

BUDIMEX – Lider zasługuje na premię

Kurs akcji Budimeksu od 7 miesięcy znajduje się w trendzie spadkowym. Przcena od majowego szczytu sięgnęła już 40%. W ostatnich tygodniach notowania spółki zachowują się także gorzej od innych krajowych i zagranicznych firm budowlanych. W efekcie premia rynkowa w wycenie Budimeksu względem innych podmiotów obniżyła się do ok. 15% z ponad 30% obserwowanych wiosną br. Uważamy, że bardzo mocny bilans, duża skala prowadzonego biznesu i wysokie dywidendy nadal przemawiają za utrzymywaniem wyraźnej premii w wycenie. Nie zmieniamy prognoz wyników finansowych dla grupy Budimex na lata 2024 – 2026 w stosunku do poprzedniego raportu, z 6 listopada br. Spółki z grupy mają rekordowo wysoki portfel zamówień, który powinien zapewnić solidne wyniki w 2025 r. i w 2026 r. Spodziewamy się, że większa aktywność przetargowa PKP PLK, widoczna w ostatnich miesiącach, przełoży się na wzrost wartości pozyskiwanych kontraktów od 3Q'25. Zakładamy też stopniowy wzrost liczby ogłaszanych przetargów przez GDDKiA, a od połowy 2025. r. liczymy na większe ożywienie w inwestycjach budowlanych ze strony prywatnych inwestorów. Naszym zdaniem przełoży się to na zwiększenie backlogu Budimeksu w drugiej połowie 2025 r. Nieco niższa stopa wolna od ryzyka wpłynęła pozytywnie na wycenę w modelu DCF i przełożyła się na lekki wzrost wyceny akcji Budimeksu: z 540 do 550 zł. Podwyższamy zalecenie z „akumuluj” do „kupuj”.

Słabsze wyniki w 4Q'24 r/r ze względu na efekt wysokiej bazy

W 4Q'24 spodziewamy się wyraźnie niższych wyników r/r (21% spadku skonsolidowanego EBIT i 24% spadku zysku netto przypisanego akcjonariuszom Budimeksu). To przede wszystkim efekt wysokiej bazy sprzed roku – Budimex w 4Q'23 uzyskał waloryzację na wielu kontraktach, przede wszystkim ze strony GDDKiA. W 4Q'24 nie spodziewamy się podobnych zdarzeń. Duży portfel zleceń powinien przełożyć się na wyraźny wzrost przychodów w 2025 r. Naszym zdaniem, brak presji ze strony materiałów budowlanych i kosztów podwykonawstwa, umożliwi utrzymanie marży w segmencie budowlanym na wysokim poziomie w kolejnych kwartałach. Od 2026 r. spodziewamy się stopniowego obniżania marży, co powinno jednak zostać skompensowane wyższymi przychodami – prognozujemy lekką poprawę zysków również w 2026 r.

Potencjalna dalsza ekspansja zagraniczna

2 grudnia Budimex, jako część międzynarodowego konsorcjum, został zakwalifikowany do drugiego etapu przetargu na budowę odcinka głównej linii kolejowej w Estonii. Łączna wartość przetargu może osiągnąć 932 mln euro, wliczając w to opcję zakupu strategicznych materiałów. Spodziewamy się, że w przypadku wygrania przetargu, potencjalna wartość prac przypadających na Budimex może nieznacznie przekroczyć 200 mln euro. Pierwsze przychody prawdopodobnie zostałyby wykazane w drugiej połowie 2026 r.

Wartość akcji Budimex oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 538 zł oraz porównawczą na 395 zł. Pierwszej z metod przypisaliśmy 80% wagi, drugiej – 20%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 550 zł, co daje 20% potencjał wzrostu kursu akcji

mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	7 911	8 619	9 802	9 210	10 400	11 750
EBITDA	734	715	938	902	1 023	1 055
EBIT	587	562	781	743	860	887
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	972	534	738	660	765	773
EPS	38,06	20,93	28,91	25,85	29,97	30,28
DPS	31,60	23,47	17,99	35,69	23,27	26,98
P/E (x)	12,1	22,0	15,9	17,8	15,3	15,2
EV/EBITDA (x)	12,7	12,2	8,6	9,0	8,1	7,9

Źródło: Budimex S.A., P - prognozy Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 12.12.2024 o godz. 16:10. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 12.12.2024 o godz. 16:40.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLESKI

KUPUJ

(Aktualizacja - podwyższona)

Cena bieżąca	460 zł
Cena docelowa (9M)	550 zł
Potencjał wzrostu	+20%
Kapitalizacja	11 744 mln zł
Free float	49,9%
Śr. wolumen 6M	24 584



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Ferrovial Construction Int. SE	50,1%
Nationale-Nederlanden OFE	9,6%
Allianz OFE	8,9%
Pozostali	31,4%

Źródło: Budimex S. A.

Dariusz Nawrot

Starszy Analityk

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
+48 783 931 515

REKOMENDACJA

WYCENA

Akcje Budimeksu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 80% i analizy porównawczej z wagą 20% (bez zmian w stosunku do poprzedniego raportu z 6 listopada br.). **W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową wyznaczyliśmy na poziomie 550 zł.** Przy wycenie nie uwzględnialiśmy żadnych zdarzeń jednorazowych.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	80%	538	526	2%
Wycena porównawcza	20%	395	395	0%
Średnia ważona metod		509	500	2%
Cena docelowa (9M)		550	540	2%
Cena aktualna		460	503	-9%
Potencjał		20%	7%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2025-2034 (poprzednio na 2024-2033).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 12 grudnia 2024 r.
- Prognozowana gotówka netto na 31 grudnia 2024 r. – 3 589 mln zł (poprzednio na 31 grudnia 2023 - 3 654 mln zł) vs stan na koniec 3Q'24 w wysokości 2 176 mln zł.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6% (poprzednio - 5,7%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (bez zmian).
- Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Średnioważony koszt kapitału na poziomie 10,7% (poprzednio -10,8%).

WYCENA DCF

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	10 400	11 750	12 736	13 589	14 541	15 558	16 632	17 780	19 006	20 318
NOPAT	681	702	694	801	857	917	980	1 048	1 120	1 197
Amortyzacja	163	168	173	178	184	189	195	201	207	213
Zmiany KON	265	151	271	149	112	113	118	116	84	0
CAPEX	160	165	170	175	180	186	191	197	203	209
FCFF	418	554	426	655	748	807	866	935	1 039	1 201
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,90	0,81	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40
DFCFF	416	498	346	480	496	483	468	457	458	479
SUMA DFCFF do 2034	4 580									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna po 2034	14 044									
Zdyskontowana wartość rezydualna	5 597									
Wartość Firmy (EV)	10 178									
Prognoza gotówki netto na 31.12.2024	-3 589									
Udziałowcy mniejszościowi	56									
Wartość kapitałów własnych	13 711									
Liczba akcji (w mln)	25,5									
Wartość na 1 akcję	538									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	535	562	595	638	697
WACC - 0,5%	513	536	565	601	649
WACC	493	513	538	569	609
WACC + 0,5%	475	492	514	540	574
WACC + 1,0%	458	474	492	515	544

REKOMENDACJA

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Efektywna stopa podatkowa	20,9%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%
Koszt długu	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt długu po tarczy	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wg naszych prognoz ok. 90% skonsolidowanego zysku netto Budimeksu w latach 2024 – 2026 będzie generowane z działalności budowlanej. W związku z tym zdecydowaliśmy oprzeć analizę porównawczą na polskich i zagranicznych spółkach budowlanych, nie decydując się na oddzielną wycenę działalności dotyczącej odbioru i zagospodarowania odpadów, utrzymania dróg, autostrad, budynków czy działalności związanej z OZE.

Analizę porównawczą oparliśmy o grupę 10 polskich spółek budowlanych, zajmujących się budownictwem infrastrukturalnym, ogólnym, specjalistycznym oraz 16 zagranicznych spółek budowlanych. Do analizy wykorzystaliśmy wskaźniki P/E i EV/EBITDA, w oparciu o prognozy na lata 2024 - 2026. Wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy taką samą wagę –16,7%.

Akcje Budimeksu wyceniane są z premią zarówno do spółek krajowych, jak i zagranicznych. Premia jest jednak wyraźnie niższa (+16%) niż w naszym poprzednim raporcie, z 6 listopada (+27%).

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Elektrotim	387	9,6	9,2	8,6	6,5	6,3	5,6
Erbud	415	41,1	11,1	9,9	4,6	3,8	3,6
Mirbud	1 156	12,8	9,6	9,2	6,5	4,9	4,8
Mostostal Zabrze	390	11,1	9,7	8,3	5,0	4,6	4,2
Onde	561	19,6	17,8	14,0	11,5	10,6	9,4
Pekabex	434	13,4	7,9	6,2	6,1	4,7	4,0
Polimex	495	-	8,3	6,4	-	4,0	3,3
Torpol	783	13,0	12,4	11,4	5,6	5,2	5,0
Unibep	247	73,8	6,9	4,4	4,7	3,6	3,1
ZUE	189	13,7	17,2	13,5	4,3	5,6	5,0
BILFINGER SE	7 123	10,1	8,5	7,5	4,6	4,1	3,8
EIFFAGE	36 144	8,5	8,0	7,3	5,6	5,5	5,3
FERROVIAL SE	126 864	50,1	45,3	38,8	29,6	26,7	24,8
SKANSKA AB-B SHS	35 699	16,4	13,9	12,8	9,8	8,5	8,0
STRABAG SE-BR	19 566	7,6	7,6	8,3	2,6	2,5	2,5
VINCI SA	249 929	12,4	11,5	10,5	7,0	6,7	6,4
SACYR SA	10 458	15,7	13,6	12,4	7,1	6,9	6,6
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	54 964	18,8	16,3	14,5	6,6	5,7	5,3
AF GRUPPEN ASA	5 713	24,1	16,3	14,6	10,3	8,0	7,3
HOCHTIEF AG	42 850	16,3	14,5	13,4	7,5	6,6	6,2
PORR AG	2 823	7,2	6,0	5,5	2,4	2,2	2,1
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	54 964	18,8	16,3	14,5	6,6	5,7	5,3
MOTA ENGLIL SGPS SA	3 280	7,0	7,0	6,3	3,4	3,4	3,2
FOMENTO DE CONSTRUCC Y CONTRA	17 688	8,2	8,6	8,0	6,4	6,1	6,0
ACCIONA SA	27 168	17,5	11,9	12,7	7,8	6,5	6,4
PEAB AB-CLASS B	8 932	15,0	13,3	11,4	9,9	9,6	8,7
Średnia		18,5	12,6	11,2	7,3	6,5	6,0
Budimex	11 744	17,8	15,3	15,2	9,0	8,1	7,9
Premia/dyskonto do mediany		-4%	21%	36%	24%	25%	31%
Implikowana wartość godziwa Budimex		478	379	338	398	396	383
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona wartość 1 akcji Budimex				395			

Źródło: Noble Securities, Bloomberg, dane na: 12.12.2024, godz. 13:10

REKOMENDACJA

Przegląd opcji strategicznych grupy FBSerwis

7 listopada zarząd Budimex przekazał do publicznej wiadomości informację o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych dla grupy FBSerwis. Mają być przeanalizowane scenariusze dotyczące możliwości:

- pozyskania do współpracy znaczącego inwestora/inwestorów (mniejszościowych lub większościowych),
- zawarcia aliansu strategicznego z innym podmiotem,
- wprowadzenia spółki na giełdę w Warszawie,
- dywersyfikacji działalności.

W powyższych działaniach zarząd będzie wspierany analizami sporządzanymi przez zewnętrznego doradcę, obejmującymi analizę rynku, na którym działa grupa FBSerwis i rozpoznanie zainteresowania poszczególnych inwestorów. Pierwsze decyzje o działania w ramach tego procesu mają zostać podjęte do 30 kwietnia 2025 r. Cały przegląd ma zakończyć do 31 października 2025 r.

Naszym zdaniem, przegląd opcji prawdopodobnie wynika z braku możliwości na szybkie zwiększenie skali prowadzonego biznesu - zakłady FBSerwis, przetwarzające odpady, obecnie w pełni wykorzystują swoje możliwości. Prowadzone są inwestycje, które mogą nieznacznie zwiększyć moce, ale to perspektywa drugiej połowy 2026 r.

FBSerwis poszukiwał też potencjalnych podmiotów do przejęcia w ostatnich 2 latach - nie udało się jednak żadnego podmiotu przejąć - ze względu na ryzyka prawne lub zbyt wysoką cenę oczekiwaną przez sprzedającego.

Naszym zdaniem z 4 opcji przedstawionych przez Budimex mało prawdopodobne jest wprowadzenie FBSerwis na giełdę - duża część inwestorów instytucjonalnych nie będzie zainteresowana nabyciem akcji spółki, która nie oferuje szybkiego wzrostu skali prowadzonego biznesu. Pozyskanie inwestora dla FBSerwis lub alians z podmiotem, który miałby większą ekspozycję na biznes utrzymaniowy lub zagospodarowania odpadów (w FBSerwis utrzymanie dróg, autostrad, budynków, oświetlenia ulicznego stanowi ok. 37% przychodów, a odbiór i przetwarzanie odpadów – ok. 56% przychodów) też nie będzie łatwy. Widzimy ryzyko, że przegląd opcji strategicznych nie zakończy się żadnymi istotnymi zmianami w działalności FBSerwis. W prognozach zakładamy ok. 10% wzrosty przychodów grupy FBSerwis w latach 2025 – 2027 i pozostanie grupy w zbliżonym kształcie w najbliższych 3 latach.

Potencjalny kontrakt na Rail Baltica w Estonii

2 grudnia Budimex, jako część międzynarodowego konsorcjum, został zakwalifikowany do drugiego etapu przetargu na budowę odcinka głównej linii kolejowej w Estonii, która połączy Tallinn z Łotwą. W skład konsorcjum wchodzi jeszcze: Bouygues Travaux Public, Ingérop Conseil et Ingénierie, KMG Infra OÜ oraz WSP Finland Oy.

Łączna wartość przetargu może osiągnąć 932 mln euro, wliczając w to opcję zakupu strategicznych materiałów. Inwestycja podzielona jest na dwa etapy, na które planuje się podpisać oddzielne umowy. Szacunkowa wartość 1 etapu to 394 mln euro, a 2 etapu - 332 mln euro. Ostateczny wybór w przetargu zostanie ogłoszony w pierwszej połowie 2025 roku.

Spodziewamy się, że w przypadku wygrania przetargu, potencjalna wartość prac przypadających na Budimex może nieznacznie przekroczyć 200 mln euro. Pierwsze przychody prawdopodobnie zostałyby wykazane w drugiej połowie 2026 r.

REKOMENDACJA

Prognoza wyników na 4Q'24

Nie zmieniamy prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego, z 6 listopada, zarówno tych dotyczących 4Q'24, jak i 2025 i 2026 r.

W 4Q'24 spodziewamy się wyraźnie niższych wyników r/r. To przede wszystkim efekt wysokiej bazy sprzed roku – Budimex w 4Q'23 uzyskał waloryzację na wielu kontraktach, przede wszystkim ze strony GDDKiA. W 4Q'24 nie spodziewamy się podobnych zdarzeń. Przychody w segmencie budowlanym szacujemy na poziomie ok. 5% niższym r/r, zakładamy rozwiązanie części rezerw na straty na kontraktach i w efekcie przewidujemy wzrost marży brutto na sprzedaży do 13,0%. Koszty ogólnego zarządu w 4Q'23 były dość wysokie, nie zakładamy wyższych w 4Q'24. Na wynik na pozostałej działalności operacyjnej rok temu duży pozytywny wpływ miało umocnienie złotego do euro – dodatni wynik na walutowych instrumentach finansowych, głównie forwardach. W 4Q'24 zakładamy umocnienie złotego do euro na poziomie 1 grosza kw/kw. Saldo gotówki jest nieco niższe niż przed rokiem, oprocentowanie lokat bankowych również niższe, wynik na działalności finansowej szacujemy na poziomie o blisko połowę niższym r/r.

W segmencie serwisowym zakładamy niewielki wzrost sprzedaży (+4% r/r). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie nieco niższym kw/kw, ale wyższym r/r. Rok temu wyraźnie negatywny wpływ na EBIT miały wysokie kary za nieosiągnięcie zakładanych przepisami prawa norm recyklingu (wykazane w pozostałych kosztach operacyjnych), w 4Q'24 nie zakładamy podobnego zdarzenia. W efekcie spodziewamy się dużo wyższego EBIT i zysku netto r/r.

Skonsolidowane wyniki i prognozy NS dla grupy Budimex

mln zł	2023/Q4	2024/Q1	2024/Q2	2024/Q3	2024/Q4P NS	Zmiana 3Q'24/3Q'23
Przychody ze sprzedaży	2 807,6	1 644,9	2 395,3	2 470,2	2 700,0	-4%
Zysk brutto na sprzedaży	403,2	196,3	282,7	305,2	363,2	-10%
Koszty sprzedaży	4,1	3,0	3,5	3,0	3,3	-19%
Koszty ogólnego zarządu	128,9	83,5	102,3	105,7	131,8	2%
Pozostała działalność operacyjna	29,1	5,3	4,0	15,9	4,0	-86%
EBIT	299,4	115,0	180,9	212,4	235,1	-21%
Saldo finansowe	37,7	40,1	29,8	11,3	22,4	-41%
Zysk przed podatkiem	337,2	155,1	210,6	223,8	257,5	-24%
Podatek CIT	50,7	33,5	51,8	53,2	42,2	-17%
Wynik netto akcj. jedn. dom.	287,8	119,1	157,6	170,3	214,2	-26%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,4%	11,9%	11,8%	12,4%	13,5%	
Marża EBIT	10,7%	7,0%	7,6%	8,6%	8,7%	
Marża netto	10,3%	7,2%	6,6%	6,9%	7,9%	
Działalność budowlana						
Przychody ze sprzedaży	2 547,7	1 412,3	2 167,5	2 249,7	2 430,0	-5%
Zysk brutto na sprzedaży	361,3	158,9	254,0	268,2	315,9	-13%
Koszty sprzedaży	4,1	3,0	3,5	3,0	3,3	-19%
Koszty ogólnego zarządu	109,1	70,0	87,7	91,7	109,0	0%
Pozostałe przychody operacyjne netto	43,5	9,5	-0,8	15,5	7,0	-84%
EBIT	291,7	95,4	162,0	189,0	210,6	-28%
Pozostałe przychody finansowe netto	40,2	39,5	30,4	12,2	21,0	-48%
Podatek dochodowy	48,7	26,7	46,5	47,1	37,1	-24%
Zysk netto	283,1	108,3	145,9	154,2	194,5	-31%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,2%	11,3%	11,7%	11,9%	13,0%	
Działalność usługowa						
Przychody ze sprzedaży	259,9	232,6	227,8	220,5	270,0	4%
Zysk brutto na sprzedaży	44,5	38,3	32,0	39,7	47,3	6%
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Koszty ogólnego zarządu	21,8	14,5	18,0	16,6	22,8	4%
Pozostałe przychody operacyjne netto	-14,4	-4,2	4,8	0,4	0,0	-
EBIT	8,2	19,6	18,8	23,4	24,5	199%
Pozostałe przychody finansowe netto	-1,5	1,2	1,0	1,2	1,4	-
Podatek dochodowy	2,2	7,0	5,3	6,6	5,2	137%
Zysk netto	4,5	13,8	14,6	18,0	20,7	361%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,1%	16,5%	14,1%	18,0%	17,5%	

Źródło: Budimex, 3Q'24P NS, 4Q'24P NS – prognozy Noble Securities

REKOMENDACJA

Ryzyka:

- dalsze opóźnienia w ogłaszaniu przetargów infrastrukturalnych w Polsce, mogące skutkować ograniczeniem skali planowanych inwestycji – brak możliwości wydania środków unijnych w przewidzianym czasie,
- istotny wzrost konkurencji w grupie generalnych wykonawców, wynikający z niskiej liczby inwestycji budowlanych uruchamianych w ostatnich miesiącach,
- niewystarczająca dostępność wykwalifikowanej kadry pracowniczej,
- potencjalny znaczący wzrost cen materiałów budowlanych w wyniku kumulacji inwestycji budowlanych w Polsce i w regionie,
- niepewność gospodarcza związana z wojną w Ukrainie, a w przypadku jej zakończenia – ryzyko odpływu dużej części pracowników budowlanych z Polski do Ukrainy oraz niebezpieczeństwo istotnego wzrostu cen materiałów budowlanych,
- ryzyka związane z logistyką i transportem materiałów budowlanych,
- długie okresy realizacji kontraktów, które mogą powodować istotne odchylenia marży budżetowanej od faktycznie zrealizowanej (zmiany cen materiałów budowlanych, kosztów podwykonawstwa, zmiany projektowe, dodatkowe koszty nieuwzględniane w kosztorysach inwestorów),
- zmienność kursów walutowych,
- ryzyko naliczania kar przez klientów lub wytoczenia postępowań sądowych w przypadku opóźnień w realizacji kontraktów bądź realizacji umów niezgodnie z zapisami,
- zmiany przepisów podatkowych.

REKOMENDACJA
PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	7 911,2	8 619,1	9 801,5	9 210,4	10 400,0	11 750,0
Zysk brutto na sprzedaży	833,8	872,4	1 124,6	1 154,4	1 305,8	1 360,9
Koszty sprzedaży	-11,7	-13,5	-13,5	-12,9	-14,0	-15,4
Koszty ogólnego zarządu	-269,0	-317,2	-371,4	-430,3	-455,4	-482,1
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	34,0	20,7	41,5	32,2	24,0	24,0
EBIT	587,1	562,4	781,1	743,4	860,3	887,3
Koszty i przychody finansowe netto	-32,7	86,4	148,2	107,9	102,5	84,3
Zysk przed opodatkowaniem	554,5	648,9	929,6	851,2	962,8	971,6
Podatek dochodowy	-88,6	-100,8	-183,5	-181,3	-186,2	-185,8
Zysk netto	986,5	548,1	746,1	669,9	776,6	785,8
Zysk netto przypisany akc. jedn. dom.	971,6	534,4	738,2	660,1	765,3	773,1
Amortyzacja	146,6	152,4	157,3	159,0	163,0	168,0
EBITDA	733,7	714,8	938,4	902,4	1 023,3	1 055,3

Źródło: Budimex S.A. P - prognozy Noble Securities

Bilans	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa	6 863,3	7 387,2	8 418,2	8 280,2	8 668,5	9 112,0
Aktywa trwałe	1 672,4	1 818,1	2 001,8	2 022,3	2 089,6	2 166,0
Rzeczowe aktywa trwałe	538,6	640,7	718,0	742,5	771,0	806,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	319,1	323,3	309,3	298,0	310,0	320,0
Inne aktywa trwałe	729,6	768,4	878,1	860,0	880,0	900,0
Aktywa obrotowe	5 190,9	5 569,1	6 416,5	6 257,9	6 578,9	6 946,0
Zapasy	429,0	743,8	608,0	618,7	698,4	774,6
Należności handlowe	2 044,7	1 570,1	1 875,8	1 775,2	2 120,3	2 484,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2 715,8	3 249,4	3 900,3	3 829,1	3 720,1	3 640,4
Inne aktywa obrotowe	1,5	5,9	32,4	35,0	40,0	47,0
Pasywa	6 863,3	7 387,2	8 418,2	8 280,2	8 668,5	9 112,0
Kapitał własny razem	1 319,2	1 258,4	1 530,8	1 279,7	1 450,9	1 535,3
Zobowiązania długookresowe	1 023,8	1 029,0	1 096,2	1 118,5	1 128,6	1 134,7
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	157,3	161,5	180,6	178,5	169,0	160,0
Inne	866,5	867,5	915,6	940,0	959,6	974,7
Zobowiązania krótkookresowe	4 478,5	5 058,7	5 751,7	5 837,0	6 042,0	6 393,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	105,1	79,7	65,8	62,0	52,0	42,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	1 396,3	1 517,0	1 782,0	1 870,0	2 029,8	2 318,9
Inne	2 977,1	3 462,1	3 904,0	3 905,0	3 960,1	4 032,1

Źródło: Budimex S.A. P - prognozy Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk brutto	554,5	648,9	929,6	851,2	962,8	971,6
Amortyzacja	146,6	152,4	157,3	159,0	163,0	168,0
Zmiana kapitału obrotowego	1 090,6	280,4	95,1	177,9	-265,0	-150,9
Zapłacony podatek dochodowy	88,6	100,8	183,5	181,3	186,2	185,8
Inne	-1 114,8	245,2	-53,6	-362,6	-372,4	-371,6
CF operacyjny	765,4	1 427,8	1 312,0	1 006,9	674,6	802,9
CAPEX	-104,5	-125,2	-141,9	-150,0	-160,0	-165,0
Inne	931,5	-44,5	10,1	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	827,0	-169,7	-131,8	-150,0	-160,0	-165,0
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-209,0	-232,9	-16,0	-0,7	-25,4	-38,5
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-806,8	-599,2	-459,3	-911,2	-594,1	-688,7
Inne	27,4	111,2	-50,0	-16,2	-4,1	9,5
CF finansowy	-988,4	-720,9	-525,3	-928,1	-623,6	-717,7
CF	604,1	537,2	654,9	-71,2	-108,9	-79,8
Stan środków pieniężnych na początek okresu	1 516,0	2 384,4	2 715,8	3 249,4	3 900,3	3 829,1
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	2 715,8	3 249,4	3 900,3	3 829,1	3 720,1	3 640,4

Źródło: Budimex S.A. P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
marża EBITDA	9,3%	8,3%	9,6%	9,8%	9,8%	9,0%
marża EBIT	7,4%	6,5%	8,0%	8,1%	8,3%	7,6%
marża netto	12,3%	6,2%	7,5%	7,2%	7,4%	6,6%
Dług netto	-2 453,4	-3 008,2	-3 653,9	-3 588,6	-3 499,1	-3 438,4
Dług netto/EBITDA	-3,3	-4,2	-3,9	-4,0	-3,4	-3,3
Liczba akcji	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Dywidenda na akcję	31,60	23,47	17,99	35,69	23,27	26,98
P/BV	8,9	9,4	7,7	9,2	8,1	7,7

Źródło: Budimex S.A. P - prognozy Noble Securities

REKOMENDACJA

OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

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

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

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

Podstawą do opracowania Rekomendacji były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych. Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

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

System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

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

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

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym,

REKOMENDACJA

w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamknięte na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

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

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

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

Rekomendacja

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacji może być upubliczniony na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwi pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Rekomendację: Dariusz Nawrot

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji 12.12.2024 o godz. 16:10.. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji . 12.12.2024 o godz. 16:40..

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

REKOMENDACJA

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
CD Projekt	Kupuj	222,90	169,20	195,60	14%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,34	23,00	22,30	0%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,31	5,50	5,35	-1%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,60	70,70	71,52	24%	29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,40	7,50	7,51	65%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,60	10,30	10,18	73%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,60	53,50	53,20	33%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,94	3,60	3,55	11%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,70	332,00	335,00	18%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,68	15,77	17,58	18%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,00	29,90	34,50	4%	15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,00	269,00	200,50	111%	14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,40	48,60	48,85	52%	14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,00	503,00	468,80	15%	06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,30	58,00	57,70	43%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,15	6,79	6,12	0%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,50	32,40	34,50	6%	14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,90	73,00	47,70	168%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,70	27,10	25,30	73%	30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,40	359,00	257,50	123%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,20	353,00	200,50	210%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,30	16,90	10,24	69%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	21,40	18,30	17,08	25%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,60	311,00	412,30	-36%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,10	9,62	7,37	10%	09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,32	3,47	3,08	40%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,90	21,20	18,90	32%	30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,00	587,00			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22 500,00	14 820,00	16910,00	33%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,30	22,20	20,55	77%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,70	485,00	519,00	59%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,70	24,00	24,60	61%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,00	22,50	26,90	-14%	09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,00	8,40	7,51	60%	28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,28	7,48	4,00	82%	28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,80	9,40	7,02	82%	27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,70	14,00			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	23,70	22,60	26,75	-11%	24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,50	68,10			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,60	65,00			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	17,90	16,00			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,10	17,20	20,10	15%	10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,82	7,70			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,80	320,00			23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,60	573,00			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,50	54,50			21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,00	34,00			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,90	21,42			14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,00	28,50			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,00	9,50			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,78	14,95	15,30	3%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,00	16,20			29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,46	3,50			18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,50	7,20			11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,10	75,00			11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,70	33,70			10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,70	25,10			05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,50	38,00			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,10	412,00			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,70	15,01			19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,80	106,20			05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,50	30,40			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,50	14,90			05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,08	3,63			01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19 282,00	16 000,00			16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,20	23,80			12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,30	23,10			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji 3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji

REKOMENDACJA

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądej
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
tel.: +48 602 445 334
Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW
krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
tel.: +48 12 422 31 00
Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel.: +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawski
jacek.borawski@noblesecurities.pl
Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA
jacek.paszkowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 244 13 04