



Dom Maklerski BDM S.A.

## BUDIMEX

### RAPORT ANALITYCZNY

Budimex ma rekordowy portfel, który powinien wspierać spółkę w powrocie na ścieżkę dodatnich dynamik przychodów w najbliższych latach. Rynek przetargów w średnim terminie wygląda obiecująco, chociaż konkretna konwersja różnego rodzaju programów na kontrakty nadal pozostawia wiele do życzenia (na przestrzeni ostatnich kwartałów „dowoz” głównie PKP PLK). Jednocześnie krótkoterminowe nowa kontrakcja spółki w Polsce może złapać zadyszkę – z jednej strony nadal podnoszona w procesach odwoławczych jest skuteczność self-cleaningu (spółka na bieżąco wdraża zmiany, aby lepiej zarządzać tą kwestią), a z drugiej zarząd sygnalizuje dużą presję cenową w przetargach. Wyjściem może być mocniejsze skupienie się na ofertowaniu zagranicą. Jednocześnie oceniamy, że w kolejnych kwartałach coraz wyraźniej może o sobie dawać znać kwestia kosztów (dynamika cen w produkcji budowlanej w III'26 zbliżyła się do 5%). O ile wyniki 2026 roku mogą być jeszcze np. wsparte przez dodatkową waloryzację starych kontraktów GDDKiA, o tyle w średnim terminie scenariusz utrzymania obecnej rentowności może być wymagający. Zwracamy m.in. uwagę, że obecny backlog spółki jest już wyraźnie mniej objęty rezerwami niż historycznie (poziom rezerw na straty w relacji do backlogu po 1Q'26 spadł do 3,3% - jeszcze 3 lata temu było to >7%, a średnia za ostatnie 10 lat to 4,1%). Przy naszych obecnych założeniach (które są dość zbliżone do konsensusu na lata 2026-27, ale niższe na 2028) cenę docelową wyznaczamy na poziomie 615,2 PLN (poprzednio 514,1 PLN). Zmieniamy zalecenie na Redukuj (poprzednio Akumuluj).

#### Wyniki za ostatnie okresy

W 2025 roku spółka osiągnęła 9,44 mln PLN przychodów (+4% r/r) oraz 748 mln PLN zysku netto (+21% r/r, najwyższy w historii). W 1Q'26 wyniki na tych liniach były słabsze r/r (przychody 1,50 mld PLN, -9% r/r, zysk netto 86 mln PLN, -25% r/r). Nieznacznie udało się poprawić EBITDA o 5% r/r, do czego przyczyniła się głównie poprawa r/r marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym, ale zwracamy uwagę na spory spadek rezerw na straty, co w jakimś stopniu musiało podbić wynik. Od strony przychodowej wyniki 1Q'26 (pod wpływem dłuższej zimy) nie powinny być wskazówką na kolejne kwartały (zakładamy wyraźnie dodatnie dynamiki od 2Q'26).

#### Portfel

Backlog spółki po 1Q'26 wynosił rekordowe 18,8 mld PLN (+7% r/r, +16% q/q). Natomiast w poczekalni znajdowało się 2,5 mld PLN na rynku polskim (najmniej od 4Q'24) oraz 4,9 mld PLN na rynkach zagranicznych (Rail Baltica, która została podpisana, ale do portfela trafia etapowo w zależności od dostępnego finansowania). Kontrakcja w 1Q'26 była mocna, ale pipeline na rynku polskim zaczyna odczuwać problem długich procedur odwoławczych oraz kwestii podnoszenia przez konkurencję skuteczności self-cleaningu w samej spółce (temat szerzej opisujemy w osobnym rozdziale). Ta druga kwestia powinna z czasem wygasnąć (w branży pojawiły się opinie, że mogą to ułatwić zmiany w zarządzie z końca marca). Spółka na konferencji wynikowej podtrzymała cel kontrakcji w tym roku na poziomie 8 mld PLN. Zwracamy uwagę, że mogą go wspierać rynki zagraniczne (m.in. zapowiadane jest na okolicie 3Q'26 rozstrzygnięcie wartego 1,7 mld EUR projektu PPP w Czechach, gdzie Budimex startuje w konsorcjum).

#### FB Serwis

Spółka zakończyła przegląd opcji strategicznych w FB Serwis, pozostawiając ten biznes w grupie. Nie wykluczamy jednak, że temat potencjalnej sprzedaży tego biznesu powróci jeszcze za jakiś czas – konieczne mogą tu być jednak wewnętrzne zmiany organizacyjne.

#### Prognozy wyników, wskaźniki

W 2026 roku zakładamy 10,2 mld PLN przychodów oraz 784 mln PLN zysku netto (+3% vs konsensus), w 2027 estymujemy 11,4 mld PLN przychodów oraz 880 mln PLN zysku netto (+0% vs konsensus). Natomiast w 2028 prognozujemy 12,8 mld PLN przychodów oraz 979 mln PLN zysku netto (-6% vs konsensus). Spółka wg naszych założeń handlowana jest przy wskaźniku EV/EBITDA na '26=11,8x oraz '27=10,5x.

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	9 801,5	9 117,8	9 438,6	10 220,5	11 381,6	12 825,2
EBITDA [mln PLN]	938,4	903,1	1 084,5	1 202,2	1 271,2	1 388,2
EBIT [mln PLN]	781,1	743,8	892,3	969,2	1 030,8	1 146,7
Zysk netto [mln PLN]	738,2	615,9	748,0	783,9	880,3	979,3
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-3 654,5	-2 934,7	-2 449,4	-2 757,7	-3 566,9	-3 986,0
P/BV	10,8	13,2	12,2	12,6	11,7	11,0
P/E	23,0	27,6	22,7	21,7	19,3	17,3
EV/EBITDA	14,2	15,5	13,4	11,8	10,5	9,4
EV/EBIT	17,1	18,9	16,3	14,7	13,0	11,3
DPS [PLN/akcje]	18,0	35,7	25,4	32,4	30,7	34,5

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.

## REDUKUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 615,2 PLN

08 MAJ 2026, 17:05 CEST

Wycena DCF [PLN]	631,4
Wycena porównawcza [PLN]	469,1
Wycena końcowa [PLN]	615,2
Potencjał do wzrostu / spadku	-7,5%
Koszt kapitału	12,1%
Cena rynkowa [PLN]	665,0
Kapitalizacja [mln PLN]	16 977,5
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	807,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	565,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-4,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	13,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	24,8%
Struktura akcjonariatu:	
Grupa Ferrovial	50,1%
NN OFE	8,4%
Allianz OFE	8,0%
Pozostali	33,5%

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



— Budimex skoryg. — WIG Znorm.

**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	5
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	6
PROCEDURA SAMOCZYSZCZENIA .....	9
STRONA KOSZTOWA.....	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	14
DANE FINANSOWE .....	19

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	23,0	27,6	22,7	21,7	19,3	17,3	15,9
P/BV	11,1	13,8	12,7	13,1	12,2	11,4	10,8
EV/EBITDA	14,2	15,5	13,4	11,8	10,5	9,4	8,4
EV/EBIT	17,1	18,9	16,3	14,7	13,0	11,3	10,0
EV/S	1,4	1,5	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9
BVPS	60,0	48,3	52,3	50,6	54,4	58,3	0,0
EPS	28,9	24,1	29,3	30,7	34,5	38,4	0,0
DPS (w danym roku)	18,0	35,7	25,4	32,4	30,7	34,5	38,4
Payout ratio	86%	123%	105%	111%	100%	100%	100%

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Przychody</b>	<b>9802</b>	<b>9118</b>	<b>9439</b>	<b>10221</b>	<b>11382</b>	<b>12825</b>	<b>14048</b>
budowlanka	8902	8223	8629	9343	10147	11845	13031
inne	932	953	942	984	1315	1062	1098
wylączenia	-33	-58	-133	-106	-81	-81	-81
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>1 125</b>	<b>1 162</b>	<b>1 295</b>	<b>1 456</b>	<b>1 583</b>	<b>1 703</b>	<b>1 843</b>
budowlanka	974	1 022	1 163	1 278	1 307	1 508	1 640
inne	158	144	175	188	283	203	211
wylączenia	-8	-4	-43	-11	-8	-8	-8
SG&A	385	446	470	494	552	556	584
PPO/PKO	210	202	230	-8	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>938</b>	<b>903</b>	<b>1 084</b>	<b>1 202</b>	<b>1 271</b>	<b>1 388</b>	<b>1 501</b>
EBIT	781	744	892	969	1 031	1 147	1 259
Zysk brutto	930	840	943	1 020	1 090	1 213	1 322
<b>Zysk netto</b>	<b>738</b>	<b>616</b>	<b>748</b>	<b>784</b>	<b>880</b>	<b>979</b>	<b>1 068</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-3 654</b>	<b>-2 935</b>	<b>-2 449</b>	<b>-2 758</b>	<b>-3 567</b>	<b>-3 986</b>	<b>-4 366</b>

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	14%	-7%	4%	8%	11%	13%	10%
EBITDA zmiana r/r	31%	-4%	20%	11%	6%	9%	8%
Zysk netto zmiana r/r	38%	-17%	21%	5%	12%	11%	9%
Marża brutto na sprzedaży	11,5%	12,7%	13,7%	14,2%	13,9%	13,3%	13,1%
Marża EBITDA	9,6%	9,9%	11,5%	11,8%	11,2%	10,8%	10,7%
Marża netto	7,5%	6,8%	7,9%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%
ROE	48,2%	50,0%	56,0%	60,7%	63,4%	65,8%	67,7%
ROA	8,8%	7,9%	9,2%	9,4%	9,3%	9,6%	9,8%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 002</b>	<b>2 116</b>	<b>2 468</b>	<b>2 565</b>	<b>2 579</b>	<b>2 605</b>	<b>2 629</b>
WNiP	309	294	280	276	274	273	275
Rzeczowe aktywa trwałe	718	946	1 186	1 277	1 279	1 287	1 294
Pozostałe aktywa trwałe	974	876	1 001	1 011	1 026	1 045	1 060
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>6 416</b>	<b>5 701</b>	<b>5 688</b>	<b>5 810</b>	<b>6 872</b>	<b>7 606</b>	<b>8 239</b>
Zapasy	608	626	782	738	806	891	956
Należności krótkoterminowe	1 876	1 842	2 003	1 891	2 106	2 373	2 599
Środki pieniężne	3 900	3 205	2 900	3 178	3 957	4 340	4 681
Pozostałe aktywa obrotowe	32	27	2	2	2	2	2
<b>Aktywa razem</b>	<b>8 418</b>	<b>7 816</b>	<b>8 155</b>	<b>8 375</b>	<b>9 451</b>	<b>10 211</b>	<b>10 868</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 531</b>	<b>1 232</b>	<b>1 336</b>	<b>1 292</b>	<b>1 389</b>	<b>1 488</b>	<b>1 576</b>
Udziały mniejszości	39	51	53	56	59	62	65
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>6 848</b>	<b>6 533</b>	<b>6 766</b>	<b>7 026</b>	<b>8 003</b>	<b>8 661</b>	<b>9 226</b>
Rezerwy na zobowiązania	1 229	1 305	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222
Oprocentowane zobowiązania	246	271	450	420	390	354	315
Zobowiązania pozostałe	5 373	4 957	5 094	5 384	6 391	7 086	7 689
<b>Pasywa razem</b>	<b>8 418</b>	<b>7 816</b>	<b>8 155</b>	<b>8 375</b>	<b>9 451</b>	<b>10 211</b>	<b>10 868</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-3 654</b>	<b>-2 935</b>	<b>-2 449</b>	<b>-2 758</b>	<b>-3 567</b>	<b>-3 986</b>	<b>-4 366</b>
Dług netto / Kapitał własny	-2,4	-2,4	-1,8	-2,1	-2,6	-2,7	-2,8
Dług netto / EBITDA	-3,9	-3,2	-2,3	-2,3	-2,8	-2,9	-2,9

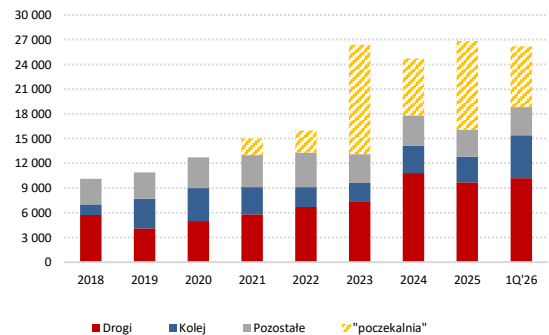
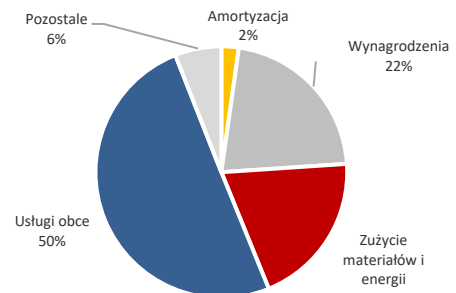
Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	1 312	564	719	1 476	1 851	1 565	1 626
CFI	-132	-280	-420	-320	-240	-249	-251
CFF	-525	-980	-605	-877	-832	-934	-1 033
- w tym dywidenda	-459	-911	-649	-828	-784	-880	-979
Przepływy pieniężne netto	655	-696	-306	278	779	383	341
CAPEX / Amortyzacja	90%	159%	169%	137%	100%	103%	103%

**BUDIMEX**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Redukuj</b>	www: <a href="http://www.budimex.pl">www: www.budimex.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>615,2</b>	
<b>Potencjał</b>	<b>-7,5%</b>	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	665,0	2Q'26: 28 lip
Ilość akcji [mln. szt.]	25,5	3Q'26: 27 paź
Kapitalizacja [mln PLN]	16 978	

Wyniki Q [mln PLN]	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26
<b>Przychody</b>	<b>2 607</b>	<b>1 642</b>	<b>2 305</b>	<b>2 462</b>	<b>3 030</b>	<b>1 497</b>
budowlanka	2 348	1 489	2 101	2 262	2 777	1 256
inne	267	224	220	226	272	248
wylączenia	-7	-71	-15	-26	-20	-7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>378</b>	<b>193</b>	<b>292</b>	<b>305</b>	<b>505</b>	<b>207</b>
budowlanka	341	178	262	278	446	167
inne	34	39	40	33	62	41
wylączenia	3	-23	-10	-6	-4	0
SG&A	145	101	122	118	130	110
PPO/PKO	3	18	21	21	8	7
<b>EBITDA</b>	<b>278</b>	<b>152</b>	<b>234</b>	<b>255</b>	<b>444</b>	<b>160</b>
EBIT	236	111	191	208	383	104
Zysk brutto	250	131	205	218	389	117
<b>Zysk netto</b>	<b>169</b>	<b>114</b>	<b>156</b>	<b>171</b>	<b>307</b>	<b>86</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-2 935</b>	<b>-2 681</b>	<b>-1 700</b>	<b>-1 708</b>	<b>-2 449</b>	<b>-2 377</b>

Wskaźniki	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26
Przychody zmiana r/r	-7,1%	-0,2%	-3,8%	-0,3%	16,2%	-8,9%
EBITDA zmiana r/r	-18,4%	-1,2%	6,6%	1,3%	59,6%	5,2%
Zysk netto zmiana r/r	-41,3%	-4,0%	-0,9%	0,2%	81,8%	-24,5%
Marża brutto na sprzedaży	14,5%	11,8%	12,7%	12,4%	16,7%	13,9%
Marża EBITDA	10,7%	9,2%	10,2%	10,4%	14,6%	10,7%
Marża netto	6,5%	7,0%	6,8%	6,9%	10,1%	5,8%

**Portfel [mln PLN]**

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


## WYCENA I PODSUMOWANIE

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	90%	631,4
Wycena metodą porównawczą	10%	469,1
- wycena część budowlanej* do krajowych spółek budowlanych	50%	386,5
- wycena część budowlanej* do europejskich spółek budowlanych	50%	423,6
- wycena FB Serwis**		64,1
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>615,2</b>

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 (5,55%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0. Wycena została sporządzona na dzień 08 maja 2026.

### Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10 220,5	11 381,6	12 825,2	14 047,5	15 121,6	15 992,5	16 676,5	17 442,6	17 830,3	18 212,1
EBIT [mln PLN]	969,2	1 030,8	1 146,7	1 258,6	1 383,7	1 491,4	1 578,0	1 673,2	1 719,5	1 766,3
Stopa podatkowa	22,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	221,7	195,8	217,9	239,1	262,9	283,4	299,8	317,9	326,7	335,6
NOPLAT [mln PLN]	747,5	834,9	928,8	1 019,5	1 120,8	1 208,0	1 278,2	1 355,3	1 392,8	1 430,7
Amortyzacja [mln PLN]	233,0	240,4	241,5	242,8	243,7	244,1	244,3	244,3	244,3	244,3
CAPEX [mln PLN]	-320,3	-239,6	-248,9	-251,0	-250,4	-250,0	-250,5	-250,8	-251,5	-252,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	428,5	697,4	310,1	284,5	273,9	245,2	215,2	225,0	166,8	169,5
FCF [mln PLN]	1 088,6	1 533,1	1 231,4	1 295,7	1 388,0	1 447,3	1 487,2	1 573,7	1 552,4	1 592,4
DFCF [mln PLN]	1 012,8	1 275,9	916,4	861,9	825,1	768,9	705,9	667,4	588,1	539,0
Suma DFCF [mln PLN]	8 161,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	16 431,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	5 561,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	13 722,8									
Dług netto 2025 [mln PLN]	-2 449,4									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	52,9									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>16 119,4</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	25,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>631,4</b>									
Przychody zmiana r/r	8,3%	11,4%	12,7%	9,5%	7,6%	5,8%	4,3%	4,6%	2,2%	2,1%
EBIT zmiana r/r	8,6%	6,4%	11,2%	9,8%	9,9%	7,8%	5,8%	6,0%	2,8%	2,7%
FCF zmiana r/r	490,7%	40,8%	-19,7%	5,2%	7,1%	4,3%	2,8%	5,8%	-1,4%	2,6%
Marża EBITDA	11,8%	11,2%	10,8%	10,7%	10,8%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%
Marża EBIT	9,5%	9,1%	8,9%	9,0%	9,2%	9,3%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%
Marża NOPLAT	7,3%	7,3%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%
CAPEX / Przychody	3,1%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	137,5%	99,7%	103,1%	103,4%	102,8%	102,4%	102,6%	102,7%	102,9%	103,2%
Zmiana KO / Przychody	-4,2%	-6,1%	-2,4%	-2,0%	-1,8%	-1,5%	-1,3%	-1,3%	-0,9%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-54,8%	-60,1%	-21,5%	-23,3%	-25,5%	-28,2%	-31,5%	-29,4%	-43,0%	-44,4%

Źródło: BDM S.A.

### Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,55%	5,55%	5,55%	5,55%	5,55%	5,55%	5,55%	5,55%	5,55%	5,55%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Udział kapitału własnego	95,0%	95,9%	96,5%	97,1%	97,6%	97,8%	98,0%	98,1%	98,1%	98,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	5,0%	4,1%	3,5%	2,9%	2,4%	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%
WACC	11,7%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%

Źródło: BDM S.A.

### Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Premia za ryzyko	Beta				
	1,00%	2,00%	3,00%		1,00%	2,00%	102,00%		0,9	1,0	1,1		
beta	0,8	678,0	709,3	748,8	6,5%	660,6	689,3	725,3	8,0%	727,0	689,3	656,0	
	0,9	641,6	667,7	700,0		633,9	658,9	689,8		7,0%	695,9	658,9	626,2
	1,0	609,5	631,4	658,1		609,5	631,4	658,1		6,0%	667,7	631,4	599,5
	1,1	581,0	599,5	621,8		587,3	606,5	629,8		9,0%	642,0	606,5	575,4
	1,2	555,5	571,2	590,1		566,9	583,9	604,2		10,0%	618,6	583,9	553,5

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 2026-2028 – dla każdego roku przyjęto wagę 33%. Tą metodą wyceniliśmy 1 akcję na 469,1 PLN (część budowlana na 405,0 PLN, FB Serwis 64,1 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		
	2026P	2027P	2028P
Dekpol	4,2	3,2	2,9
Erbud	4,6	3,5	3,1
Mirbud	6,5	7,1	6,3
Pekabex	20,7	9,6	6,3
Torpol	7,4	6,9	6,0
Trakcja	9,9	8,1	6,8
Unibep	4,2	3,4	3,4
ZUE	10,0	5,3	3,9
<b>Mediana</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>
Budimex*	12,4	11,0	9,6
Premia / dyskonto	78%	79%	92%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	381,9	393,7	383,8
Waga roku	33%	33%	33%
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>386,5</b>		

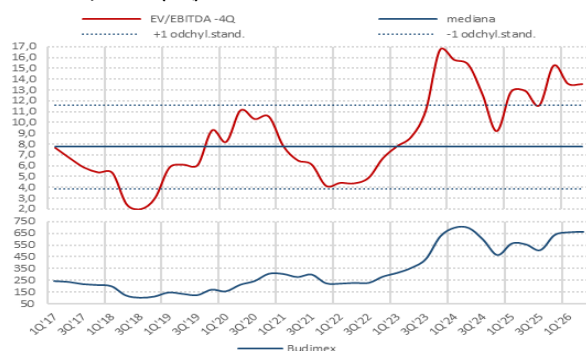
Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, \*przy cenie rynkowej po odjęciu od EV wartości FB Serwis

### Wycena porównawcza budownictwa na bazie spółek europejskich

	EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P
Bilfinger	7,9	6,6	5,4
Granite Construction	10,3	9,5	9,4
Ferrovial	32,3	29,0	26,1
Hochtief	16,7	14,9	13,6
NCC	6,6	5,9	5,3
Peab	7,4	6,8	6,3
Porr	3,1	3,2	3,1
Salcef	6,8	6,2	6,1
Skanska	8,4	7,7	6,9
AtkinsRealis (SNC-Lavalin)	13,5	11,1	9,6
Strabag	4,7	4,2	4,1
Tecnicas Reunidas	8,1	6,9	7,5
Veidekke	7,1	6,8	5,9
WeBuild	2,0	1,9	1,9
<b>Mediana</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,2</b>
Budimex*	12,4	11,0	9,6
Premia / dyskonto	62%	62%	55%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	409,5	421,4	440,0
Waga roku	33%	33%	33%
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>423,6</b>		

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
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym (=A + B)</b>		<b>469,1</b>
<b>A) Wycena część budowlanej*</b>		<b>405,0</b>
- wycena do krajowych spółek budowlanych	50%	386,5
- wycena do europejskich spółek budowlanych	50%	423,6
<b>B) Wycena FB Serwis</b>		<b>64,1</b>

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

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

	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody</b>	<b>8 619</b>	<b>9 802</b>	<b>9 118</b>	<b>9 439</b>	<b>10 221</b>	<b>11 382</b>	<b>12 825</b>
FB Serwis	832	903	937	921	958	996	1 036
budownictwo i pozostałe	7 788	8 898	8 181	8 518	9 263	10 385	11 789
<b>EBITDA</b>	<b>715</b>	<b>938</b>	<b>903</b>	<b>1 084</b>	<b>1 202</b>	<b>1 271</b>	<b>1 388</b>
FB Serwis	139	136	145	169	172	179	186
budownictwo i pozostałe	576	802	759	915	1 030	1 092	1 202
<b>Gotówka netto</b>	<b>3 010</b>	<b>3 654</b>	<b>2 935</b>	<b>2 449</b>	<b>2 758</b>	<b>3 567</b>	<b>3 986</b>
FB Serwis	176	169	220	170	181	188	187
budownictwo i pozostałe	2 834	3 485	2 715	2 280	2 577	3 379	3 799

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 100% zysku netto FB Serwis w postaci dywidendy do Budimexu)

### Wycena porównawcza FB Serwis

	EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P
Coor Service Management (SWE)	8,2	7,3	7,0
Lassila & Tikanoja (FIN)	10,7	4,0	3,6
Mo-Bruk (PL)	8,6	7,8	7,3
Republic Services (USA)	13,7	12,8	11,9
Seche Environnement (FRA)	5,9	5,2	4,6
Waste Management (USA)	13,6	12,6	11,7
<b>Mediana</b>	<b>9,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>
FB Serwis*	8,4	8,1	7,8
Premia / dyskonto	-13%	7%	9%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	72,3	60,5	59,4
Waga roku	33%	33%	33%
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>64,1</b>		

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)

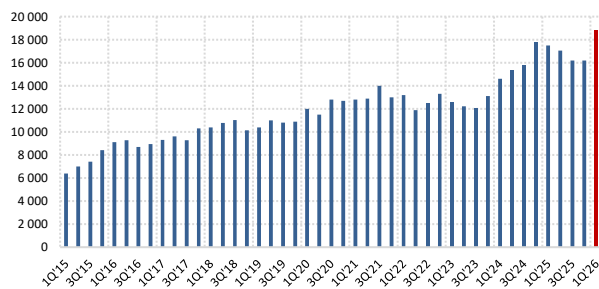
## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty budowlane o wartości >300 mln PLN pozyskane przez Budimex od 2022 roku

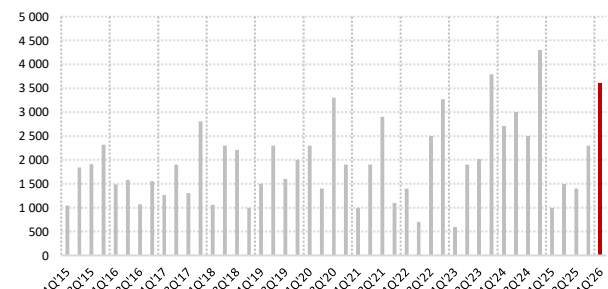
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	koniec	% budżetu inwestora**
kwi 26	GDDKIA	Przebudowa A2 Łódź Północ - granica woj. odcinek A	352,8	nko	77%
mar 26	PSE	Rozbudowa stacji Gdańsk Błonia wraz z instalacją urządzeń do kompensacji mocy biernej	300,0	nko	--
mar 26	PKP PLK	LK622 odc. F+J Podłęża R401 - Gdów / Podłęża R301 - Podłęża Balachówka	2 074,4	maj 29	110%
lut 26	Gaz-System	Budowa Tłoczni Gazu Lwówek. Etap I	481,2	sty 28	134%
sty 26	GDDKIA	S8 Wrocław – Kłodzko, odc IV. Łągiewniki Zachód - Niemcza	312,2	cze 30	99%
<b>2025</b>					
paź 25	PKP PLK	LK 622 (odc H) Szczyrzyc - Tymbark	846,7	kwi 30	79%
lip 25	GDDKIA	DK13 obwodnice Warzymic, Przeclawia, Kołbaskowa oraz graniczny odc. A6	348,8	lip 28	99%
cze 25	GDDKIA	S11 Ostrów Wlkp. – Kepno; odc II Ostrzeszów Pn. – Kepno Pn.	478,2	wrz 29	84%
maj 25	OÜ Rail Baltic Estonia	Rail Baltica Estonia (Parnu–granica Łotwy)	539,6	gru 30	0%
<b>2024</b>					
gru 24	PKP PLK	LK 201 Kościerzyna - Somonino oraz LK 214 Somonino - Kartuzy	1 284,2	cze 28	87%
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) - EtK (S61): budowa drugiej jezdni Olsztyn Wschód - Barczewo	412,5	gru 28	130%
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%
mar 24	PKP PLK	LK104 na odc D Limanowa - bocznicą Kłęczany	965,2	maj 27	114%
mar 24	Rsd	Budowa D35 Džbánov - Litomyšl	580,7	gru 27	---
<b>2023</b>					
gru 23	Eiropas Dzelzcea Lnijas	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%
<b>2022</b>					
gru 22	MON	Rozbudowa kompleksu wojskowego w Siedlcach	294,6	sty 27	--
lis 22	Nds	D1 Bratislava Triblavina	519,9	gru 25	--
lis 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Tomaszów Lubelski - Hrebenne)	486,4	sie 26	90%
lis 22	5 Wojskowy Szpital Klin.	Budowa budynku szpitala	319,4	lis 26	--
paź 22	GDDKIA	S17 Piaski - Hrebenne (Zamość Wschód - Zamość Południowy)	358,2	paź 26	98%
lip 22	DCT Gdańsk	Rozbudowa Terminala Kontenerowego - Projekt T3	879,3	maj 25	--
lip 22	GDDKIA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała (Kosztowy - Bieruń)	397,7	paź 25	94%
mar 22	Tramwaje Warszawskie	Szybki tramwaj: Puławska - Św. Bonifacego - Branicka	756,6	wrz 24	187%
sty 22	Komendę Główną SG	Budowa zabezpieczenia granicy państwowej na odcinku Podlaskiego Oddziału SG	326,2	cze 22	--

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, na – najwyższa ocena, \* w części przypadającej na Budimex, \*\* budżet przy podpisaniu umowy

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

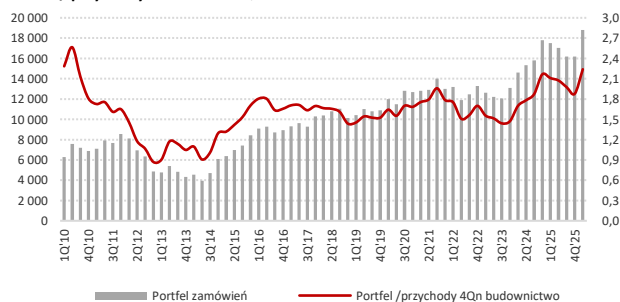


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

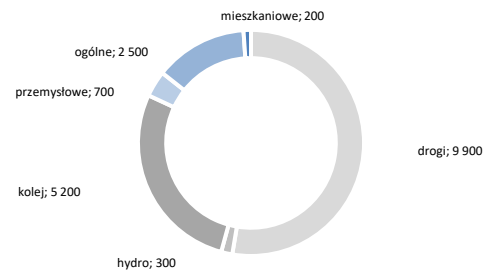
Portfel / przychody za ostatnie 4Q



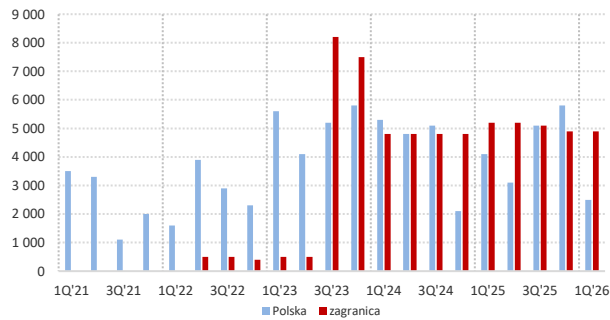
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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 1Q'26 wynosił 18,8 mld PLN (+7% r/r, +16% q/q) i był na rekordowym poziomie. Dodatkowo w „poczekalni” Budimex miał ok 7,4 mld PLN potencjalnych zleceń vs 9,3 mld PLN rok temu (w tym niecałe 5 mld to Rail Baltica, która została już formalnie podpisana, ale do portfela trafia etapowo w ramach dostępnego finansowania u zamawiającego). W 1Q'26 z poczekalni wypadł kontrakt kolejowy na 1,1 mld PLN (Czachówek Wschodni – Pilawa), gdzie PKP PLK dokonała ponownego wyboru ofert (powrót do oferty Intop-Trakcja, która pierwotnie została odrzucona). Do poczekalni w 1Q'26 miał trafić kontrakt Białystok-Łk, ale ze względu na skuteczne na ten moment odwołanie konkurencji tak się nie stało.

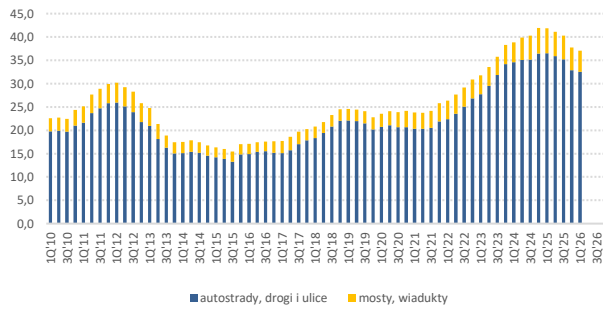
Rynek przetargów w 2025 roku u głównych inwestorów publicznych wyglądał zróżnicowanie:

- GDDKiA w 2025 roku wyraźnie spowolniła z podpisywaniem nowych umów – jedynie 4,7 mld PLN (vs 14,4 mld PLN rok wcześniej i 12,2 mld PLN średnio w poprzednich 5 latach). Wartość złożonych ofert wyniosła 12,6 mld PLN.
- Wartość podpisanych umów przez PKP PLK wyniosła 10,2 mld PLN (vs 13,7 mld PLN rok wcześniej). Natomiast wartość złożonych ofert szacujemy na ok 23 mld PLN (vs 2 mld PLN rok wcześniej).
- PSE podpisała umowy na ponad 1 mld PLN (w poprzednich latach wartość ta oscylowała w okolicy nieco <1 mld PLN).
- CPK zawarła umowy typowo budowlane na ok 2 mld PLN (w tym 1,8 mld PLN to budowa tunelu dalekobieżnego w Łodzi).

#### Plany średnioterminowe głównych zamawiających

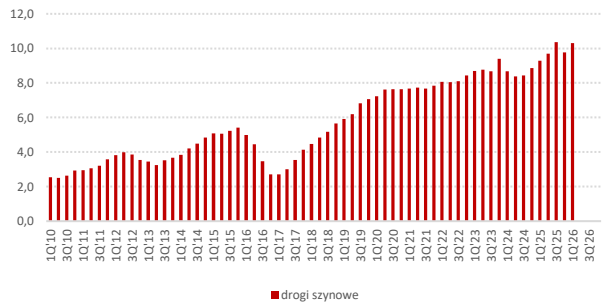
- W marcu 2026 ([link](#)) GDDKiA zapowiedziała, że w 2026 roku na inwestycje wyda ok 20 mld PLN (prawdopodobnie brutto). Podtrzymano, że mniej więcej taki poziom nakładów ma być utrzymany średnio do 2030 roku. Na konferencji wynikowej po 1Q'26 Budimex podał, że w 1Q'26 otwarto oferty na 3,3 mld PLN a plan przetargów na 2-4Q'26 to 7,6 mld PLN (odpowiednio w kolejnych kwartałach: 2 mld PLN + 3 mld PLN + 2,4 mld PLN). Wg danych GDDKiA po 1Q'26 łączna długość inwestycji w przygotowaniu wynosi ponad 2,5 tys. km, z czego ok. 2 tys. km to odcinki zapisane w RPBDK, a niemal 500 km to obwodnice (w 1Q'26 średnia cena za 1 km w podpisanych umowach wynosiła ok 30 mln PLN, co wskazywałoby na potencjalny rynek na 75 mld PLN).
- W 2025 roku PKP PLK ogłosiła przetargi w zakresie budownictwa kolejowego za ok 27 mld PLN, co oznacza przekroczenie wcześniejszych planów, które określano na średnio 15-16 mld PLN na lata 2025-26. Jednocześnie liczba nowo ogłoszonych postępowań w 2026 rok ma być wyraźnie skromniejsza r/r – wg ostatniej wersji na poziomie ok 11,5 mld PLN. W październiku'25 zaktualizowano kolejny raz Krajowy Program Kolejowy do 2030 roku z perspektywą do roku 2032. Obecnie plan zakłada, że nakłady PKP PLK w latach 2025-30 wyniosą 91 mld PLN netto. Zapowiadane są zmiany w finansowaniu Funduszu Kolejowego, które pojawiły się w lutym'26 w wykazie prac rządu ([link](#)). Fundusz ma mieć zapewnione finansowanie na poziomie ok 10 mld PLN/rok (obecnie ok 2 mld PLN/rok, co wpływa na duże uzależnienie finansowania inwestycji kolejowych od napływu środków UE).
- CPK- 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 ostatnich miesiącach ogłoszono m.in. przetargi na i) budowę terminala pasażerskiego, ii) tunelu wraz z dworcem (Budimexu nie ma w tym postępowaniu) oraz iii) jednego z odcinków LK na trasie z Warszawy do CPK. Z ostatnich wypowiedzi prezesa CPK wynika, że w 2025 rok ogłoszono w sumie przetargi za 40 mld PLN a w 2026 powinna pojawić podobna kwota 40 mld PLN ([link](#), [link1](#), [tabela1](#), [arkusz1](#)).
- PSE. Według sprawozdania zarządu plan nakładów na 2025 rok wynosił 3,0 mld PLN (vs 2 mld PLN w 2024 roku). Wg planu rozwoju na lata 2025-34 nakłady miały wynosić średnio 6,4 mld PLN/rok. Na początku II'26 PSE opublikowały [plan przetargów](#) na okres 2Q'26-1Q'27, który zakładał ogłoszenie 34 postępowań na roboty budowlane (w tym 13 o zakładanej wartości 100-600 mln PLN, które są najbardziej interesujące z punktu widzenia Budimexu).
- EJ. W XII'25 inwestycja otrzymała zgodę KE na pomoc publiczną. Odsuwa się w czasie zawarcie kontraktu wykonawczego (EPC), który jeszcze niedawno zapowiadano na 2Q'26 ([link](#)).
- Czechy (Rsd)– całkowita długość czeskich autostrad to 1531 km, w budowie są 174 km. Kraj ma ambitny plan rozbudowy sieci w kolejnych latach. W postępowaniach przetargowych jest obecnie 65 km, a planach jest ogłoszenie przetargów na 371 km. Budimex w 1Q'24 podpisał umowę na budowę 7,6 km odcinka D35 za 3,4 mld CZK. Spółka czeka na rozstrzygnięcia przetargu PPP na inny odcinek D35, gdzie startuje w konsorcjum z Cintrą, Strabagem i Invesis (w grze są jeszcze dwa inne konsorcja, przetarg ma zostać rozstrzygnięty w 2026 roku, budżet to 1,7 mld EUR za 35 km - [link](#)).
- Rail Baltica. W grudniu'24 Budimex poinformował o oficjalnym rozpoczęciu prac na łotewskim odcinku Rail Baltica. W XII'25 podpisany duży pakiet prac (blisko ok 200 mln EUR dla konsorcjum). W 2026 roku uruchomione do budowy mają być odcinki za min 75 mln EUR, wyzwaniem pozostaje jednak finansowanie całej trasy w kierunku Estonii. W kontekście prac w Estonii – do VII'26 ma zakończyć się faza przygotowania na odcinku konsorcjum Budimexu, zamawiający musi zaakceptować następnie cenę (ok 300 mln EUR) oraz pozyskać finansowanie.

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



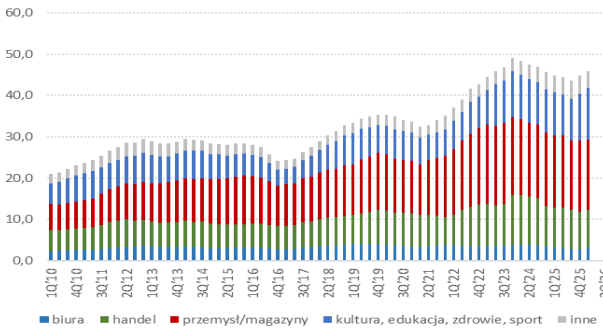
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



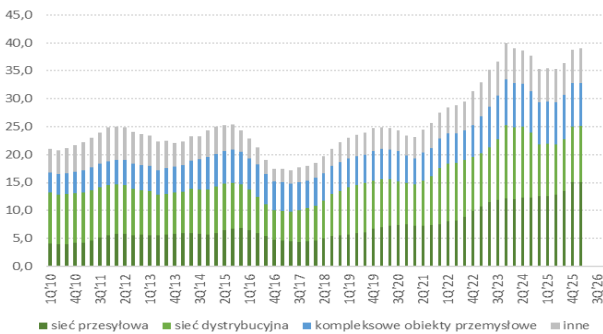
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



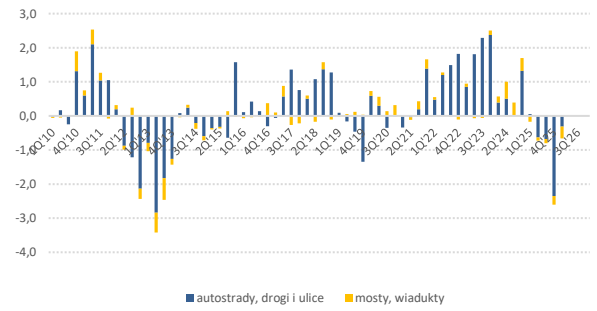
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



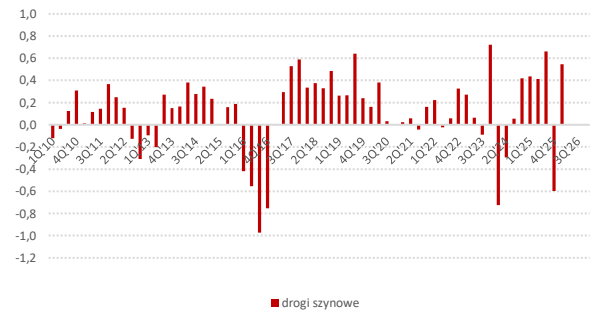
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



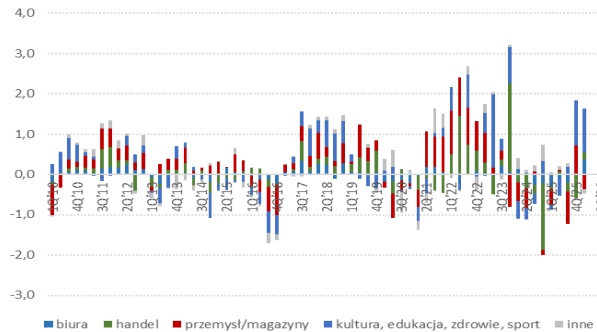
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



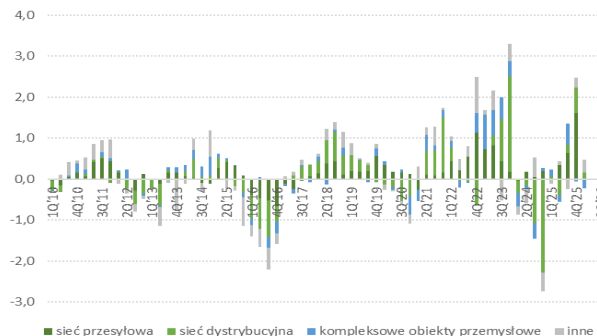
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

## PROCEDURA SAMOOCZYSZCZENIA

W 2026 roku (co najmniej) kilka ofert spółki zostało odrzucone w przetargach z powodu negatywnej oceny przez KIO procesu tzw. samooczyszczenie spółki, będącego pokłosiem ofertowania w marcu'25 w przetargu dla PSE podzielonym na trzy odcinki jednocześnie przez trzy spółki z grupy Budimex. Poniżej prezentuje chronologiczny ciąg zdarzeń.

Na konferencji wynikowej po 1Q'26 zarząd spółki wskazał, że wdrożona została obecnie już „czwarta” wersja samooczyszczenia i jej „testu” należy spodziewać się w maju'26 przy okazji decyzji KIO odnośnie przetargu na rozbudowę odcinka A2.

### 12-03-2025

PSE opublikowało ([link](#)) oferty złożone w przetargu na budowę dwutorowej linii 400 kV Choczewo – nacięcie linii Gdańsk Błonia-Grudziądz Węgrowo w podziale na trzy odcinki. Oferty trzech spółek z grupy Budimex miały najniższe ceny na poszczególnych odcinkach (Budimex S.A. = 162 mln PLN, Budimex Budownictwo = 136 mln PLN, Mostostal Kraków = 163 mln PLN netto).

### 18-09-2025

Portal wysokienapięcie.pl ([link](#)) podał, że KIO nakazała unieważnić wybór spółek Budimexu.

- W czerwcu PSE uznała wszystkie trzy oferty grupy Budimex za najkorzystniejsze.
- Od wyników odwołała się konkurencja, podnosząc, że PSE zastrzegło w warunkach postępowania, że ogranicza maksymalną liczbę części zamówienia, którą zleci jednemu wykonawcy do jednej części.
- W orzeczeniu KIO wskazało, że oferty Budimexu zostały złożone w warunkach czynu nieuczciwej konkurencji.
- KIO podkreśliła, że w swoich wyjaśnieniach spółki grupy Budimex m.in. nie wykazały niezależności w przygotowaniu ofert.
- Budimex podał, że złożył oferty zgodnie z wytycznymi zawartymi w dokumentacji postępowania.
- W orzeczeniu mowa jest o znowie przetargowej, która, zgodnie z Prawem zamówień publicznych, może stanowić przesłankę do wykluczenia wykonawcy z publicznych przetargów na okres trzech lat. Sposobem na uniknięcie wykluczenia jest poddanie się samooczyszczeniu (tzw. procedura self-cleaning).
- Jak podawała później jeszcze Rzeczpospolita ([link](#)) W swoim wyroku KIO opisywała podobieństwa występujące w ofertach trzech wykonawców z grupy – literówki, niestandardowe stosowanie znaków interpunkcyjnych czy sposoby wypełniania poszczególnych fragmentów w składanych dokumentach, co miało świadczyć o skoordynowaniu procesu przygotowania i złożenia ofert przez spółki z grupy (sygnatury akt: KIO 2678/25, KIO 2686/25, KIO 2701/25 - [link](#)).
- W uzasadnieniu do wyroku podano m.in., że zamiast rywalizacji między podmiotami powiązаныmi kapitałowo, doszło do jej całkowitego wyłączenia oraz uzyskania nieuczciwej przewagi nad innymi wykonawcami. W konsekwencji KIO doszła do przekonania, że trzej wykonawcy działający w ramach jednej grupy kapitałowej zaplanowali, przyjęli i zrealizowali strategię, której celem było obejście ograniczenia wynikającego z SWZ. KIO stwierdziła, że spółki z grupy Budimex celowo i świadomie dokonały podziału zamówienia pomiędzy sobą, ustalając z góry, która z nich złoży ofertę, na którą część. KIO w uzasadnieniu poniosło m.in. kwestie zatrudnienia osób podpisanych pod ofertami czy korzystania dokładnie z tych samych podmiotów udostępniających zasoby.

### 19-12-2025

Jak podano w mediach ([link1](#), [link2](#)) Sąd Zamówień Publicznych oddalił skargi Budimexu na powyższy wyrok KIO i uznał, że spółki z grupy doprowadziły do zakłócenia konkurencji w przetargu.

- W ocenie spółki działania były zgodne z brzmieniem SWZ (zamawiający dopuścił możliwość złożenia ofert przez jednego wykonawcę na wszystkie trzy części zamówienia a w pewnych warunkach możliwe było nawet uzyskanie trzech zamówień przez jednego wykonawcę, choć zasadniczo SWZ ograniczał liczbę części dla jednego wykonawcy; złożenie ofert przez różne spółki z grupy w różnych częściach nie było zakazane przez zamawiającego).
- Zdaniem spółki wykonawcy mają prawo polegać na literalnym brzmieniu SWZ. Jeśli zamawiający uznałby, że spółki z grupy działają jako SEU (Single Economic Unit), mógł dokonać wyboru tylko jednej części, pozostałe oferty odrzucić.
- Jak podała spółka, w tej sprawie pojawiły się istotne zagadnienia, które w ocenie Budimexu i dla pewności obrotu wymagają rozstrzygnięcia przez Sąd Najwyższy.
- Spółka podała, że wdraża procedury samooczyszczenia, co pozwala na uczestniczenie w pozyskiwaniu kontraktów zgodnie z prawem.

### 4-03-2026

Rzeczpospolita ([link](#))

- Po wyroku SZP konkurencja zaczęła domagać się wykluczenia spółek Budimexu z innych przetargów.
- Spółki z grupy zaczęły składać dokumenty mające potwierdzić self-cleaning.
- KIO rozpoznała co najmniej kilkanaście takich odwołań - uznawała, że nie było jeszcze podstaw do wykluczenia, a badanie skuteczności samooczyszczenia byłoby przedwczesne

- W dwóch postępowaniach KIO oceniła merytorycznie samooczyszczenie i uznała, że jest ono adekwatne i poprawne.
- W przetargu zorganizowanym przez lotnisko w Balicach zapadł w końcówce lutego'26 pierwszy odmienny wyrok. KIO uznała w nim, że potwierdzona przez sąd zмова stanowi powód do wykluczenia, a procedura samooczyszczenia jest niewystarczająca (KIO 1/26).
- Kancelaria prawna konkurenta na Balicach podniosła w odwołaniu, że Budimex w swym samooczyszczeniu nie przyznał się do winy, czyli do zмowy przetargowej (a twierdzi, że uzgadnianie ofert przez trzy spółki z jego grupy kapitałowej było wynikiem błędu co do prawa). W opinii kancelarii trudno mówić o rozwiązaniu problemu, skoro nie zostały zidentyfikowane jego realne przyczyny. Zdaniem kancelarii żadna osoba odpowiedzialna za zмowę nie została ukarana.
- Budimex nie zgadzał się z tym rozstrzygnięciem. Podkreślał przy tym, że wyrok KIO dotyczy jedynie spółki Budimex Budownictwo, a nie Budimex S.A.
- Zdaniem spółki w wyroku KIO krytycznie oceniała nie samooczyszczenie jako zespół i szereg podjętych działań, ale wybrane elementy samooczyszczenia. Spółka podała, że zaskarży wyrok KIO do sądu.

#### 16-03-2026

Puls Biznesu podał, że KIO (KIO 664/26) nakazała odrzucić ofertę konsorcjum Budimex-Porr w przetargu Etk-Białystok (Rail Baltica), gdzie w styczniu PKP PLK dokonała wyboru tej oferty (wypadło wtedy z przetargu konsorcjum Mirbud-Torpol).

- Problem po stronie Budimexu dotyczy „samooczyszczenia” po wyroku SZP z 19 grudnia 2025, dotyczącym zakłócenia konkurencji w przetargu PSE przez Budimex i spółki z grup
- W lutym 2026 oddalono pierwsze odwołanie Track Tecu, uznając, że nie było jeszcze podstaw do oceny samooczyszczenia.
- W kolejnym podejściu KIO nakazała odrzucić ofertę Budimex-Porr, uznając, że działania naprawcze nie dają wystarczającej pewności, iż podobne naruszenia konkurencji nie wystąpią w przyszłości.
- Budimex po publikacji pisemnego uzasadnienia wyroku miał zdecydować o dalszych krokach prawnych (podnosi wątpliwości formalne co do terminowości odwołania).
- W przetargu Budimex był reprezentowany przez Budimex S.A. i Budimex Kolejnictwo
- Na początku maja'26 PKP PLK wybrała ofertę konsorcjum Track Tecu jako najkorzystniejszą.

#### 26-04-2026

Puls Biznesu podał ([link](#)), że KIO kazała PSE odrzucić oferty Budimexu w wartych ok. 340 mln PLN brutto przetargach (budowa linii wysokiego napięcia między Trębaczewem a Wielopolem oraz miejscowościami Dobrzeń i Ostrów).

- W ustnym uzasadnieniu KIO wyjaśniła, że ofertę Budimexu należy odrzucić z powodu niepodania w JEDZ informacji o dochodzeniu przez MPWiK w Warszawie od spółki ponad 55 mln PLN odszkodowania (dotyczy kontraktu na modernizację filtrów).
- KIO negatywnie oceniła również dotychczasowe samooczyszczenie spółki. Zdaniem KIO, Budimex nadal uważa, że nie zawarł niedozwolonego porozumienia ze swoimi spółkami, lecz jedynie błędnie zrozumiał postanowienia specyfikacji zamówienia PSE.
- Zdaniem przedstawicieli Budimexu, spółka wdrożyła kolejne zmiany w procesie samooczyszczenia. Jak podaje Puls Biznesu, zdaniem branży niekoniecznie należy spodziewać się dalszego kwestionowania samooczyszczenia Budimeksu, bo w giełdowej spółce doszło do zmian kadrowych, więc trudniej będzie podważyć jej samooczyszczenie (prawdopodobnie może chodzić tu np. o odejście z zarządu Macieja Olka z dniem 31 marca 2026 – DM BDM).

#### Zmowa przetargowa

Zmowa przetargowa to niedozwolone porozumienie między wykonawcami mające na celu zakłócenie konkurencji w przetargu.

Wg PZP art. 108 ust. 1 pkt 5: z postępowania wyklucza się wykonawcę, jeżeli zamawiający może stwierdzić, że wykonawca zawarł z innymi wykonawcami porozumienie mające na celu zakłócenie konkurencji, w szczególności, jeżeli podmioty należące do tej samej grupy kapitałowej, złożyły odrębne oferty, oferty częściowe lub wnioski o dopuszczenie do udziału w postępowaniu, chyba że wykazą, że przygotowały te oferty lub wnioski niezależnie od siebie.

Okres wykluczenia wynosi 3 lata od zaistnienia zdarzenia będącego podstawą wykluczenia.

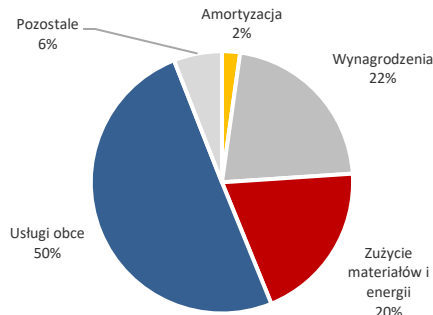
#### Samooczyszczenie

Mechanizm z art. 110 Pzp pozwala wykonawcy uniknąć wykluczenia mimo zaistnienia określonej podstawy wykluczenia (w tym kwestii zмowy przetargowej). Wykonawca nie podlega wykluczeniu, jeżeli udowodni zamawiającemu, że spełnił łącznie następujące przesłanki: i) naprawił szkodę albo zobowiązał się ją naprawić, ii) wyjaśnił stan faktyczny i okoliczności oraz aktywnie współpracował z właściwymi podmiotami, oraz iii) wdrożył środki techniczne, organizacyjne lub kadrowe, które mają zapobiec powtórzeniu naruszenia (m.in. zerwanie powiązań z odpowiedzialnymi osobami, reorganizacja personelu, wdrożenie odpowiedniego systemu kontroli, audytu wewnętrznego i regulacji).

Zamawiający ocenia, czy podjęte przez wykonawcę czynności są wystarczające do wykazania jego rzetelności, uwzględniając wagę i szczególne okoliczności czynu wykonawcy.

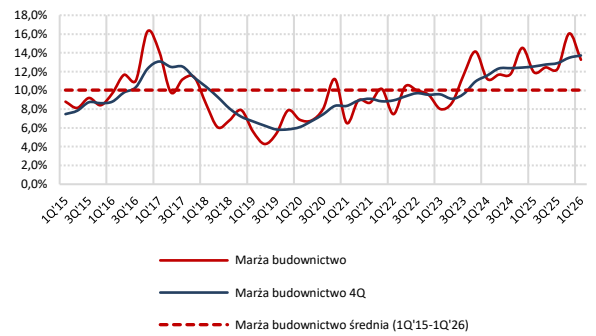
## STRONA KOSZTOWA

Budimex - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

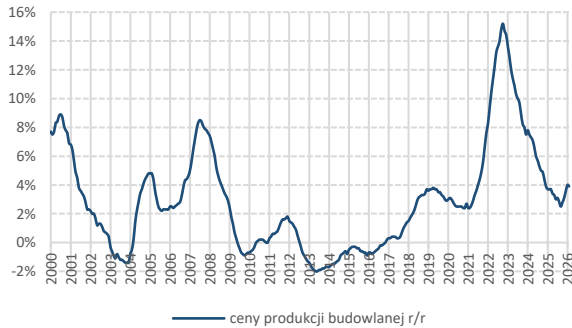
Budimex - raportowana marża w segmencie budowlanym



Źródło: DM BDM S.A., spółka

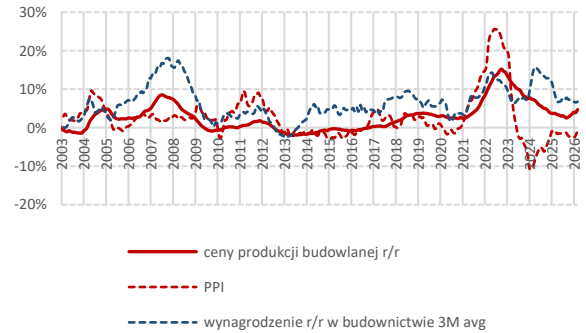
## CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

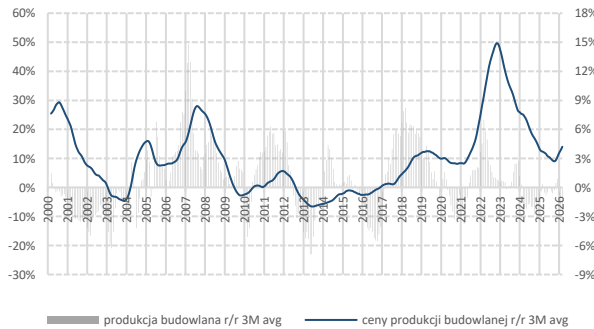


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

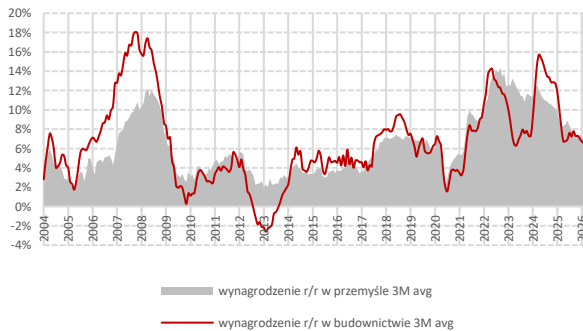


Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)



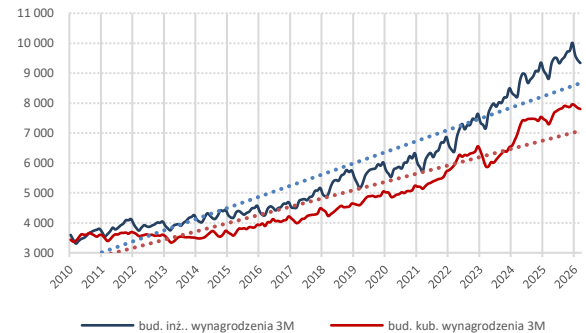
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



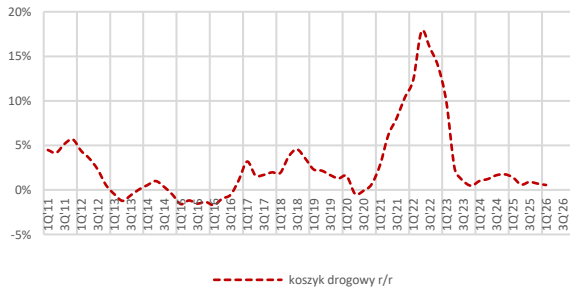
Źródło: DM BDM S.A., GUS

## 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).

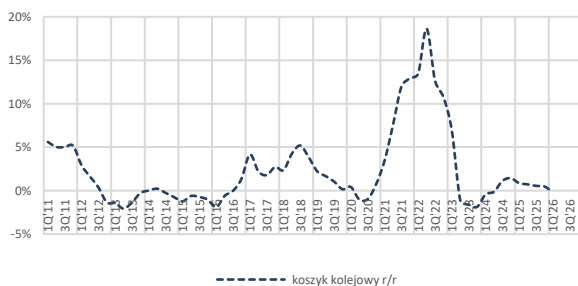
W przypadku umów PKP PLK stosowany jest obecnie 10% limit waloryzacji (w marcu 2023 zaakceptowała podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach z 5% do 10%).

Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w drogach [r/r]



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]

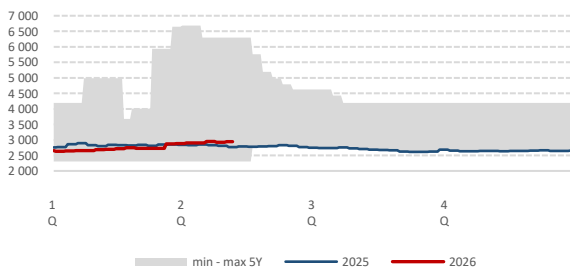


Źródło: DM BDM S.A., GUS, •Modelowy koszyk waloryzacyjny PKP PLK zbudowany jest natomiast wg następujących udziałów: 50% wartość stała, 17% CPI, 13% kruszywo, 9% stal, 6% robocizna, 4% paliwo, 1% cement.

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego GDDKiA to dane za I-II'26 wskazywały 0% zmiany 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 ten okres wykazują na +1% r/r, a w przypadku PKP PLK brak zmiany r/r (w 4Q'25 było to +1% / 0% r/r).

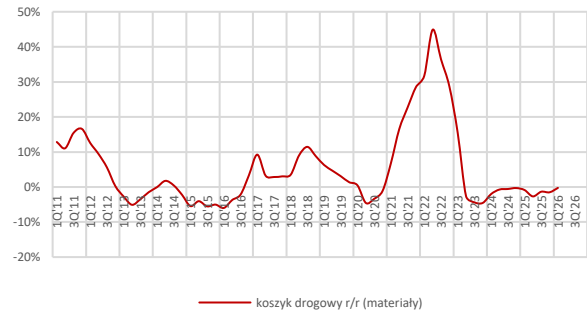
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Wysokie pozostawały ceny kruszyw czy cementu. Od 2H'25 obserwowany był powtórny dynamiczny wzrost cen miedzi. Konflikt na linii USA/Izrael-Iran wywindował w drugiej połowie 1Q'26 ceny diesla (oraz innych materiałów opartych o ropę – jak asfalt, tworzywa sztuczne). Widać także ruch na benchmarkach cen stali, ale jego zakres jest dużo mniej gwałtowny niż w 2022 roku.

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



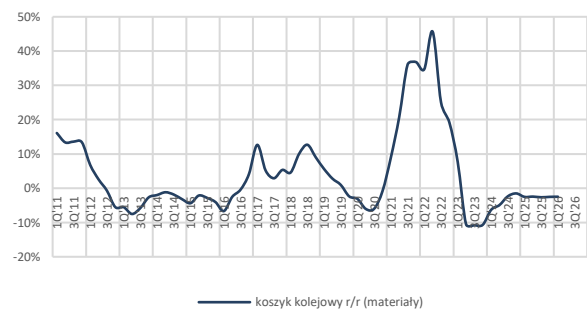
Źródło: DM BDM S.A., PUDS, cena max

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



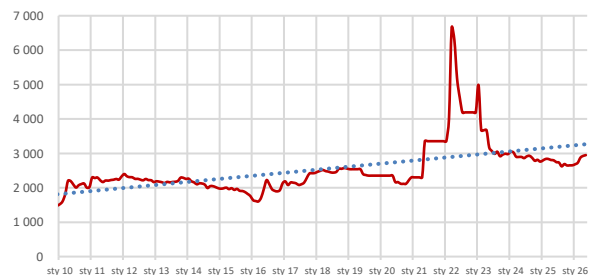
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

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



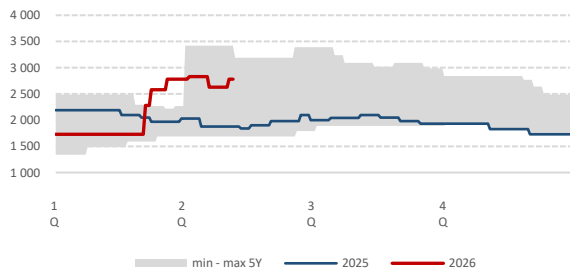
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



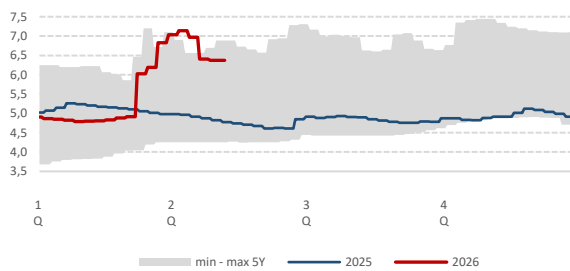
Źródło: DM BDM S.A., PUDS, cena max

Cena asfaltu [PLN/t]



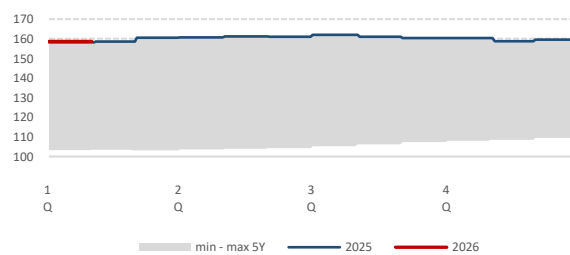
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



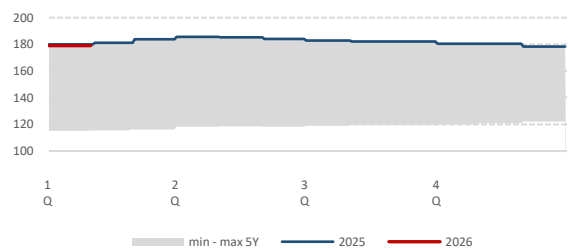
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS\*



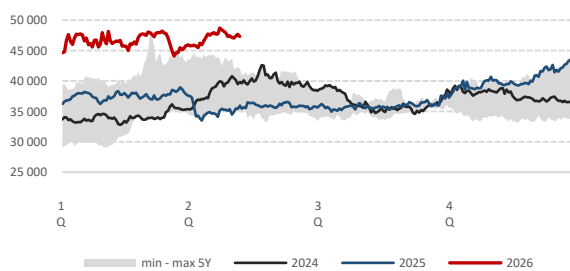
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za II'26

Cement – indeks GUS\*



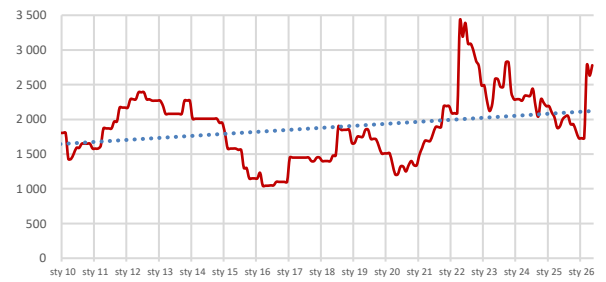
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za II'26

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



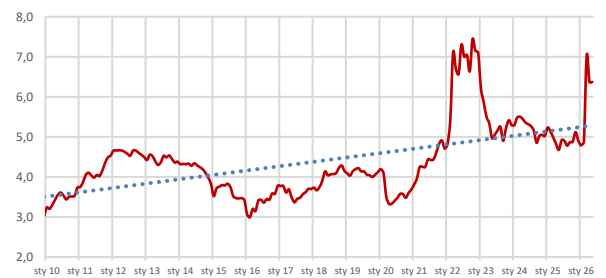
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



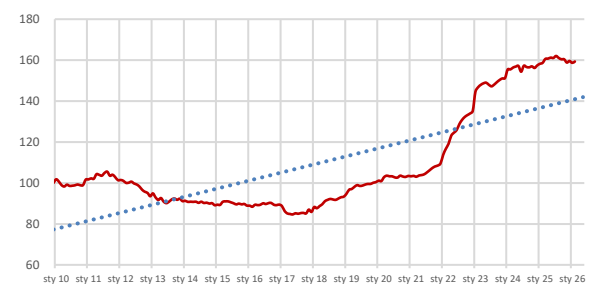
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



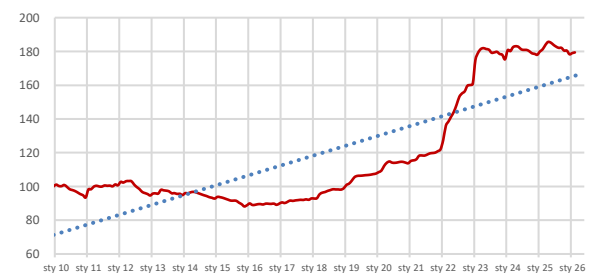
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS\*



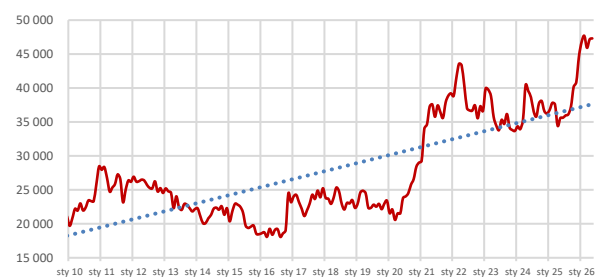
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku

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

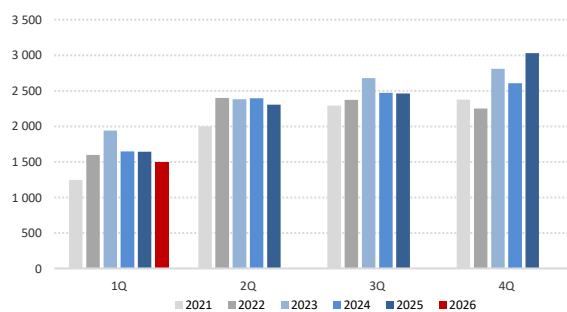
### Wyniki 1Q'2026 [mln PLN]

	1Q25	1Q26	zmiana r/r	1Q'26P BDM	odchyl.	1Q'26P kons.	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	1 642,1	1 496,6	-8,9%	1 504,0	-0,5%	1 506,5	-0,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	193,2	207,4	7,3%	212,5	-2,4%	---	---
Zysk na sprzedaży	92,7	97,1	4,8%	110,5	-12,1%	---	---
EBITDA	151,8	159,7	5,2%	166,4	-4,0%	146,1	9,3%
EBIT	110,9	104,1	-6,1%	110,5	-5,8%	101,6	2,4%
Wynik brutto	131,2	117,4	-10,5%	124,5	-5,7%	---	---
Wynik netto	114,3	86,3	-24,5%	96,2	-10,3%	87,9	-1,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,8%	13,9%		14,1%		---	---
Marża na sprzedaży	5,6%	6,5%		7,3%		---	---
Marża EBITDA	9,2%	10,7%		11,1%		9,7%	
Marża EBIT	6,8%	7,0%		7,3%		6,7%	
Marża zysku netto	7,0%	5,8%		6,4%		5,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

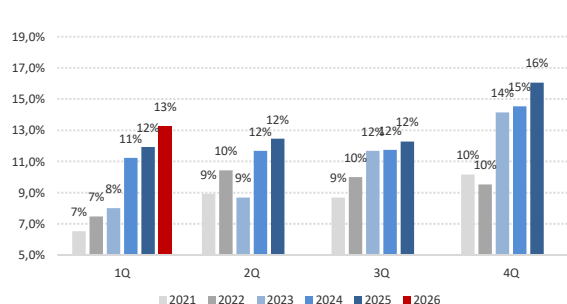
- Przychody w 1Q'26 wyniosły 1,50 mld PLN (-9% r/r), EBIT 104 mln PLN (-6% r/r) a zysk netto 86 mln PLN (-25% r/r). Wyniki na EBIT nieco lepsze od konsensusu (+2%), ale poniżej naszych założeń (-6%). Spółka odnotowała dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej: +7 mln PLN (rok temu: +18 mln PLN).
- Rentowność brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym na poziomie 13,3% (vs 11,9% rok temu i 16,1% w 4Q'25). Poziomu rezerw na straty spadł o 91 mln PLN q/q (zysk brutto ze sprzedaży segmentu wyniósł 167 mln PLN). Koszty SG&A wzrosły o 8% r/r. Około +8 mln PLN wyniosło dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej w tym segmencie.
- Ogólnie wyniki segmentu budowlanego na poziomie przychodów zgodne z oczekiwaniami (wpływ długiej zimy), raportowana marża brutto ze sprzedaży także bliska naszej prognozie. Jednak sama struktura wyniku nie zachwyca – spadły rezerwy na straty (trudno jednoznacznie szacować jaki jest bezpośredni wpływ na wynik – część spadku rezerw mogła wynikać z ich wykorzystania) a EBIT był wsparty przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej.
- Segment usługowy ze wzrostem przychodów, nieco niższą marżą brutto ze sprzedaży r/r i porównywalnym EBIT.
- Korekty segmentowe neutralne dla EBIT (rok temu zdjęty z wyniku -22 mln PLN).
- Saldo finansowe na poziomie ok. +13 mln PLN (rok temu: +20 mln PLN). Stawka podatku 26% (rok temu 16%). Na poziomie netto wynik wyniósł 86,3 mln PLN (-25%) r/r.
- Gotówka netto: 2,38 mld PLN (vs 2,68 mld PLN rok temu).
- Na koniec 1Q'26 portfel zamówień sięgał 18,8 mld PLN (+7% r/r, +16% q/q). W poczekalni spółka miała 7,5 mld PLN (w tym 4,9 mld PLN to Rail Baltica), z tego w 2Q'26 podpisano dotychczas 0,4 mld PLN.

### Przychody wg kwartałów [mln PLN]



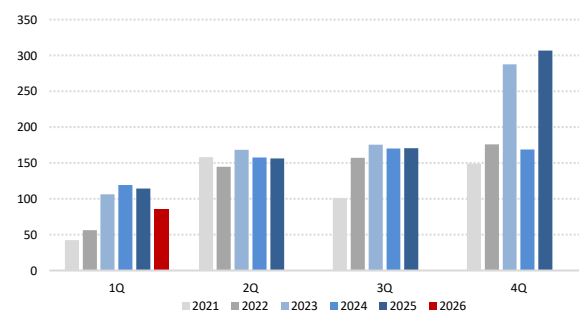
Źródło: BDM S.A., spółka

### Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



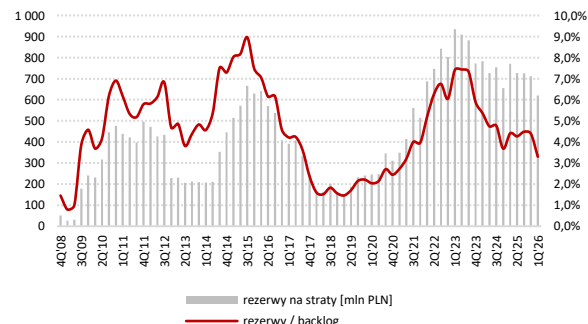
Źródło: DM BDM S.A., spółka

### Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

### Rezerwy na straty / backlog (dane po 3Q'24)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Podsumowanie konferencji wynikowej po 1Q'26 (7/05/2026)****1Q'26**

-negatywny wpływ warunków pogodowych

**2026**

-w kolejnych kwartałach spółka będzie odrabiać wolumen z 1Q'26 w segmencie budowlanym

-spółka podtrzymuje cel 8 mld PLN kontraktacji w tym roku

**Rynek**

-produkcja budowlana w 1Q'26 pod wpływem długiej zimy

-produkcja budowlana w 2026 roku wzrośnie o 3-5% r/r w cenach bieżących

-w przetargach duża walka konkurencyjna, konkurencja ofertuje zakładając, że ryzyka pokryje waloryzacja

-część podmiotów nie bierze pod uwagę presji na koszty materiałów, spółka spodziewa się przyspieszenia wzrostu kosztów w kolejnych latach (2027-28)

-w 2026 roku presja na spadek marż u GW

-spółka nie spodziewa się presji na wynagrodzenia

**Portfel**

-mocna kontraktacja w 1Q'26 głównie na bazie wygranych przetargów z 2025 roku

-18,8 mld PLN portfel – 40% do realizacji w 2026 roku (ok 7,5 mld PLN), 37% w 2027 roku

**Przetargi**

-spółka nie chce uczestniczyć w wojnie cenowej, składa „odpowiedzialne” oferty

-celem spółki jest posiadanie 10-15% udziału w każdym z głównych programów inwestycyjnych w Polsce

**Drogi**

-w 1Q'26 GDDKiA podpisała umowy na 2,6 mld PLN (z tego 0,7 mld PLN BDX)

-po 1Q'26 aktywne pozostawały przetargi na 11 mld PLN z 2025 roku

-w 1Q'26 otwarto oferty na 3,3 mld PLN

-plan przetargów na 2-4Q'26 to 7,6 mld PLN (2 mld PLN + 3 mld PLN + 2,4 mld PLN)

**Waloryzacja**

-zwiększona waloryzacja o 5% w GDDKiA będzie dotyczyć także kontraktów Budimexu

**Kolej (PKP PLK)**

-w 1Q'26 PKP PLK podpisała umowy na 3,9 mld PLN (z tego 2,3 mld PLN BDX)

-po 1Q'26 aktywne pozostawały przetargi na 15,3 mld PLN z 2025 roku

-plan przetargów na 2026 to 11,5 mld PLN

**Koszty**

-spółka kupuje materiały bezpośrednio po wygraniu przetargu

-spółka hedguje ceny asfaltów

-spółka zakłada wzrost cen w swoich ofertach

-spółka dostrzega presję na ceny z obszarach poza ropopochodnymi (stal., beton)

Kraje bałtyckie – Rail Baltica

-Łotwa – dotychczas polecenia rozpoczęcia prac na ok 850 mln PLN (z tego 37% dla spółki)

-Estonia – pierwsze polecenia realizacji prac (25 mln PLN)

**FB Serwis**

-wyniki zgodne z oczekiwaniami, każda dywizja zwiększyła przychody r/r w 1Q'26

-negatywny wpływ na EBIT – duże zużycie soli w segmencie drogowym, remont jednej z instalacji w segmencie odpadów

-portfel 866 mln PLN, spółka spodziewa się wzrostu w 2Q'26

-spółka w pipeline ma pięć kontraktów wybranych na utrzymanie dróg dla GDDKiA (każdy po kilkadziesiąt mln PLN) oraz pięć kolejnych na pierwszym miejscu

**MS Kraków**

-portfel przekracza 1 mld PLN, 450 mln PLN jest w poczekalni

-większość nowych kontraktów pochodzi z zagranicy

-spółka kupiła nową powierzchnię produkcyjną w Konstalex (po zakupie potencjał grupy MS Kraków to 20 tys ton/m-c)

**Self-cleaning**

-self cleaning jest procesem ciągłym, spółka dostosowuje się do polityki orzeczeń

-spółka przygotowała self cleaning „nr 4”, spółka czeka na jego ocenę (przetarg na A2)

-spółka nie skomentowała na konferencji pytania o zmiany w zarządzie (odejście z zarządu Macieja Olka)

**Odwolania KIO**

-MI zauważyło, że odwołania to systemowy problem, propozycje mają pojawić się w tym roku

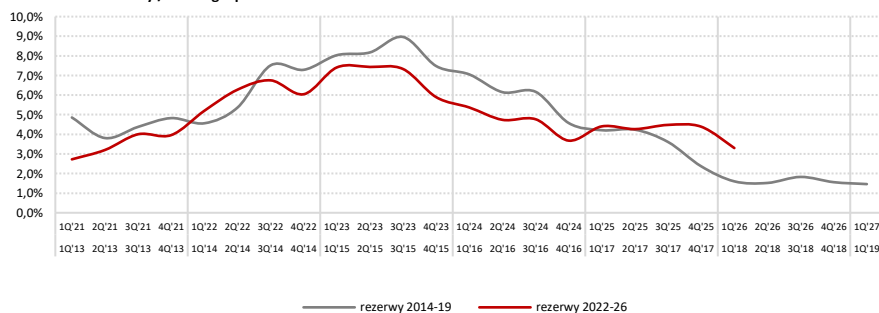
**Local content**

-spółka patrzy na tą definicję pozytywnie, ale jest zbyt wcześnie, aby ocenić jak będą wyglądać postępowania przetargowe

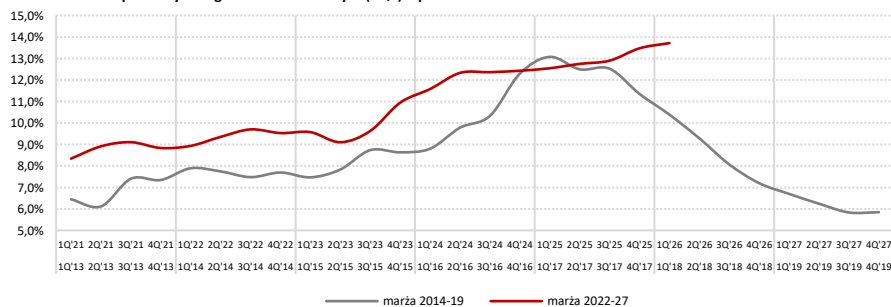
**Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]**

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26P	3Q'26P	4Q'26P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 939,4</b>	<b>2 378,5</b>	<b>2 675,9</b>	<b>2 807,6</b>	<b>1 644,9</b>	<b>2 395,3</b>	<b>2 470,2</b>	<b>2 607,5</b>	<b>1 642,1</b>	<b>2 305,2</b>	<b>2 461,7</b>	<b>3 029,6</b>	<b>1 496,6</b>	<b>2 566,5</b>	<b>2 739,1</b>	<b>3 418,3</b>
Budownictwo	1 724,2	2 160,9	2 461,0	2 556,4	1 415,4	2 175,0	2 284,6	2 347,7	1 489,1	2 100,8	2 261,9	2 777,1	1 256,0	2 361,5	2 530,6	3 195,0
Usługi	217,6	222,0	230,3	262,2	234,3	229,0	223,2	266,7	224,2	219,9	226,0	272,0	247,6	231,9	235,3	269,0
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	-2,4	-4,5	-15,3	-11,0	-4,7	-8,7	-37,6	-7,0	-71,3	-15,5	-26,3	-19,5	-7,0	-26,8	-26,8	-45,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>174,2</b>	<b>227,2</b>	<b>319,9</b>	<b>403,2</b>	<b>196,3</b>	<b>282,7</b>	<b>305,2</b>	<b>378,2</b>	<b>193,2</b>	<b>292,0</b>	<b>304,9</b>	<b>504,6</b>	<b>207,4</b>	<b>357,9</b>	<b>383,7</b>	<b>506,7</b>
Budownictwo	138,1	187,7	287,2	361,3	158,9	254,0	268,2	341,1	177,6	261,5	277,7	446,0	166,6	318,8	341,6	451,4
Usługi	36,7	42,6	34,7	44,5	38,3	32,0	39,7	34,3	39,1	40,1	33,4	62,4	41,1	41,7	44,7	60,3
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	-0,6	-3,2	-2,0	-2,6	-0,9	-3,4	-2,7	2,7	-23,4	-9,6	-6,2	-3,7	-0,3	-2,7	-2,7	-5,0
SG&A	80,1	91,3	80,6	132,9	86,6	105,8	108,7	145,2	100,5	122,2	118,0	129,8	110,3	127,7	125,8	130,5
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>94,1</b>	<b>135,9</b>	<b>239,3</b>	<b>270,3</b>	<b>109,7</b>	<b>176,8</b>	<b>196,6</b>	<b>233,0</b>	<b>92,7</b>	<b>169,9</b>	<b>187,0</b>	<b>374,8</b>	<b>97,1</b>	<b>230,1</b>	<b>257,9</b>	<b>376,2</b>
Saldo pozostałej działalności	8,2	34,4	-30,2	29,1	5,3	4,0	15,9	2,6	18,1	21,2	20,6	8,1	6,9	0,0	0,0	0,9
<b>EBITDA</b>	<b>141,3</b>	<b>208,8</b>	<b>247,8</b>	<b>340,5</b>	<b>153,7</b>	<b>219,9</b>	<b>251,6</b>	<b>277,9</b>	<b>151,8</b>	<b>234,4</b>	<b>254,8</b>	<b>443,5</b>	<b>159,7</b>	<b>288,4</b>	<b>316,1</b>	<b>438,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>102,3</b>	<b>170,3</b>	<b>209,1</b>	<b>299,4</b>	<b>115,0</b>	<b>180,9</b>	<b>212,4</b>	<b>235,6</b>	<b>110,9</b>	<b>191,0</b>	<b>207,6</b>	<b>382,9</b>	<b>104,1</b>	<b>230,1</b>	<b>257,9</b>	<b>377,1</b>
Budownictwo	80,8	148,1	193,3	291,7	95,4	162,0	189,0	208,9	111,1	174,8	190,1	342,1	82,3	207,6	230,4	336,0
Usługi	21,5	22,3	15,8	8,2	19,6	18,8	23,4	20,7	21,8	24,0	17,4	42,1	21,6	23,2	28,1	42,6
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	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	6,0	-22,0	-7,8	0,1	-1,3	0,2	-0,7	-0,7	-1,5
Saldo finansowe	40,7	43,1	26,6	37,7	40,1	29,8	11,3	14,6	20,3	13,9	10,8	6,2	13,4	12,8	12,8	12,2
<b>Wynik brutto</b>	<b>143,1</b>	<b>213,6</b>	<b>235,7</b>	<b>337,2</b>	<b>155,1</b>	<b>210,7</b>	<b>223,8</b>	<b>250,2</b>	<b>131,2</b>	<b>205,0</b>	<b>218,2</b>	<b>388,8</b>	<b>117,4</b>	<b>242,9</b>	<b>270,7</b>	<b>389,3</b>
<b>Wynik netto</b>	<b>106,3</b>	<b>168,4</b>	<b>175,7</b>	<b>287,8</b>	<b>119,1</b>	<b>157,6</b>	<b>170,3</b>	<b>168,9</b>	<b>114,3</b>	<b>156,2</b>	<b>170,5</b>	<b>307,0</b>	<b>86,3</b>	<b>187,9</b>	<b>209,5</b>	<b>300,2</b>
CFO	212,8	-46,8	153,4	992,6	186,4	-364,9	-147,2	889,7	-215,7	-59,6	111,5	882,7	-23,5	-400,0	500,0	1 399,3
Gotówka (dług) netto	3 174,1	2 609,9	2 736,6	3 654,5	3 774,1	2 452,1	2 218,5	2 934,7	2 681,1	1 699,9	1 707,5	2 449,4	2 377,1	1 149,5	1 649,5	2 757,7
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>12,0%</b>	<b>14,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,4%</b>	<b>16,7%</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,8%</b>
Budownictwo	8,0%	8,7%	11,7%	14,1%	11,2%	11,7%	11,7%	14,5%	11,9%	12,4%	12,3%	16,1%	13,3%	13,5%	13,5%	14,1%
Usługi	16,9%	19,2%	15,1%	16,9%	16,4%	14,0%	17,8%	12,9%	17,4%	18,2%	14,8%	22,9%	16,6%	18,0%	19,0%	22,4%
Nieruchomości	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SG&A/przychody	4,1%	3,8%	3,0%	4,7%	5,3%	4,4%	4,4%	5,6%	6,1%	5,3%	4,8%	4,3%	7,4%	5,0%	4,6%	3,8%
Marża EBITDA	7,3%	8,8%	9,3%	12,1%	9,3%	9,2%	10,2%	10,7%	9,2%	10,2%	10,4%	14,6%	10,7%	11,2%	11,5%	12,8%
Marża netto	5,5%	7,1%	6,6%	10,3%	7,2%	6,6%	6,9%	6,5%	7,0%	6,8%	6,9%	10,1%	5,8%	7,3%	7,6%	8,8%
Portfel	12 608	12 220	12 000	13 100	14 600	15 340	15 800	17 800	17 500	17 050	16 200	16 200	18 800	17 233	16 494	17 500
Rezerwy na straty	934,4	908,5	882,3	771,9	783,6	726,9	753,4	654,7	770,9	727,1	725,8	710,8	620,3	645,3	670,3	700,0
zmiana q/q	131,1	-25,9	-26,1	-110,4	11,6	-56,7	26,5	-98,7	116,2	-43,7	-1,3	-15,0	-90,5	25,0	25,0	29,7
Rezerwy na naprawy	642,7	666,6	689,9	739,9	743,6	741,2	737,1	741,5	746,7	738,6	748,6	779,4	772,6	780,5	792,5	830,3

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**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

Dostrzegamy kilka analogii w obecnie prezentowanej ścieżce poprawy marży w segmencie budowlanym do sytuacji z okresu 2015+. 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 marży. Sugerowałoby to szczyt marży w 2025 roku, ale może się on naszym zdaniem przesunąć o rok (koszty były jeszcze na bardzo korzystnych poziomach do 1Q'26, zapowiadane podniesienie waloryzacji przez GDDKiA dla starych kontraktów może mieć pozytywny wpływ na marżę w 2026).

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

	2026			2027			2028		
	BDM	konsensus	odchyl.	BDM	konsensus	odchyl.	BDM	konsensus	odchyl.
Przychody	10 220,5	10 169,8	0,5%	11 381,6	11 696,3	-2,7%	12 825,2	13 938,7	-8,0%
EBITDA	1 202,2	1 114,3	7,9%	1 271,2	1 270,0	0,1%	1 388,2	1 475,7	-5,9%
EBIT	969,2	913,0	6,2%	1 030,8	1 057,0	-2,5%	1 146,7	1 246,0	-8,0%
Zysk (strata) netto	783,9	761,8	2,9%	880,3	878,8	0,2%	979,3	1 040,0	-5,8%
Gotówka netto	2 757,7	2 586,7	6,6%	3 566,9	3 268,0	9,1%	3 986,0	3 980,3	0,1%
Marża EBITDA	11,8%	11,0%		11,2%	10,9%		10,8%	10,6%	
Marża EBIT	9,5%	9,0%		9,1%	9,0%		8,9%	8,9%	
Marża zysku netto	7,7%	7,5%		7,7%	7,5%		7,6%	7,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2024			2025			2026		
	poprzednio	realizacja	zmiana	poprzednio	realizacja	zmiana	poprzednio	aktualnie	zmiana
Przychody	9 140,9	9 117,8	-0,3%	10 058,9	9 438,6	-6,2%	12 520,1	10 220,5	-18,4%
EBITDA	885,7	903,1	2,0%	996,6	1 084,5	8,8%	1 163,4	1 202,2	3,3%
EBIT	728,0	743,8	2,2%	823,3	892,3	8,4%	990,2	969,2	-2,1%
Zysk (strata) netto	663,4	615,9	-7,2%	720,6	748,0	3,8%	867,3	783,9	-9,6%
Gotówka netto	3 129,0	2 934,7	-6,2%	3 609,0	2 449,4	-32,1%	4 229,0	2 757,7	-34,8%
Marża EBITDA	9,7%	9,9%		9,9%	11,5%		9,3%	11,8%	
Marża EBIT	8,0%	8,2%		8,2%	9,5%		7,9%	9,5%	
Marża zysku netto	7,3%	6,8%		7,2%	7,9%		6,9%	7,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*raport z 2.12.2024

- 1Q'26 był pod wpływem ostrzejszych niż w poprzednich latach warunków pogodowych. Zakładamy, że od 2Q'26 pojawią się wyraźnie dodatnie dynamiki przychodów r/r. Portfel zleceń zbudowany jest na bazie relatywnie wielu kontraktów P&B, które powinny nabrać rozpędu od 2Q'26 (m.in. budowa S10).
- Guidance zarządu z rocznej konferencji wynikowej (III'26) zakładał w 2026 roku wzrost przychodów oraz powtórzenie marż z 1-3Q'25 (spółka miała wtedy blisko 8% marży EBIT; 4Q'25 uznawany jest za trudny do powtórzenia, zwracamy przy tym uwagę, że zarząd spółki zwykle dość konserwatywnie podchodzi do guidance).
- Dynamika w całym roku zależy nadal częściowo od tegorocznej kontraktacji kontraktów o krótkim terminie realizacji (zakładamy, że spółka pozyska kilkaset mln PLN takich kontraktów – wyzwaniem jest kwestia self-cleaningu, ale prawdopodobnie sytuacja może tu być łatwiejsza po ostatnich zmianach w zarządzie).
- Sytuacja od strony kosztowej po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie stała się bardziej wymagająca, aczkolwiek nie spodziewamy się, że skutki zobaczymy już w krótkim terminie (wcześniejsze zakupy najważniejszych materiałów, waloryzacje do określonego poziomu).
- Dla marżowości Budimexu jako generalnego wykonawcy lepsze są okresy stabilizacji/lekkiej dekonjunkury w branży, niż jej ekspansji, która nadejście powinno naszym zdaniem zbliżyć się wraz z terminem kolejnych wyborów parlamentarnych.
- Relacja rezerw na straty do portfela spadła poniżej średniej z ostatnich 10 lat, co wskazywać może na wyczerpywanie się pola do pozytywnych zaskoczeń na marżach. Aczkolwiek 2026 rok może przynieść jeszcze wzrost waloryzacji na starych kontraktach dla GDDKiA, co może pozytywnie wpłynąć na rentowność w 2H'26 (spółka zwykle konserwatywnie podchodzi do takich spraw).
- Na poziomie marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym wzrost do 13,7% w 2026 (z 13,5% w 2025) i spadek do 12,9% w 2027 roku.
- W 2026 roku zakładamy 10,2 mld PLN przychodów oraz 784 mln PLN zysku netto (+3% vs konsensus), w 2027 estymujemy 11,4 mld PLN przychodów oraz 880 mln PLN zysku netto (+0% vs konsensus). Natomiast w 2028 prognozujemy 12,8 mld PLN przychodów oraz 979 mln PLN zysku netto (-6% vs konsensus).
- W okresie 2026 estymujemy marżę EBIT w okolicy 9,5%, następnie spadek w okolicie 9% (w poprzednim szczycie cyklu 2016-17 było to 9,1-9,2%; średnia za ostatnie 10 lat to 7,2% na poziomie wyniku na sprzedaży, czyli skoryg. EBIT).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w tabeli w poniżej. Zakładamy, że deweloperka (projekt w Poznaniu) będzie kontrybuować do wyników w 2027 roku (293 mln PLN przychodów oraz 51 mln PLN EBIT) – wynik ujęty jest w segmencie usługowym.

**Prognoza wyników wg segmentów działalności [mln PLN]**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>8 382</b>	<b>7 911</b>	<b>8 619</b>	<b>9 802</b>	<b>9 118</b>	<b>9 439</b>	<b>10 221</b>	<b>11 382</b>	<b>12 825</b>	<b>14 048</b>	<b>15 122</b>	<b>15 992</b>	<b>16 676</b>	<b>17 443</b>	<b>17 830</b>	<b>18 212</b>
Budownictwo	7 539	7 282	7 821	8 902	8 223	8 629	9 343	10 147	11 845	13 031	14 078	14 921	15 577	16 314	16 672	17 024
Usługi*	612	783	821	932	953	942	984	1 315	1 062	1 098	1 125	1 152	1 181	1 210	1 239	1 269
Korekty	-443	-154	-23	-33	-58	-133	-106	-81	-81	-81	-81	-81	-81	-81	-81	-81
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>937</b>	<b>834</b>	<b>872</b>	<b>1 125</b>	<b>1 162</b>	<b>1 295</b>	<b>1 456</b>	<b>1 583</b>	<b>1 703</b>	<b>1 843</b>	<b>1 991</b>	<b>2 118</b>	<b>2 219</b>	<b>2 330</b>	<b>2 385</b>	<b>2 441</b>
Budownictwo	629	643	745	974	1 022	1 163	1 278	1 307	1 508	1 640	1 783	1 904	2 000	2 105	2 154	2 204
Usługi*	110	140	134	158	144	175	188	283	203	211	216	222	227	233	239	245
Korekty	-37	50	-7	-8	-4	-43	-11	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
SG&A	308	281	331	385	446	470	494	552	556	584	608	626	641	657	666	674
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>629</b>	<b>553</b>	<b>542</b>	<b>740</b>	<b>716</b>	<b>824</b>	<b>961</b>	<b>1 031</b>	<b>1 147</b>	<b>1 259</b>	<b>1 384</b>	<b>1 491</b>	<b>1 578</b>	<b>1 673</b>	<b>1 719</b>	<b>1 766</b>
Saldo pozostałej działalności	-17	-33	86	148	96	51	51	60	66	64	72	79	87	93	99	104
<b>EBITDA</b>	<b>776</b>	<b>734</b>	<b>715</b>	<b>938</b>	<b>903</b>	<b>1 084</b>	<b>1 202</b>	<b>1 271</b>	<b>1 388</b>	<b>1 501</b>	<b>1 627</b>	<b>1 735</b>	<b>1 822</b>	<b>1 918</b>	<b>1 964</b>	<b>2 011</b>
<b>EBIT</b>	<b>639</b>	<b>587</b>	<b>562</b>	<b>781</b>	<b>744</b>	<b>892</b>	<b>969</b>	<b>1 031</b>	<b>1 147</b>	<b>1 259</b>	<b>1 384</b>	<b>1 491</b>	<b>1 578</b>	<b>1 673</b>	<b>1 719</b>	<b>1 766</b>
Budownictwo	388	446	471	714	655	818	856	859	1 022	1 129	1 251	1 355	1 438	1 530	1 572	1 615
Usługi*	79	82	92	68	82	105	116	172	125	130	133	137	140	144	147	151
Korekty	-19	60	-1	0	6	-31	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saldo finansowe	-17	-33	86	148	96	51	51	60	66	64	72	79	87	93	99	104
<b>Wynik brutto</b>	<b>622</b>	<b>554</b>	<b>649</b>	<b>930</b>	<b>840</b>	<b>943</b>	<b>1 020</b>	<b>1 090</b>	<b>1 213</b>	<b>1 322</b>	<b>1 455</b>	<b>1 571</b>	<b>1 665</b>	<b>1 766</b>	<b>1 819</b>	<b>1 871</b>
<b>Wynik netto</b>	<b>459</b>	<b>451</b>	<b>534</b>	<b>738</b>	<b>616</b>	<b>748</b>	<b>784</b>	<b>880</b>	<b>979</b>	<b>1 068</b>	<b>1 175</b>	<b>1 269</b>	<b>1 345</b>	<b>1 427</b>	<b>1 469</b>	<b>1 511</b>
CFO	888	765	1 428	1 312	564	719	1 476	1 851	1 565	1 626	1 720	1 783	1 826	1 919	1 900	1 944
Gotówka netto	1 912	2 457	3 010	3 654	2 935	2 449	2 758	3 567	3 986	4 366	4 755	5 100	5 395	5 707	5 917	6 129
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>11,2%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>
Budownictwo	8,3%	8,8%	9,5%	10,9%	12,4%	13,5%	13,7%	12,9%	12,7%	12,6%	12,7%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%
Usługi*	18,0%	17,9%	16,4%	17,0%	15,1%	18,6%	19,1%	21,6%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,3%	19,3%	19,3%
SG&A/przychody	3,7%	3,5%	3,8%	3,9%	4,9%	5,0%	4,8%	4,8%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%
Marża EBITDA	9,3%	9,3%	8,3%	9,6%	9,9%	11,5%	11,8%	11,2%	10,8%	10,7%	10,8%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%
Marża netto	5,5%	5,7%	6,2%	7,5%	6,8%	7,9%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%
Portfel	12 700	13 000	13 290	12 608	17 800	16 100	17 500	19 367	21 039	22 884	24 550	25 917	26 993	27 794	28 489	29 048
Rezerwy na straty	310	515	803	772	655	711	700	775	842	915	982	1 037	1 080	1 112	1 140	1 162
zmiana r/r	70	204	288	-31	-117	56	-11	75	67	74	67	55	43	32	28	22

Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*w 2027 ujęta działalność deweloperska (projekt w Poznaniu)

## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 116</b>	<b>2 468</b>	<b>2 565</b>	<b>2 579</b>	<b>2 605</b>	<b>2 629</b>	<b>2 649</b>	<b>2 666</b>	<b>2 681</b>	<b>2 698</b>	<b>2 710</b>	<b>2 722</b>
Wartości niematerialne i prawne	294	280	276	274	273	275	278	282	288	294	302	309
Rzeczowe aktywa trwałe	946	1 186	1 277	1 279	1 287	1 294	1 297	1 299	1 300	1 300	1 300	1 300
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	876	1 001	1 011	1 026	1 045	1 060	1 074	1 085	1 094	1 104	1 109	1 113
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>5 701</b>	<b>5 688</b>	<b>5 810</b>	<b>6 872</b>	<b>7 606</b>	<b>8 239</b>	<b>8 845</b>	<b>9 372</b>	<b>9 799</b>	<b>10 277</b>	<b>10 558</b>	<b>10 838</b>
Zapasy	626	782	738	806	891	956	1 008	1 044	1 065	1 090	1 090	1 088
Należności krótkoterminowe	1 842	2 003	1 891	2 106	2 373	2 599	2 798	2 959	3 086	3 228	3 299	3 370
Inwestycje krótkoterminowe	3 232	2 902	3 180	3 960	4 342	4 683	5 039	5 369	5 647	5 959	6 169	6 381
- w tym środki pieniężne*	3 205	2 900	3 178	3 957	4 340	4 681	5 037	5 367	5 645	5 957	6 167	6 378
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>7 816</b>	<b>8 155</b>	<b>8 375</b>	<b>9 451</b>	<b>10 211</b>	<b>10 868</b>	<b>11 494</b>	<b>12 039</b>	<b>12 480</b>	<b>12 975</b>	<b>13 268</b>	<b>13 561</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>1 232</b>	<b>1 336</b>	<b>1 292</b>	<b>1 389</b>	<b>1 488</b>	<b>1 576</b>	<b>1 684</b>	<b>1 777</b>	<b>1 853</b>	<b>1 935</b>	<b>1 978</b>	<b>2 020</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>87</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>6 533</b>	<b>6 766</b>	<b>7 026</b>	<b>8 003</b>	<b>8 661</b>	<b>9 226</b>	<b>9 742</b>	<b>10 189</b>	<b>10 551</b>	<b>10 960</b>	<b>11 207</b>	<b>11 454</b>
Rezerwy na zobowiązania	1 305	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222	1 222
Zobowiązania długoterminowe	429	583	553	523	486	447	447	447	447	447	447	447
- w tym zobowiązania oprocentowane	203	350	320	290	253	214	214	214	214	214	214	214
Zobowiązania krótkoterminowe	4 792	4 953	5 243	6 250	6 945	7 549	8 065	8 512	8 874	9 283	9 529	9 776
- w tym zobowiązania oprocentowane	68	100	100	100	100	100	67	52	35	35	35	35
Inne	7	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
<b>Pasywa razem</b>	<b>7 816</b>	<b>8 155</b>	<b>8 375</b>	<b>9 451</b>	<b>10 211</b>	<b>10 868</b>	<b>11 494</b>	<b>12 039</b>	<b>12 480</b>	<b>12 975</b>	<b>13 268</b>	<b>13 561</b>
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2034P</b>	<b>2035P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	9 118	9 439	10 221	11 382	12 825	14 048	15 122	15 992	16 676	17 443	17 830	18 212
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	1 162	1 295	1 456	1 583	1 703	1 843	1 991	2 118	2 219	2 330	2 385	2 441
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	446	470	494	552	556	584	608	626	641	657	666	674
Zysk (strata) na sprzedaży	716	824	961	1 031	1 147	1 259	1 384	1 491	1 578	1 673	1 719	1 766
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	28	68	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	903	1 084	1 202	1 271	1 388	1 501	1 627	1 735	1 822	1 918	1 964	2 011
EBIT	744	892	969	1 031	1 147	1 259	1 384	1 491	1 578	1 673	1 719	1 766
Saldo działalności finansowej	96	51	51	60	66	64	72	79	87	93	99	104
Zysk (strata) brutto	840	943	1 020	1 090	1 213	1 322	1 455	1 571	1 665	1 766	1 819	1 871
Zysk (strata) netto mniejszości	8	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4
Zysk (strata) netto**	616	748	784	880	979	1 068	1 175	1 269	1 345	1 427	1 469	1 511
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2034P</b>	<b>2035P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	564	719	1 476	1 851	1 565	1 626	1 720	1 783	1 826	1 919	1 900	1 944
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-280	-420	-320	-240	-249	-251	-250	-250	-250	-251	-251	-252
Przepływy z działalności finansowej	-980	-605	-877	-832	-934	-1 033	-1 114	-1 203	-1 298	-1 356	-1 438	-1 481
Przepływy pieniężne netto	-696	-306	278	779	383	341	356	330	278	312	210	211
Środki pieniężne na początek okresu	3 900	3 205	2 900	3 178	3 957	4 340	4 681	5 037	5 367	5 645	5 957	6 167
Środki pieniężne na koniec okresu	3 205	2 900	3 178	3 957	4 340	4 681	5 037	5 367	5 645	5 957	6 167	6 378
<b>Wskaźniki</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>	<b>2034P</b>	<b>2035P</b>
Przychody zmiana r/r	-7%	4%	8%	11%	13%	10%	8%	6%	4%	5%	2%	2%
EBITDA zmiana r/r	-4%	20%	11%	6%	9%	8%	8%	7%	5%	5%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-17%	21%	5%	12%	11%	9%	10%	8%	6%	6%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	12,7%	13,7%	14,2%	13,9%	13,3%	13,1%	13,2%	13,2%	13,3%	13,4%	13,4%	13,4%
Marża EBITDA	9,9%	11,5%	11,8%	11,2%	10,8%	10,7%	10,8%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%
Marża EBIT	8,2%	9,5%	9,5%	9,1%	8,9%	9,0%	9,2%	9,3%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%
Marża netto	6,8%	7,9%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%
SG&A / przychody	4,9%	5,0%	4,8%	4,8%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%
ROE	50,0%	56,0%	60,7%	63,4%	65,8%	67,7%	69,8%	71,4%	72,6%	73,7%	74,3%	74,8%
ROA	7,9%	9,2%	9,4%	9,3%	9,6%	9,8%	10,2%	10,5%	10,8%	11,0%	11,1%	11,1%
Dług	271	450	420	390	354	315	282	267	249	249	249	249
D / (D+E)	18,0%	25,2%	24,5%	21,9%	19,2%	16,6%	14,3%	13,0%	11,9%	11,4%	11,2%	11,0%
D / E	22,0%	33,7%	32,5%	28,1%	23,8%	20,0%	16,7%	15,0%	13,5%	12,9%	12,6%	12,3%
Dług / kapitał własny	22,0%	33,7%	32,5%	28,1%	23,8%	20,0%	16,7%	15,0%	13,5%	12,9%	12,6%	12,3%
Dług netto	-2 935	-2 449	-2 758	-3 567	-3 986	-4 366	-4 755	-5 100	-5 395	-5 707	-5 917	-6 129
Dług netto / kapitał własny	-2,38	-1,83	-2,13	-2,57	-2,68	-2,77	-2,82	-2,87	-2,91	-2,95	-2,99	-3,03
Dług netto / EBITDA	-3,2	-2,3	-2,3	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
EV	14 043	14 528	14 220	13 411	12 992	12 611	12 222	11 877	11 582	11 270	11 060	10 849
Dług / EV	1,9%	3,1%	3,0%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%
CAPEX / Przychody	2,8%	3,4%	3,1%	2,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	159,2%	168,5%	137,5%	99,7%	103,1%	103,4%	102,8%	102,4%	102,6%	102,7%	102,9%	103,2%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	2,8%	-4,2%	-6,1%	-2,4%	-2,0%	-1,8%	-1,5%	-1,3%	-1,3%	-0,9%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-41,2%	83,8%	-54,8%	-60,1%	-21,5%	-23,3%	-25,5%	-28,2%	-31,5%	-29,4%	-43,0%	-44,4%
P/E*	27,6	22,7	21,7	19,3	17,3	15,9	14,4	13,4	12,6	11,9	11,6	11,2
P/BV*	13,8	12,7	13,1	12,2	11,4	10,8	10,1	9,6	9,2	8,8	8,6	8,4
EV/EBITDA*	15,5	13,4	11,8	10,5	9,4	8,4	7,5	6,8	6,4	5,9	5,6	5,4
EV/EBIT*	18,9	16,3	14,7	13,0	11,3	10,0	8,8	8,0	7,3	6,7	6,4	6,1
EV/S*	1,5	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
DPS	35,7	25,4	32,4	30,7	34,5	38,4	41,8	46,0	49,7	52,7	55,9	57,6
Payout ratio	123,4%	105,4%	110,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 665,0 PLN

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

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

**Krzysztof Pado**

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

**Anna Tobiasz**

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

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

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>redukuj</b>	<b>615,2</b>	<b>akumuluj</b>	<b>514,1</b>	<b>08.05.2026</b>	<b>17:05 CEST</b>	<b>665,0</b>	<b>130 233</b>
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 2Q'26*:		, 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	2	33%	0	0%
Akumuluj	1	17%	1	100%
Trzymaj	2	33%	0	0%
Redukuj	1	17%	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: 2026-05-08**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-05-08 (17:05 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-05-15 (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 zredukować 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 wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ 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 Inwestycyjnego).

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 2026-05-08:**

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

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