19,4	17,0
DPS (w danym roku)	6,3	4,6	31,6	23,5	18,9	20,9	19,0
Payout ratio	53%	52%	176%	133%	97%	98%	98%

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>8 672</b>	<b>8 700</b>	<b>9 195</b>	<b>9 415</b>
budowlanka	7 152	7 539	7 282	7 878	7 847	8 300	8 475
deweloperka	558	674	0	0	0	0	0
inne	278	612	783	801	860	903	947
wyłączenia	-418	-443	-154	-7	-7	-7	-7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>552</b>	<b>937</b>	<b>834</b>	<b>899</b>	<b>923</b>	<b>908</b>	<b>869</b>
budowlanka	418	629	643	763	773	747	695
deweloperka	137	235	0	0	0	0	0
inne	39	110	140	136	150	162	174
wyłączenia	-43	-37	50	0	0	0	0
SG&A	229	308	281	328	347	372	382
PPO/PKO	203	268	136	13	4	4	4
<b>EBITDA</b>	<b>424</b>	<b>776</b>	<b>734</b>	<b>706</b>	<b>721</b>	<b>680</b>	<b>632</b>
EBIT	318	639	587	558	572	532	483
Zysk brutto	332	622	554	642	694	622	545
<b>Zysk netto</b>	<b>226</b>	<b>459</b>	<b>451</b>	<b>499</b>	<b>543</b>	<b>496</b>	<b>434</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-1 169</b>	<b>-1 912</b>	<b>-2 457</b>	<b>-3 213</b>	<b>-3 347</b>	<b>-3 710</b>	<b>-3 880</b>

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	2%	11%	-6%	10%	0%	6%	2%
EBITDA zmiana r/r	-10%	83%	-5%	-4%	2%	-6%	-7%
Zysk netto zmiana r/r	-26%	103%	-2%	11%	9%	-9%	-13%
Marża brutto na sprzedaży	7,3%	11,2%	10,5%	10,4%	10,6%	9,9%	9,2%
Marża EBITDA	5,6%	9,3%	9,3%	8,1%	8,3%	7,4%	6,7%
Marża netto	3,0%	5,5%	5,7%	5,7%	6,2%	5,4%	4,6%
ROE	28,0%	40,0%	34,2%	40,9%	42,4%	40,0%	36,5%
ROA	3,4%	6,2%	6,6%	6,3%	6,8%	5,9%	5,0%

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>1 703</b>	<b>1 684</b>	<b>1 692</b>	<b>1 694</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	884	888
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>5 239</b>	<b>5 926</b>	<b>5 191</b>	<b>6 152</b>	<b>6 261</b>	<b>6 746</b>	<b>6 947</b>
Zapasy	2 014	1 998	429	470	472	499	510
Należności krótkoterminowe	1 589	1 541	2 045	2 241	2 249	2 376	2 433
Środki pieniężne	1 636	2 384	2 716	3 439	3 539	3 870	4 002
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>7 855</b>	<b>7 945</b>	<b>8 439</b>	<b>8 640</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>808</b>	<b>1 149</b>	<b>1 319</b>	<b>1 219</b>	<b>1 278</b>	<b>1 241</b>	<b>1 189</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>6 582</b>	<b>6 600</b>	<b>7 123</b>	<b>7 370</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	5 424	5 475	6 031	6 315
<b>Pasywa razem</b>	<b>6 674</b>	<b>7 462</b>	<b>6 863</b>	<b>7 855</b>	<b>7 945</b>	<b>8 439</b>	<b>8 640</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-1 169</b>	<b>-1 912</b>	<b>-2 457</b>	<b>-3 213</b>	<b>-3 347</b>	<b>-3 710</b>	<b>-3 880</b>
Dług netto / Kapitał własny	-1,4	-1,7	-1,9	-2,6	-2,6	-3,0	-3,3
Dług netto / EBITDA	-2,8	-2,5	-3,3	-4,6	-4,6	-5,5	-6,1

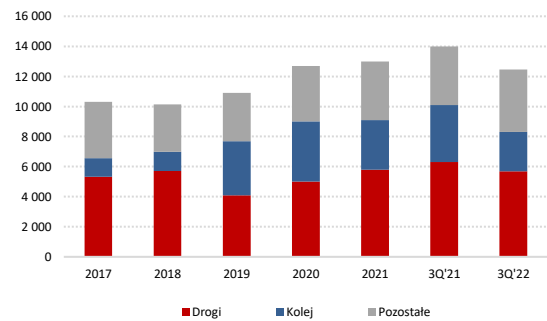
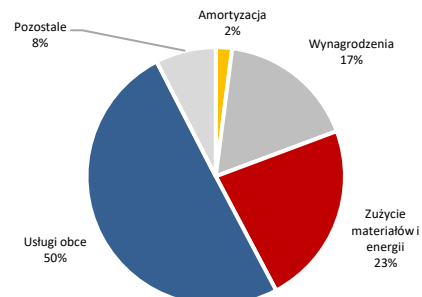
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	574	888	765	1 399	586	908	694
CFI	-185	96	826	-43	30	-5	-33
CFF	-316	-244	-988	-632	-516	-573	-529
- w tym dywidenda	-161	-116	-807	-599	-483	-533	-486
Przepływy pieniężne netto	73	740	603	723	100	330	132
CAPEX / Amortyzacja	41%	45%	71%	81%	87%	99%	98%

**BUDIMEX**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>www:</b>	<a href="http://www.budimex.pl">www.budimex.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>272,5</b>		
<b>Potencjał do wzrostu /</b>	<b>16,9%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
<b>Cena rynkowa [PLN]</b>	<b>233,0</b>	4Q'22:	b.d
<b>Ilość akcji [mln. szt.]</b>	<b>25,5</b>		
<b>Kapitalizacja [mln PLN]</b>	<b>5 949</b>		

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 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 306,0 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024, dała wartość 1 akcji na poziomie 194,3 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 272,5 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	306,0
Wycena metodą porównawczą	30%	194,3
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	178,6
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	209,9
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>272,5</b>

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 (8,0% vs 5,5% poprzednio), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia w modelu:

- Zakładamy wzrost przychodów skonsolidowanych do 8,7 mld PLN w 2022 roku, Obecny portfel zleceń daje naszym zdaniem perspektywę do utrzymania podobnego 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 2031.
- Efektywną stopę podatku przyjęto na poziomie 20%.
- Wycena została sporządzona na dzień 27.10.2022 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 7,81 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 306,0 PLN.

**Model DCF**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	8 671,7	8 700,5	9 195,0	9 414,8	9 577,7	9 732,3	9 896,4	10 067,1	10 243,0	10 423,4
EBIT [mln PLN]*	557,9	572,3	531,8	482,8	499,1	515,5	532,7	540,3	548,2	556,2
Stopa podatkowa	20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	114,3	114,5	101,0	91,7	94,8	97,9	101,2	102,7	104,2	105,7
NOPLAT [mln PLN]	443,6	457,8	430,7	391,1	404,3	417,5	431,5	437,7	444,0	450,6
Amortyzacja [mln PLN]	148,1	149,0	147,8	148,8	149,2	149,8	150,3	150,9	151,5	152,0
CAPEX [mln PLN]	-120,0	-129,1	-146,4	-145,5	-146,8	-147,4	-148,3	-149,1	-149,9	-150,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	852,0	41,2	386,2	209,0	198,7	241,2	270,3	292,9	311,6	328,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-43,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	1 280,7	519,0	818,3	603,4	605,5	661,1	703,9	732,3	757,2	780,0
DFCF [mln PLN]	1 253,0	449,8	628,3	410,2	364,5	352,2	331,9	305,6	279,6	254,9
Suma DFCF [mln PLN]	4 630,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 177,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 365,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	5 995,2									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-2 457,0									
Dywidenda 2022 [mln PLN]	599,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	41,8									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>7 811,2</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>306,0</b>									

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

Przychody zmiana r/r	9,6%	0,3%	5,7%	2,4%	1,7%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-5,0%	2,6%	-7,1%	-9,2%	3,4%	3,3%	3,3%	1,4%	1,5%	1,5%
FCF zmiana r/r	27,6%	-59,5%	57,7%	-26,3%	0,3%	9,2%	6,5%	4,0%	3,4%	3,0%
Marża EBITDA	8,1%	8,3%	7,4%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%
Marża EBIT	6,4%	6,6%	5,8%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%
Marża NOPLAT	5,1%	5,3%	4,7%	4,2%	4,2%	4,3%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	81,0%	86,6%	99,1%	97,8%	98,3%	98,4%	98,6%	98,8%	99,0%	99,2%
Zmiana KO / Przychody	-9,8%	-0,5%	-4,2%	-2,2%	-2,1%	-2,5%	-2,7%	-2,9%	-3,0%	-3,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-112,0%	-143,1%	-78,1%	-95,1%	-122,0%	-156,0%	-164,8%	-171,5%	-177,1%	-182,0%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
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	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	97,1%	97,6%	98,1%	98,6%	99,1%	99,6%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Udział kapitału obcego	2,9%	2,4%	1,9%	1,4%	0,9%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	1,00%	2,00%	3,00%	1,00%	2,00%	3,00%	0,9	1,0	1,1					
beta	0,8	315,4	321,8	329,6	Premia za ryzyko	3%	332,4	340,8	351,2	Premia za ryzyko	3%	347,2	340,8	334,7
	0,9	307,9	313,5	320,3		4%	315,4	321,8	329,6		4%	329,0	321,8	315,1
	1,0	301,0	306,0	311,9		5%	301,0	306,0	311,9		5%	313,5	306,0	299,0
	1,1	294,6	299,0	304,2		6%	288,6	292,5	297,1		6%	300,3	292,5	285,4
	1,2	288,6	292,5	297,1		7%	277,9	281,0	284,6		7%	288,9	281,0	273,8

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 2022 roku przyjęliśmy wagę 20%, dla pozostałych lat po 40%.

Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 194,3 PLN (178,6 PLN na bazie spółek polskich oraz 209,9 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
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>194,3</b>
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	178,6
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	209,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza na bazie spółek polskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Dekpol	2,8	3,2	4,2	3,4	3,6	3,4
Erbud	51,0	8,0	5,1	6,5	3,5	2,5
Mirbud	2,9	3,0	3,8	2,8	2,3	3,0
Pekabex	5,5	7,6	6,6	4,4	4,8	4,1
Polimex	4,9	7,1	7,0	0,7	1,9	1,2
Torpol	2,8	13,8	11,0	0,4	3,4	2,6
Unibep	9,2	7,0	6,8	3,9	3,8	3,6
<b>Mediana</b>	<b>4,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>
Budimex	11,9	11,0	12,0	3,9	3,6	3,3
Premia / dyskonto	143,2%	53,8%	80,6%	12,6%	3,9%	9,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	95,8	151,5	129,0	221,0	229,2	225,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>131,4</b>			<b>225,9</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>178,6</b>					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

### Wycena porównawcza na bazie spółek europejskich

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Bilfinger	14,1	11,7	9,2	4,3	3,9	3,0
Hochtief	8,3	8,5	7,6	3,6	3,7	3,4
NCC	10,2	8,3	7,6	5,3	4,4	4,0
Peab	7,4	7,4	7,1	7,0	6,9	6,6
Porr	7,3	5,5	4,8	1,0	0,9	0,7
Skanska	10,9	12,7	11,6	8,2	8,9	8,5
SNC-Lavalin	25,9	13,6	12,5	10,0	7,8	6,7
Strabag	9,7	9,7	9,5	1,8	1,7	1,4
Tecnicas Reunidas	29,8	5,7	4,7	4,8	2,9	2,0
Veidekke	12,3	9,6	9,5	3,7	3,2	3,1
WeBuild	15,2	12,0	7,8	2,1	1,8	1,6
YIT	9,1	9,0	7,7	7,2	6,7	5,6
<b>Mediana</b>	<b>10,5</b>	<b>9,3</b>	<b>7,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
Budimex	11,9	11,0	12,0	3,9	3,6	3,3
Premia / dyskonto	13,2%	17,5%	53,8%	-14,8%	-5,5%	0,9%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	205,9	198,3	151,5	251,6	239,0	232,2
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>181,1</b>			<b>238,8</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>209,9</b>					

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

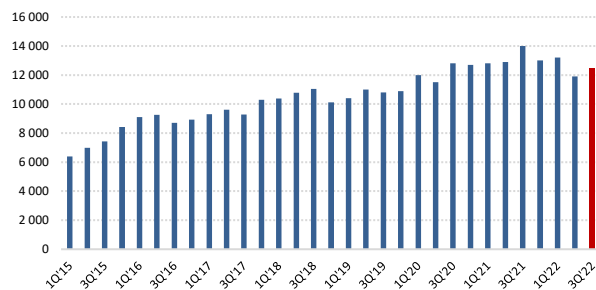
## PORTFEL ZAMÓWIEŃ

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

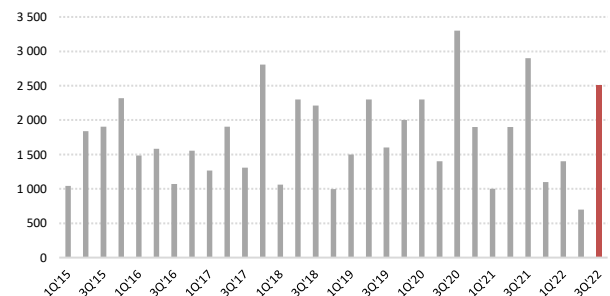
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*
<b>2022</b>			
nko	MON	Rozbudowa kompleksu wojskowego w Siedlcach	294,6
paź 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Zamość Wschód - Zamość Południe)	358,2
nko	5 Woj. Szpital Klin.	Budowa budynku szpitala	319,4
nko	PKP PLK	Linia kolejowa nr 104 Chabówka – Nowy Sącz na odc. A1	360,1
nko	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Tomaszów Lubelski - Hrebenne)	486,4
nko	Nds	D1 Bratislava Triblavina	529,8
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
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 ocena, \* w części przypadającej na Budimex

#### Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

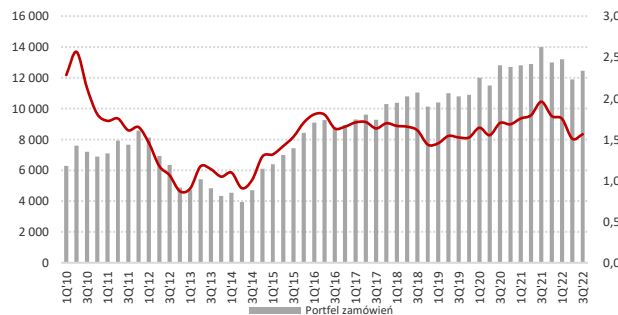


#### Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

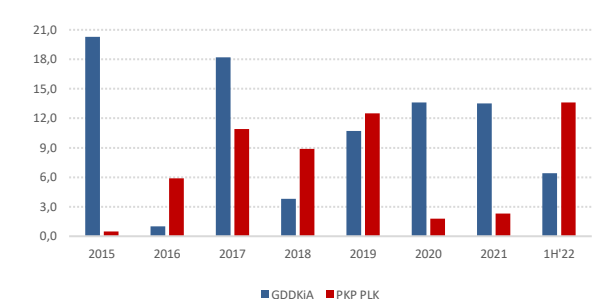
#### Portfel / przychody za ostatnie 4Q



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]



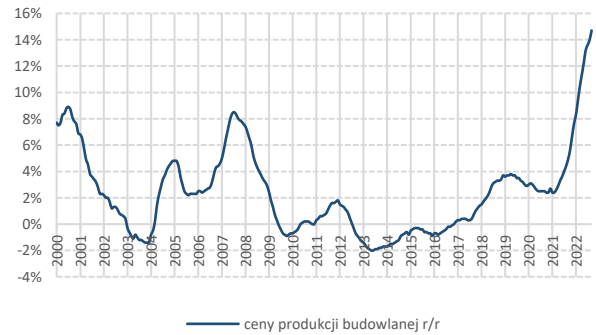
Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*brak danych za 3Q'22

## STRONA KOSZTOWA

Produkcja budowlana w Polsce r/r

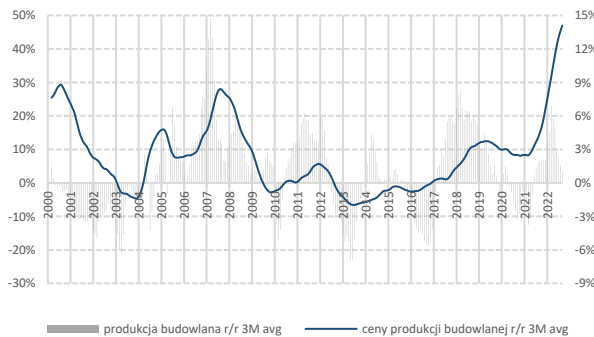


Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



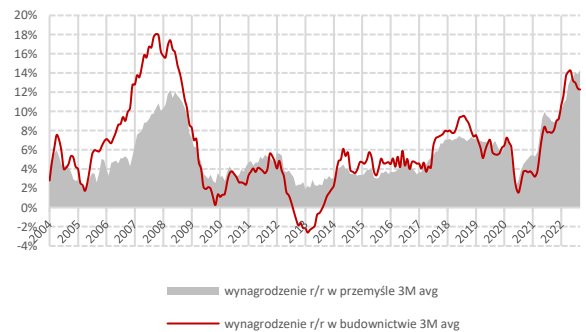
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



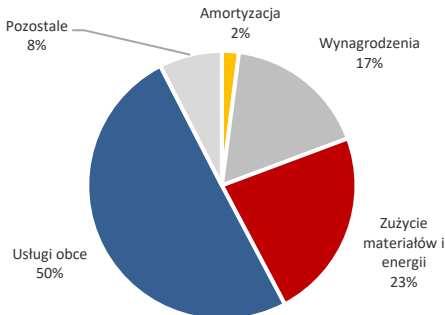
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



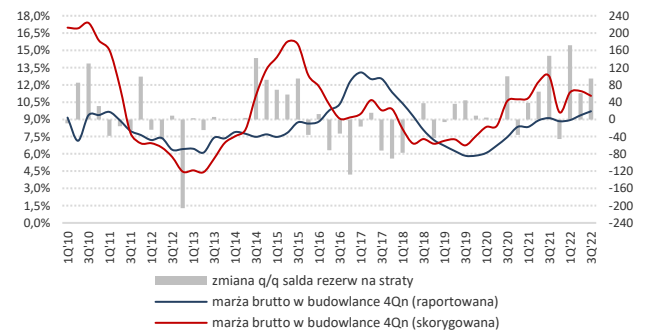
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Budimex - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



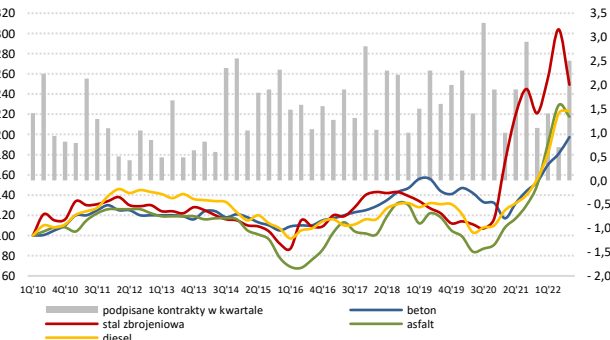
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



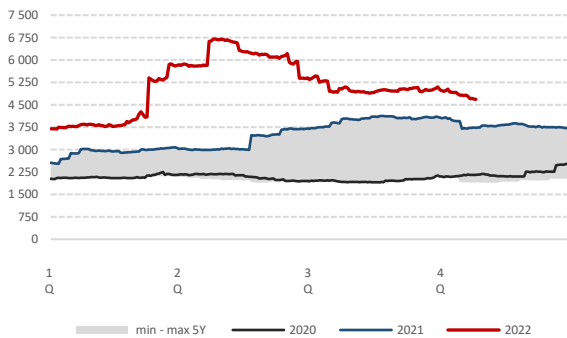
Źródło: DM BDM S.A., Budimex, 3Q'22 – szacunki DM BDM

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

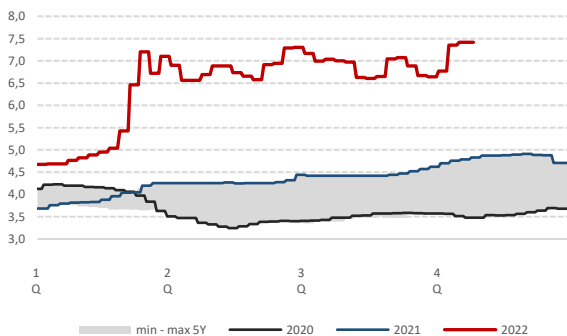
Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom (blisko 15% r/r we wrześniu). Jednocześnie wyraźnie hamuje dynamika produkcji budowlanej, co historycznie zwykle zwiastowało spadek presji na ceny. Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej 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 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.

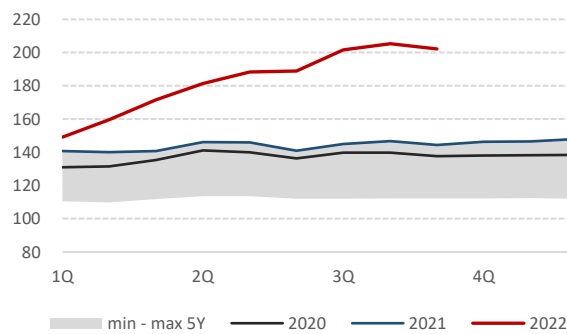


**Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]**


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



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

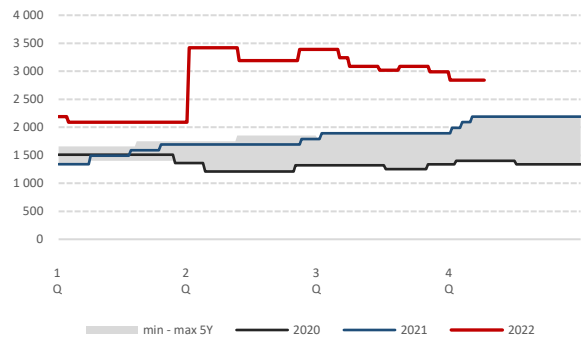


Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, \*100= koniec 2010 roku

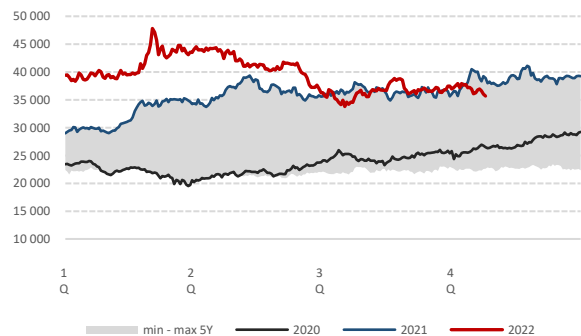
Spółka w 3Q'22 zawarła z GDDKiA aneksy, które podniosły limity waloryzacyjne do 10% na już realizowanych kontraktach (podwyższona waloryzacja dotyczy prac wykonywanych po 24 lutego 2022). Prowadzone są nadal rozmowy o zasadach waloryzacji z PKP PLK (tu szanse na rozszerzenie waloryzacji na realizowanych już kontraktach są naszym zdaniem mniejsze niż w przypadku 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.

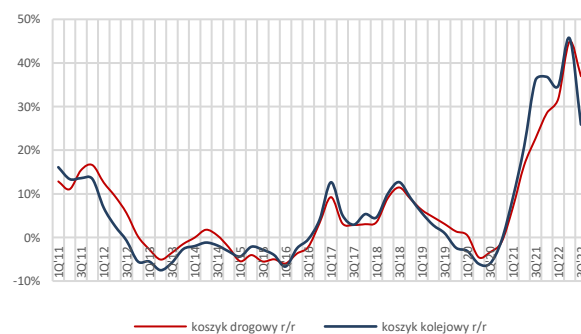
Zwracamy uwagę, że po podpisaniu nowych kontraktów w 4Q'22 (możliwe min. 3 mld PLN z kontraktów z najkorzystniejszymi ofertami) portfel będzie wypełniony w znacznej mierze już kontraktami pozyskanymi w 2022 roku. Duże znaczenie w portfelu (szacujemy, że ok 2,6 mld PLN po 3Q'22) nadal mają kontrakty kolejowe, 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]**

Razem (po wyłączeniach)	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
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	2 370,2	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	255,8	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	73,9	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	0,1	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	182,0	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	-1 890	-2 130	-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	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>	<b>1Q'19</b>	<b>2Q'19</b>	<b>3Q'19</b>	<b>4Q'19</b>	<b>1Q'20</b>	<b>2Q'20</b>	<b>3Q'20</b>	<b>4Q'20</b>	<b>1Q'21</b>	<b>2Q'21</b>	<b>3Q'21</b>	<b>4Q'21</b>	<b>1Q'22</b>	<b>2Q'22</b>	<b>3Q'22</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
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	2 195,1	2 167,7	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	3,0	7,4	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	217,3	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	65,2	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	3,2	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	155,4	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%	4,1%	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%	10,0%	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%	7,1%	5,1%	6,1%
<b>Działalność deweloperska</b>	<b>1Q'19</b>	<b>2Q'19</b>	<b>3Q'19</b>	<b>4Q'19</b>	<b>1Q'20</b>	<b>2Q'20</b>	<b>3Q'20</b>	<b>4Q'20</b>	<b>1Q'21</b>	<b>2Q'21</b>	<b>3Q'21</b>	<b>4Q'21</b>	<b>1Q'22</b>	<b>2Q'22</b>	<b>3Q'22</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
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	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	0,0	191,1	0,0
<b>Pozostała działalność</b>	<b>1Q'19</b>	<b>2Q'19</b>	<b>3Q'19</b>	<b>4Q'19</b>	<b>1Q'20</b>	<b>2Q'20</b>	<b>3Q'20</b>	<b>4Q'20</b>	<b>1Q'21</b>	<b>2Q'21</b>	<b>3Q'21</b>	<b>4Q'21</b>	<b>1Q'22</b>	<b>2Q'22</b>	<b>3Q'22</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
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	204,2	202,5	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	1,1	1,9	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	41,4	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	11,5	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	-3,1	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	26,7	78,6	81,7
Przychody razem zmiana r/r	---	---	---	---	---	---	16,2%	25,5%	27,2%	32,3%	32,4%	21,0%	-0,9%	6,5%	0,2%	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%	20,3%	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%	13,1%	12,8%	10,4%
<b>Wyłączenia</b>	<b>1Q'19</b>	<b>2Q'19</b>	<b>3Q'19</b>	<b>4Q'19</b>	<b>1Q'20</b>	<b>2Q'20</b>	<b>3Q'20</b>	<b>4Q'20</b>	<b>1Q'21</b>	<b>2Q'21</b>	<b>3Q'21</b>	<b>4Q'21</b>	<b>1Q'22</b>	<b>2Q'22</b>	<b>3Q'22</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
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	-9,3	-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	-2,9	-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	0,0	-18,7	59,9

Źródło: DM BDM S.A., spółka

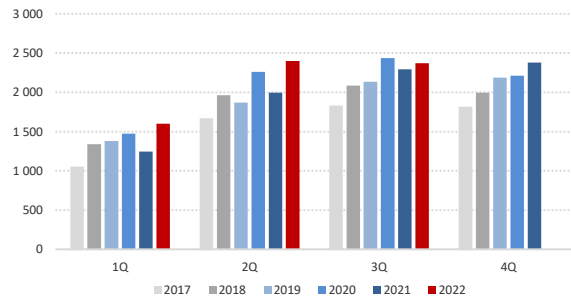
**Wyniki za 3Q'22 [mln PLN]**

	3Q'21	3Q'22	zmiana r/r	3Q'22P BDM	zmiana r/r	1-3Q'21	1-3Q'22	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	2 292,7	2 370,2	3,4%	2 380,4	-0,4%	5 533,8	6 368,4	15,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	213,4	255,8	19,9%	255,4	0,2%	589,1	651,8	10,7%
Zysk na sprzedaży	148,4	181,9	22,6%	174,9	4,0%	399,0	426,0	6,8%
EBITDA	177,9	219,2	23,2%	211,5	3,6%	527,3	527,7	0,1%
EBIT	140,0	182,0	30,0%	174,4	4,4%	416,4	416,7	0,1%
Zysk (strata) brutto	129,6	204,3	57,6%	200,0	2,2%	389,2	466,4	19,8%
Zysk (strata) netto	101,1	157,3	55,7%	156,6	0,5%	301,8	358,6	18,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,3%	10,8%		10,7%		10,6%	10,2%	
Marża EBITDA	7,8%	9,2%		8,9%		9,5%	8,3%	
Marża EBIT	6,1%	7,7%		7,3%		7,5%	6,5%	
Marża zysku netto	4,4%	6,6%		6,6%		5,5%	5,6%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

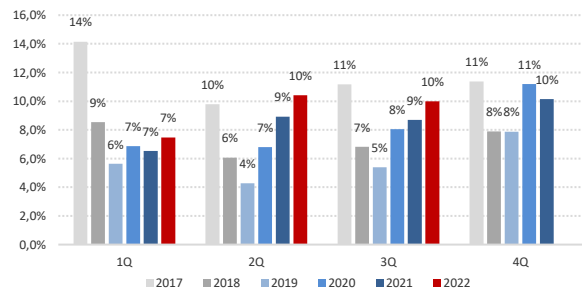
- Spółka podała w pierwszej połowie października, że szacunkowy skonsolidowany wynik netto za 3Q'22 wyniósł 160 mln PLN (przed odjęciem zysku przypadającego udziałom niedającym kontroli). Finalny wynik opublikowany 26/10 jest zgodny z szacunkami. Zysk netto (dla akcjonariuszy jednostki dominującej) wyniósł 157,3 mln PLN.
- Przychody w 3Q'21 były o 3% wyższe r/r, natomiast na niższych poziomach rachunku wyników zanotowano wyraźnie wyższe r/r dynamiki (głównie ze względu na wyższe wyniki segmentu budowlanego).
- W segmencie budowlanym spółka pokazała niespełna 2,2 mld PLN przychodów (+4% r/r, w podobnym tempie rosły przychody w infrastrukturze jak i budownictwie kubaturowym, przy czym w tym drugim obszarze Budimex mocno ograniczył w tym roku udział mieszkaniówki, po sprzedaży segmentu deweloperskiego).
- Marża brutto ze sprzedaży w budownictwie wyniosła 10,0% (vs 8,7% w 3Q'21 i 10,4% w 2Q'22). Zwraca uwagę kolejny kwartał budowania salda rezerw na straty, w 3Q'22 urosło o 95 mln PLN (i wynosi już 842 mln PLN – nominalnie najwyżej w historii, w stosunku do całości portfela jest to 6,8%). Saldo rezerw na naprawy gwarancyjne wzrosło o 27 mln PLN q/q (637 mln PLN). W teoretycznym scenariuszu, w którym salda rezerw nie uległyby zmianom, rentowność segmentu budowlanego wyniosłaby 15,6% (vs 13,1% w 2Q'22 i 17,4% w 3Q'21).
- EBIT w 2Q'22 w obszarze budowlanym wyniósł 155 mln PLN (vs 117 mln PLN rok temu) i był tylko w minimalny sposób zaburzony przez one-offy (saldo pozostałej działalności operacyjnej: +3 mln PLN vs -9 mln PLN rok temu).
- W segmencie pozostałej działalności (FB Serwis) przychody były porównywalne r/r. FB Serwis sygnalizował już wcześniej, że aby na trwale powrócić do wzrostowej ścieżki wyników konieczne są przede wszystkim inwestycje/akwizycje w obszarze odpadów. Zarząd wskazywał też ostatnio, że znów rosną stawki w przetargach na odbiór odpadów. W 3Q'22 spółce udało się zatrzymać erozję rentowności z poprzednich kwartałów. Marża brutto ze sprzedaży wzrosła do 20,3% (vs 15,9% rok temu i 17,2% w 2Q'22). Spółka poprawiła rentowność w tym obszarze po raz pierwszy od 2Q'21. EBIT działalności wyniósł 26,7 mln PLN (vs 23,0 mln PLN rok temu).
- Na poziomie netto wynik Budimexu był wsparty przez saldo odsetkowe. W samym 3Q'22 spółka 34 mln PLN przychodów z odsetek (efektywnie 6% od średniego salda gotówki w kwartale). Koszty finansowe wyniosły 12 mln PLN (głównie koszty prowizji, gwarancji i odsetek).
- Pozycja gotówkowa netto wyniosła 2,13 mld PLN (vs 2,72 mld PLN rok temu, przy czym należy pamiętać, że w 2H'21 wypłacono dodatkową dywidendę po finalizacji sprzedaży segmentu deweloperskiego).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



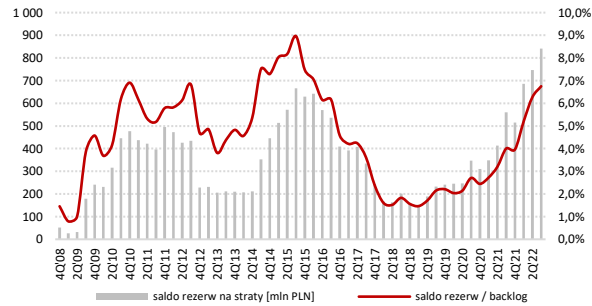
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



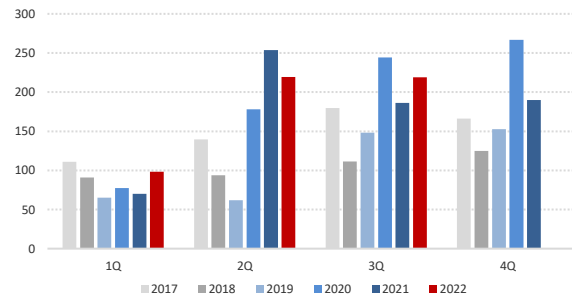
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Saldo rezerw na straty / backlog do 3Q'22



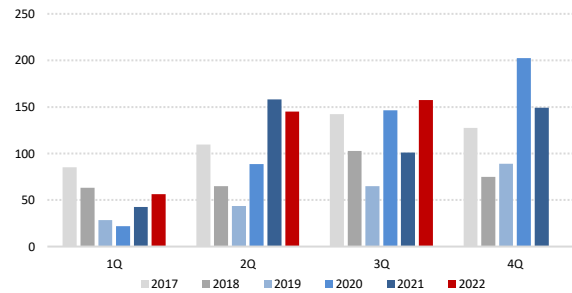
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA wg kwartałów [mln PLN]



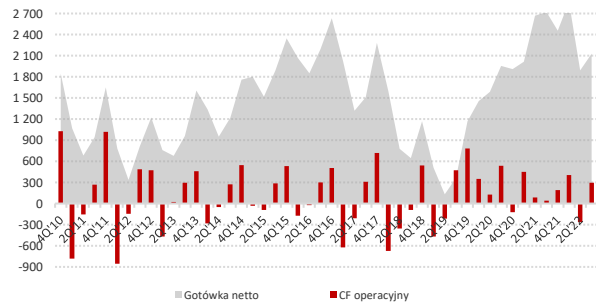
Źródło: BDM S.A., spółka, \*zysk na sprzedaży + amortyzacja

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

**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	2 370,2	2 303,3	8 671,7	1 529,3	2 309,9	2 368,7	2 492,5	8 700,5
Zysk brutto ze sprzedaży	96,7	278,9	213,4	244,7	833,8	132,1	263,9	255,8	246,9	898,8	151,5	249,3	259,5	262,8	923,0
<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>144,8</b>	<b>570,8</b>	<b>74,9</b>	<b>164,1</b>	<b>177,1</b>	<b>160,1</b>	<b>576,2</b>
Saldo PPO/PKO	29,0	-3,1	-8,4	16,6	34,0	-4,3	-5,0	0,1	-3,6	-12,9	-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>178,3</b>	<b>706,0</b>	<b>111,6</b>	<b>200,8</b>	<b>213,9</b>	<b>194,9</b>	<b>721,3</b>
EBIT	62,8	213,6	140,0	170,7	587,1	57,4	177,3	182,0	141,2	557,9	74,4	163,6	176,6	157,6	572,3
Zysk (strata) brutto	54,7	204,9	129,6	165,3	554,5	62,6	199,5	204,3	175,9	642,3	112,1	198,4	199,4	183,6	693,5
<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>140,0</b>	<b>498,6</b>	<b>86,6</b>	<b>154,4</b>	<b>157,3</b>	<b>144,4</b>	<b>542,6</b>
Marża brutto ze sprzedaży	7,8%	14,0%	9,3%	10,3%	10,5%	8,3%	11,0%	10,8%	10,7%	10,4%	9,9%	10,8%	11,0%	10,5%	10,6%
Marża EBITDA	8,0%	12,5%	7,8%	8,7%	9,3%	5,9%	8,9%	9,2%	7,7%	8,1%	7,3%	8,7%	9,0%	7,8%	8,3%
Marża EBIT	5,0%	10,7%	6,1%	7,2%	7,4%	3,6%	7,4%	7,7%	6,1%	6,4%	4,9%	7,1%	7,5%	6,3%	6,6%
Marża zysku netto	3,4%	7,9%	4,4%	6,3%	5,7%	3,5%	6,0%	6,6%	6,1%	5,7%	5,7%	6,7%	6,6%	5,8%	6,2%

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

- 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).
- Wyniki 4Q sezonowo w budownictwie uzależnione są od pogody w końcówce roku (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 dodatnie było saldo pozostałej działalności operacyjnej a relatywnie niski był podatek dochodowy).
- Zakładamy w scenariuszu bazowym, że 4Q'22 będzie przychodowo i wynikowo nieznacznie słabszy od 3Q'22 i 4Q'21. Przy dobrych warunkach pogodowych w grudniu (brak większych mrozów i opadów śniegu) nasze prognozy mogą ulec poprawie. Kolejnym potencjalnym pozytywnym czynnikiem może być utrzymanie się niższych cen surowców.
- 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 blisko 7,9 mld PLN przychodów 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) i podobny poziom rentowności (tu także widzimy potencjał do zaskoczeń w górę w przypadku pogłębienia się spadku cen materiałów – spółka ma relatywnie dużą „poduszkę” w postaci zawiązanych rezerw).
- W segmencie pozostałym (FB Serwis) ten rok jest generalnie trudniejszy 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 8,7 mld PLN przychodów oraz 499 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 przychodów i zysku netto są zbliżone do obecnego konsensusu (zwracamy przy tym uwagę, że konsensus zysku netto podniósł się o ok 20% względem dnia naszej poprzedniej rekomendacji). Na 2023 zakładamy podobnie jak konsensus 8,7 mld PLN przychodów, rynek zakłada wyższy od nas EBIT, natomiast wydaje nam się, że nadal nie docenia poziomu przychodów z odsetek.

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

	2022		odchylenie	2023		odchylenie	2024		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	8 671,7	8 691,3	-0,2%	8 700,5	8 680,0	0,2%	9 195,0	8 703,5	5,6%
EBITDA	706,0	735,7	-4,0%	721,3	753,3	-4,3%	679,6	768,0	-11,5%
EBIT	557,9	587,0	-5,0%	572,3	606,3	-5,6%	531,8	614,5	-13,5%
Zysk (strata) netto	498,6	504,0	-1,1%	542,6	496,0	9,4%	496,2	501,5	-1,1%
Gotówka netto	3 213	2 161	48,7%	3 347	2 717	23,2%	3 710	2 866	29,4%
Marża EBITDA	8,1%	8,5%		8,3%	8,7%		7,4%	8,8%	
Marża EBIT	6,4%	6,8%		6,6%	7,0%		5,8%	7,1%	
Marża zysku netto	5,7%	5,8%		6,2%	5,7%		5,4%	5,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg

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

	2022		zmiana	2023		zmiana	2024		zmiana
	poprzednio	raport		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	8 758,6	8 671,7	-1,0%	8 697,1	8 700,5	0,0%	9 205,4	9 195,0	-0,1%
EBITDA	704,0	706,0	0,3%	700,4	721,3	3,0%	658,1	679,6	3,3%
EBIT	558,8	557,9	-0,2%	558,8	572,3	2,4%	519,3	531,8	2,4%
Zysk (strata) netto	498,9	498,6	-0,1%	534,3	542,6	1,6%	482,9	496,2	2,8%
Gotówka netto	3 185	3 213	0,9%	3 235	3 347	3,4%	3 628	3 710	2,3%
Marża EBITDA	8,0%	8,1%		8,1%	8,3%		7,1%	7,4%	
Marża EBIT	6,4%	6,4%		6,4%	6,6%		5,6%	5,8%	
Marża zysku netto	5,7%	5,7%		6,1%	6,2%		5,2%	5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, \*raport z 05.08.2022

**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	8 672	8 700	9 195	9 415	9 578	9 732	9 896	10 067	10 243	10 423
Zysk brutto ze sprzedaży	810	629	552	937	834	899	923	908	869	893	916	940	955	970	986
Marża brutto ze sprzedaży	12,7%	8,5%	7,3%	11,2%	10,5%	10,4%	10,6%	9,9%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
EBIT	588	417	318	639	587	558	572	532	483	499	515	533	540	548	556
Marża EBIT	9,2%	5,6%	4,2%	7,6%	7,4%	6,4%	6,6%	5,8%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%
Zysk netto	464	305	226	459	451	499	543	496	434	435	453	473	485	497	510
Marża netto	7,3%	4,1%	3,0%	5,5%	5,7%	5,7%	6,2%	5,4%	4,6%	4,5%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%
<b>Działalność budowlana [mln PLN]</b>	<b>2017</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>
Przychody	6 070	7 048	7 152	7 539	7 282	7 878	7 847	8 300	8 475	8 591	8 721	8 860	9 005	9 155	9 308
-infrastruktura	3 204	3 797	4 282	4 925	4 654	5 178	5 006	5 268	5 305	5 306	5 336	5 384	5 445	5 513	5 586
-budownictwo ogólne	2 866	3 250	2 870	2 612	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	763	773	747	695	705	719	733	742	753	763
Marża brutto ze sprzedaży	11,4%	7,2%	5,8%	8,3%	8,8%	9,7%	9,9%	9,0%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%
EBIT	506	277	207	388	446	471	469	419	360	366	374	383	387	391	395
Marża EBIT	8,3%	3,9%	2,9%	5,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%
<b>Działalność deweloperska [mln PLN]</b>	<b>2017</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>
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%	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
<b>Pozostała działalność [mln PLN]</b>	<b>2017</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>
Przychody	154	101	278	612	783	801	860	903	947	994	1 018	1 043	1 069	1 096	1 123
Zysk brutto ze sprzedaży	21	14	39	110	140	136	150	162	174	188	197	207	212	217	223
Marża brutto ze sprzedaży	13,8%	14,1%	14,1%	18,0%	17,9%	16,9%	17,4%	17,9%	18,4%	18,9%	19,4%	19,9%	19,8%	19,8%	19,8%
EBIT	12	50	23	79	82	85	101	110	120	131	139	148	152	155	159
Marża EBIT	7,9%	50,1%	8,3%	12,8%	10,4%	10,7%	11,8%	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
<b>Wyłączenia konsolidacyjne [mln PLN]</b>	<b>2017</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>
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.



**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.sroczynski@bdm.pl](mailto:kajetan.sroczynski@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>kupuj</b>	<b>272,5</b>	<b>akumuluj</b>	<b>300,2</b>	<b>26.10.2022</b>	<b>13:45 CEST</b>	<b>233,0</b>	<b>48 343</b>
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 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	5 56%	1 100%	
Akumuluj	2 22%	0 0%	
Trzymaj	1 11%	0 0%	
Redukuj	0 0%	0 0%	
Sprzedaj	1 11%	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](http://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 obarczona 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 poziomu 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 redukcować 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 26.10.2022 roku (13:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 2.11.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

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 rekomendację 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.

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 26.10.2022 roku:

- 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 zająć 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.