

Budimex – Nadal zbyt wygórowana wycena

Uważamy, że Budimex jest najlepiej zorganizowaną dużą grupą budowlaną w Polsce. Podtrzymujemy jednak opinię, że wycena akcji spółki na giełdzie jest zbyt wysoka, oparta na bardzo optymistycznych scenariuszach, kreślonych prawdopodobnie głównie przez inwestorów zagranicznych. Zakładamy, że duże inwestycje budowlane planowane w Polsce w najbliższych latach przełożą się pozytywnie na wyniki finansowe grupy Budimex, ale uwzględniamy to w naszych prognozach: szacujemy przyspieszenie średniorocznego wzrostu przychodów (CAGR) z 6%, osiąganych w ostatnich 10 latach, do +13% w najbliższych 5 latach. Z drugiej strony intensyfikacja prac budowlanych w Polsce może przełożyć się na wyraźne wzrosty cen materiałów budowlanych, problemy ze znalezieniem pracowników i w konsekwencji na obniżenie marż generalnych wykonawców. W prognozach na najbliższe 3 lata przyjmujemy jednak względnie pozytywny scenariusz, zakładający tylko lekkie obniżenie marż z bieżących, rekordowo wysokich poziomów. W związku z ostrożnym przekazem płynącym ze strony zarządu spółki dotyczącym spodziewanego poziomu przychodów, korygujemy nieco w dół prognozy na lata 2026 – 2028. W połączeniu z nieco wyższą stopą wolną od ryzyka (efekt wzrostu rentowności obligacji skarbowych), wyższą stopą podatku CIT (22% vs zakładane poprzednio 20%) oraz wypłaconą przez spółkę dywidendą, obniżamy wycenę akcji do 562 zł, utrzymując rekomendację „sprzedaj”.

Prognozujemy wzrost przychodów przy nieco niższych marżach w kolejnych latach

Prezes Budimeksu, Artur Popko, w trakcie odbywającego się w poprzednim tygodniu Forum Ekonomicznego w Karpaczu w wypowiedzi dla PAP, stwierdził, że w 2027 r. zarząd chciałby zwiększyć przychody o 6-10 proc. i utrzymać rentowność na poziomie zbliżonym do obecnego. Przejęliśmy podobne założenia – w 2027 r. prognozujemy 10% wzrost skonsolidowanych przychodów grupy Budimex i zbliżoną rentowność – na poziomie EBIT: 8,6% w 2027 r. vs 8,8% w 2026 r. W kolejnych latach spodziewamy się stopniowego spadku marży brutto na sprzedaży w segmencie budowlanym: z 13,5%, osiąganych średnio w ostatnich 6 kwartałach, do 11,8% w 2028 r. i w 2029 r.

Nowa 5-10 letnia strategia Budimeksu prawdopodobnie pod koniec października

Od kilku miesięcy zarząd Budimeksu zapowiada ogłoszenie 5-letniej strategii z perspektywą rozwoju w okresie 10 lat. Dojdzie do tego prawdopodobnie pod koniec października, wraz z publikacją wyników grupy za 3Q'26. Według zapowiedzi przedstawicieli spółki nowa strategia będzie zakładała przyspieszenie rozwoju grupy w związku z dużą liczbą inwestycji w Polsce. Mamy podobne założenia – w naszych prognozach dla segmentu budowlanego grupy Budimex do 2030 r. zakładamy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 13%, a do 2035 r. na poziomie 10% (w porównaniu z 6,3% w latach 2015 – 2025). Przypuszczamy, że cele zarządu nie będą bardziej ambitne.

Duże inwestycje publiczne mogą ruszyć z opóźnieniami

Na najbliższe lata zapowiadanych jest szereg dużych inwestycji publicznych w Polsce. Obawiamy się, że procedowanie tych projektów będzie wolniejsze niż zapowiadają politycy. Duża część inwestycji może być współfinansowana środkami z budżetu UE na lata 2028-2034, a to może wpłynąć na przesunięcie w czasie ogłaszania części przetargów, m.in. planowanych przez Port Polska w zakresie linii kolejowych. W najbliższych miesiącach spodziewamy się podpisania przez Budimex umowy na budowę odcinka autostrady D35 w Czechach. Wartość prac przypadających na spółkę szacujemy na 3,5-4,0 mld zł, przychody z realizacji tego kontraktu zakładamy głównie w latach 2028-2031.

Wartość akcji Budimeksu oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 532 zł oraz porównawczą na 404 zł. Pierwszej z metod przypisaliśmy 80% wagi, drugiej – 20%. Cenę docelową w horyzoncie 12-mies. wyznaczaliśmy na 562 zł, 21% poniżej obecnego kursu akcji.

mln zł	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	9 118	9 439	10 264	11 318	13 022
EBITDA	903	1 084	1 088	1 181	1 231
EBIT	744	892	905	988	1 034
Zysk netto przypisany akcj. j. d.	616	748	757	803	842
EPS	24,13	29,30	29,66	31,47	32,97
DPS	35,69	25,43	32,42	29,66	31,47
P/E (x)	29,5	24,3	24,0	22,6	21,6
EV/EBITDA (x)	16,9	14,5	14,5	13,3	12,8

**SPRZEDAJ
(Aktualizacja
utrzymana)**

Kurs	713 zł
Wycena (12 M)	562 zł
Potencjał spadku	-21%
Kapitalizacja	18 177 mln zł
Free float	49,9%
Śr. Wolumen 6M	23 164



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Ferrovial Construction Int. SE	50,1%
Nationale-Nederlanden OFE	9,2%
Allianz OFE	8,0%
Pozostali	33,7%

Źródło: Serwis informacyjny biznes.pap.pl, Noble Securities

Dariusz Nawrot
Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
+48 783 931 515

WYCENA

Akcje Budimeksu wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 80% i analizy porównawczej z wagą 20% (bez zmian w stosunku do poprzedniego raportu z 5 marca br.). Dużo większa waga przypisana modelowi DCF wynika z dobrej jakości zarządzania w grupie Budimex, która przekłada się na wyraźnie większą powtarzalność wyników finansowych w stosunku do innych spółek budowlanych.

W horyzoncie 12-miesięcznym cenę docelową wyznaczyliśmy na poziomie 562 zł (poprzednio – 619 zł, po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy – 587 zł). Przy wycenie nie uwzględnialiśmy żadnych zdarzeń jednorazowych.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	80%	532	589	-10%
Wycena porównawcza	20%	404	447	-10%
Średnia ważona metod		507	561	-10%
Cena docelowa (12 M)		562	619	-9%
Cena aktualna		713	780	-9%
Potencjał		-21%	-21%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2026-2035 (bez zmian).
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 17 września 2026 r.
- Gotówka netto na 31 grudnia 2025 r., pomniejszona o wypłaconą dywidendę – 1 622 mln zł (poprzednio – 2 600 mln zł, szacowane na podstawie wstępnych wyników za 2025 r.).
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7% (poprzednio 5,1%), premia za ryzyko w wysokości 5,3% (bez zmian).
- Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Średni ważony koszt kapitału na poziomie 11,0% (poprzednio - 10,4%).
- Stopa podatku CIT – 22% (poprzednio – 20%).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	10 264	11 318	13 022	14 714	16 480	18 128	19 760	21 341	22 834	24 204
NOPAT	706	771	806	907	1 028	1 131	1 233	1 332	1 425	1 510
Amortyzacja	183	192	198	204	210	216	223	229	236	243
Zmiany KON	47	-73	-110	-127	-133	-124	-123	-119	-102	-93
CAPEX	-170	-180	-190	-196	-205	-216	-223	-229	-236	-243
FCFF	766	710	704	788	900	1 007	1 110	1 213	1 323	1 417
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47	0,42	0,38
DFCFF	744	621	555	560	576	581	577	568	558	539
SUMA DFCFF do 2035 r.	5 879									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna po 2035 r.	16 116									
Zdyskontowana wartość rezydualna	6 130									
Wartość Firmy (EV)	12 009									
Dług netto na 31.12.2025 minus dywidenda	-1 622									
Udziałowcy mniejszościowi	53									
Wartość kapitałów własnych	13 578									
Liczba akcji (w mln.)	25,5									
Wartość na 1 akcję	532									
Źródło: Noble Securities										

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	532	561	596	641	702
WACC - 0,5%	507	532	562	601	651
WACC	485	506	532	565	607
WACC + 0,5%	464	483	506	534	569
WACC + 1,0%	445	462	482	506	536

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Efektywna stopa podatkowa	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Koszt długu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Koszt długu po tarczy	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wg naszych prognoz ok. 85% skonsolidowanej EBITDA i ok. 90% skonsolidowanego zysku netto Budimeksu w latach 2026 – 2028 będzie generowane z działalności budowlanej. W związku z tym opieramy analizę porównawczą na polskich i zagranicznych spółkach budowlanych, nie decydując się na oddzielną wycenę działalności dotyczącej odbioru i zagospodarowania odpadów, utrzymania dróg, autostrad, budynków czy działalności związanej z OZE.

Analizę porównawczą oparliśmy o grupę 11 polskich spółek budowlanych, zajmujących się budownictwem infrastrukturalnym, ogólnym, specjalistycznym oraz 16 zagranicznych spółek budowlanych. Do analizy wykorzystaliśmy wskaźniki P/E i EV/EBITDA, w oparciu o prognozy na lata 2026 - 2028. Wszystkim wskaźnikom przypisaliśmy taką samą wagę –16,7%.

Posługując się wyceną porównawczą, akcje Budimeksu wyceniliśmy na 404 zł (poprzednio 447 zł) – niższa wycena jest głównie konsekwencją spadku kursów akcji większości spółek budowlanych w ciągu ostatnich 6 miesięcy. W oparciu o wskaźniki dla krajowych spółek budowlanych akcje wyceniane są na 368 zł, a na podstawie spółek zagranicznych na 439 zł. Premia w wycenie Budimeksu względem wszystkich spółek budowlanych użytych do analizy porównawczej wynosi obecnie 77% (ok. 75% w marcu br.).

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Elektrotim	610	19,9	17,6	15,1	12,7	11,1	9,8
Erbud	244	-	9,2	7,6	-	4,3	3,6
Mirbud	1 269	10,6	9,4	8,8	6,7	5,8	5,4
Mostostal Zabrze	430	9,9	9,2	8,6	4,0	3,8	3,6
Onde	463	34,9	16,3	13,2	13,4	8,2	6,7
Pekabex	204	-	17,6	7,4	20,2	7,2	4,7
Polimex	1 764	12,3	12,0	11,8	4,7	4,7	4,3
Torpol	1 569	18,6	17,6	16,6	9,2	8,5	8,0
Ulma	271	11,3	7,3	5,8	3,2	2,8	2,4
Unibep	509	14,3	12,9	10,3	4,4	4,4	4,1
ZUE	287	17,0	15,2	13,7	5,7	5,8	5,9
BILFINGER SE	9 516	10,4	8,9	8,0	5,1	4,5	4,2
EIFFAGE	46 219	9,8	9,0	8,3	5,5	5,3	5,2
FERROVIAL SE	153 673	51,2	44,4	38,0	28,3	25,9	23,7
SKANSKA AB-B SHS	43 880	16,3	14,6	13,7	9,5	8,7	8,1
STRABAG SE-BR	56 012	14,2	13,3	12,6	5,8	5,4	5,0
VINCI SA	288 001	12,7	11,6	10,8	7,0	6,7	6,4
SACYR SA	14 835	27,9	22,7	22,8	8,8	8,6	8,4
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	114 608	23,2	19,6	17,1	8,0	7,2	6,6
AF GRUPPEN ASA	8 747	16,3	15,2	14,9	8,4	7,9	7,7
HOCHTIEF AG	133 990	28,0	22,2	19,3	12,8	11,4	10,4
PORR AG	6 392	11,8	10,6	9,8	4,3	4,1	3,9
MOTA ENGIL SGPS SA	6 636	9,9	8,2	6,7	4,4	4,0	3,6
FOMENTO DE CONSTRUC Y CONTRA	21 874	12,1	11,8	10,8	6,3	5,9	5,6
ACCIONA SA	49 350	20,3	22,0	23,5	7,8	7,7	7,9
PEAB AB-CLASS B	11 374	13,1	11,6	10,7	9,4	8,7	8,4
YIT OYJ	3 923	174,6	22,6	15,9	18,5	11,9	10,4
Mediana		14,3	13,3	11,8	7,4	6,7	5,9
Budimex	18 203	24,0	22,7	21,6	14,5	13,4	12,8
Premia/dyskonto do mediana		68%	71%	84%	96%	100%	120%
Implikowana wartość godziwa Budimex		426	417	388	411	405	375
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona wartość 1 akcji Budimex		404					

Źródło: Noble Securities, Bloomberg: 17.09.2026, 10:30

Wyniki 2Q'26 zbliżone do naszych i rynkowych prognoz

Skonsolidowane wyniki 2Q'26 na poziomie EBIT i zysku netto były zbliżone do naszych i rynkowych prognoz. Wstępne, wybrane dane finansowe Budimex opublikował już 30 lipca, wtedy jednak wyniki „zniekształcone” były rozliczeniami z PGE dotyczącymi zakończonej w 2021 r. budowy bloku energetycznego w Turowie – zdarzenia te podwyższyły zysk brutto na sprzedaży, ale mocno wpłynęły też na pozostałe koszty operacyjne (efekt na EBIT był neutralny).

Lekko pozytywnym zaskoczeniem dla nas były relatywnie wysokie przychody osiągnięte w części budowlanej – udało się odrobić część opóźnień wynikających z mroźnej zimy w styczniu i lutym. Marża brutto na sprzedaży utrzymała się na wysokim poziomie (13,3%), a zysk brutto na sprzedaży wyraźnie przekroczył naszą prognozę. Wzrost kosztów SG&A był nieco niższy od naszych szacunków. Mocno ujemne było saldo na pozostałej działalności operacyjnej, w wyniku zaksięgowanych strat z tytułu utraty należności i kaucji – głównie dotyczyło to rozliczenia kontraktu w Turowie. W efekcie EBIT okazał się zgodny z naszą prognozą. Saldo na działalności finansowej było zbliżone do naszych szacunków, zysk netto nieznacznie poniżej naszej prognozy. Lepsze od naszych prognoz wyniki osiągnięte zostały w segmencie usługowym.

Skonsolidowane wyniki i prognozy Budimex

mln zł	2Q'25	2Q'26	Zmiana r/r	2Q'26	Wyniki vs prognoza NS
Przychody ze sprzedaży	2 305,2	2 733,8	19%	2 505,0	9%
Zysk brutto na sprzedaży	292,0	371,2	27%	337,3	10%
Koszty sprzedaży	3,1	3,3	9%	3,8	-12%
Koszty ogólnego zarządu	119,1	125,7	6%	128,5	-2%
Pozostała działalność operacyjna	21,2	-37,2	-	2,0	-
EBIT	191,0	204,9	7%	205,0	0%
Saldo finansowe	13,9	4,0	-71%	3,5	14%
Zysk przed podatkiem	205,0	209,0	2%	208,5	0%
Podatek CIT	48,1	44,7	-7%	42,5	5%
Wynik netto akcj. jedn. dom.	156,2	163,4	5%	166,0	-2%
<i>Marża zysku brutto ze sprzedaży</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,6%</i>		<i>13,5%</i>	<i>0,1%</i>
<i>Marża EBIT</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,5%</i>		<i>8,2%</i>	<i>-0,7%</i>
<i>Marża netto</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,0%</i>		<i>6,6%</i>	<i>-0,6%</i>
Działalność budowlana					
Przychody zewnętrzne ze sprzedaży	2 086,1	2 468,8	18%	2 270,0	9%
Zysk brutto na sprzedaży	261,5	329,2	26%	297,3	11%
Koszty sprzedaży	3,1	3,3	9%	3,8	-12%
Koszty ogólnego zarządu	102,9	112,2	9%	111,0	1%
Pozostałe przychody operacyjne netto	19,3	-39,1	-	2,0	-
EBIT	174,8	174,6	0%	182,5	-4%
Saldo finansowe	15,5	9,5	-38%	5,0	91%
Podatek dochodowy	38,4	38,2	0%	38,5	-1%
Zysk netto	151,9	145,9	-4%	149,0	-2%
<i>Marża zysku brutto ze sprzedaży</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,3%</i>		<i>13,1%</i>	<i>0,2%</i>
Działalność usługowa					
Przychody zewnętrzne ze sprzedaży	219,1	265,0	21%	235,0	13%
Zysk brutto na sprzedaży	40,1	43,2	8%	40,0	8%
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	-	0,0	-
Koszty ogólnego zarządu	17,9	14,3	-21%	17,5	-19%
Pozostałe przychody operacyjne netto	1,8	1,8	-	0,0	-
EBIT	24,0	30,8	28%	22,5	37%
Saldo finansowe	-0,3	-5,6	-	-1,5	-
Podatek dochodowy	9,7	6,5	-	4,0	63%
Zysk netto	14,1	18,8	34%	17,0	11%
<i>Marża zysku brutto ze sprzedaży</i>	<i>18,3%</i>	<i>16,3%</i>		<i>17,0%</i>	<i>-0,7%</i>

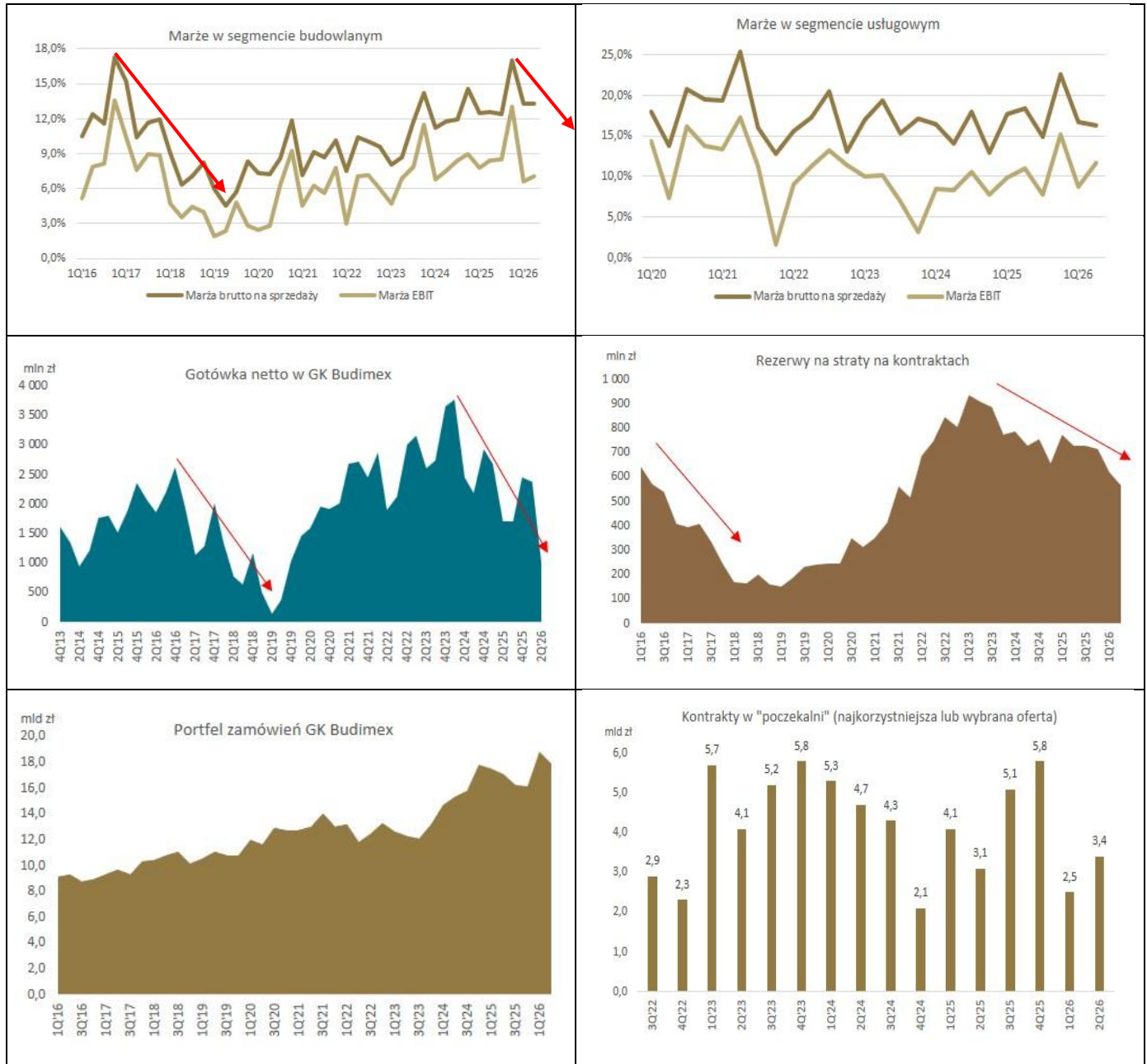
Źródło: Budimex, P - prognozy Noble Securities

Na półrocze poziom środków pieniężnych obniżył się do 1,52 mld zł, a poziom gotówki netto (z uwzględnieniem kredytów, pożyczek i wszystkich zobowiązań leasingowych) do 1,02 mld zł, poziomu najniższego od 2019 r. Od 3 lat spada też poziom rezerw na straty na kontraktach – na koniec półrocza saldo to było już najniższe od końca 2021 r. Coraz mniejszy poziom tych rezerw będzie coraz słabszym wsparciem dla księgowych wyników w kolejnych kwartałach – rozwiązywanie rezerw może poprawić raportowane wyniki, choć nie poprawi pozycji gotówkowej (zawiązanie rezerwy obniża wynik brutto na sprzedaży, a rozwiązanie rezerwy może podwyższyć wynik brutto na sprzedaży lub, w przypadku wykorzystania rezerwy, spowodować wypływ środków pieniężnych).

Naszym zdaniem niski poziom rezerw w powiązaniu z wyższą dynamiką cen produkcji budowlano-montażowej (najwyższe poziomy od 2 lat) będzie przekładał się na spadek marży brutto na sprzedaży w następnych 2-3 latach. Podobna sytuacja wystąpiła w latach 2016 – 2019: wtedy marża brutto na sprzedaży w segmencie budowlanym Budimeksu obniżyła się z 13,1% do 6,2%. Obecnie nie należy się spodziewać tak istotnego spadku marży ze względu na obowiązujące w kontraktach drogowych i kolejowych waloryzacje (dotyczą tylko połowy kosztów) czy większy udział

czwartek, 17 września 2026

kontraktów zagranicznych w portfelu Budimeksu, gdzie występuje niemal pełna indeksacja. Czysto teoretycznie, zakładając tak niekorzystne warunki rynkowe, jakie wystąpiły w okresie 2016-2019, oraz biorąc poprawkę na spodziewaną strukturę backlogu Budimeksu w najbliższych latach (ok. 70% krajowych kontraktów infrastrukturalnych, ok. 15% zagranicznych kontraktów infrastrukturalnych, ok. 15% krajowych kontraktów kubaturowych – nie objętych waloryzacją) można by się spodziewać obniżenia marży brutto na sprzedaży o 3,4 pkt proc. My nie zakładamy aż tak negatywnego scenariusza – w 2028 i w 2029 r. marżę brutto na sprzedaży w segmencie budowlanym szacujemy na poziomie o ok. 1,7 pkt proc. niższym od osiągniętego w latach 2025-2026 (11,8% vs 13,5%).



Źródło: Budimex, opracowanie Noble Securities

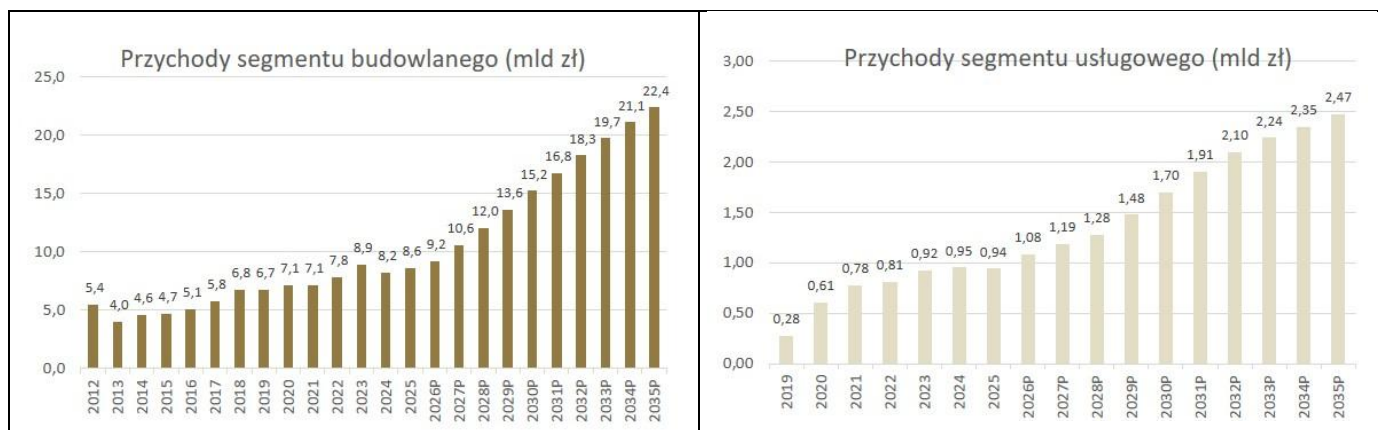
W trakcie drugiego kwartału portfel zamówień grupy obniżył się z rekordowych 18,80 mld zł do 17,86 mld zł. Zwiększyła się za to wartość umów do podpisania (najkorzystniejsze lub wybrane oferty): z 2,5 mld zł do 3,4 mld zł. Na bazie historii z ostatnich lat, 90-95% kontraktów z poczekalni była podpisywana. Spodziewamy się, że kontrakty z poczekalni o wartości ok. 3 mld zł zostaną podpisane do końca 1Q'27.

Dodatkowo pod koniec bieżącego roku Budimex może pozyskać istotny kontrakt drogowy w Czechach – w lipcu czeskie Ministerstwo Transportu wybrało ofertę konsorcjum w składzie: Cintra Global (z grupy Ferrovial), Strabag Motorway, Invesis oraz Budimeksu do budowy 34,8-kilometrowego odcinka autostrady D35. Wartość oferty złożonej przez konsorcjum wynosi 12,7 mld zł, z czego na Budimex może przypadać 3,5-4,0 mld zł. Zakładamy, że kontrakt ten zostanie podpisany do końca br., a przychody z jego realizacji pojawiają się w wynikach Budimeksu głównie w latach 2028-2031.

Nowa 5-10 letnia strategia Budimex prawdopodobnie pod koniec października br.

Od kilku miesięcy Budimex zapowiada ogłoszenie 5-letniej strategii z perspektywą rozwoju w okresie 10 lat. Wg ostatnich deklaracji spółki, strategia zostanie przedstawiona pod koniec października br., prawdopodobnie wraz z publikacją wyników finansowych za 3Q'26 (przewidziana na 27 października). Według zapowiedzi przedstawicieli spółki nowa strategia będzie zakładała przyspieszenie rozwoju grupy w związku z dużą liczbą inwestycji w Polsce. Wyzwaniami dla grupy Budimex i całej branży będą m.in. silna konkurencja oraz przedłużające się procesy administracyjne.

W naszych prognozach na kolejne lata zakładamy wyraźne zwiększenie skali działalności prowadzonej przez Budimex w segmencie budowlanym. W ostatnich 10 latach średnioroczny CAGR przychodów Budimeksu z działalności budowlanej wynosił 6,3%. W naszych prognozach dla segmentu budowlanego grupy Budimex do-2030 r. zakładamy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 13%, a do 2035 r. na poziomie 10%. W przypadku części usługowej również zakładamy średniorocznie 10% wzrost przychodów w najbliższych 10 latach. Naszym zdaniem, w przypadku tak dużej grupy kapitałowej jak Budimex, trudno zakładać szybsze tempo wzrostu przychodów. Przypuszczamy, że cele zarządu na najbliższe 10 lat nie będą bardziej ambitne.



Źródło: Budimex do 2025 r., P - prognoza Noble Securities

Duże inwestycje publiczne w najbliższych latach prawdopodobnie będą realizowane z opóźnieniem

W najbliższych latach zapowiadanych jest wiele inwestycji publicznych. Naszym zdaniem ich wartość w ciągu 10 lat, zakładając lekkie opóźnienia w rozpoczynaniu inwestycji, może sięgnąć 1 bilion złotych. To przede wszystkim inwestycje kolejowe i drogowe, których wartość do 2033 r. (włącznie z komponentem „Y” w ramach CPK) może sięgnąć 500 mld zł. Budowa elektrowni jądrowej to skala około 200 mld zł. Duże wydatki na inwestycje budowlane mogą pojawić się w kolejnych latach ze strony Ministerstwa Obrony Narodowej - co najmniej 10 mld zł rocznie oraz PSE – ponad 60 mld zł w ciągu 10 lat.

Zakładamy, że grupa Budimex będzie mieć średnio 13-15% udział we wszystkich tych inwestycjach, czyli łącznie w kolejnych 10 latach osiągnie 130-150 mld zł przychodów z realizacji kontraktów publicznych. My całkowite przychody grupy Budimex z działalności budowlanej w latach 2027-2036 szacujemy na ok. 175 mld zł, przy czym obejmują one także realizację zleceń dla prywatnych inwestorów oraz kontraktów za granicą.



Źródło: GDDKiA, PKP PLK, PSE, plany rządowe – opracowanie Noble Securities

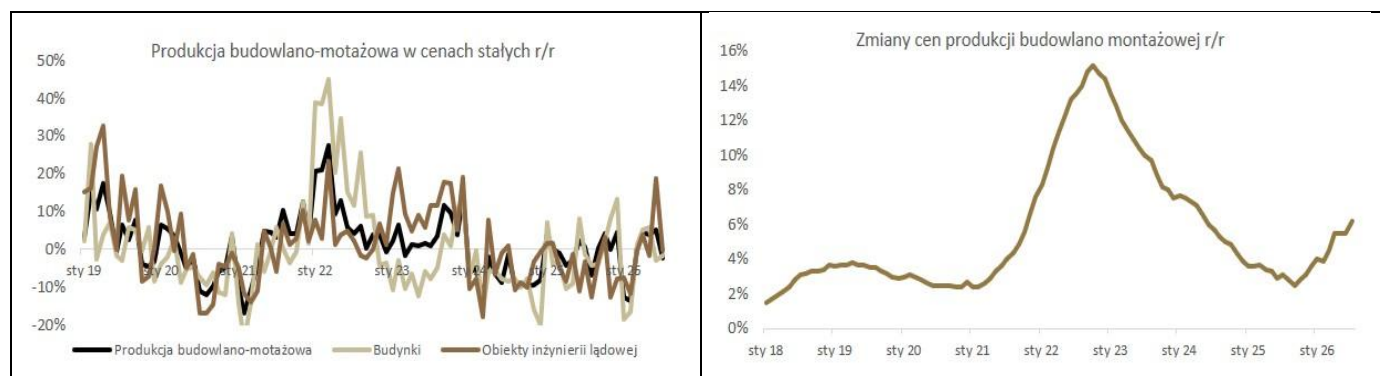
Mimo planów dużych inwestycji publicznych, obawiamy się, że najbliższe miesiące nie przyniosą wysypu dużej liczby przetargów. Obecnie toczy się postępowanie na budowę terminala pasażerskiego – jego wstępna szacunkowa wartość to ok. 5 mld zł. W postępowaniu uczestniczy 5 konsorcjów, w tym jedno z Budimeksem na czele (liderami w pozostałych konsorcjach są Mirbud, Polimex Mostostal, NDI, PORR). Wg oficjalnych informacji Port Polska prowadzi obecnie 31 postępowań o wartości 14 mld zł, a do końca 2026 r. planuje ogłosić kolejnych 58 przetargów

czwartek, 17 września 2026

o wartości przekraczającej 40 mld zł. Ostrożnie podchodzimy do tych deklaracji, spółka prawdopodobnie nie ma jeszcze zagwarantowanego finansowania wielu inwestycji – część z nich ma być finansowana środkami z „Perspektywy finansowej UE na lata 2028 – 2034”. Naszym zdaniem w 1Q’27 prawdopodobne jest rozstrzygnięcie w przetargu na budowę terminala i podpisanie umowy kilka miesięcy później. Obawiamy się jednak, że rozstrzygnięcia w przetargach na budowę linii kolejowych w ramach komponentu Y to perspektywa końca 2027 r. lub początku 2028 r. W przypadku planowanej budowy elektrowni jądrowej nadal nie jest podpisana umowa EPC z konsorcjum Bechtel i Westinghouse, w konsekwencji podpisywanie umów z firmami budowlanymi może przesunąć się na drugą połowę 2027 r. lub 2028 r.

Tempo wzrostu cen produkcji budowlano-montażowej najwyższe od ponad 2 lat

Produkcja budowlano-montażowa w lipcu obniżyła się o 2,4% r/r, a po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym spadła o 2,2% r/r. Największe spadki odnotowano w robotach specjalistycznych (-6,4% r/r), następnie w budowie budynków (-1,8%), najmniejsze w obiektach inżynierii lądowej i wodnej (-0,2% r/r).



Źródło: GUS, opracowanie Noble Securities

Tempo wzrostu cen produkcji budowlano-montażowej nadal przyspiesza – w lipcu wyniosło już +6,2%, co było najwyższym poziomem od maja 2024 r. Naszym zdaniem taka tendencja utrzyma się w kolejnych miesiącach, co będzie przekładać się negatywnie na marże realizowane przez generalnych wykonawców w latach 2027 - 2029.

Zmiany prognoz

W związku z niskimi przychodami zrealizowanymi w 1Q'26 obniżyliśmy prognozy sprzedaży na cały 2026 r. Z podobnego powodu nieznacznie w dół skorygowaliśmy koszty SG&A w bieżącym roku. Relatywnie niski poziom gotówki i niższe dochody z lokat bankowych w 1H'26 skłoniły nas do obniżenia przychodów z działalności finansowej. W związku z ostrożnym przekazem spółki co do wzrostu przychodów w 2027 r. (+6%+10%), obniżyliśmy też spodziewany poziom sprzedaży w przyszłym i kolejnym roku. Wolniejsze niż w poprzednich latach przełożenie backlogu na przychody wynika z większej ilości realizowanych kontraktów w formule „projektuj i buduj” (w poprzednich latach większy był udział umów „buduj”). W efekcie niższych przychodów obniżyliśmy też prognozy zysków w 2027 i w 2028 r.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2026P obecna	2026P poprzednia	Zmiana	2027P obecna	2027P poprzednia	Zmiana	2028P obecna	2028P poprzednia	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	10 264	10 826	-5%	11 318	12 398	-9%	13 022	14 054	-7%
Zysk brutto na sprzedaży	1 430	1 431	0%	1 514	1 546	-2%	1 593	1 673	-5%
Koszty sprzedaży	16	16	-1%	18	19	-8%	20	21	-5%
Koszty ogólnego zarządu	497	501	-1%	533	543	-2%	569	586	-3%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-1	-2	-	37	38	-3%	42	43	-2%
EBIT	905	937	-3%	988	1 009	-2%	1 034	1 097	-6%
Koszty i przychody finansowe netto	40	60	-33%	52	44	18%	55	40	36%
Zysk przed opodatkowaniem	945	997	-5%	1 040	1 053	-1%	1 088	1 137	-4%
Podatek dochodowy	-182	-196	-8%	-230	-208	11%	-240	-229	5%
Zysk netto	765	801	-5%	812	847	-4%	848	907	-7%
Zysk netto przypis. akcj. j. d.	757	794	-5%	803	838	-4%	842	901	-7%
Amortyzacja	183	183	0%	192	192	0%	198	198	0%
EBITDA	1 088	1 120	-3%	1 181	1 202	-2%	1 231	1 294	-5%

Źródło: prognozy Noble Securities

mln zł	2025	2026P	2027P	2028P
Wyniki skonsolidowane Budimex				
Przychody ze sprzedaży	9 439	10 264	11 318	13 022
Zysk brutto na sprzedaży	1 295	1 430	1 514	1 593
Koszty sprzedaży	15	16	18	20
Koszty ogólnego zarządu	456	497	533	569
Pozostała działalność operacyjna	68	-1	37	42
EBIT	892	905	988	1 034
Saldo finansowe	51	40	52	55
Podatek dochodowy	192	182	230	240
Zysk netto akcjonariuszy Budimeksu	748	757	803	842
Marża brutto na sprzedaży	13,7%	13,9%	13,4%	12,2%
Marża EBIT	9,5%	8,8%	8,7%	7,9%
Segment budowlany				
Przychody ze sprzedaży (zewnętrzne)	8 629	9 181	10 126	11 746
Zysk brutto na sprzedaży	1 163	1 251	1 316	1 386
Koszty sprzedaży	15	16	18	20
Koszty ogólnego zarządu	394	430	460	492
Pozostała działalność operacyjna	64	-2	35	40
EBIT	818	803	874	914
Saldo finansowe	64	46	50	53
Podatek dochodowy	174	161	203	213
Zysk netto	708	688	721	754
Marża brutto na sprzedaży	13,5%	13,6%	13,0%	11,8%
Marża EBIT	9,5%	8,8%	8,6%	7,8%
Segment usługowy				
Przychody ze sprzedaży (zewnętrzne)	942	1 084	1 192	1 275
Zysk brutto na sprzedaży	175	184	203	217
Koszty sprzedaży	0	0	0	0
Koszty ogólnego zarządu	73	81	87	94
Pozostała działalność operacyjna	2	2	2	2
EBIT	105	105	117	125
Saldo finansowe	-7	-6	2	2
Podatek dochodowy	26	20	26	28
Zysk netto	72	79	93	99
Marża brutto na sprzedaży	18,6%	17,0%	17,0%	17,0%
Marża EBIT	11,2%	9,7%	9,9%	9,8%

Źródło: 2025 – Budimex, 2026-2028P - prognozy Noble Securities

Ryzyka:

- potencjalne ogólnoświatowe spowolnienie gospodarcze,
- wydłużona procedura rozpatrywania ofert w przetargach infrastrukturalnych w Polsce,
- utrzymanie wysokiej konkurencji w grupie generalnych wykonawców,
- niewystarczająca dostępność wykwalifikowanej kadry pracowniczej,
- potencjalny znaczący wzrost cen materiałów budowlanych w wyniku kumulacji inwestycji budowlanych w Polsce i w regionie,
- niepewność gospodarcza związana z wojną w Ukrainie, a w przypadku zawieszenia broni – ryzyko odpływu części pracowników budowlanych z Polski do Ukrainy oraz niebezpieczeństwo istotnego wzrostu cen materiałów budowlanych,
- ryzyka związane z logistyką i transportem materiałów budowlanych,
- długie okresy realizacji kontraktów, które mogą powodować istotne odchylenia marży budżetowanej od faktycznie zrealizowanej (zmiany cen materiałów budowlanych, kosztów podwykonawstwa, zmiany projektowe, dodatkowe koszty nieuwzględniane w kosztorysach inwestorów),
- zmienność kursów walutowych,
- ryzyko naliczania kar przez klientów lub wytoczenia postępowań sądowych w przypadku opóźnień w realizacji kontraktów bądź realizacji umów niezgodnie z zapisami,
- zmiany przepisów podatkowych.

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	9 802	9 118	9 439	10 264	11 318	13 022
Zysk brutto na sprzedaży	1 125	1 162	1 295	1 430	1 514	1 593
Koszty sprzedaży	14	14	15	16	18	20
Koszty ogólnego zarządu	371	433	456	497	533	569
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	41	28	68	-1	37	42
EBIT	781	744	892	905	988	1 034
Koszty i przychody finansowe netto	148	96	51	40	52	55
Zysk przed opodatkowaniem	930	840	943	945	1 040	1 088
Podatek dochodowy	-184	-216	-192	-182	-230	-240
Zysk netto	746	624	751	765	812	848
Zysk netto przypisany akc. jedn. dom.	738	616	748	757	803	842
Amortyzacja	157	159	192	183	192	198
EBITDA	938	903	1 084	1 088	1 181	1 231

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

Bilans (mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	8 418	7 816	8 155	7 910	8 253	8 511
Aktywa trwałe	2 002	2 116	2 468	2 497	2 576	2 624
Rzeczowe aktywa trwałe	718	946	1 186	1 217	1 259	1 280
Wartości niematerialne i wartość firmy	309	294	280	275	285	290
Inne aktywa trwałe	878	742	750	735	755	770
Aktywa obrotowe	6 416	5 701	5 688	5 413	5 677	5 887
Zapasy	608	626	782	712	791	922
Należności handlowe	1 876	1 842	2 003	1 996	2 201	2 532
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 900	3 205	2 900	2 668	2 641	2 550
Inne aktywa obrotowe	32	27	2	37	45	-117
Pasywa	8 418	7 816	8 155	7 910	8 253	8 511
Kapitał własny razem	1 531	1 232	1 336	1 266	1 312	1 350
Zobowiązania długookresowe	1 096	1 023	1 270	1 103	1 132	1 155
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	181	203	350	160	150	132
Inne	916	820	920	943	982	1 023
Zobowiązania krótkookresowe	5 752	5 510	5 497	5 489	5 756	5 953
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	66	69	100	62	52	38
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	1 782	1 839	1 944	1 914	2 124	2 476
Inne	3 904	3 602	3 453	3 513	3 580	3 439

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

czwartek, 17 września 2026

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk brutto	930	840	943	945	1 040	1 088
Amortyzacja	157	159	192	183	192	198
Zmiana kapitału obrotowego	95	72	-212	47	-73	-110
Zapłacony podatek dochodowy	184	216	192	182	230	240
Inne	-54	-740	-397	-363	-459	-481
CF operacyjny	1 312	547	719	994	930	935
CAPEX	-142	-254	-324	-170	-180	-190
Inne	10	-27	-96	0	0	0
CF inwestycyjny	-132	-280	-420	-170	-180	-190
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-233	-16	30	204	-49	-248
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-459	-911	-649	-828	-757	-803
Inne	167	-53	14	-432	29	216
CF finansowy	-525	-980	-605	-1 056	-777	-835
CF	655	-713	-306	-232	-27	-90
Stan środków pieniężnych na początek okresu	3 900	3 205	2 900	2 668	2 641	2 550
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	3 900	3 205	2 900	2 668	2 641	2 550

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

Wybrane wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Marża EBITDA	9,6%	9,9%	11,5%	10,6%	10,4%	9,5%
Marża EBIT	8,0%	8,2%	9,5%	8,8%	8,7%	7,9%
Marża netto	7,5%	6,8%	7,9%	7,4%	7,1%	6,5%
Dług netto	-3 654	-2 934	-2 449	-2 446	-2 439	-2 380
Dług netto/EBITDA	-3,9	-3,2	-2,3	-2,2	-2,1	-1,9
Liczba akcji	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Dywidenda na akcję	17,99	35,69	25,43	32,42	29,66	31,47
P/BV	11,9	14,8	13,6	14,4	13,9	13,5

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

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	5,38	6%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	401,00	15%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	20,08	-1%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	879,00	27%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	29,75	17%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	144,54	5%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	21,95	33%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	101,70	50%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	13,92	-31%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	129,00	-10%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	14,76	8%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Alleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,04	12%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	236,70	6%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	40,97	-32%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	26,10	61%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	16,56	90%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	20,50	5%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	72,50	53%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	24,70	23%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,38		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	47,00	57%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	13,00	14%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	401,00		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	474,00	30%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	705,00	-5%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,80	39%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,76		21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	20,70	17,98	20,10	3%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecule	Kupuj	7,50	5,20	7,94	-6%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	22,20	15%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	879,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	29,75	-17%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,15	2%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LFP	Akumuluj	26300,00	22500,00	21680,00	21%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	16,56		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,54	47%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	35,46	32%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	68,20	-22%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,54	41%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	699,20	-11%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	26,10	-46%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,10	42%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,70	25%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	144,54		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	401,00		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	474,00		12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	474,00		05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Alleron	Akumuluj	17,30	15,40	15,04		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	129,00		22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00	699,20		22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	705,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	13,92		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	236,70		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	16,56		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecule	Kupuj	9,20	6,50	7,94		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,95		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	72,50		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	26,10		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	20,50		25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,70		21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00	47,00		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	40,97		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	35,46		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	13,92		12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	20,10		20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,80		14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LFP	Kupuj	23000,00	17495,00	21680,00		06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,54		06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	10,54		03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	13,00		03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	68,20		30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,76		26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	22,20		24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03	35,46		23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20	699,20		18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00	22,20		18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 12 miesięcy lub do momentu aktualizacji

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

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

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI O CHARAKTERZE OGÓLNYM

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

Podstawą do opracowania Rekomendacji były publicznie dostępne informacje w dniu jej sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które Emitent publikuje w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- **Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- **Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- **Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- **Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmiennie, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

Metoda rNPV (ang. risk-adjusted net present value) – metoda służy do obliczania wartości firmy lub projektu, z uwzględnieniem ryzyka. Najczęściej stosuje się ją przy wycenie projektów obarczonych dużą niepewnością, np. badań nad nowymi lekami w farmacji i biotechnologii. Metoda rNPV zmienia standardową kalkulację NPV w analizie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) mnożąc każdy przepływ pieniężny przez szacowane prawdopodobieństwo jego wystąpienia (szacowany wskaźnik sukcesu).

- **Wady Metody rNPV:** wynik mocno zależy od tego, jakie prawdopodobieństwa sukcesu przyjmujemy dla przyszłych zdarzeń.

Metoda sum częściowych – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- **Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

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

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

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A. zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: www.noblesecurities.pl w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty*.

Na życzenie Klienta, NS przekazuje przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu, umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową. Ma on na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji. Są to tzw. chińskie mury, czyli zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady sporządzania analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres.

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby negatywnie wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji oraz
- zawierać transakcji osobistych w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

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

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

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

Rekomendacja:

- sporządzana jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skróć rekomendacja może być upubliczniona na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,

czwartek, 17 września 2026

- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji,
- nie została ujawniona Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitik sporządzający Rekomendację: Dariusz Nawrot, Dyrektor, Departament Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 17.09.2026 o godz. 11:43. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 17.09.2026 godz. 11:46.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dla Budimex S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	Redukuj	Sprzedaj	Trzymaj	Sprzedaj	Akumuluj	Redukuj	Sprzedaj
Data wydania	2025-02-14	2025-03-13	2025-04-07	2025-04-29	2025-09-18	2025-12-22	2026-03-05
Kurs z dnia rekomendacji	557	632	529	640	518,2	648	785
Cena docelowa	510	510	510	515	560	590	619
WIG w dniu rekomendacji	91788,05	94955,29	87727,11	100815,9	105564,9	116571,8	122925,2

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Budownictwo, deweloperzy, przemysł, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Producenci gier, przemysł, automotive, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Energetyka, wydobywanie, przemysł

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04