



Dom Maklerski BDM S.A.

BUDIMEX

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 514,1 PLN

02 GRUDZIEŃ 2024, 09:30 CEST

Sentyment do akcji Budimexu uległ w ostatnich tygodniach dalszemu schłodzeniu. Uważamy, że obecnie konsensus wynikowy na 2024 uległ już urealnieniu (zysk netto <700 mln PLN). Rynek bierze pod uwagę, że wyniki 4Q'24 będą prawdopodobnie mieć wyraźną ujemną dynamikę r/r, więc raczej nie spodziewamy się dodatkowej negatywnej reakcji na nie. Premia z jaką handlowana w ostatnich miesiącach była spółka do historycznych i prognostycznych wskazań EV/EBITDA wyraźnie się skurczyła. Jednocześnie w kolejnych kwartałach spółka powinna wejść na ścieżkę dodatnich odczytów r/r (efekt wzrostu portfela, wydłużający się horyzont stanu stabilizacji kosztowej). W najbliższych miesiącach liczymy na odbudowę ofertowania w Polsce (pierwsze jaskółki na rynku kolejowym i PSE). Jednocześnie oceniamy, że trudno brać pod uwagę dalszą ekspansję marż wykraczającą poza horyzont 2025 roku. Dla marżowości Budimexu jako generalnego wykonawcy lepsze są okresy stabilizacji/lekkiej dekonjunkury w branży, niż jej ekspansji, która nadejście przy szerszym uruchomieniu środków uniynych. Potencjalna transakcja sprzedaży FBSeerwis może budować oczekiwania pod wypłatę ekstra dywidendy na przełomie 2025/26. Potencjalny upside może też rodzić interpretacja wyroku TSUE w sprawie C-652/22. Może (ale nie musi - decyzja należy do zamawiających) on dać narzędzie do ograniczenia udziału w przetargach podmiotów spoza UE (w optymistycznym scenariusz ograniczyłoby to dostęp do polskiego rynku firm z Turcji czy Chin). Zmieniamy zalecenie z Redukuj na Akumuluj. Przy naszych obecnych założeniach cenę docelową wyznaczamy na poziomie 514,1 PLN (poprzednio 531,1 PLN).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'24 spółka osiągnęła 6,5 mln PLN przychodów (-7% r/r) oraz 447 mln PLN zysku netto (-1% r/r). Wyniki samego 3Q'24 były zbliżone do konsensusu (zysk netto na poziomie 170 mln PLN, -3% r/r, -1% vs konsensus), aczkolwiek raczej niższe niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu. Na poziomie marży brutto ze sprzedaży w budownictwie (11,6% w 1-3Q'24, +1,9 pp r/r) spółka jest beneficjentem spadku presji kosztowej i dużego portfela zleceń, aczkolwiek jego struktura czasowa jest bardziej przesunięta w kierunku okresu 2026+. Na niższych poziomach wyników widoczna jest presja na koszty SG&A (związana m.in. z budową struktur zagranicznych). Poziom rezerw na straty w ostatnich kwartałach generalnie opadał, aczkolwiek w 3Q'24 nieco wzrósł q/q. Obecnie wrócił do okolic 10-letniej średniej ważonej dla relacji rezerwy/portfel (4,8% po 2Q'24 vs 4,4% średnia; przy uwzględnieniu kontraktu na RB jest to 3,7%).

Pozycjonowanie segmentowe/portfel

Backlog po 3Q'24 wynosił 15,8 mld PLN (vs 13,1 mld PLN na koniec 2023 roku). Dodatkowo w „poczekalni” było 9,9 mld PLN potencjalnych zleceń. W tym 4,8 mld to Rail Baltica, która do portfela będzie trafiać etapowo, w ostatnich miesiącach wzrost w naszym odczuciu czynnik niepewności w kwestii tempa realizacji i finansowania tego projektu. W ostatnich latach spółka zaczęła budować strukturę na rynkach ościennych (perspektywa spadku rynku drogowego w Polsce), celem jest także zbudowanie silnej pozycji w energetyce (głównie w obszarze PSE i EJ) oraz dalsza dywersyfikacja biznesu pozabudowlanego. W listopadzie rozpoczęto przegląd opcji strategicznych w FB Serwis, który może skutkować sprzedażą biznesu lub jego części (FBS za ostatnie 4Q miał 136 mln PLN EBITDA, mediana EV/EBITDA'24 dla grupy porównawczej to 8,7x, a dla '25=6,7x).

Prognozy wyników, wskaźniki

W 4Q'24 spółka będzie mierzyć się z wysoką bazą wynikową, będącą m.in. pochodną waloryzacji i aneksów z końcówki ubiegłego roku. Zakładamy, że obecny konsensus rynkowy już się urealnił i uwzględnia ten czynnik. W 2024 roku zakładamy 9,14 mld PLN przychodów oraz 663 mln PLN zysku netto. W 2025-26 estymujemy 10,1 i 12,5 mld PLN przychodów oraz 721 / 867 mln PLN zysku netto (-7% / +6% vs konsensus). Nasze prognozy implikują EV/EBITDA'25=8,5x, P/E'25=16,7x. Przy prognozach wyników za kolejne 4Q i uśrednionym (sezonowość) długi netto spółka jest handlowa obecnie z 2% dyskontem do 10-letniej mediany powiększonej o odchylenie standardowe (czyli powróciła do szerokiego korytarza wahań, przy naszej poprzedniej rekomendacji była handlowana z 26% premią do tak wyznaczonego korytarza).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	7 911,2	8 619,1	9 801,5	9 140,9	10 058,9	12 520,1
EBITDA [mln PLN]	733,7	714,8	938,4	885,7	996,6	1163,4
EBIT [mln PLN]	587,1	562,4	781,1	728,0	823,3	990,2
Zysk netto [mln PLN]	451,1	534,4	738,2	663,4	720,6	867,3
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-2 457,0	-3 010,4	-3 654,5	-3 129,3	-3 608,7	-4 229,2
P/BV	8,9	9,3	7,7	9,2	8,7	7,8
P/E	26,7	22,6	16,3	18,2	16,7	13,9
EV/EBITDA	13,1	12,7	9,0	10,1	8,5	6,7
EV/EBIT	16,4	16,1	10,8	12,3	10,3	7,9
DPS [PLN/akcję]	31,6	23,5	18,0	35,7	25,8	28,0

Wycena DCF [PLN]	528,6
Wycena porównawcza [PLN]	383,6
Wycena końcowa [PLN]	514,1
Potencjał do wzrostu / spadku	8,8%
Koszt kapitału	12,0%
Cena rynkowa [PLN]	472,4
Kapitalizacja [mln PLN]	12 060,4
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	747,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	474,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-20,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-36,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-32,2%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
NN OFE	9,6%
Allianz OFE	8,9%
Pozostali	31,4%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

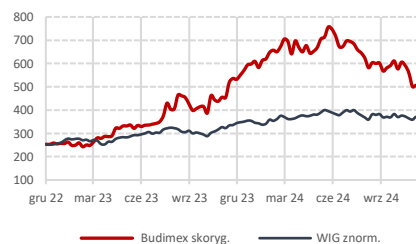
Krzysztof Pado

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

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
STRONA KOSZTOWA.....	9
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	12
FBSERWIS – PRZEGLĄD OPCJI STRATEGICZNYCH	16
DANE FINANSOWE	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	90%	528,6
Wycena metodą porównawczą	10%	383,6
- wycena część budowlanej* do krajowych spółek budowlanych	50%	306,0
- wycena część budowlanej* do europejskich spółek budowlanych	50%	380,2
- wycena FB Serwis**		40,4
Wycena 1 akcji [PLN]		514,1

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

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,50%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 02 grudnia 2024.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9 140,9	10 058,9	12 520,1	14 099,6	14 504,7	15 010,3	15 426,0	15 793,6	16 138,4	16 519,2
EBIT [mln PLN]	728,0	823,3	990,2	1 128,6	1 138,0	1 172,7	1 212,9	1 247,1	1 278,2	1 313,8
Stopa podatkowa	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	146,2	156,4	188,1	214,4	216,2	222,8	230,5	237,0	242,9	249,6
NOPLAT [mln PLN]	581,8	666,9	802,0	914,2	921,8	949,9	982,5	1 010,2	1 035,4	1 064,2
Amortyzacja [mln PLN]	157,7	173,3	173,2	174,7	175,9	176,8	177,5	177,8	177,9	177,9
CAPEX [mln PLN]	-213,7	-158,1	-178,7	-179,7	-181,2	-182,6	-182,0	-181,6	-181,9	-182,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-208,0	388,2	444,1	279,4	97,7	143,1	150,4	145,7	145,6	152,9
FCF [mln PLN]	317,7	1 070,2	1 240,7	1 188,6	1 014,1	1 087,3	1 128,4	1 152,1	1 177,0	1 213,0
DFCF [mln PLN]	314,8	948,1	982,4	840,9	640,9	613,8	568,8	518,6	473,0	435,3
Suma DFCF [mln PLN]	6 336,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	12 414,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	4 454,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 791,4									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-3 654,5									
Dywidenda 2024 [mln PLN]	911,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	39,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	13 495,3									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	528,6									
Przychody zmiana r/r	-6,7%	10,0%	24,5%	12,6%	2,9%	3,5%	2,8%	2,4%	2,2%	2,4%
EBIT zmiana r/r	-6,8%	13,1%	20,3%	14,0%	0,8%	3,1%	3,4%	2,8%	2,5%	2,8%
FCF zmiana r/r	-73,5%	236,8%	15,9%	-4,2%	-14,7%	7,2%	3,8%	2,1%	2,2%	3,1%
Marża EBITDA	9,7%	9,9%	9,3%	9,2%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Marża EBIT	8,0%	8,2%	7,9%	8,0%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%
Marża NOPLAT	6,4%	6,6%	6,4%	6,5%	6,4%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
CAPEX / Przychody	2,3%	1,6%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
CAPEX / Amortyzacja	135,6%	91,3%	103,1%	102,8%	103,1%	103,2%	102,5%	102,1%	102,2%	102,3%
Zmiana KO / Przychody	2,3%	-3,9%	-3,5%	-2,0%	-0,7%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-31,5%	-42,3%	-18,0%	-17,7%	-24,1%	-28,3%	-36,2%	-39,6%	-42,2%	-40,2%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Udział kapitału własnego	97,1%	97,6%	98,2%	98,6%	99,0%	99,4%	99,7%	99,8%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	2,9%	2,4%	1,8%	1,4%	1,0%	0,6%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
WACC	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	1,00%	2,00%	3,00%	1,00%	2,00%	3,00%	0,9	1,0	1,1					
beta	0,8	564,3	589,2	620,6	Premia za ryzyko	5,5%	550,8	573,7	602,3	Premia za ryzyko	5,5%	603,0	573,7	547,7
	0,9	536,1	556,8	582,5		6,0%	530,0	550,0	574,5		6,0%	578,7	550,0	524,6
	1,0	511,2	528,6	549,9		6,5%	511,2	528,6	549,9		6,5%	556,8	528,6	503,8
	1,1	489,1	503,8	521,6		7,0%	494,0	509,3	527,8		7,0%	536,9	509,3	485,1
	1,2	469,3	481,9	496,9		7,5%	478,2	491,7	507,9		7,5%	518,7	491,7	468,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza jest sumą wyceny części budowlanej (oraz pozostałej działalności spółki o marginalnym znaczeniu) oraz wyceny FB Serwis. W przypadku części budowlanej wycena oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych (waga 50%) oraz europejskich spółek budowlanych (waga 50%). W przypadku FB Serwis wycena oparta jest o spółki działające w obszarze gospodarki odpadami oraz usług utrzymaniowych (budynki, przemysł). Całość analizy oparto na wskaźniku EV/EBITDA. Analiza porównawcza opiera się na trzech latach 2025-2027 – dla każdego roku przyjęto wagę 33%. Tą metodą wyceniliśmy 1 akcję na 383,6 PLN (część budowlana na 343,1 PLN, FB Serwis 40,4 PLN w przeliczeniu na 1 akcję Budimexu). Przyjmujemy jedynie 10% wagi w wycenie końcowej – przyjmujemy mniejszą wagę niż standardowe 20% w pozostałych spółkach budowlanych ze względu na wyraźnie wyższą historycznie i prognostycznie dynamikę wyników Budimexu vs sektor, co uzasadnia wyższe mnożniki spółki.

Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek polskich

	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Dekpol	2,8	2,4	2,0
Erbud	4,2	4,6	4,1
Mirbud	5,5	4,6	3,3
Pekabex	4,5	4,0	3,5
Torpol	3,8	2,5	2,3
Trakcja	8,0	7,5	7,1
Unibep	---	4,0	2,9
ZUE	5,5	3,7	2,9
Mediana	4,5	4,0	3,1
Budimex*	8,8	6,8	5,7
Premia / dyskonto	95,8%	71,1%	84,7%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	286,5	318,3	313,2
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	306,0		

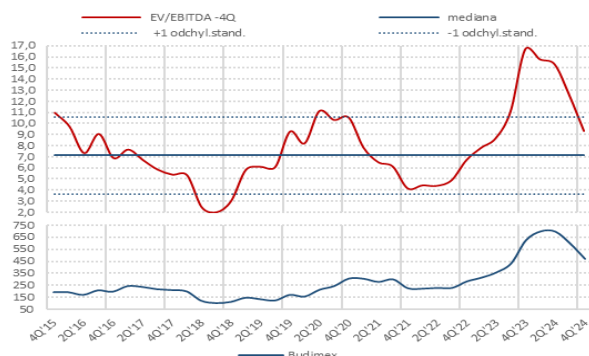
Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, *przy cenie rynkowej po odjęciu od EV wartości FB Serwis

Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek europejskich

	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Bilfinger	3,9	3,4	2,8
Granite Construction	9,0	7,7	6,9
Ferrovial	22,5	20,6	17,7
Hochtief	4,6	4,0	3,8
NCC	6,1	5,8	5,7
Peab	8,2	7,4	8,9
Porr	1,4	1,3	1,3
Salcef	7,6	6,2	6,1
Skanska	7,7	7,0	6,5
AtkinsRealis (SNC-Lavalin)	13,6	11,2	9,1
Strabag	1,3	1,2	1,2
Tecnicas Reunidas	2,4	1,9	0,9
Veidekke	5,8	5,5	5,1
WeBuild	2,0	1,9	1,8
Mediana	5,9	5,7	5,4
Budimex*	8,8	6,8	5,7
Premia / dyskonto	48,5%	20,0%	5,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	334,9	386,4	419,4
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	380,2		

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

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



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

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym (=A + B)		383,6
A) Wycena część budowlanej*		343,1
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	306,0
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	380,2
B) Wycena FB Serwis		40,4

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

Dane finansowe przypisane do poszczególnych obszarów [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	7 911	8 619	9 802	9 141	10 059	12 520	14 100
FB Serwis	780	832	903	925	953	991	1 030
budownictwo i pozostałe	7 131	7 788	8 898	8 216	9 106	11 529	13 069
EBITDA	734	715	938	886	997	1 163	1 303
FB Serwis	130	139	136	137	145	154	162
budownictwo i pozostałe	604	576	802	749	851	1 010	1 141
Gotówka netto	2 457	3 010	3 654	3 129	3 609	4 229	4 643
FB Serwis	116	176	169	181	223	257	286
budownictwo i pozostałe	2 341	2 834	3 485	2 949	3 386	3 972	4 357

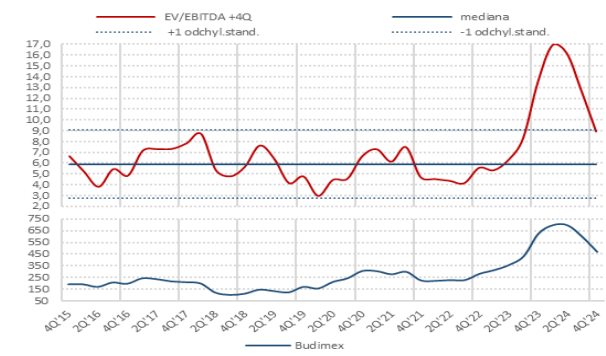
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, KRS (historyczne skonsolidowane wyniki FB Serwis na bazie danych z KRS, które minimalnie różnią od danych z prezentacji spółki, założono wypłatę w średnim terminie 75% zysku netto FB Serwis w postaci dywidendy do Budimexu (142% w 2024 roku)

Wycena porównawcza FB Serwis

	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
Coor Service Management (SWE)	5,0	4,5	4,1
Lassila & Tikanoja (FIN)	4,9	4,6	4,6
Mo-Bruk (PL)	8,3	7,1	6,6
Republic Services (USA)	15,1	14,0	12,7
Seche Environnement (FRA)	5,1	4,4	4,4
Waste Management (USA)	14,8	13,7	13,1
Mediana	6,7	5,8	5,6
FB Serwis*	6,3	6,2	5,6
Premia / dyskonto	-5,6%	6,6%	-0,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	42,4	38,4	40,5
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	40,4		

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

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



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

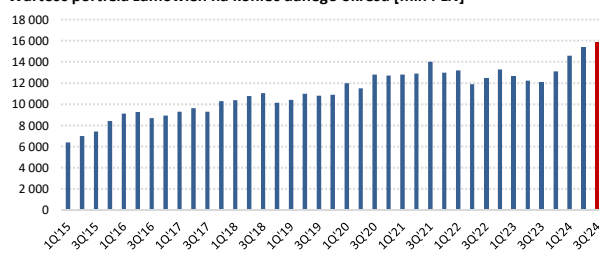
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty budowlane o wartości >300 mln PLN podpisane przez Budimex od 2020 roku

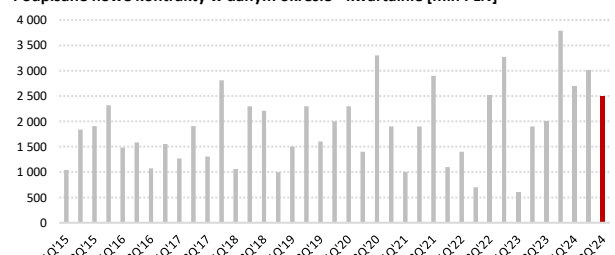
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	koniec	% budżetu inwestora**
2024					
lis 24	GDDKiA	S19 Jawornik - Lutcza (5,25 km)	776,3	maj 30	101%
paź 24	GDDKiA	S10 Szczecin - Piła odc. 6	437,4	kwi 29	70%
paź 24	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebenne, odc. 3 Krasnystaw - Izbica	781,7	cze 29	84%
wrz 24	GDDKiA	S16 Olsztyn (S51) - Elk (S61): budowa II jezdnii Olsztyn Wschód - Barczewo	412,5	gru 28	130%
wrz 24	PKP PLK	LK 201 Kościerzyna - Somonino oraz LK 214 Somonino - Kartuzy	1 284,2	42 mce	87%
lip 24	GDDKiA	S10 Szczecin - Piła odc. 2	366,2	paź 28	80%
lip 24	GDDKiA	S10 Szczecin - Piła odc. 8	586,4	paź 28	72%
cze 24	GDDKiA	S10 Szczecin - Piła odc. 5	492,1	wrz 28	89%
maj 24	GDDKiA	S10 Szczecin - Piła odc. 7	449,0	sie 28	90%
maj 24	GDDKiA	S12 gr. woj. łódzkiego - węzeł Przysucha	367,6	gru 28	74%
kwi 24	PL Wrocław	Budowa i przebudowa paszczyzn lotniskowych	365,8	26 mcy	105%
mar 24	PKP PLK	LK104 na odc D Limanowa - bocznica Kłęczany	965,2	maj 27	114%
mar 24	Rsd	Budowa D35 Džbánov - Litomyšl	580,7	gru 27	---
2023					
gru 23	Eiropas Dzelzceca L.n.	Budowa Głównej Linii Rail Baltica na Łotwie	4 771,5	gru 31	---
lis 23	GTC	Remont nawierzchni A1 Rusocin - Czerniewice (152 km)	569,1	sie 28	---
paź 23	PKP PLK	Tychy – podg. Most Wisła	909,5	kwi 27	97%
lip 23	GDDKiA	DK79 obwodnica Zabierzowa	549,4	sie 27	117%
maj 23	PKP PLK	LK 104 Chabówka – Nowy Sącz odc. A1	366,1	maj 25	128%
2022					
gru 22	MON	Rozbudowa kompleksu wojskowego w Siedlcach	294,6	sty 27	0%
lis 22	Nds	D1 Bratislava Triblavina	519,9	gru 25	0%
lis 22	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebenne (Tomaszów Lubelski - Hrebenne)	486,4	sie 26	90%
lis 22	5 Woj. Szpital Klin.	Budowa budynku szpitala	319,4	lis 26	0%
paź 22	GDDKiA	S17 Piaski - Hrebenne (Zamość Wschód - Zamość Południe)	358,2	paź 26	98%
lip 22	DCT Gdańsk	Rozbudowa Terminala Kontenerowego - Projekt T3	879,3	maj 25	0%
lip 22	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (Kosztowy - Biuruń)	397,7	paź 25	94%
mar 22	Tramw. Warszawskie	Szybki tramwaj: Puławska - Św. Bonifacego - Branicka	756,6	wrz 24	187%
sty 22	Komendą Główną SG	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej na odcinku Podlaskiego O. SG	326,2	cze 22	---
2021					
sie 21	PKP PLK	Linia E75 etap I odcinek Białystok – Elk	587,0	gru 23	---
lip 21	GDDKiA	S6 na odcinku Słupsk – Bożepole Wielkie (Leśnice – w. Bożepole Wielkie)	584,3	wrz 25	60%
lip 21	Frito Lay	Budowa zakładu Frito Lay	465,8	lip 23	---
kwi 21	Urząd Morski w Gdyni	Budowa drogi wodnej łączącej Zalew Wiślaný z Zatoką Gdańską – Część II	466,7	kwi 23	---
kwi 21	GDDKiA	Budowa Obwodnicy Metropolii Trójmiejskiej (Chwaszczyno - Żukowo)	581,4	kwi 25	93%
2020					
paź 20	Gaz-System	Gazociąg DN1000 Goleniów – Lwówek (odc. Goleniów – Ciecierzycze)	314,0	lis 22	---
lip 20	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (obwodnica Oświęcimia)	380,2	cze 25	72%
lip 20	PKP PLK, TW	Przebudowa stacji Warszawa Zachodnia	1 941,5	lip 23	122%
maj 20	GDDKiA	S7 Płońsk – Czosnów (odc. III: Modlin - Czosnów)	486,8	sie 25	110%
kwi 20	GDDKiA	S-5 Nowe Marzy - Bydgoszcz - granica woj. (Nowe Marzy - Dworzysko)	460,8	sie 22	127%
mar 20	GDDKiA	S11 Koszalin - Szczecinek (Koszalin Zachód – Zegrze Pomorskie)	471,4	wrz 23	120%
sty 20	MPWiK	Budowy kolektora Wiślanego – etap II	349,0	sty 23	---
sty 20	GDDKiA	S-61 Obwodnica Augustowa – granica państwa (Suwałki - Budzisko)	843,7	lip 22	116%

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

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

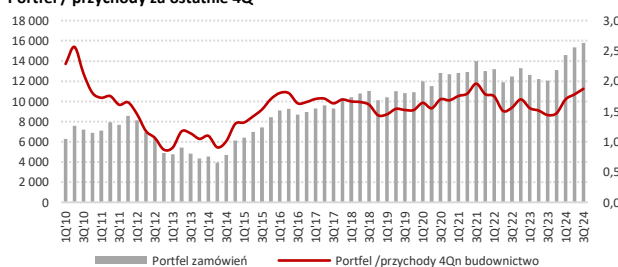


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

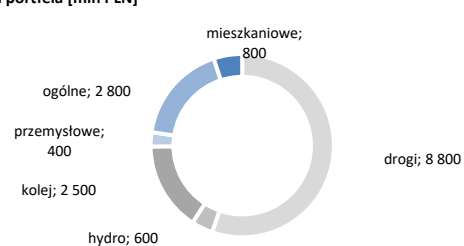
Portfel / przychody za ostatnie 4Q



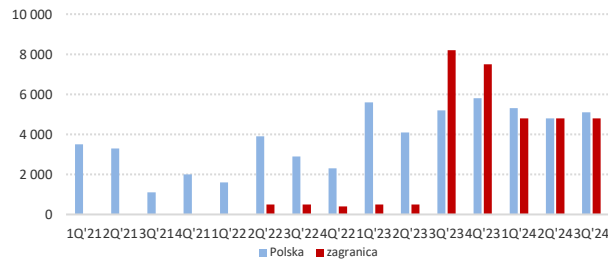
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kontrakty w poczekalni [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Backlog spółki po 3Q'24 wynosił rekordowe 15,8 mld PLN (+32% r/r, +3% q/q). Dodatkowo w „poczekalni” Budimex miał 9,9 mld PLN potencjalnych zleceń (w tym 4,8 mld to Rail Baltica, która została już formalnie podpisana, ale do portfela będzie trafiać etapowo w ramach dostępnego finansowania u zamawiającego). Spółce nie udało się finalnie pozyskać kontraktu na D11 w Czechach (za 11,7 mld CZK, umowę w paź'24 podpisało konsorcjum Metrostavu, które wykluczyło Budimex z przetargu). W 4Q'24 został już wzmocniony przez trzy istotne kontrakty drogowe (w sumie 2,0 mld PLN), na podpisanie czeka duże zlecenie dla PKP PLK (1,3 mld PLN).

Rynek przetargów w 2024 roku u głównych inwestorów publicznych wygląda dotychczas słabo:

- GDDKiA przyjęła oferty w jednym pojedynczym przetargu na drogi ekspresowe/autostrady (według naszych kalkulacji 0,5 mld PLN w 1-3Q'24 vs 17,9 mld PLN przez cały rok 2023 i 6,7 mld PLN w 2022), nieco większy ruch jest w (mniejszych jednostkowo) przetargach na drogi krajowe. GDDKiA ogłosiła także pojedyncze nowe przetargi na drogi ekspresowe. W sumie na 2024 roku GDDKiA plan zakłada ogłoszenie przetargów na 215 km dróg (vs 531 km w 2023 roku).
- PKP PLK w 2024 przyjęła dotychczas oferty na około 1,8 mld PLN w przetargach o jednostkowej wartości min. 50 mln PLN (rok temu było to >10 mld PLN w całym roku a w 2022 roku >12 mld PLN). Jednocześnie w listopadzie PKP PLK podała, że ogłosiła w 2024 roku (głównie w 2H'24) przetargi o wartości ok 13 mld PLN i plan do końca 2024 roku zakłada w sumie ok. 18 mld PLN ([link](#))

Plany średnioterminowe głównych zamawiających

- W lipcu 2024 GDDKiA zapowiedziała, że w 2024 roku na inwestycje wyda ok 20 mld PLN (vs 17 mld PLN w 2023). Mniej więcej taki poziom nakładów chce utrzymać średnio do 2030 roku (i w przybliżeniu wpisuje się to w plany sprzed zmiany władzy po wyborach parlamentarnych w 2023 roku).
- Obowiązująca nadal wersja Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku z sierpnia 2023 zakładała, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN (w tym 20,5 mld PLN w 2024). W związku z szeroką rewizją planów przez nowe kierownictwo MI te plany trudno uznać obecnie za realistyczne. Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku mają spaść do 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku). W sierpniu'24 MI wskazało, że „zakończenie ewaluacji ws. rozbudowy sieci kolejowej w Polsce jest planowane na koniec 2025”. W latach 2025-26 PKP PLK chce ogłaszać po 15 mld PLN przetargów rocznie ([link](#)).
- CPK- po zmianie rządu priorytetem inwestycji kolejowych CPK pozostaje 480 km linii KDP “Y” (Warszawa-Łódź-Poznań/Wrocław). Jako pierwszy (wraz z uruchomieniem nowego lotniska) w 2032 roku zostać oddany do użytkowania odcinek Warszawa – CPK – Łódź. W 2035 roku zakończyć ma się budowa całej linii. W lipcu CPK ogłosiło przetarg na budowę 4,6-km tunelu dla KDP w rejonie Łodzi Fabrycznej (budżet 2,8 mld PLN, planowano złożenie ofert w końcu września 2024, ale termin został przesunięty już koljeny raz na grudzień).
- PSE w 2023 roku wydało na inwestycje 1,8 mld PLN. Według sprawozdania zarządu plan nakładów na 2024 rok to 2,2 mld PLN. W marcu'24 PSE opublikowało nowy projekt planu rozwoju na lata 2025-34, wg którego nakłady mają wynieść średnio 6,4 mld PLN/rok. Na początku października PSE opublikowały plan przetargów na okres 4Q'24-3Q'25, który zakłada ogłoszenie 44 postępowań na roboty budowlane (w tym 15 o zakładanej wartości >100 mln PLN) i 1 umowy ramowej (za 2 mld PLN na lata 2024-28).
- Czechy (Rsd)– całkowita długość czeskich autostrad do 1388 km, w budowie jest 226 km. Kraj ma ambitny plan rozbudowy sieci w kolejnych latach. W postępowaniach przetargowych jest obecnie 81 km, a planach jest ogłoszenie przetargów na 494 km. Budimex w 1Q'24 podpisał umowę na budowę 7,6 km odcinka D35 za 3,4 mld CZK. Spółka miała także złożoną najniższą cenę na D11 do granicy z Polską (11,7 mld CZK), jednak ostatecznie umowę w 4Q'24 podpisało konsorcjum Metrostavu, które podważyło referencje Budimexu w zakresie budowy tuneli.
- Rail Baltica – w kolejnych okresach procedowane powinny być przetargi na estońską (na początku października 2024 ogłoszono przetargi na dwa główne odcinki za 394 i 332 mln EUR) i litewską część (prace podzielone na wiele małych etapów) Rail Baltica. Wzrosła natomiast w ostatnich miesiącach niepewność w kwestii formy i terminu realizacji łotewskiego odcinka, które ma być realizowane przez konsorcjum z Budimexem w składzie. Ostatnie założenie wskazują na pewne ograniczenie w zakresie prac oraz warunkowanie kolejnych etapów realizacji dostępnym finansowaniem (projekt będzie m.in. zależeć od kolejnego budżetu UE). ([link1](#), [link2](#)). Problemy na łotewskim odcinku mogą kłaść się cieniem na tempie realizacji odcinków w sąsiednich krajach.

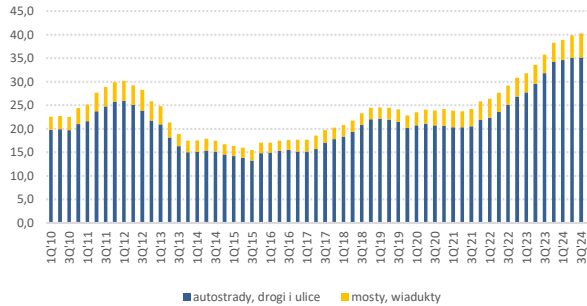
Wyrok TSUE w sprawie C-652/22 z 22 października 2024 dotyczący dostępu do unijnego rynku zamówień publicznych podmiotów zagranicznych

Ogłoszony ([link](#)) wyrok TSUE dotyczył sprawy tureckiej spółki Kolin przeciwko chorwackiej Komisji Kontroli Zamówień Publicznych. Trybunał doszedł do wniosku, że podmioty z państw trzecich niebędących sygnatariuszami umów i porozumień w obszarze stosowania europejskich przepisów z dziedziny zamówień publicznych nie dysponują możliwością powoływania się na przepisy dyrektywy 2014/25/UE (dyrektywy w sprawie udzielania zamówień przez podmioty działające w sektorach gospodarki wodnej, energetyki, transportu i usług pocztowych), a co za tym idzie, że dostęp takich podmiotów do postępowań o udzielenie zamówienia

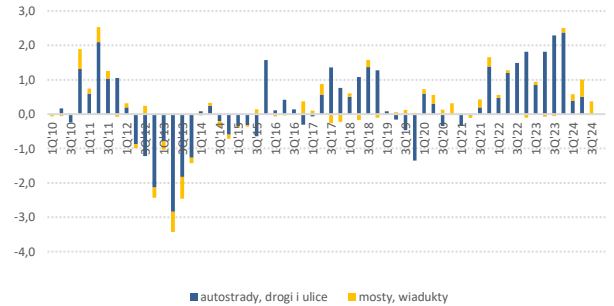
publicznego w UE nie jest zagwarantowany i podmiotom tym można ograniczyć dostęp do unijnego rynku zamówień publicznych. W wyroku Trybunał stwierdza również, że kwestia dostępu wykonawców z państw trzecich należy do dziedziny, w której Unia posiada wyłączną kompetencję, zaś państwa członkowskie nie mają uprawnienia do regulowania tej kwestii na mocy przepisów krajowych.

Wg artykułów prasowych ([link](#)) oraz opinii UZT ([link](#)) wyrok oznacza, że wykonawcy z państw takich jak Chiny, Turcja czy Kazachstan nie mogą powoływać się na zasadę równego traktowania (wyrok nie dotyczy państw, które mają umowy z UE, jak np. Korea Płd.). Ich dostęp do przetargów publicznych nie jest gwarantowany, jednocześnie poszczególni zamawiający mogą ich dopuścić do postępowań.

Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty (4Qn) w Polsce [mld PLN]

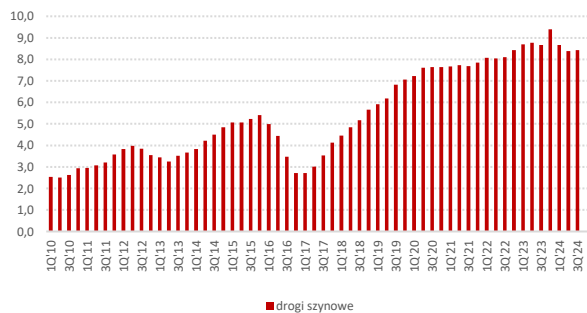


Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty zmiana r/r w Polsce [mld PLN]



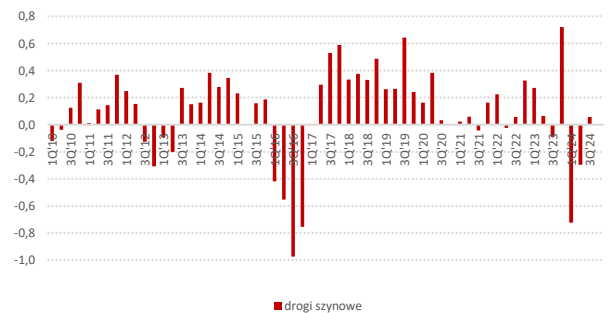
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na drogi szynowe zmiana (4Qn) w Polsce [mld PLN]



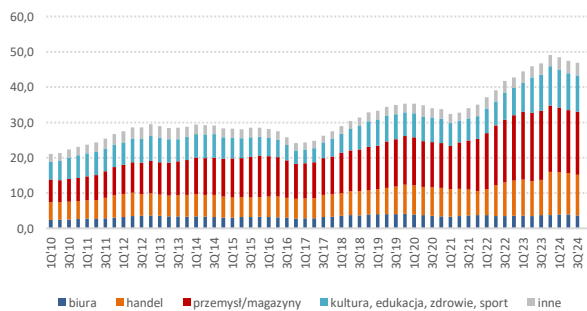
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na drogi szynowe zmiana r/r w Polsce [mld PLN]



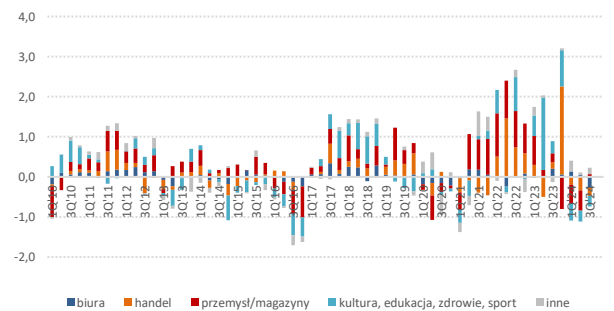
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady obiekty kubaturowe niemieszkalne (4Qn) w Polsce [mld PLN]



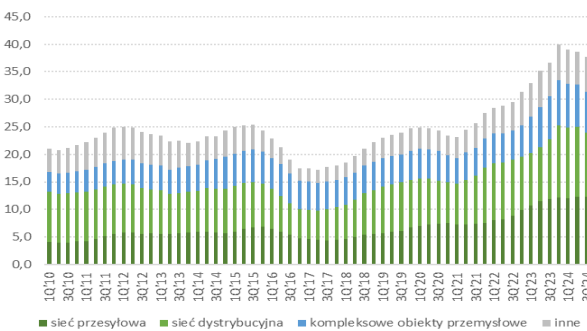
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady obiekty kubaturowe niemieszkalne zmiana r/r w Polsce [mld PLN]



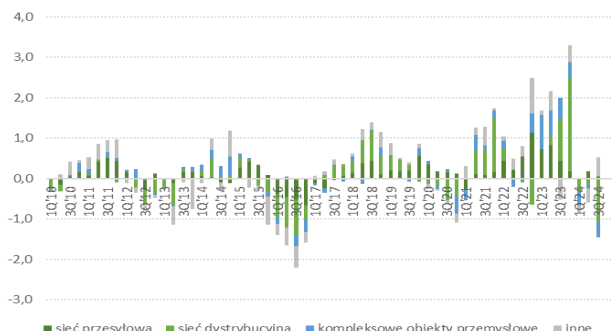
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury (4Qn)* [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na pozostałe obiekty infrastruktury zmiana r/r [mld PLN]

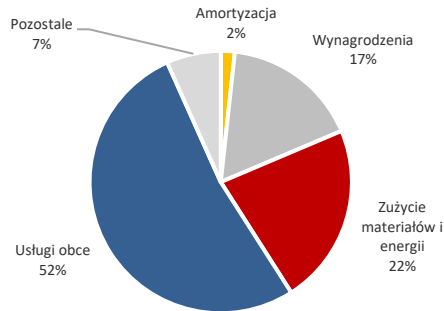


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Źródło: DM BDM S.A., GUS

STRONA KOSZTOWA

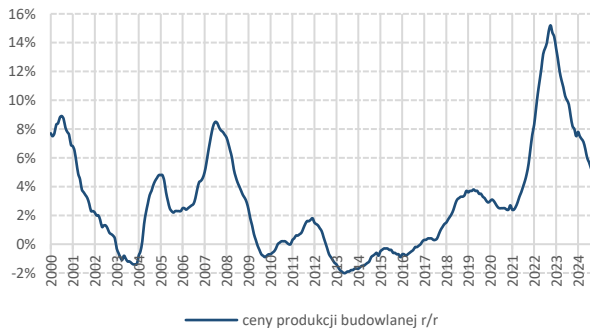
Budimex - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

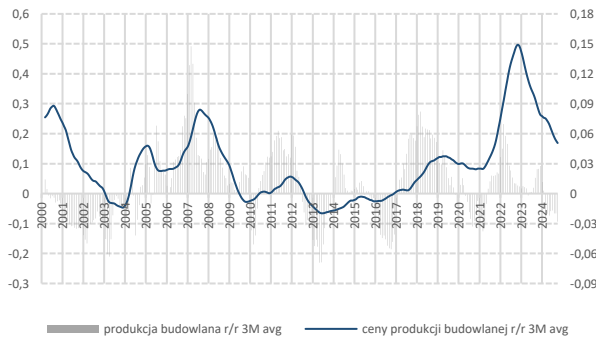
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



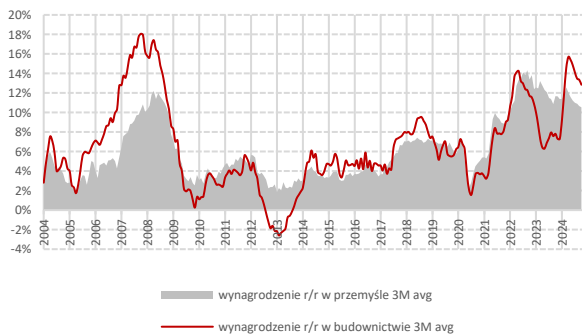
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



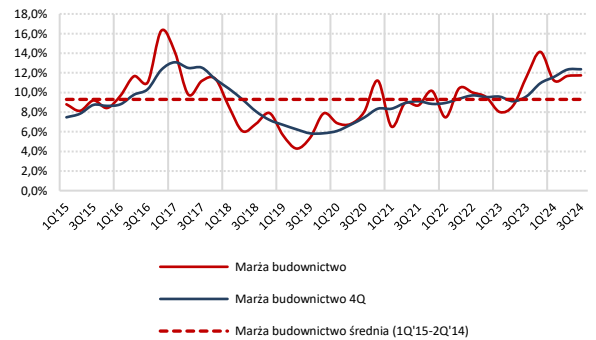
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce (średnia 3M)



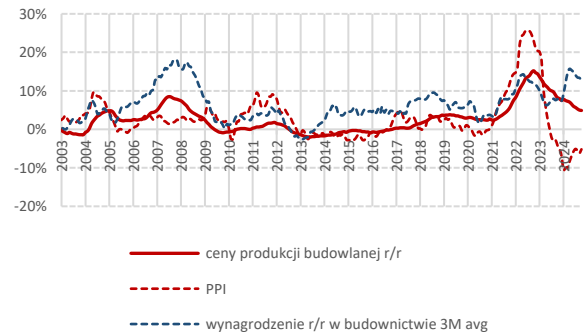
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Budimex - raportowana marża w segmencie budowlanym



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)

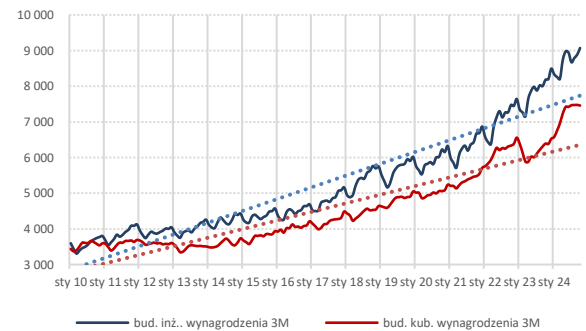


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża, przy czym dynamika w ujęciu m/m cały czas pozostaje dodatnia. W październiku 2024 odnotowano wzrost r/r o 4,9% (+0,4% m/m). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynierskim (średnio 0,9 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej).

Mimo, że dynamika roczna cen spadła już o 2/3 od szczytu, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony może je równoważyć dynamika wynagrodzeń (presja ze strony postępującego wzrostu pensji minimalnej).

Przeciętne wynagrodzenie w budownictwie (średnia 3M, PLN/m-c)



Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

Z punktu widzenia portfela spółka najistotniejsze są koszty dotyczące kontraktów drogowych. W przypadku nowych umów GDDKiA stosowany jest obecnie +/-10% limit waloryzacji. Dodatkowo w grudniu 2023 GDDKiA podpisała aneksy zakładające podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach do 15% (efekt wzrostu kosztów po wybuchu wojny w Ukrainie).

W przypadku umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji (w marcu 2023 zaakceptowała podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach z 5% do 10%).

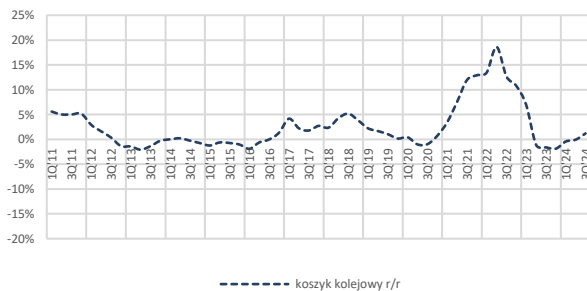
Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w drogach [r/r]



--- koszyk drogowy r/r

Źródło: DM BDM S.A., GUS, •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

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w kolei [r/r]



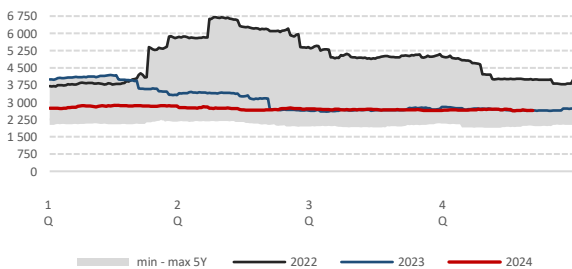
--- koszyk kolejowy r/r

Źródło: DM BDM S.A., GUS, •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.

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego GDDKiA to dane za 3Q'24 wskazują -1% spadku r/r, w przypadku PKP PLK -2% spadku r/r. Są to tylko materiały. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI oraz podział ryzyka 50/50 to dla GDDKiA dane za 3Q'24 wykazują +2% r/r, a w przypadku PKP PLK +1% wzrost r/r (w 2Q'24 było to +1% / 0% r/r).

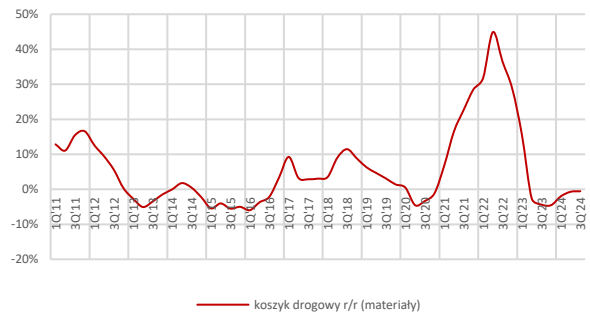
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów emisji CO2. Od 2Q'23 mamy pewną stabilizację w przypadku cementu (na rekordowych poziomach) i nieco wolniejszy, ale systematyczny wzrost cen kruszyw.

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

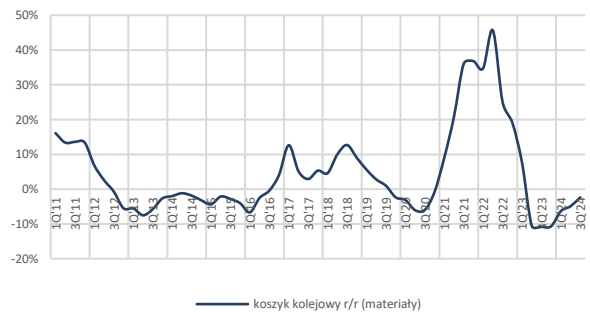
Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w drogach [r/r]*



--- koszyk drogowy r/r (materiały)

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

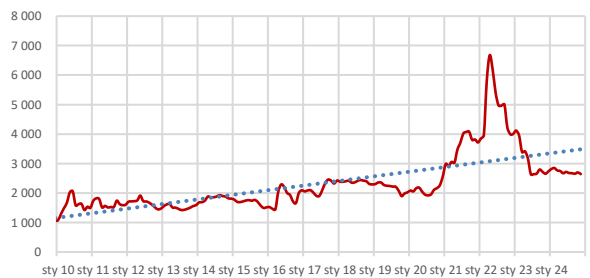
Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w kolei [r/r]*



--- koszyk kolejowy r/r (materiały)

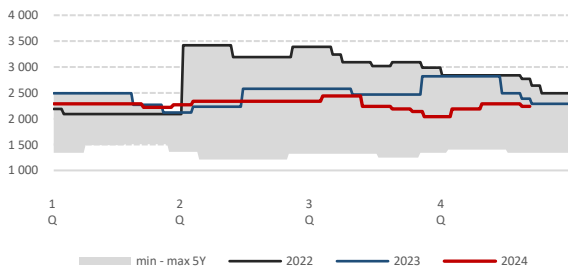
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

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



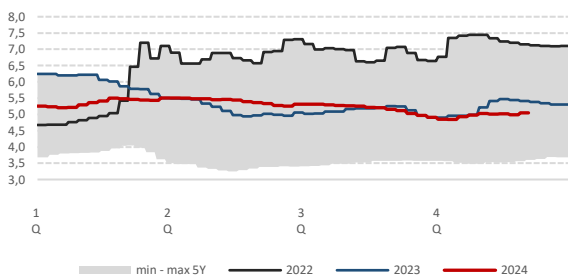
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



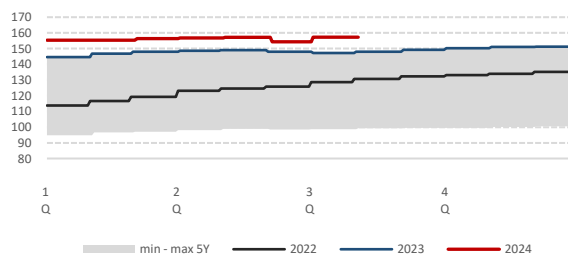
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



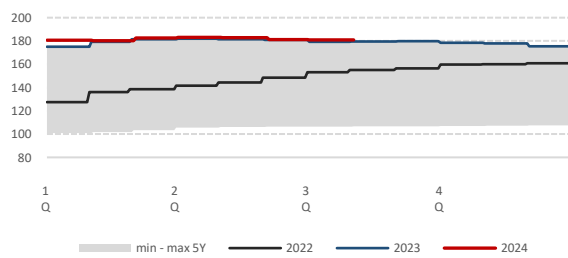
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



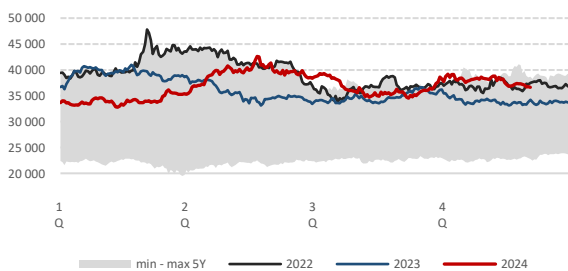
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za IX'24

Cement – indeks GUS*



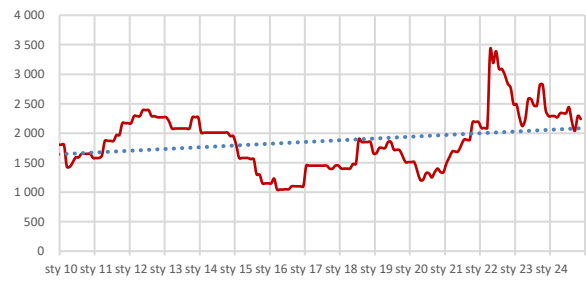
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za IX'24

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



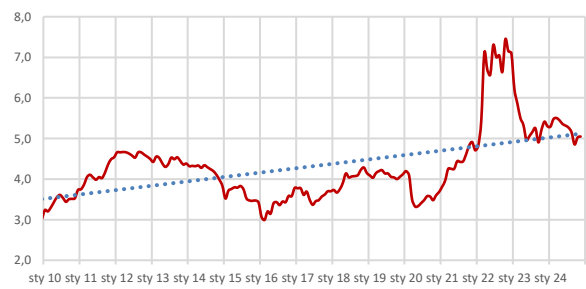
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



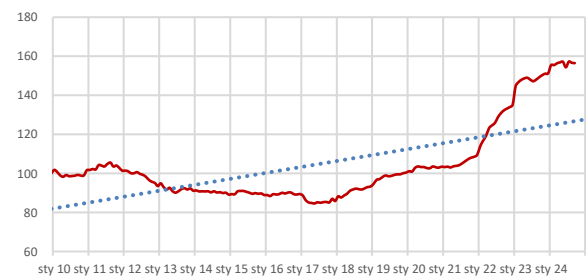
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



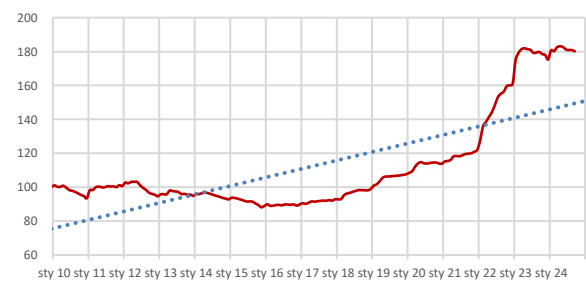
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



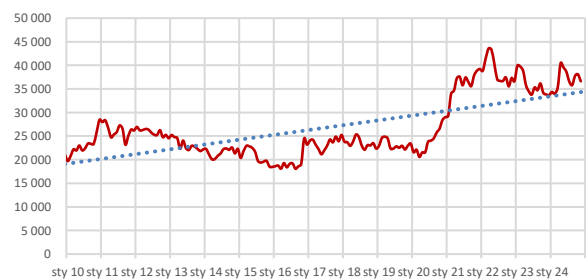
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS*



Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

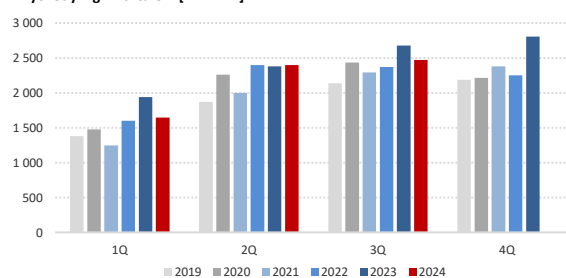
Wyniki za 3Q'2024

	3Q23	3Q24	zmiana r/r	3Q'24P BDM	odchyl.	3Q'24P kons.	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	2 675,9	2 470,2	-7,7%	2 494,6	-1,0%	2 450,7	0,8%	6 993,9	6 510,4	-6,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	319,9	305,2	-4,6%	310,6	-1,7%	---	---	721,3	784,2	8,7%
Zysk na sprzedaży	239,3	196,6	-17,9%	211,6	-7,1%	---	---	469,4	483,1	2,9%
EBITDA	247,8	251,6	1,5%	256,6	-2,0%	---	---	597,9	625,2	4,6%
EBIT	209,1	212,4	1,6%	216,6	-1,9%	204,8	3,7%	481,7	508,3	5,5%
Zysk brutto	235,7	223,8	-5,1%	232,6	-3,8%	---	---	592,4	589,6	-0,5%
Zysk netto	175,7	170,3	-3,1%	174,8	-2,6%	172,7	-1,4%	450,4	447,0	-0,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,0%	12,4%		12,5%		---		10,3%	12,0%	
Marża na sprzedaży	8,9%	8,0%		8,5%		---		6,7%	7,4%	
Marża EBIT	9,3%	10,2%		10,3%		---		8,5%	9,6%	
Marża zysku netto	7,8%	8,6%		8,7%		8,4%		6,9%	7,8%	

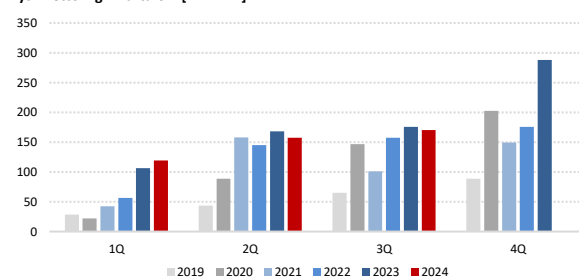
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Przychody w 3Q'24 wyniosły 2,470 mld PLN (-8% r/r), EBIT 212 mln PLN (+2% r/r) a zysk netto 170 mln PLN (-3% r/r).
- Wyniki były delikatnie poniżej naszej prognozy (przy czym EBIT został wsparty przez +16 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej (zakładaliśmy +5 mln PLN), Jednocześnie wyniki na poziomie EBIT/netto były odpowiednio 4% powyżej i 1% poniżej konsensusu PAP.
- W segmencie budowlanym w 3Q'24 spółka miała 2,28 mld PLN sprzedaży (-7% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu wyniosła 11,7% (porównywalnie r/r i q/q, oczekiwaliśmy 11,9%). Rezerwy na straty lekko wzrosły q/q (+26 mln PLN q/q do 753 mln PLN). Koszty SG&A wzrosły o +39% r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej segmentu budowlanego wyniosło +16 mln PLN (rok temu -26 mln PLN, zakładaliśmy +5 mln PLN). Segment budowlany miał 189,0 mln PLN EBIT (zakładaliśmy 193,6 mln PLN) vs 193,3 mln PLN rok temu.
- W segmencie usługowym (FB Serwis) odnotowano lekki spadek przychodów (-3% r/r, spodziewaliśmy się +0% r/r) oraz poprawę marży brutto ze sprzedaży do 17,8% (vs 15,1% rok temu). Wzrosły koszty SG&A o +16% r/r, neutralne było saldo pozostałej działalności operacyjnej (rok temu -5 mln PLN). Wynik wyniósł 23,4 mln PLN (vs 15,8 mln PLN rok temu, zakładaliśmy 22,6 mln PLN, ale przy neutralnym saldzie pozostałej działalności operacyjnej).
- Saldo finansowe wyniosło ok. +11 mln PLN. Stawka podatku 24%.
- Wynik netto w 3Q'24 na poziomie 170,3 mln PLN (-3% r/r, zakładaliśmy 174,8 mln PLN). Po 1-3Q'24 spółka ma 447,0 mln PLN zysku netto (-1% r/r). W całym 2023 roku spółka miała 738 mln PLN zysku netto.
- Gotówka netto na poziomie 2,22 mld PLN (vs 2,74 mld PLN rok temu).
- Na koniec 3Q'24 portfel zamówień Budimexu sięgał 15,8 mld PLN (+32% r/r, +3% q/q).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

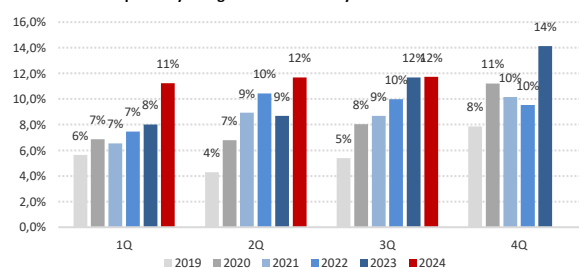


Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

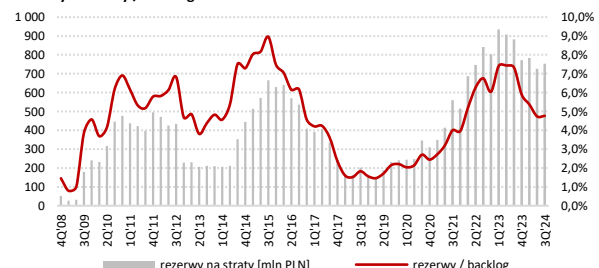
Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: BDM S.A., spółka

Rezerwy na straty / backlog



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie ostatniej konferencji wynikowej po 3Q'24 (28 październik 2024)**Rynek**

- widać spadek marż w 1H'24 w firmach budowlanych,
- marże będą mocno spadały w branży w kolejnych miesiącach, to może krótkoterminowo pozytywnie wpływać na marże GW, którzy mają zbudowane portfele zleceń
- mniej postępowań przetargowych
- spółka widzi pierwsze przetargi z programu FENiKS 2021-27
- w 2024 roku produkcja budowlana spadnie o 5-7% r/r
- spółka nie spodziewa się istotnego odbicia w 2025 roku, raczej poziom zbliżony r/r w cenach stałych, kolejne opóźnienia w przetargach mogą przełożyć się na spadek w 2025 roku

1-3Q'24

- spadek przychodów nie powinien być niespodzianką (spółka sygnalizowała taki trend od początku roku), wynika głównie z niższego przerobu w budownictwie kolejowym i ogólnym czy opóźnień administracyjnych (np. 10-miesięczne opóźnienie na S17)
- wzrost marży efektem stabilizacji cen czy zakończenia w 2023 trudnych kontraktów

Perspektywy na 2024

- spółka zakłada niższą sprzedaż r/r i utrzymanie rentowności z 1-3Q'24

Perspektywa na 2025

- spółka spodziewa się wzrostu przychodów r/r
- 7,2 mld PLN z obecnego portfela przypada na 2025 rok

Perspektywa długoterminowa

- spółka spodziewa się wzrostu przychodów, czuje się przygotowana

Pracownicy

- w branży jest 1,3 mln osób zatrudnionych, w tym 480 tys pracowników z zagranicy (z czego większość z Ukrainy)
- duży wyzwaniem może być okres po zakończeniu wojny
- na dziś nie widać problemu na rynku ze względu na mniejszą liczbę przetargów
- kadry brakuje m.in. w energetyce (PSE, EJ)

Backlog

- spółka zakłada wzrost portfela q/q w 4Q'24
- spółka obserwuje agresywną walkę konkurencyjną, sporo ofert zagranicznych
- spółka pozyskała kontrakty tunelowe, co pozwoli na rozbudowę referencji w tym zakresie
- spółka chce pozyskiwać kontrakty finansuj&buduj

Powódź

- ucierpiały 3 kontrakty hydrotechniczne spółki, były ubezpieczone (spółka czeka na ocenę biegłych)
- trudno powiedzieć jakie (i kiedy) postępowania na odbudowę i budowę nowych zbiorników będą ogłaszane

Przetargi drogowe

- w 1-3Q'24 na rynku podpisano umowy na 10,4 mld PLN
- ogłoszono 23 postępowania (16 jest po otwarciu ofert) o wartości 5,5 mld PLN (plan był na 20 mld PLN na cały rok, spółka ocenia, że jest to mało realne)
- wąski gardłem są procesy administracyjne (nie tylko w drogach)
- rośnie konkurencja, spółka ma bogaty portfel w segmencie, więc musi walczyć w wojnie cenowej

PKP PLK

- wartość podpisanych ofert na rynku w 1-3Q'24 to 10,3 mld PLN
- ogłoszone 9 przetargów na 11 mld PLN (oferty składane w XI-XII'24), podpisanie umów ok przełomu 2/3Q'25, realna produkcja w tych kontraktów od 2026 roku
- spółka zakłada, że realne jest ogłoszenie przetargów na w sumie 17 mld PLN w 2024
- spółka ma potencjał na ok 3 mld PLN przerobu rocznie (w 2024 roku ok 1,5 mld PLN), chce mieć 10-20% rynku

Bud. ogólne

- spółka ma zwykle 14-16 miesięcy portfel, obecnie jest to więcej
- spółka skupia się z bud. przemysłowym, sektorze publicznym, obszarze wojskowym

Rail Baltica

- spółka ma zlecone pierwsze prace na 25 mln EUR
- zamawiający ma zapłacone finansowanie na prace na ok. 700 mln EUR (ok 20-25% środków), wraz z postępem robót powinna rosnąć determinacja, by projekt zrealizować
- wg umowy inwestor ma średnio uruchamiać prace na 300 mln EUR rocznie
- spółka nie ma poczucia, że następuje wstrzymanie projektu, im bardziej projekt będzie zaawansowany tym trudniej będzie go zatrzymać, kontrakt rodzi emocje, jest pewna dyskusja publiczna w Łotwie w kwestii zakresu (wykonanie także połączenia z centrum Rygi), duży szum informacyjny
- spółka uczestniczy w postępowaniach w Estonii (dwa postępowania w modelu alliance, można wygrać tylko jeden odcinek) i Litwie (spółka pozyskała certyfikację, może samodzielnie składać oferty, wcześniej tylko jako podwykonawca)

Czechy/Słowacja

- spółka szacuje rynek drogowy w Czechach na 56 mld PLN a słowacki na 14 mld PLN w latach 2024-30
- w Czechach spółka skupia się na ofertowaniu D35
- spółka nadal nie jest w stanie spełnić wszystkich wymagań, by wystartować w przetargach kolejowych w Czechach

KPO

- spółka wierzy w wydłużenie terminów wydatkowania środków w całej UE; projektów na rynku jest niewiele (zamawiający liczą na dłuższe terminy)

CPK

- 131 mld PLN wartość projektu po aktualizacji (w tym 80 mld PLN kolej, 8 mld PLN drogi, 43 mld PLN lotnisko)
- na razie nadal brakuje jasnej wizji
- spółka przygotowuje ofertę na tunel pod Łodzią

EJ

- obecny status: oczekiwania na podpisanie umowy EPC przez wykonawcę
- BDX podpisał umowę na projekt drogi

FB Serwis

- spółka pozytywnie ocenia marżowość w warunkach braku waloryzacji umów
- portfel na poziomie 856 mln PLN (427 mln PLN w FM/SL, 357 mln PLN w drogach, 72 mln PLN w WM), spadek q/q spowodowany sezonowością przetargów (dużo więcej w końcówce roku, kiedy odnawiane są przetargi na kolejny rok)
- wyniki 4Q'24 będą wsparte przez kontrakt w Warszawie z wolnej ręki
- spółka zakłada przychody w 2024 na podobnym poziomie r/r, a na poziomie EBIT wzrost r/r
- spółka zakłada podobne wyniki w 2025 roku

MS Kraków

- spółka rozwija rynki zagraniczne (Litwa, Szwecja i Niemcy); spółka obserwuje wzrost liczby przetargów na obiekty mostowe w Niemczech
- spółka otrzymała pierwsze zamówienie z Westinghouse na szkolenia wewnętrzne i certyfikację

Mobility

- spółka ma 170 ładowarek, cel to >460 ładowarek do końca 2026 (podwyższony cel z 420)
- spółka zamienia część ładowarek AC (standardowe) na DC (szybkie)
- spółka rozważa wejście zewnętrznego inwestora (biznes jest kapitałochłonny)
- wykorzystanie mocy ok 3-4%

BXF (OZE)

- spółka podtrzymuje plan osiągnięcia 500 MW w OZE, (obecnie gotowych lub w realizacji jest 110 MW, w rozwoju na różnym etapie jest 1,1 GW)

Deweloperka mieszkaniowe

- w realizacji jest jeden projekt; spółka pracuje nad kolejnym projektem w Poznaniu

Data Center

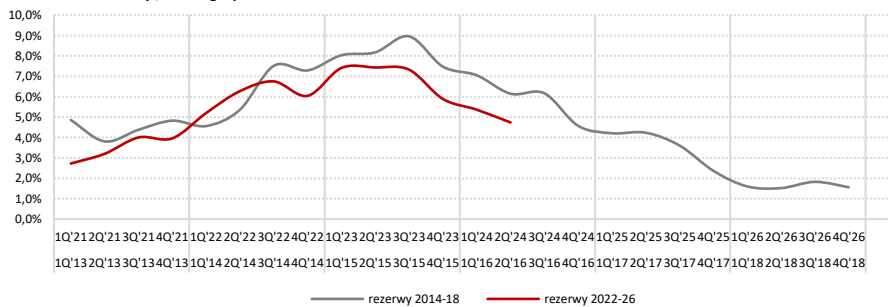
- spółka do końca roku powinna ogłosić pierwsze inwestycje w tym obszarze

Wyrok TSUE z 22/10

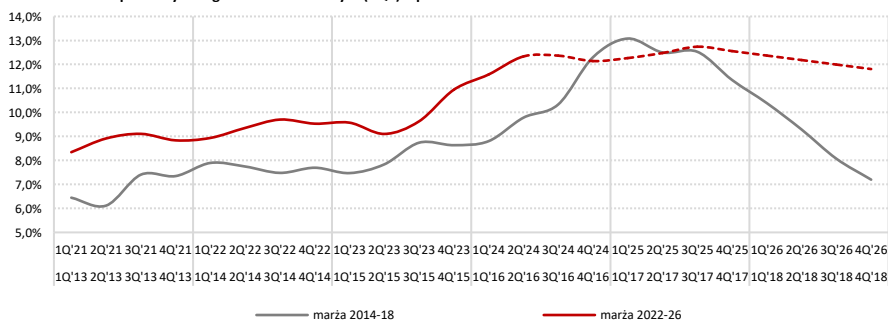
- organizatorzy przetargów mogą zwiększać wymagania na przetargach dla firm spoza UE (zamawiający sam może decydować o warunkach w tym zakresie)
- trudno na razie mówić o wpływie na rynek, zamawiający nie może wykluczyć z góry; wyrok nie jest jeszcze dostępny na piśmie

Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	1 599,0	2 399,2	2 370,2	2 250,7	1 939,4	2 378,5	2 675,9	2 807,6	1 644,9	2 395,3	2 470,2	2 630,5	1 939,0	2 666,8	2 706,2	2 746,9
Budownictwo	1 435,9	2 198,1	2 175,1	2 011,7	1 724,2	2 160,9	2 461,0	2 556,4	1 415,4	2 175,0	2 284,6	2 356,1	1 699,8	2 432,6	2 479,6	2 509,3
Usługi	166,0	205,2	204,3	245,8	217,6	222,0	230,3	262,2	234,3	229,0	223,2	251,1	245,9	240,9	233,3	245,3
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-2,9	-4,1	-9,3	-6,9	-2,4	-4,5	-15,3	-11,0	-4,7	-8,7	-37,6	23,2	-6,7	-6,7	-6,7	-7,7
Zysk brutto ze sprzedaży	132,1	263,9	255,8	220,6	174,2	227,2	319,9	403,2	196,3	282,7	305,2	364,7	244,5	345,0	358,1	359,6
Budownictwo	107,2	229,1	217,3	191,7	138,1	187,7	287,2	361,3	158,9	254,0	268,2	318,1	204,0	304,1	316,2	321,0
Usługi	25,7	35,3	41,4	32,0	36,7	42,6	34,7	44,5	38,3	32,0	39,7	43,7	40,6	40,9	42,0	39,1
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-0,8	-0,5	-2,9	-3,0	-0,6	-3,2	-2,0	-2,6	-0,9	-3,4	-2,7	2,9	0,0	0,0	0,0	-0,6
SG&A	70,3	81,6	73,9	104,9	80,1	91,3	80,6	132,9	86,6	105,8	108,7	144,8	91,3	113,4	111,9	162,8
Zysk na sprzedaży	61,8	182,3	181,9	115,8	94,1	135,9	239,3	270,3	109,7	176,8	196,6	219,9	153,2	231,6	246,2	196,8
Saldo pozostałej działalności	-4,3	-5,0	0,1	29,9	8,2	34,4	-30,2	29,1	5,3	4,0	15,9	-0,2	0,0	-0,5	-0,5	-3,6
EBITDA	94,0	214,4	219,2	187,2	141,3	208,8	247,8	340,5	153,7	219,9	251,6	260,5	196,6	274,5	289,0	236,5
EBIT	57,4	177,3	182,0	145,7	102,3	170,3	209,1	299,4	115,0	180,9	212,4	219,7	153,2	231,1	245,7	193,2
Budownictwo	42,8	154,4	155,4	118,9	80,8	148,1	193,3	291,7	95,4	162,0	189,0	196,4	128,2	208,9	221,1	172,7
Usługi	14,8	22,9	26,7	27,8	21,5	22,3	15,8	8,2	19,6	18,8	23,4	22,5	24,6	21,8	24,2	20,5
Nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korekty	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,9	0,5	0,5	0,5	-0,1
Saldo finansowe	5,1	22,2	22,3	36,7	40,7	43,1	26,6	37,7	40,1	29,8	11,3	26,1	20,4	16,9	14,2	20,2
Wynik brutto	62,6	199,5	204,3	182,5	143,1	213,6	235,7	337,2	155,1	210,7	223,8	245,9	173,6	248,0	259,9	213,4
Wynik netto	56,4	144,9	157,3	175,9	106,3	168,4	175,7	287,8	119,1	157,6	170,3	216,3	138,2	199,3	210,2	172,9
CFO	404,4	-264,1	297,1	990,3	212,8	-46,8	153,4	992,6	186,4	-364,9	-147,2	944,5	150,0	-150,0	300,0	1 003,0
Gotówka (dług) netto	2 867,0	1 890,4	2 129,8	3 010,4	3 174,1	2 609,9	2 736,6	3 654,5	3 774,1	2 452,1	2 218,5	3 129,3	3 279,3	2 471,3	2 771,3	3 608,7
Marża brutto ze sprzedaży	8,3%	11,0%	10,8%	9,8%	9,0%	9,6%	12,0%	14,4%	11,9%	11,8%	12,4%	13,9%	12,6%	12,9%	13,2%	13,1%
Budownictwo	7,5%	10,4%	10,0%	9,5%	8,0%	8,7%	11,7%	14,1%	11,2%	11,7%	11,7%	13,5%	12,0%	12,5%	12,8%	12,8%
Usługi	15,5%	17,2%	20,3%	13,0%	16,9%	19,2%	15,1%	16,9%	16,4%	14,0%	17,8%	17,4%	16,5%	17,0%	18,0%	15,9%
Nieruchomości	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	4,4%	3,4%	3,1%	4,7%	4,1%	3,8%	3,0%	4,7%	5,3%	4,4%	4,4%	5,5%	4,7%	4,3%	4,1%	5,9%
Marża EBITDA	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%	8,8%	9,3%	12,1%	9,3%	9,2%	10,2%	9,9%	10,1%	10,3%	10,7%	8,6%
Marża netto	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%	7,1%	6,6%	10,3%	7,2%	6,6%	6,9%	8,2%	7,1%	7,5%	7,8%	6,3%
Portfel	13 200	11 900	12 466	13 290	12 608	12 220	12 000	13 100	14 600	15 340	15 800	16 844	17 000	17 500	18 250	18 726
Zerowy na straty	686,5	746,7	841,6	803,3	934,4	908,5	882,3	771,9	783,6	726,9	753,4	726,9	711,9	696,9	681,9	666,9
zmiana q/q	171,7	60,2	94,9	-38,3	131,1	-25,9	-26,1	-110,4	11,6	-56,7	26,5	-26,5	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
Zerowy na naprawy	611,2	609,3	636,6	636,0	642,7	666,6	689,9	739,9	743,6	741,2	737,1	753,6	752,3	764,2	765,4	763,5

Saldo rezerw na straty / backlog – porównanie okresu 2014-18 do 2022-26


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym (4Qn) – porównanie okresu 2014-18 do 2022-26


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognoza DM BDM

Dostrzegamy kilka analogii w obecnie prezentowanej ścieżce poprawy marży w segmencie budowlanym do sytuacji z 2015 roku. Podobnie jak w 2023 roku, wtedy także zbiegł się termin wyboru nowego rządu oraz przejścia pomiędzy perspektywami unijnymi (w 2015 dynamika w budownictwie była lekko dodatnia, w 2016 roku wyraźnie ujemna, a dynamiczne ożywienie nastąpiło od kolejnej wiosny). Relacja rezerw na straty do backlogu osiągnęła szczyt w 2015 roku, natomiast jeszcze kolejne dwa lata przyniosły poprawę raportowanej rentowności.

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2024		odchyl.	2025		odchyl.	2026		odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	9 140,9	9 340,0	-2,1%	10 058,9	10 794,0	-6,8%	12 520,1	11 909,0	5,1%
EBITDA	885,7	926,0	-4,4%	996,6	1 072,0	-7,0%	1 163,4	1 074,0	8,3%
EBIT	728,0	758,0	-4,0%	823,3	885,0	-7,0%	990,2	959,0	3,3%
Zysk (strata) netto	663,4	677,0	-2,0%	720,6	773,0	-6,8%	867,3	822,0	5,5%
Gotówka netto	3 129	2 976	5,2%	3 609	3 064	17,8%	4 229	3 451	22,6%
Marża EBITDA	9,7%	9,9%		9,9%	9,9%		9,3%	9,0%	
Marża EBIT	8,0%	8,1%		8,2%	8,2%		7,9%	8,1%	
Marża zysku netto	7,3%	7,2%		7,2%	7,2%		6,9%	6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

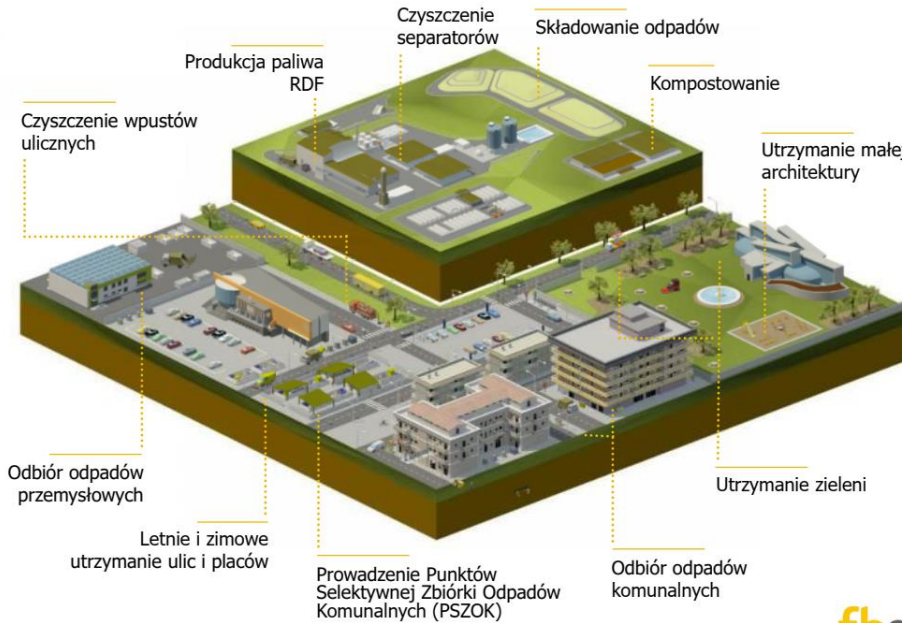
	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	9 157,0	9 140,9	-0,2%	10 266,2	10 058,9	-2,0%	12 931,0	12 520,1	-3,2%
EBITDA	898,3	885,7	-1,4%	1 057,6	996,6	-5,8%	1 152,0	1 163,4	1,0%
EBIT	740,1	728,0	-1,6%	889,0	823,3	-7,4%	983,0	990,2	0,7%
Zysk (strata) netto	681,0	663,4	-2,6%	781,3	720,6	-7,8%	870,0	867,3	-0,3%
Gotówka netto	3 505	3 129	-10,7%	4 181	3 609	-13,7%	4 980	4 229	-15,1%
Marża EBITDA	9,8%	9,7%		10,3%	9,9%		8,9%	9,3%	
Marża EBIT	8,1%	8,0%		8,7%	8,2%		7,6%	7,9%	
Marża zysku netto	7,4%	7,3%		7,6%	7,2%		6,7%	6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *raport z 11.10.2024

- W 1-3Q'24 spółka osiągnęła 6,51 mln PLN przychodów (-6% r/r) oraz 447 mln PLN zysku netto (-1% r/r).
- W 4Q'24 spółka będzie mierzyć się z wysoką bazą z waloryzacji (GDDKiA) i aneksów (tramwaj na Wilanów) rok temu, która z jednej strony podbiła przychody o małe kilkadziesiąt mln PLN, a z drugiej zaowocowała ponadstandardową rentownością brutto ze sprzedaży (14,1%). Obawiam się, że oba parametry będą trudne do powtórzenia w 4Q'24. Dodatkowo spółka miała w końcu ubiegłego roku mocno dodatnie saldo pozostającej działalności operacyjnej oraz wysokie przechody odsetkowe (obecnie rynkowe stopy procentowe spadły). Nie zakładamy, aby spółka zawiązała jakieś dodatkowe, materialne rezerwy odnośnie kontraktu Turów.
- Konsensus rynkowy w ostatnich tygodniach został wyraźnie skorygowany. Jeszcze w pierwszej połowie października zakładaliśmy co najmniej utrzymanie w bieżącym roku zysku netto z 2023. Obecnie konsensus Bloomberg dla zysku netto na 2024 rok spadł wyraźnie poniżej 700 mln PLN (część prognoz może jeszcze nie być skorygowana).
- W 2024 roku zakładamy 9,14 mld PLN przychodów oraz 663 mln PLN zysku netto. Nasze założenia się obecnie odpowiednio -2% i -2% vs konsensus Bloomberg. Nasze prognozy wynikowe zostały tylko nieznacznie obniżone vs prognozy z października – wyniki 3Q'24 były bliskie naszym oczekiwaniom. Większa korekta dotyczy gotówki netto, którą poprzednio mieliśmy potraktowaną zbyt ambitnie jak na bieżącą ścieżkę cash flow spółki.
- W kolejnych latach materializować się powinien obecny rekordowy backlog spółki. Przy czym struktura kontraktów wskazuje bardziej na nacisk na 2026 niż 2025 rok, ze względu na okresy projektowania podpisanych w 2024 roku kontraktów. Także Rail Baltica będzie rozkręcać się prawdopodobnie dość powoli. Liczymy w 2025 roku na odbudowę ofertowania w Polsce (pierwsze jaskółki pojawiły się na rynku kolejowym czy PSE).
- W 2025-26 estymujemy 10,1 i 12,5 mld PLN przychodów oraz 721 / 867 mln PLN zysku netto (-7% / +6% vs konsensus).
- Przedłużający się okres powyborczej „luki przetargowej” sprzyja wydłużaniu horyzontu, w którym można zabezpieczyć rentowność, jeśli posiada się już duży backlog (brak presji na podstawowych cenach materiałów czy spora dostępność podwykonawców, aczkolwiek już niekoniecznie ich koszt ze względu na dużą presję placową). Jednocześnie podtrzymujemy, że trudno brać pod uwagę dalszą ekspansję marż wykraczającą poza horyzont 2025 roku. Dla marżowości Budimexu jako generalnego wykonawcy lepsze są okresy stabilizacji/lekkiej dekonunktury w branży, niż jej ekspansji, która nadejdzie przy szerszym uruchomieniu środków unijnych. Relacja rezerw na straty do portfela spada w pobliżu średniej z ostatnich 10 lat, co wskazywać może na wyczerpywanie się pola do pozytywnych zaskoczeń na marżach. Spodziewamy się cyklicznego szczytu marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym w 2025 roku na poziomie ok 12,5-12,6%. Zwiększona presja na marże może być naszym zdaniem widoczna w wynikach spółki najwcześniej w drugiej połowie 2025 roku, częściowo wtedy jeszcze amortyzowana przez poduszkę bezpieczeństwa w postaci zawiązanych rezerw.
- W okresie 2024-25 estymujemy marżę EBIT w okolicy 8% (w poprzednim szczycie cyklu 2016-17 było to 9,1-9,2%). W długim terminie prognozujemy nieco poniżej 8% rentowności (średnia za ostatnie 10 lat łącznie to 6,6% na poziomie wyniku na sprzedaży).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w tabeli w poniżej. Nie uwzględniamy w wycenie zwrotu na rozwoju projektów w segmencie OZE (spółka BXF w JV z Ferrovialem), ze względu na m.in. brak na razie istotnego track-recordu Budimexu w tym zakresie (spółka nabywała dotychczas małe projekty, które mają pomijalny wpływ na wycenę spółki).

W ramach procesu przeglądu opcji strategicznych zostanie przeprowadzona analiza rynku i rozpoznanie zainteresowania potencjalnych inwestorów. Budimex podejmie decyzję o dalszych działaniach w ramach procesu do 30 kwietnia 2025. W ocenie zarządu zakończenie przeglądu powinno nastąpić do 31 października 2025.

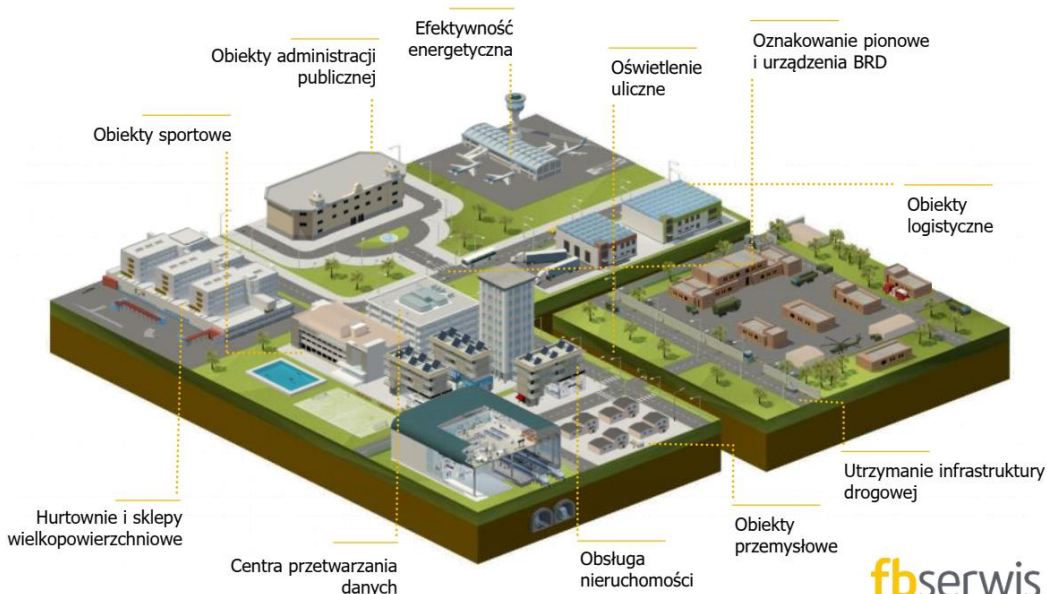
Obszar usług środowiskowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



Obszar pozostałej działalności



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



Komentarz BDM:

FB Serwis w ostatnich 2-3 latach wyraźnie zwolnił tempo rozwoju, co być może skłania do konieczności przeglądu opcji dla do tego biznesu. W początkowych latach spółka rosła w dużej mierze przez M&A (w 2014 roku spółka miała 42 mln PLN przychodów, by 5 lat później mieć ponad 12x większy biznes, w kolejnych 5 latach biznes urósł mniej niż 2x).

Trudno określić prawdopodobieństwo przedstawionych w komunikacie scenariuszy, ale oceniamy, że na początek, tak jak podkreślono, spółka będzie rozpoznawać rynek pod kątem pozyskania inwestora a dopiero w następnej kolejności pozostałe scenariusze.

Zwracamy uwagę, że model biznesowy spółki opiera się na dwóch nogach w miarę równych przychodowo nogach - ok 55% to biznes odpadowy, a 45% biznes utrzymaniowy. Natomiast na poziomie EBITDA większość ma biznes odpadowy (spółki FBSerwis Kamieński, Dolny Śląsk, Wrocław i Karpatia miały w sumie w 2023 roku 110,4 mln PLN EBITDA ze 136,2 mln PLN całej grupy). Dwie nogi biznesu mogą nieco komplikować ewentualną transakcję dla np. inwestora typowo branżowego i skłaniać np. do podziału i sprzedaży np. tylko jednej części lub dwóch, ale osobno (lub poszukiwania inwestora finansowego na całość, który sam podejmie tego typu decyzje strategiczne).

Potencjalna sprzedaż FBSerwis może zwiększyć krótkoterminowy potencjał dywidendowy Budimexu (oceniaamy, że sygnalizowany rozwój w OZE czy Data Center spółka może finansować z nadwyżki gotówkowej, którą już posiada na bilansie).

Na stronie 5. niniejszej rekomendacji przedstawialiśmy osobną wycenę porównawczą FBSerwis (oparta na naszych prognozach na lata 2025-27), która implikuje wartość 40,4 PLN/akcję Budimexu czyli ok. 1,0 mld PLN. Spółki z grupy porównawczej, której używaliśmy mają dość szerokie widełki wyceny (EV/EBITDA'25 w zakresie 5x-15x w zależności od zakresu przedmiotowego czy geograficznego świadczonych usług, na górnych widełkach notowane są spółki amerykańskie, natomiast na dolnych europejskie).

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@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	514,1	redukuj	531,1	02.12.2024	09:30 CEST	472,4	79 700
redukuj	531,1	redukuj	530,8	11.10.2024	09:25 CEST	588,0	82 854
redukuj	530,8	redukuj	376,5	04.01.2024	09:55 CEST	618,0	77 054
redukuj	376,5	akumuluj	300,4	18.07.2023	14:15 CEST	412,0	71 046
akumuluj	300,4	kupuj	272,5	29.12.2022	14:15 CEST	280,0	57 285
kupuj	272,5	akumuluj	300,2	26.10.2022	13:45 CEST	233,0	48 343
akumuluj	300,2	wznowienie rekomendacji	---	05.08.2022	16:05 CEST	266,0	53 701
redukuj	118,2	redukuj	121,3	12.08.2019	15:19 CEST	128,2	55 891
redukuj	121,3	redukuj	118,5	11.03.2019	14:15 CEST	130,6	59 489
redukuj	118,5	redukuj	108,7	11.12.2018	08:47 CEST	130,0	57 385
redukuj	108,7	redukuj	115,2	30.08.2018	14:35 CEST	116,8	60 808
redukuj	115,2	redukuj	171,3	12.07.2018	10:15 CEST	123,4	56 650
redukuj	171,3	redukuj	192,3	11.05.2018	12:25 CEST	184,4	60 420
redukuj	192,3	redukuj	170,1	18.04.2018	12:40 CEST	209,0	60 157
redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196,0	47 654
trzymaj	125,6	trzymaj	128,9	8.09.2014		124,1	54 380
trzymaj	128,9	redukuj	69,9	5.06.2014		131,7	52 892
redukuj	69,9	redukuj	70,4	9.05.2013		77,9	44 970
redukuj	70,4	redukuj	82,6	21.10.2011		74,0	39 045
redukuj	82,6	redukuj	64,5	11.06.2010		91,8	40 840
redukuj	64,5	-	-	19.05.2009		73,0	30 300

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie opiewające pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'24*:		, 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	4	40%	0	0%
Akumuluj	4	40%	0	0%
Trzymaj	1	10%	0	0%
Redukuj	1	10%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-12-02

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-12-02 (09:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-09 (00:01 CEST).

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

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

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

Osoby, które 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-12-02:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.