

# MIRBUD

## RAPORT ANALITYCZNY

Mirbud ma za sobą kilka miesięcy bardzo dobrego strumienia informacyjnego. Portfel spółki osiągnął w lipcu wartość >8 mld PLN (+76% r/r + opcja na budowę fabryki Izery). W czerwcu pozyskano z emisji akcji ok 200 mln PLN z myślą o zbudowaniu nogi kolejowej. Spółka jest obecnie na pierwszym miejscu listy rezerwowej do wejścia do mWIG40. Rynek docenił te kwestie i spółka przestała być handlowana z dyskontem do średniej w branży. Wynikowo sam 2Q'24 rozczarował nas na poziomie marżowości, mimo relatywnie dobrego otoczenia kosztowego. Outlook zarządu na kolejne kwartały nie wskazuje, by oczekiwana była istotna poprawa marży w segmencie budowlanym. Jeszcze w 2H'24 wyniki skonsolidowane powinny być istotnie wspierane przez segment deweloperski. Jednak jego kontrybucja w 2025 może być zauważalnie niższa. Dodatkowo zwracamy uwagę, że wycena największych kontraktów pozyskanych w 2024 roku nie jest wybitnie atrakcyjna (średnio 78% vs budżety GDDKIA i z 5% dyskontem do kolejnej oferty) a obecnie w obszarze infrastrukturalnym mamy do czynienia z istotną luką przetargową zarówno w obszarze drogowym jak i kolejowym, która będzie rzutować na niski pozysk nowych kontraktów w kolejnych miesiącach. Na ten moment oceniamy, że wzrost przychodowy spółki w kolejnych latach został rozpoznany w wycenie przez rynek (ewentualnym zaskoczeniem mogłaby być jeszcze Izera). Natomiast po stronie marżowości nie widzimy na razie istotnych driverów, które miałyby ją poprawić vs poziom z 2023 roku. Uważamy, że kierunkowo wejście w sektor kolejowy to trafna decyzja strategiczna. Usadwienie się spółki w tym obszarze może zająć jednak kilka lat z koniecznością skupienia dużej uwagi na marżowości. Cenę docelową podwyższamy do 11,3 PLN (poprzednio 9,09 PLN), ale obniżamy zalecenie do Redukuj (poprzednio Akumuluj).

### Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'24 spółka osiągnęła 1,46 mld PLN przychodów (+22% r/r) oraz 54 mln PLN zysku netto (+89% r/r). W samym 2Q'24 Mirbud miał odpowiednio 816 / 21 mln PLN (+20% / +34% r/r) - poprawę wyniku r/r wspierał przede wszystkim JHM (deweloperka), Marża w segmencie budowlanym była niższa r/r i q/q (okres 4Q'23-1Q'24 był wsparty przez waloryzacje, obecnie rentowności ciąży m.in. kontrakt na S1). Odpis na Marywilskiej 44 został w pełni pokryty przez zaksięgowanie oczekiwanego odszkodowania (spółka otrzymała na razie zaliczkę). Pozycję gotówkową wsparła emisja akcji na 200 mln PLN.

### Portfel

Backlog po 2Q'24 wynosił 6,1 mld PLN vs 4,8 mld PLN rok temu. Po VII'24 wzrósł do 8,3 mld PLN (82% drogi) w efekcie podpisania kilka istotnych kontraktów dla GDDKIA. Kontrakcja spółki w 2024 roku jest rekordowa i przekroczyła już 5 mld PLN. Jednocześnie w pipeline ze znaczących umów pozostał już tylko dwa kontrakty drogowe (za w sumie ok 0,3 mld PLN). Portfel potencjalnie może się jeszcze zwiększyć o umowy na szpital w Gliwicach (KIO zażądało powtórzonego rozpatrzenia ofert) oraz budowę fabryki Izery (szacunkowa wartość 2 mld PLN, ale brak tu politycznej decyzji). W segmencie deweloperskim spółka w 1H'24 przekazała 266 lokali, w 2H'24 rozpoczęła przekazania projektów na w sumie 324 lokale. Obecnie w realizacji spółka ma jedynie trzy projekty w małych ośrodkach i żadnego w dużym (plany rozpoczęcia nowych projektów w miastach wojewódzkich obejmują dopiero 2025 rok).

### Pozycjonowanie segmentowe

W 2Q'24 spółka pozyskała 200 mln PLN z emisji akcji z myślą o zbudowaniu pozycji w segmencie kolejowym. Spółka startuje „testowo” obecnie w przetargach i nadal jest przed finalną decyzją w temacie obrania ścieżki rozwoju: i) rozwój organiczny, ii) zakup mniejszego podmiotu i jego dokapitalizowanie, iii) zwiększenie udziałów w Torpolu (opcja uzależniona od strategii CPK). M.in. ze względu na znikomą nadal liczbę prowadzonych przetargów przez PKP PLK spółka wstrzymuje się z podjęciem ostatecznej decyzji.

### Prognozy wyników, wskaźniki

W 2024 roku zakładamy 3,43 mld PLN przychodów oraz 134 mln PLN zysku netto (-1% r/r). W przyszłym roku spodziewamy się wzrostu przychodów do 3,66 mld PLN (głównie z naciskiem na 2H'25, kiedy powinny wystartować prace budowlane dla GDDKIA z kontraktów z 2024 roku). Jednocześnie obawiamy się, że niższa kontrybucja segmentu deweloperskiego może ważyć na wyniku netto (w 2024 JHM może mieć wg naszych szacunków 45-50 mln PLN zysku netto, natomiast w 2025 wynik może się przepołowić). W segmencie kolejowym zakładamy, że 2026 roku, przy istotnym CAPEX w okresie 2025-26, spółka zacznie pokazywać pierwsze przychody (0,2 mld PLN) a istotną kontrybucję obszar ten osiągnie po 2-3 kolejnych latach (0,7-0,9 mld PLN, przy marżowości zbiegającej do średniej marży segmentu drogowego). Nasze prognozy zakładają odbudowę Marywilskiej 44 do końca 2026 i sprzedaż w tym samym roku hali w Bolesławcu. Nasze prognozy nie uwzględniają realizacji kontraktu na budowę fabryki Izery (szacunkowa część budowlana to 2 mld PLN - przy założeniu marży operacyjnej 5% przełożyłoby się to na ok 0,7 PLN/akcję po zdyskontowaniu wartości w czasie). Spółka wyceniana jest przy naszych prognozach na EV/EBITDA'24 i '25 na poziomie odpowiednio 4,6x i 5,4x (wzrost wskaźnika w 2025 wynika z jednej strony z założenia spadku wyniku r/r w segmencie deweloperskim, a z drugiej z założonego podwyższonego CAPEX-u).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	2 505,6	3 319,3	3 322,4	3 429,3	3 663,5	4 148,7
EBITDA [mln PLN]	187,9	194,4	242,6	219,2	214,1	245,0
EBIT [mln PLN]	174,5	178,4	223,9	198,0	182,2	208,4
Zysk netto [mln PLN]	128,0	119,2	135,4	134,2	126,6	149,5
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-10,7	-59,2	9,0	-330,9	-176,1	-140,9
P/BV	1,9	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
P/E	8,7	9,4	8,3	10,0	10,6	9,0
EV/EBITDA	5,9	5,5	4,7	4,6	5,5	4,9
EV/EBIT	6,4	5,9	5,0	5,1	6,4	5,8
DPS [PLN/akcję]	0,08	0,20	0,28	0,18	0,20	0,33

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 11,3 PLN**

2 WRZESIEŃ 2024, 15:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	11,6
Wycena porównawcza [PLN]	10,1
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>11,3</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>-7,6%</b>
Koszt kapitału	15,0%
Cena rynkowa [PLN]	12,20
Kapitalizacja [mln PLN]	1 343,1
Ilość akcji [mln. szt.]	110,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,98
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,00
Stopa zwrotu za 3 mc	7,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	33,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	66,2%
Struktura akcjonariatu:	
Mirgos Jerzy	37,9%
OFE NN	12,9%
PZU TFI	5,1%
Pozostali	44,1%

stopy zwrotu po uwzględnieniu dywidend

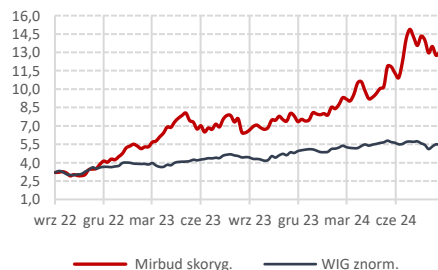
**Krzysztof Pado**

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

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

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	8,7	9,4	8,3	10,0	10,6	9,0	7,7
P/BV	1,9	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	5,9	5,5	4,7	4,6	5,5	4,9	3,5
EV/EBIT	6,4	5,9	5,0	5,1	6,4	5,8	4,1
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
BVPS	6,3	7,4	8,6	10,1	11,0	12,0	13,1
EPS	1,4	1,3	1,5	1,2	1,1	1,4	1,6
DPS (w danym roku)	0,08	0,20	0,28	0,18	0,20	0,33	0,54
Payout ratio	13%	14%	22%	14%	17%	29%	40%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	<b>2 506</b>	<b>3 319</b>	<b>3 322</b>	<b>3 429</b>	<b>3 664</b>	<b>4 149</b>	<b>4 720</b>
budowlanka	2 344	3 266	3 127	3 162	3 500	3 976	4 497
deweloperka	146	132	203	267	210	306	336
najem	42	54	62	35	20	20	62
inne	72	45	62	74	74	76	78
wyłączenia	-99	-177	-132	-109	-140	-230	-252
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>232</b>	<b>270</b>	<b>336</b>	<b>314</b>	<b>300</b>	<b>339</b>	<b>385</b>
budowlanka	174	197	244	209	246	270	279
deweloperka	34	38	50	90	58	77	84
najem	23	34	38	16	4	4	34
inne	3	2	4	3	0	0	0
wyłączenia	-2	0	1	-4	-7	-12	-12
SG&A	66	73	96	104	115	130	148
PPO/PKO	8	-19	-16	-12	-3	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>188</b>	<b>194</b>	<b>243</b>	<b>219</b>	<b>214</b>	<b>245</b>	<b>274</b>
EBIT	174	178	224	198	182	208	236
Zysk brutto	156	151	170	168	158	187	217
<b>Zysk netto</b>	<b>128</b>	<b>119</b>	<b>135</b>	<b>134</b>	<b>127</b>	<b>149</b>	<b>173</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-11</b>	<b>-59</b>	<b>9</b>	<b>-331</b>	<b>-176</b>	<b>-141</b>	<b>-379</b>

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	102%	32%	0%	3%	7%	13%	14%
EBITDA zmiana r/r	91%	3%	25%	-10%	-2%	14%	12%
Zysk netto zmiana r/r	120%	-7%	14%	-1%	-6%	18%	16%
Marża brutto na sprzedaży	9,2%	8,1%	10,1%	9,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Marża EBITDA	7,5%	5,9%	7,3%	6,4%	5,8%	5,9%	5,8%
Marża netto	5,1%	3,6%	4,1%	3,9%	3,5%	3,6%	3,7%
ROE	22,0%	17,5%	17,1%	12,1%	10,4%	11,3%	12,0%
ROA	6,3%	5,3%	5,9%	5,3%	4,7%	5,0%	5,4%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>715</b>	<b>730</b>	<b>847</b>	<b>769</b>	<b>947</b>	<b>946</b>	<b>939</b>
WNiP	6	5	9	9	9	9	9
Rzeczowe aktywa trwałe	153	170	269	347	494	424	423
Pozostałe aktywa trwałe	556	554	569	413	444	512	506
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 326</b>	<b>1 518</b>	<b>1 437</b>	<b>1 767</b>	<b>1 757</b>	<b>2 035</b>	<b>2 250</b>
Zapasy	316	393	390	419	555	811	714
Należności krótkoterminowe	498	575	614	650	695	787	895
Środki pieniężne	468	508	396	661	470	399	603
Pozostałe aktywa obrotowe	44	42	37	37	37	38	38
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 041</b>	<b>2 248</b>	<b>2 284</b>	<b>2 536</b>	<b>2 704</b>	<b>2 980</b>	<b>3 189</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>582</b>	<b>682</b>	<b>794</b>	<b>1 108</b>	<b>1 212</b>	<b>1 325</b>	<b>1 439</b>
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>1 458</b>	<b>1 566</b>	<b>1 490</b>	<b>1 428</b>	<b>1 492</b>	<b>1 655</b>	<b>1 750</b>
Rezerwy na zobowiązania	34	47	62	62	62	62	62
Oprocentowane zobowiązania	457	448	405	330	294	258	224
Zobowiązania pozostałe	967	1 071	1 024	1 037	1 136	1 335	1 465
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 041</b>	<b>2 248</b>	<b>2 284</b>	<b>2 536</b>	<b>2 704</b>	<b>2 980</b>	<b>3 189</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-11</b>	<b>-59</b>	<b>9</b>	<b>-331</b>	<b>-176</b>	<b>-141</b>	<b>-379</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,1	-0,3	0,0	-1,5	-0,8	-0,6	-1,4

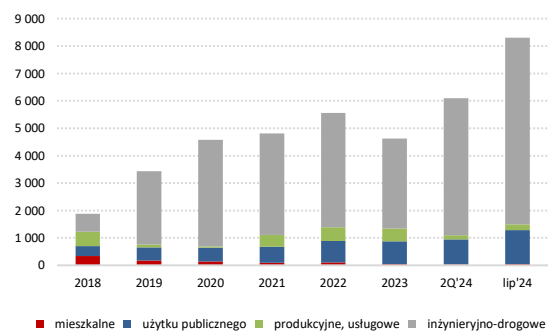
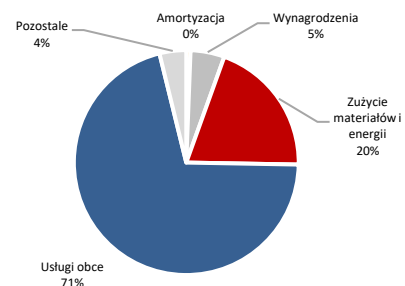
Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	205	133	148	228	93	50	340
CFI	-54	-4	-146	-99	-216	-39	-35
CFF	28	-89	-114	136	-68	-82	-101
- w tym dywidenda	7	18	26	19	22	36	60
Przepływy pieniężne netto	179	40	-112	265	-191	-71	204
CAPEX / Amortyzacja	22%	44%	610%	466%	676%	420%	98%

**MIRBUD**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Redukuj</b>	<b>www:</b>	<b><a href="http://www.mirbud.pl">www.mirbud.pl</a></b>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>11,3</b>		
<b>Potencjał do wzrostu /</b>	<b>-7,6%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
Cena rynkowa [PLN]	12,20	3Q'24:	28 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	110,1	4Q'24:	b.d
Kapitalizacja [mln PLN]	1343,1		

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
<b>Przychody</b>	<b>515</b>	<b>680</b>	<b>872</b>	<b>1 255</b>	<b>647</b>	<b>816</b>
budowlanka	503	694	819	1 111	553	776
deweloperka	11	6	33	153	72	50
najem	15	16	15	16	16	9
inne	7	15	35	7	18	14
wyłączenia	-19	-50	-29	-33	-13	-34
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>43</b>	<b>57</b>	<b>74</b>	<b>161</b>	<b>78</b>	<b>65</b>
budowlanka	32	47	61	104	43	42
deweloperka	4	2	9	35	26	17
najem	8	10	9	10	9	5
inne	0	0	-3	7	1	2
wyłączenia	-1	-2	-2	5	-1	-1
SG&A	18	23	26	29	24	24
PPO/PKO	1	-2	-5	-10	-1	-9
<b>EBITDA</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>48</b>	<b>128</b>	<b>59</b>	<b>37</b>
EBIT	26	32	43	123	54	32
Zysk brutto	17	20	33	100	41	28
<b>Zysk netto</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>79</b>	<b>33</b>	<b>21</b>
<b>Dług netto</b>	<b>151</b>	<b>245</b>	<b>331</b>	<b>9</b>	<b>146</b>	<b>-2</b>

Wskaźniki	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
Przychody zmiana r/r	3%	-20%	-8%	23%	25%	20%
EBITDA zmiana r/r	5%	-17%	-27%	131%	96%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-14%	-36%	-43%	151%	153%	34%
Marża brutto na sprzedaży	8,4%	8,3%	8,5%	12,9%	12,1%	8,0%
Marża EBITDA	5,8%	5,4%	5,5%	10,2%	9,1%	4,6%
Marża netto	2,5%	2,3%	3,2%	6,3%	5,1%	2,6%

**Portfel [mln PLN]**

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


## WYCENA I PODSUMOWANIE

## Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	11,6
Wycena metodą porównawczą	20%	10,1
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>11,3</b>

Źródło: DM BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,40%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,2. Wycena została sporządzona na dzień 2 września 2024.

## Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 429,3	3 663,5	4 148,7	4 720,1	5 062,4	5 304,3	5 392,4	5 282,0	5 128,1	5 170,9
EBIT [mln PLN]	198,0	182,2	208,4	236,3	234,8	251,2	256,5	253,8	249,1	253,4
Stopa podatkowa	20,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	40,0	36,4	41,7	47,3	47,0	50,2	51,3	50,8	49,8	50,7
NOPLAT [mln PLN]	157,9	145,8	166,7	189,1	187,8	200,9	205,2	203,1	199,3	202,8
Amortyzacja [mln PLN]	21,2	31,9	36,6	37,6	37,5	37,5	37,6	37,6	37,7	37,7
CAPEX [mln PLN]**	-99,0	-215,7	-153,8	-37,0	-38,0	-37,9	-38,0	-38,0	-38,1	-38,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-53,4	-83,5	-154,6	112,2	4,0	-3,3	-14,2	-28,0	-31,7	-19,5
Wpływ z ubezpieczenia [mln PLN]	111,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe* [mln PLN]	0,0	0,0	112,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	137,9	-121,6	7,4	301,8	191,3	197,2	190,6	174,7	167,3	182,9
DFCF [mln PLN]	132,1	-102,2	5,5	194,4	107,6	96,8	81,6	65,1	54,3	51,6
Suma DFCF [mln PLN]	686,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 329,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	375,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 062,3									
Dług netto 2023 [mln PLN]	9,0									
Dywidenda 2024 [mln PLN]	19,3									
Inne aktywa** [mln PLN]	41,0									
Środki z emisji 2024 [mln PLN]	199,4									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>1 274,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	110,1									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>11,6</b>									
Przychody zmiana r/r	3,2%	6,8%	13,2%	13,8%	7,3%	4,8%	1,7%	-2,0%	-2,9%	0,8%
EBIT zmiana r/r	-11,6%	-8,0%	14,4%	13,4%	-0,6%	7,0%	2,1%	-1,0%	-1,9%	1,7%
FCF zmiana r/r	732,9%	---	---	3968,1%	-36,6%	3,1%	-3,3%	-8,4%	-4,2%	9,3%
Marża EBITDA	6,4%	5,8%	5,9%	5,8%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%
Marża EBIT	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%
Marża NOPLAT	4,6%	4,0%	4,0%	4,0%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
CAPEX / Przychody	2,9%	5,9%	3,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	466,3%	676,0%	420,1%	98,5%	101,4%	101,0%	101,0%	101,0%	101,0%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	2,3%	3,7%	-2,4%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	50,0%	35,7%	31,9%	-19,6%	-1,2%	1,4%	16,1%	-25,4%	-20,6%	45,5%

Źródło: BDM S.A., \* w 2026 roku założono sprzedaż hali logistycznej w Bolesławcu, \*\*akcje Torpolu,

\*\*\* na CAPEX w latach 2024-26 składają się m.in.: nakłady na rozwój w segmencie kolejowym (200 mln PLN), odbudowa Marywilskiej (111 mln PLN), dokończenie budowy hali w Bolesławcu (30 mln PLN) oraz inwestycje w segmencie drogowym (zakup czterech wytwórni mas w Kobylni – koszt 5 mln EUR/szt)

## Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Udział kapitału własnego	87,0%	89,1%	91,3%	93,0%	94,4%	95,8%	96,9%	97,9%	99,0%	99,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	13,0%	10,9%	8,7%	7,0%	5,6%	4,2%	3,1%	2,1%	1,0%	0,9%
WACC	13,8%	14,0%	14,2%	14,3%	14,5%	14,6%	14,7%	14,8%	14,9%	14,9%

Źródło: BDM S.A.

## Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	1,1	1,2	1,3					
beta	1,0	12,6	13,0	13,4	Premia za ryzyko	6,00%	13,3	13,8	14,3	Premia za ryzyko	6,00%	14,5	13,8	13,2
	1,1	11,9	12,2	12,6		7,00%	12,2	12,6	13,0		7,00%	13,3	12,6	12,0
	1,2	11,3	11,6	11,9		8,00%	11,3	11,6	11,9		8,00%	12,2	11,6	11,0
	1,3	10,8	11,0	11,3		9,00%	10,5	10,7	11,0		9,00%	11,4	10,7	10,2
	1,4	10,3	10,5	10,7		10,00%	9,9	10,0	10,2		10,00%	10,6	10,0	9,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

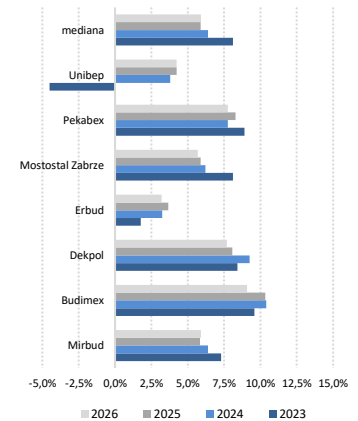
## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o wskaźniki wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla 2024 roku przyjęliśmy wagę 20% a dla każdego kolejnego po 40%. **Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 10,1 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 20% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).**

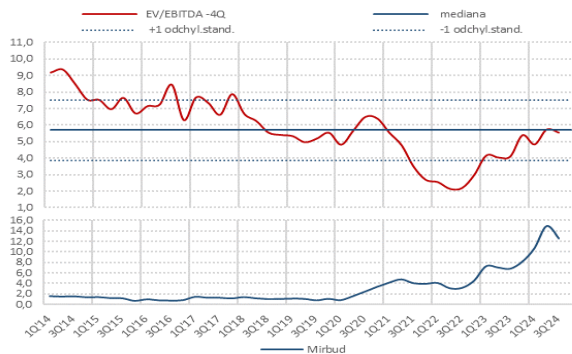
### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Budimex	19,9	17,5	18,0	11,1	9,4	9,2
Dekpol	4,2	5,2	5,3	3,8	3,7	3,2
Érbud	16,1	10,9	10,6	4,2	3,2	3,4
Mostostal Zabrze	8,6	9,4	9,4	2,3	2,2	2,0
Pekabex	10,0	6,6	6,5	5,8	4,1	3,8
Unibep	18,1	6,0	5,7	4,1	3,0	2,7
<b>Mediana</b>	<b>13,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
Mirbud	10,0	10,6	9,0	4,6	5,5	4,9
Premia / dyskonto	-23,4%	32,7%	13,2%	10,6%	59,6%	48,5%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	15,9	9,2	10,8	11,3	8,2	8,6
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		<b>11,2</b>			<b>9,0</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>10,1</b>					

### Porównanie rentowność EBITDA

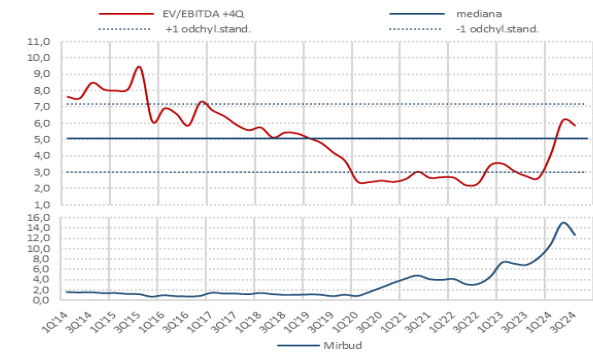


Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne  
Mirbud EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs PLN



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)

### Mirbud EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs PLN



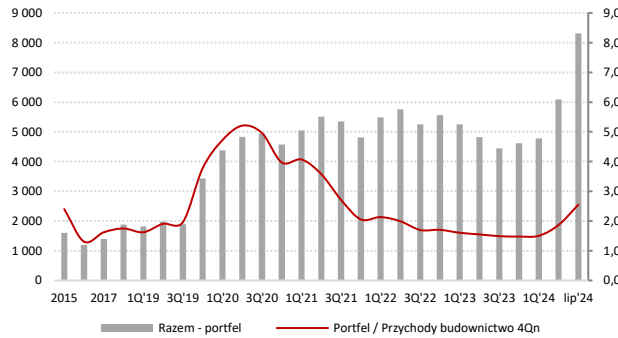
Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

**PORTFEL ZAMÓWIENÍ**
**Kontrakty budowlane o wartości >50 mln PLN netto podpisane przez Mirbud od 2022 roku + kontrakty z lat 2019-21 w realizacji**

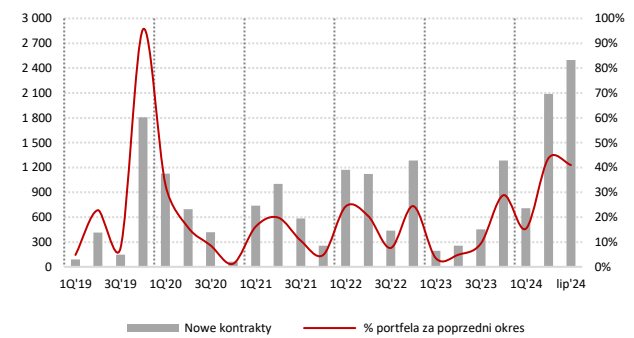
Data umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Termin zakończenia ***	% budżetu inwestora	Zaawansowanie prac na VII'24
<b>2024</b>						
2024-08-08	ZDW Gdańsk	Budowa obwodnicy Kartuz - etap II	144	nko	177%	---
2024-07-31	Gmina Stryków	Budowa Centrum Rozwoju Strykowa	136	2027-07	---	0%
2024-07-22	GDDKIA	S11 Kepno - A1 (odc. II: Siemianice - Gotartow)	470	2028-10	73%	0%
2024-07-15	GDDKIA	S12 Przysucha - Wieniawa	486	2029-05	92%	0%
2024-07-05	GDDKIA	S10 Recz (bez węzła) – węzeł Cybowo	526	2028-10	65%	0%
2024-07-03	GDDKIA	S11 Oborniki - węzeł Poznań Płn wraz z obwodnicą Obornik	694	2028-10	88%	0%
2024-06-14	GDDKIA	S8 Wrocław – Kłodzko (VI: Ząbkowice Śląskie Północ - Bardo)	308	2028-09	76%	0%
2024-05-24	GDDKIA	S10 Suchań (z węzłem) – Recz (z węzłem)	542	2028-08	80%	0%
2024-05-22	Miasto Chełm	Przebudowa stadionu miejskiego w Chełmie	77	2027-02	107%	0%
2024-05-14	GDDKIA	S16 odc. Knyszyn – Krynice	256	2028-08	71%	0%
2024-05-07	UM Skierniewice	Budowa Skierniewickiego Centrum Sportu i Rekreacji	93	2027-02	98%	0%
2024-04-30	UM Łódź	Ośrodek Sportowo - Rekreacyjny na Olechowie-Janowie w Łodzi	83	2026-10	---	0%
2024-04-29	GDDKIA	Obwodnica Kamienia Krajeńskiego i Sepolna Krajeńskiego	129	nko	66%	---
2024-04-26	GDDKIA	S11 Kepno - A1 (odc. III: Gotartow - początek obw. Olesna)	378	2028-07	82%	0%
2024-04-24	UM Rzeszów	Budowa Podkarpackiego Centrum Lekkoatletycznego	157	2026-10	218%	0%
2024-04-17	GDDKIA	S11 Ostrów Wielkopolski-Kępno - odcinek III, rozb. obwodnicy m. Kępno	56	2027-11	81%	0%
2024-03-28	Gmina Jaworzno	Budowa infrast. Drog. w ramach Jaworznickiego Obszaru Gospodarczego	185	2027-10	89%	0%
2024-03-27	ZIM Wrocław	Budowa Zespołu Szkolno- Przedszkolnego we Wrocławiu	73	2026-05	---	1%
2024-03-13	Gmina Głogów	Przebudowa infrastruktury drogowej w gminach Głogów i Kotla	121	2027-07	69%	0%
2024-03-13	ElectroMobility Poland	Budowa zakładu produkcyjnego Izera w formule Projektuj i Buduj	---	list inten.	---	---
2024-02-27	Świętokrzyski ZDW	Budowa DW723 w województwie świętokrzyskim	75	2027-12	---	0%
2024-02-02	UM Bydgoszcz	Budowa Zajezdni Tramwajowej przy ul. Toruńskiej w Bydgoszczy	102	2026-04	125%	8%
2024-01-12	Gmina Jawor	Budowa infrastruktury drogowej na terenie Dolnośląskiej SAG - S3 Jawor	72	2025-04	88%	0%
<b>2023</b>						
2023-12-04	Powiat Płocki	Rozbudowa ciągu dróg powiatowych: nr 2911W i 2920W	59	2026-02	---	0%
2023-12-01	BB Baltic Park	Budowa Zespołu Budynków Lecznictwa Uzdrawiskowego w Kołobrzegu	173	b.d.	---	2%
2023-12-01	Woj. Świętokrzyskie	Budowa obwodnicy m. Nowy Korczyn	76	2025-12	---	0%
2023-11-30	M. Słupsk	Uzbrojenie terenów inwestycyjnych pod funkcję przemysłową w Słupsku	54	2026-07	84%	0%
2023-11-29	G. Słupsk	Budowa i rozbudowa DK Jezierzycze - Redzikowo	61	2025-11	82%	0%
2023-11-09	Dino PL	Budowa centrum dystrybucyjnego Kaliszki	107	b.d.	---	43%
2023-11-09	Dino PL	Budowa centrum dystrybucyjnego Janów Lubelski	102	b.d.	---	56%
2023-10-18	AMW	Budowa Centrum Sportowego K-6015 Powidz	60	2026-01	---	12%
2023-10-13	Sangate Sancak	Budowa hotelu w Warszawie	127	b.d.	---	14%
2023-09-25	ZDW w Bydgoszczy	Modernizacja DW 268	51	2026-05	---	0%
2023-08-18	ACE10	Budowa Retail Park w Ostródzie	79	b.d.	---	83%
2023-08-03	ED SAN III	Budowa zespołu budynków handlowo - usługowych w m. Mysiadło	69	b.d.	---	82%
2023-06-27	Miasto Słupsk	Budowa południowego obejścia Słupska	105	2025-03	94%	21%
2023-05-30	CWN 4	Budowa centrum logistycznego w Bolewicko	106	b.d.	---	93%
2023-03-06	Devel. Concept On	Budowa 2 budynków magazynowo-produkcyjno-usługowych w W-wie	84	b.d.	---	83%
<b>2022</b>						
2022-12-01	Gmina Kraków	Budowa Krakowskiego Centrum Muzyki	95	b.d.	106%	47%
2022-11-23	Pit-Radwar	Budowa kompleksu budynków produkcyjno-montażowych w Warszawie	97	b.d.	---	100%
2022-11-23	Bemowo	Budowa budynku szkoły na terenie osiedla Chrzanów	69	2025-09	---	91%
2022-11-03	Woj. Zachodniopolskie	Rozbudowa DW 203 na odcinku Darłowo - granica woj..	95	2024-07	76%	53%
2022-09-30	GDDKIA	Projekt i budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc 1, Sianów - Sławno)	535	2025-08	69%	29%
2022-09-01	BCAP TAP 10	Budowa hali magazynowej w Tarnowie Podgórnym	95	b.d.	---	100%
2022-07-26	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Koninie	70	b.d.	---	57%
2022-07-18	Akademia Mar. Woj.	Budowa budynku wielofunkcyjnego dla AMW	93	b.d.	---	73%
2022-07-08	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Jeleniej Górze	82	b.d.	---	100%
2022-07-08	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Gorzowie	151	b.d.	---	73%
2022-05-31	GDDKIA	Przebudowa DK 91 Terespol-Stolno	55	2024-04	103%	95%
2022-05-24	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Pile	118	b.d.	---	97%
2022-05-23	Panattoni	Budowa hal magazynowych w Tarnowie Podgórnym	128	b.d.	---	100%
2022-05-16	Panattoni	Budowa hal magazynowych w Krakowie (Węzłów)	155	b.d.	---	100%
2022-05-06	GDDKIA	Projekt i budowa S10 Bydgoszcz – Toruń (odc. 3 Solec - Toruń Zachód)	346	2025-10	60%	9%
2022-03-29	Gmina Legnica	Budowa Zbiornicy Drogowej Południowej w Legnicy	72	2024-09	---	86%
2022-03-09	GDDKIA	Projekt i budowa S74 Przelom/Miniów – Kielce	437	2025-12	66%	9%
2022-02-07	Panattoni	Budowa hali magazynowych w Bolesławcu	103	b.d.	---	73%
<b>2021</b>						
2021-12-14	ZK w Opolu	Budowa Stadionu Miejskiego w Opolu	170	2024-12	116%	84%
2021-09-29	SZI w Warszawie	Budowa hali remontowej do obsługi i napraw czołgów Leopard 2	65	2024-08	---	97%
2021-08-11	Sąd Apel. we Wrocławiu	Budowa budynku Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu	60	2024-10	---	81%
2021-06-30	GDDKIA	Obwodnica miejscowości Gostynia	201	2025-06	92%	52%
2021-04-16	GDDKIA	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	2025-09	90%	37%
<b>2020</b>						
2020-08-03	GDDKIA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała, odcinek III	477	2024-08	80%	71%
<b>2019</b>						
2019-12-23	GDDKIA	Obwodnica Poręby i Zawiercia (DK 78)	337	2025-04	144%	81%
2019-10-10	GDDKIA	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Górki)	1 121	2024-09	105%	86%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, \* w części przypadającej na grupę Mirbud, \*\* spółka w raporcie podała inną kwotę niż jest to w oficjalnym postępowaniu przetargowym (link), \*\*\* w przypadku kontraktów drogowych termin szacunkowy (możliwe opóźnienie np. związane z otrzymaniem wymaganych pozwoleń)

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

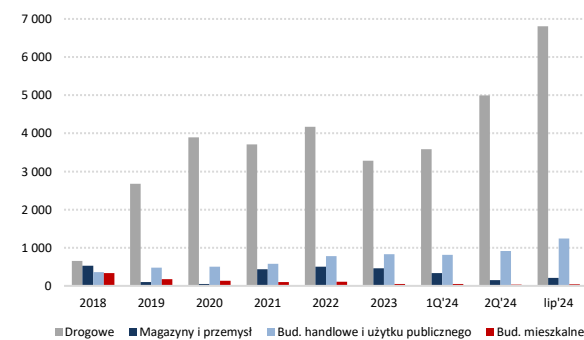


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN] \*



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel wg segmentów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

W 2023 roku spółka nie podpisała żadnego istotnego kontraktu z GDDKiA, więc nie powinna dziwić „ofensywa” przetargowa z końcówki ubiegłego roku, której owoce spółka zebrała w ostatnich miesiącach (podpisane umowy).

Kontrakty Mirbud z GDDKiA z lat 2019-2024 [mln PLN netto]

Podpis	Kontrakt	Wartość [mln PLN]	% budżetu inwestora	% II oferty	postęp prac
<b>2024</b>		<b>3 844</b>	<b>78%</b>	<b>95%</b>	
2024-07-22	S11 Kępno - A1 (odc. II: Siemianice - Gotartow)	470	73%	95%	0%
2024-07-15	S12 Przysucha - Wieniawa	486	92%	100%	0%
2024-07-05	S10 Recz (bez węzła) – węzeł Cybowo	526	65%	99%	0%
2024-07-03	S11 Oborniki - węzeł Poznań Pln wraz z obwodnicą Obornik	694	88%	95%	0%
2024-06-14	S8 Wrocław - Kłodzko (VI: Ząbkowice Śląskie Północ - Bardo)	308	76%	83%	0%
2024-05-24	S10 Suchań (z węzłem) – Recz (z węzłem)	542	80%	98%	0%
2024-05-14	S16 odc. Knyszyn – Krynice	256	71%	98%	0%
2024-04-29	Obwodnica Kamienia Krajeńskiego i Sepolna Krajeńskiego	129	66%	78%	0%
2024-04-26	S11 Kępno - A1 (odc. III: Gotartow - początek obw. Olesna)	378	82%	98%	0%
2024-04-17	S11 Ostrów Wielkopolski-Kępno - odcinek III, rozbudowa obw. m. Kępno	56	81%	85%	0%
<b>2023</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>2022</b>		<b>1 027</b>	<b>69%</b>	<b>95%</b>	
2022-09-30	S6 Koszalin – Słupsk (odc 1, Sianów - Sławno)	535	69%	95%	29%
2022-05-31	PDK 91 Terespol-Stolino	55	103%	98%	95%
2022-03-09	S74 Przelom/Miniów – Kielce	437	66%	93%	9%
<b>2021</b>		<b>1 043</b>	<b>91%</b>	<b>93%</b>	
2021-06-30	Obwodnica Gostynia	201	92%	85%	52%
2021-04-16	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	90%	94%	37%
2021-01-27	A18 Olszyna – Golnice, odc. 4	210	93%	100%	100%
<b>2020</b>		<b>1 609</b>	<b>101%</b>	<b>96%</b>	
2020-08-03	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała, odcinek III	477	80%	96%	71%
2020-04-23	Kontynuacja S-5 Dworzysko – Aleksandrowo	474	130%	96%	100%
2020-03-13	Kontynuacja S-5 Białe Błota - Szubin	292	120%	94%	100%
2020-03-04	S11 Koszalin - Bobolice	366	96%	98%	100%
<b>2019</b>		<b>2 904</b>	<b>104%</b>	<b>94%</b>	
2019-12-23	Obwodnica Poręby i Zawiercia (DK 78)	337	144%	92%	81%
2019-11-14	A18 Olszyna – Golnice (przebudowa jezdni południowej)	207	84%	97%	100%
2019-10-10	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Góry)	1 121	105%	96%	86%
2019-05-20	Obwodnica Olesna (S11)	543	108%	98%	100%
2019-04-18	A-1 Bełchatów - Kamieńsk	697	96%	89%	100%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, GDDKiA \*kontrakty o wartości min. 50 mln PLN

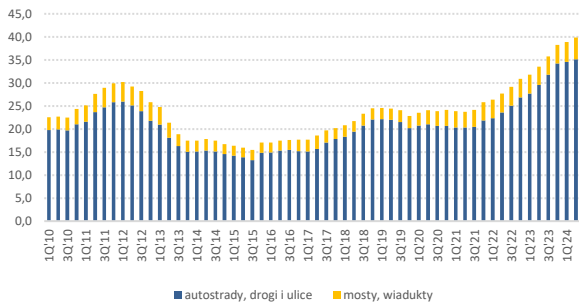
Rynek przetargów w 2024 roku na rynku publicznym wygląda bardzo słabo:

- GDDKiA przyjęła oferty w jedynie pojedynczych przetargach na drogi ekspresowe/autostrady (według naszych kalkulacji 0,5 mld PLN w I-VIII'24 vs 17,9 mld PLN rok temu i 6,7 mld PLN w 2022), nieco większy ruch jest w (mniejszych jednostkowo) przetargach na drogi krajowe.
- PKP PLK w 2024 przyjęła dotychczas oferty na jedynie nieco ponad 1 mld PLN w przetargach o jednostkowej wartości min. 50 mln PLN (rok temu było to >10 mld PLN a w 2022 roku >12 mld PLN). Jednocześnie jeszcze przed wakacjami PKP PLK zapowiedziała ogłoszenie w 2024 roku przetargów o łącznej wartości 17 mld PLN w 3-4Q'24 ([link](#) - do dziś został ogłoszony jeden przetarg z przedstawionej listy o wartości >100 mln PLN).

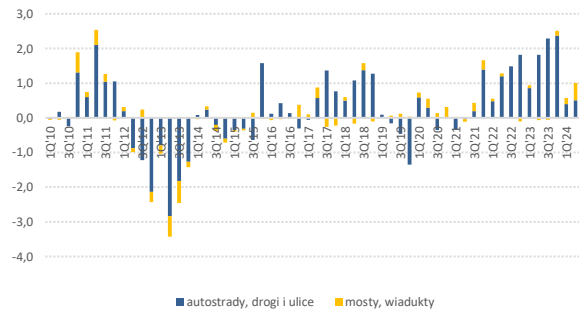
W lipcu 2024 GDDKiA zapowiedziała, że w 2024 roku na inwestycje wyda ok 20 mld PLN (vs 17 mld PLN w 2023). Mniej więcej taki poziom nakładów chce utrzymać średnio do 2030 roku (i w przybliżeniu wpisuje się to w plany sprzed zmiany władzy po wyborach parlamentarnych w 2023 roku).

Obowiązująca nadal wersja Krajowego Programu Kolejowego do 2030 roku z sierpnia 2023 zakładała, że nakłady PKP PLK w latach 2023-30 wyniosą 108 mld PLN (w tym 20,5 mld PLN w 2024). W związku z szeroką rewizją planów przez nowe kierownictwo MI te plany trudno uznać obecnie za realistyczne. Według raportu rocznego za 2023 rok inwestycje budowlane w PKP PLK w 2024 roku mają spaść do 9,3 mld PLN (-19% r/r, w tym modernizacja linii 6,4 mld PLN vs 7,4 mld PLN w 2023 roku). W sierpniu '24 MI wskazało, że „zakończenie ewaluacji ws. rozbudowy sieci kolejowej w Polsce jest planowane na koniec 2025”.

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

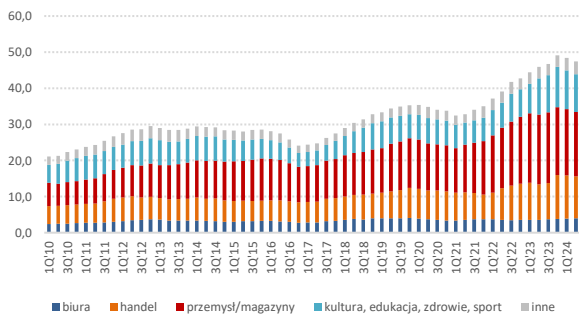


Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty zmiana r/r [mld PLN]



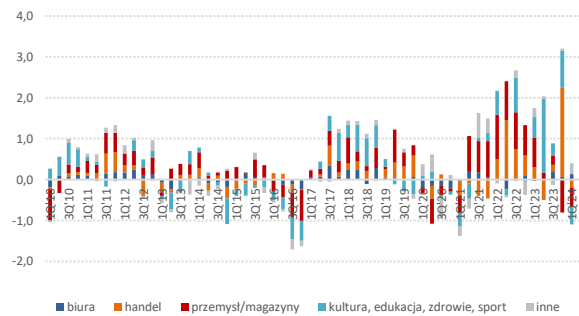
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



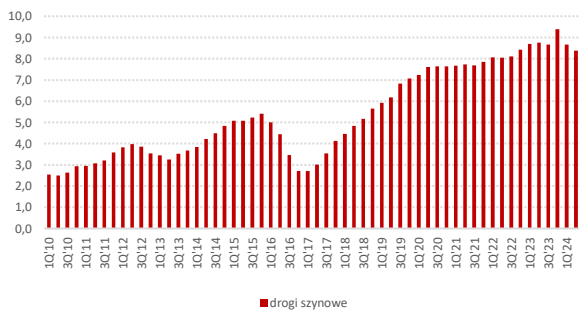
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



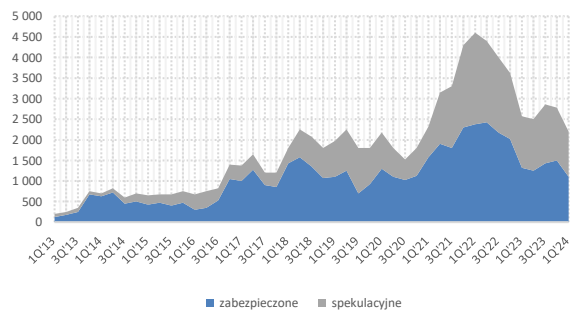
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Powierzchnie magazynowe w budowie [tys mkw]



Źródło: DM BDM S.A., GUS

Źródło: DM BDM S.A., JLL

Na przestrzeni ostatnich lat mocno fluktuowała wartość portfela spółki w obszarze logistyki/produkcji - na koniec 2020 roku było to <0,1 mld PLN, a w 10'22 wartość wzrosła do blisko 0,9 mld PLN, a obecnie wynosi jedynie ok 0,2 mld PLN. W szczytowym okresie tego rynku spółka w dużym stopniu bazowała na kontraktach dla Panattoni, którego działalność w ostatnich kwartałach mocno przygasa. Pozostałością z tej współpracy jest hala magazynowa w Bolesławcu, którą Mirbud przejął na swój bilans w efekcie konwersji należności za wykonane prace budowlane. Obecnie rynek w tym segmencie jest trudny, ilość powierzchni w budowie nadal spada q/q, a podaż kontraktów jest niska.

Szansą na odbudowę portfela w tym obszarze byłoby pozyskanie kontraktu na budowę fabryki Izery w Jaworznie. Spółka w marcu podpisała list intencyjny z ElectroMobility Poland. Szacunkowa wartość tego zlecenia to 2 mld PLN (bez technologii, [link](#)). Ciągłe brakuje jednak politycznej, kierunkowej decyzji o formie tego projektu (m.in. kwestia finansowania czy skali i charakterze udziału chińskiego partnera). W ostatnich tygodniach pojawiły się artykuły prasowe sugerujące z jednej strony prowadzenie negocjacji z Geely do końca 2024 roku ([link](#)) a z drugiej całkowite odłożenie inwestycji „na półkę” ([link](#)).



## DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA ORAZ NAJEM

### Inwestycje mieszkaniowe w toku oraz z rozpoczęciem przekazania w 2H'24\*\*

projekt	termin zakończenia	postęp prac na VII'24	liczba lokali	liczba lokali sprzedanych*	postęp sprzedaży*
Łódź Smugowa/Żródlowa (Helenów Park)	3Q'24	95%	180	144	80%
Skieriewice Armii Krajowej I	4Q'24	95%	144	119	83%
Jastrzębia Góra Jantarowa I i II	4Q'25/1Q'26	43% / 11%	274	50	18%
Mszczonów Dworcowa	4Q'25	24%	167	45	27%
Skieriewice Armii Krajowej II	1Q'26	14%	200	0	0%

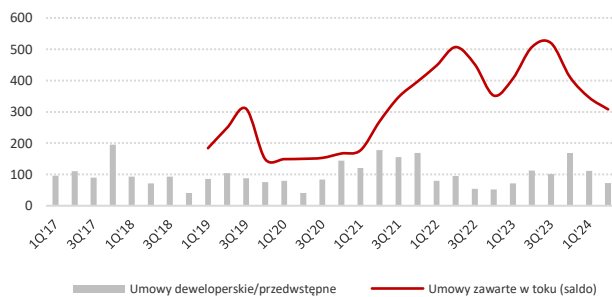
Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*na koniec sierpnia (umowy deweloperskie + rezerwacje), \*\* na koniec sierpnia spółka miała także w ofercie mieszkania z inwestycji zakończonych we wcześniejszych okresach

### Inwestycje mieszkaniowe planowane na kolejne lata

projekt	termin rozpoczęcia	termin zakończenia	liczba lokali
Bydgoszcz Toruńska I	2Q'25	3Q'27	213
Katowice Piaskowa	2Q'25	1Q'28	300
Konin Nefrytowa	4Q'24	2Q'26	165
Konin Orłąt Lwowskich	2Q'25	2Q'27	215
Łódź Harcerska	1Q'25	1Q'27	175
Łódź Politechniki I-X	2Q'26	4Q'32	2 641
Poznań Smoluchowskiego II	2Q'25	4Q'26	258
Poznań Smoluchowskiego II	2Q'26	3Q'27	121
Skieriewice Sobieskiego	1Q'25	2Q'26	75
Skieriewice Nowobieleńska	3Q'25	3Q'27	144
Żyrardów Wyspiańskiego	1Q'25	2Q'26	161
<b>suma</b>			<b>4 468</b>
<b>planowane rozpoczęcie w:</b>			
2024			165
2025			1 541
2026+			2 762

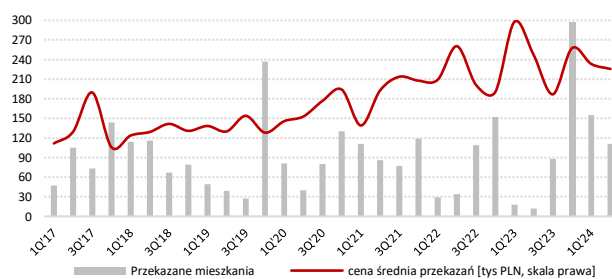
Źródło: DM BDM S.A., spółka

### Umowy deweloperskie/przedwstępne kwartalnie oraz saldo zawartych umów\*



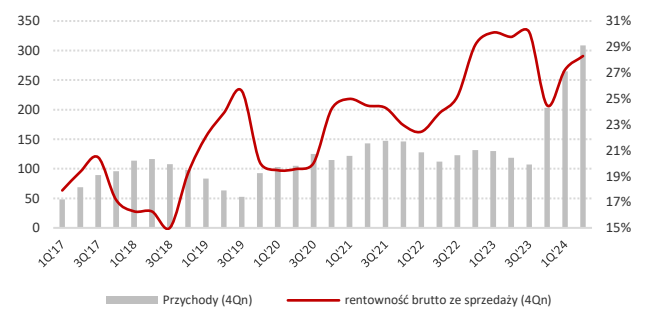
Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*umowy, które dotyczą mieszkań, które nie zostały jeszcze przekazane

### Lokale przekazane w kwartale [szt] i średnia cena [tys PLN]



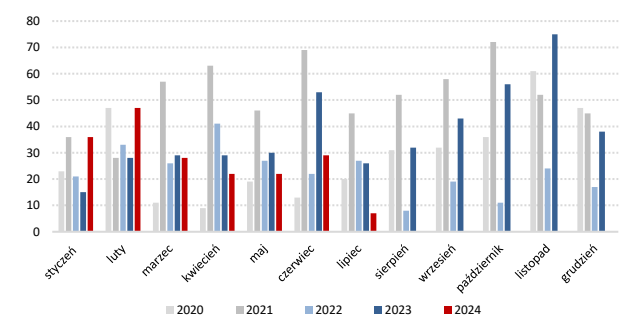
Źródło: DM BDM S.A., spółka

### Przychody [mln PLN] i rentowność brutto ze sprzed. segmentu deweloperskiego



Źródło: DM BDM S.A., spółka, JHM

### Umowy deweloperskie/przedwstępne miesięczne [szt]

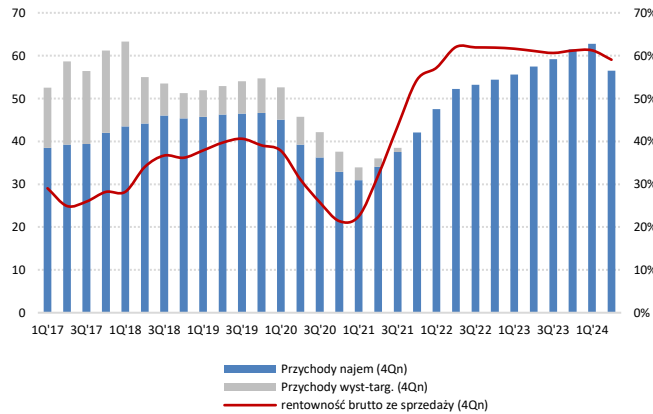


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Spółka w 1H'24 sprzedała 184 lokale (tyle samo co w 1H'23). Bardzo dobrze wygląda sprzedaż na początku roku, kolejne miesiące były już jednak słabsze (2Q'24 = 73 lokale), a bardzo słabo wypadł lipiec ze sprzedażą na poziomie jedynie 7 lokali.

W 1H'24 przekazano 266 lokali (111 w 2Q'24) vs jedynie 30 rok wcześniej. W 2H'24 rozpoczęto już przekazania lokali w Łodzi (180 lokali), w najbliższych miesiącach powinny być przekazywane także lokale z inwestycji w Skieriewicach (144 lokale). W sumie spółka ma więc potencjał na >500 przekazanych lokali, w scenariuszu optymistycznym może to być >600 (vs 416 w 2023 roku).

Na 2025 rok (4Q'25) planowane jest ukończenie jedynie dwóch inwestycji: w Mszczonowie i I etapu w Jastrzębiej Górze. Podobnie na 2026 rok spółka ma obecnie do przekazania dwie inwestycje. Według harmonogramu spółka chciałaby jeszcze w 2H'24-2025 rozpocząć projekty na 659 lokali z potencjałem do ukończenia w 2026. Największy projekt w długim terminie jest możliwy do zrealizowania w Łodzi (Politechniki – działki Hakamore).

**Sprzedaż oraz marża brutto ze sprzedaży segmentu najmu i działalności wystawowo-targowej**


Źródło: DM BDM S.A., spółka

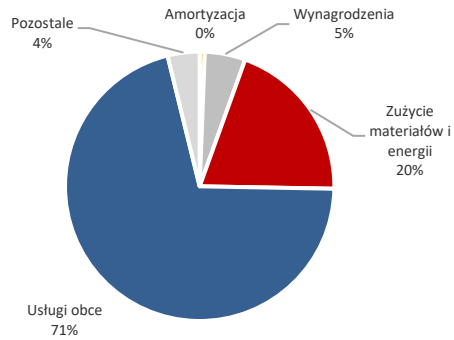
Kluczowym aktywem (dotychczas aktywa te były skoncentrowane w spółce Marywilska 44, ale w 3Q'24 część z nich przejmie Mirbud S.A.) w części odpowiadającej za wyniki segmentu Najmu jest centrum handlowo-targowe na Białołęce (1400 sklepów i punktów usług oraz park handlowy; od 2014 spółka ma umowę dzierżawy gruntu, na którym stoi centrum, na 22 lat z miastem Warszawa - [link](#), umowa dzierżawy stanowi zobowiązanie spółki wg MSSF16, pierwotnie były to hale targowe, do których przenieśli się kupcy ze Stadionu Dziesięciolecia).

12 maja 2024 roku w wyniku pożaru zniszczeniu uległ budynek centrum handlowo-targowego (bez uszkodzeń w przypadku parku handlowego). Obecnie trwają czynności zmierzające do ustalenia przyczyn pożaru. Obiekt był ubezpieczony, spółka otrzymała w lipcu 15 mln PLN zaliczki, łącznie spodziewa się 111 mln PLN (kwota ujęta w należnościach, rozpoznana jako pozostałe przychody w 2Q'24). W wynikach 2Q'24 spółka ujęła odpis 111 mln PLN wartości nieruchomości. Równocześnie po stronie aktywów i pasywów skorygowano wartość wyceny dzierżawy gruntu jako umowy leasingowej (po ok. 38 mln PLN, z informacji z konferencji wynikowej wynika, że do czasu odbudowy centrum spółka ma obniżony czynsz dzierżawny).

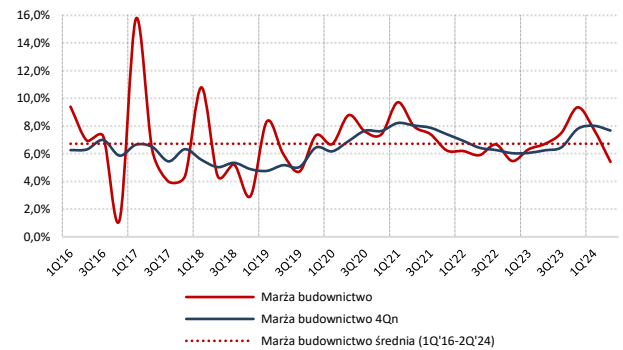
W lipcu'24 Mirbud odkupił od spółki Marywilska 44: i) obiekt w Ostródzie przy przy ul. Grunwaldzkiej 55 (30 tys mkw, część b. kompleksu Expo Mazury, który w ostatnich latach przekształcono pod działalność magazynową – nawiązano współpracę m.in. z grupą Ikea; w sumie łączna pow. to 57 tys mkw przy wycenia bilansowej na poziomie 150 mln PLN), ii) 50,1% udziałów w PDC IC 217 (hala logistyczna w Bolesławcu o pow. 50 tys mkw ukończona w 3Q'24 o wartości ok 120 mln PLN), iii) obiekt w Starachowicach (4,5 tys m2, market typu „dom i ogród”). Po tych transakcjach Marywilska (oprócz centrum na Białołęce) posiada jeszcze pozostałą część obiektu w Ostródzie (przy ul. Grunwaldzkiej 55A) oraz mały obiekt handlowy w Rumii (3,0 tys m2, market spożywczy). Środki ze sprzedaży obiektów zostały w dużej mierze rozliczone przez umorzenie akcji Mirbud w Marywilskiej 44 (spółka wypłaciła także dywidendę). Według informacji z konferencji wynikowej po 2Q'24 wynika, że finalnie do Marywilskiej trafiło ok. kilkunastu mln PLN, w celu wsparcia bieżącej działalności (m.in. częściowe sfinansowanie zakupu kontenerów pod tymczasowe miasteczko handlowe, które zostało uruchomione z końcem sierpnia w oparciu o 800 kontenerów - powierzchnia kontenera to 15-30 m2, koszt zakupu kontenerów dla spółki ok. 30 mln PLN, na końcu mogą one zostać sprzedane).

## STRONA KOSZTOWA

Mirbud - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Mirbud - raportowana marża w segmencie budowlanym

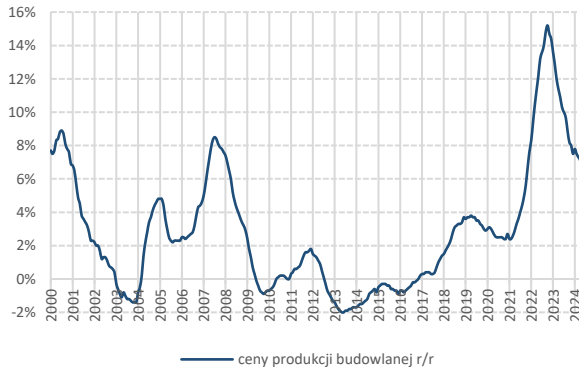


Źródło: DM BDM S.A., spółka

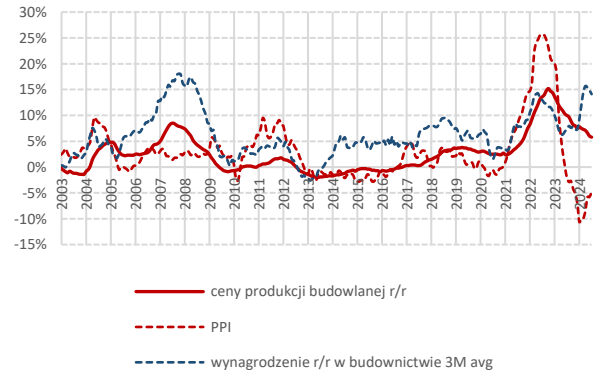
Źródło: DM BDM S.A., spółka

## CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

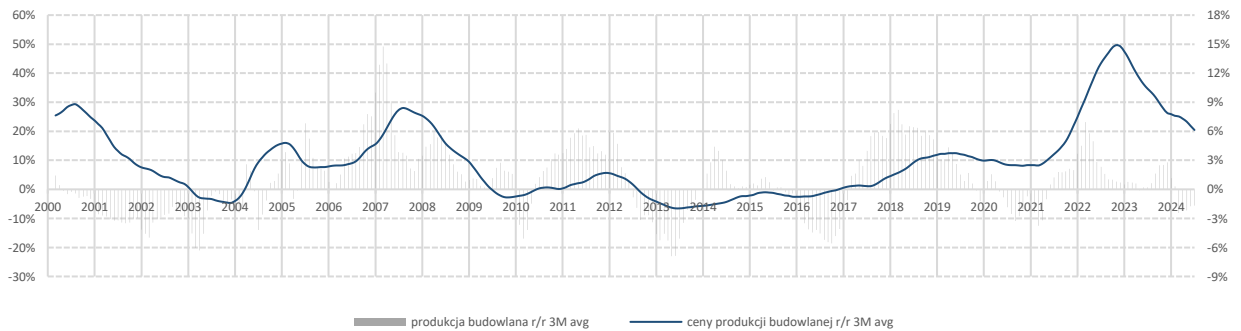
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



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)

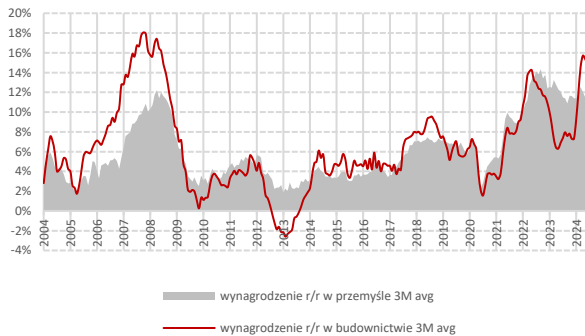


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża, przy czym dynamika w ujęciu m/m cały czas pozostaje dodatnia. W lipcu 2024 odnotowano wzrost r/r o 5,8% (+0,4% m/m). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynierskim (średnio 0,9 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej).

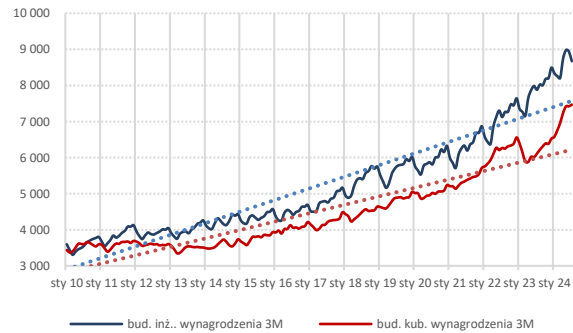
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już dobrze ponad połowę od szczytu, to nadal są to historycznie bardzo wysokie poziomy. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony może je równoważyć dynamika wynagrodzeń (presja ze strony wzrostu pensji minimalnej w 2024 roku).

**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

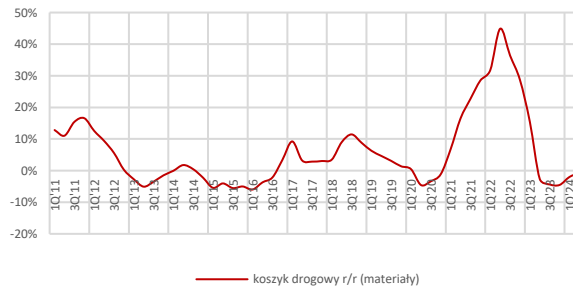
Z punktu widzenia portfela spółka najistotniejsze są koszty dotyczące kontraktów drogowych. W przypadku nowych umów GDDKiA stosowany jest obecnie +/-10% limit waloryzacji. Dodatkowo w grudniu 2023 GDDKiA podpisała aneksy zakładające podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach do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

**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 stala, 20% CPI, 8% asfalt, 6% robocizna, 5% paliwo, 4% cement, 4% kruszywo, 3% stal

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

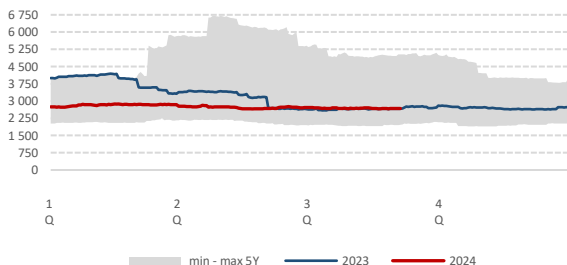


Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego GDDKiA to dane za 2Q'24 wykazały -1% spadek r/r (-2% w 1Q'24). Są to tylko materiały (wskaźniki waloryzacyjne uwzględniają także CPI, robociznę i wartość stałą), ale wskazuje to z jak zaawansowanym spadkiem presji kosztowej mamy do czynienia. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI, robociznę oraz podział ryzyka 50/50 to dla GDDKiA dane za 2Q'24 wykazują wzrost o +1% r/r (podobnie jak w 1Q'24).

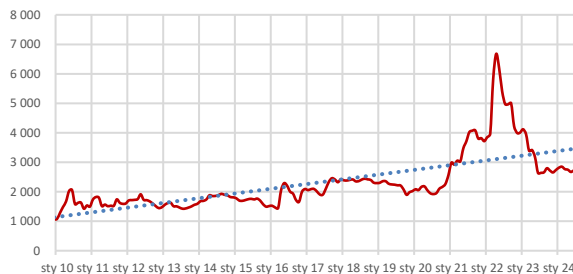
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023 roku wróciły do okolic swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszyw czy cementu, które w większym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

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



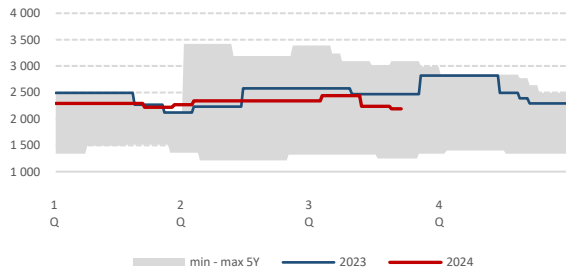
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



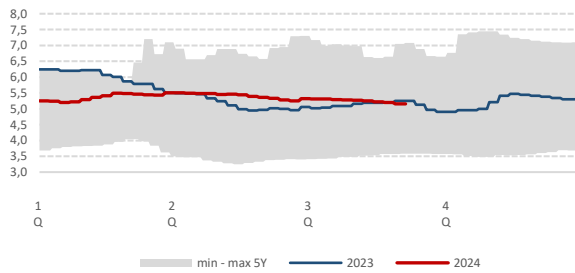
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



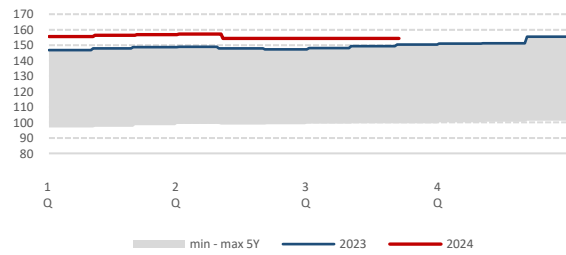
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



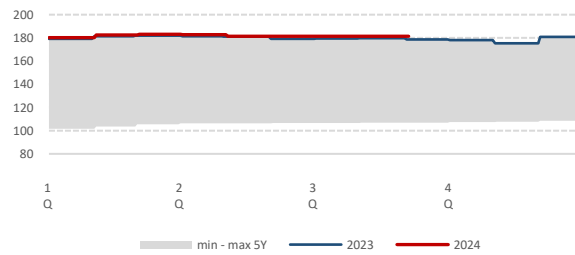
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS\*



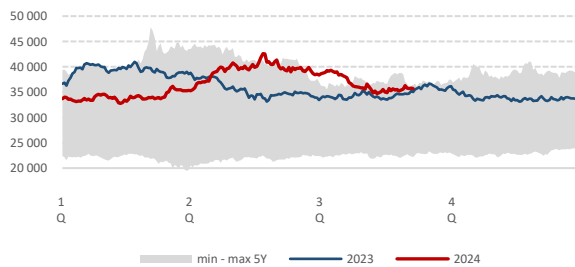
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za VI'24

Cement – indeks GUS\*



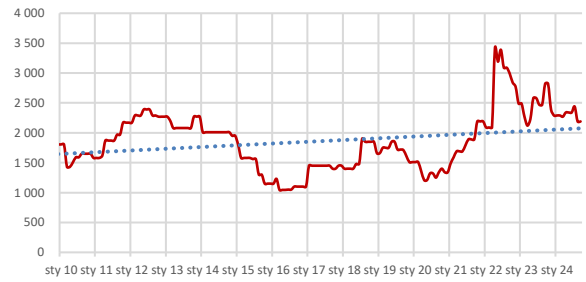
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za VI'24

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



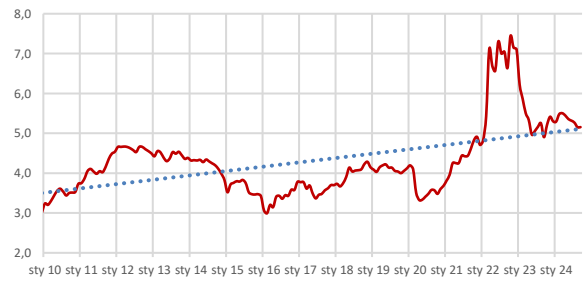
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



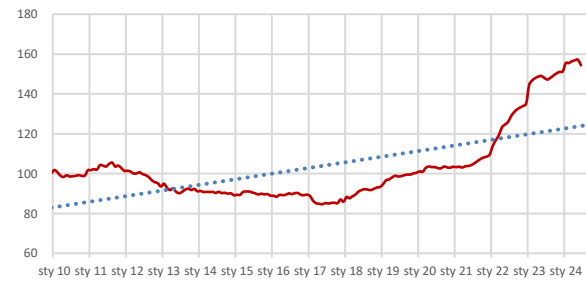
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



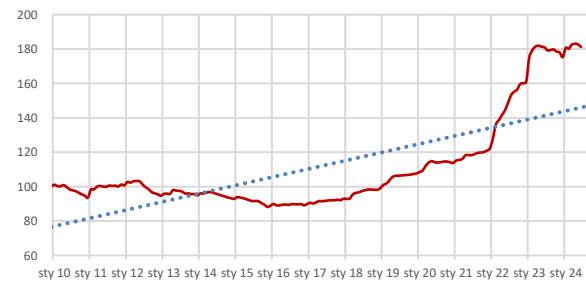
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS\*



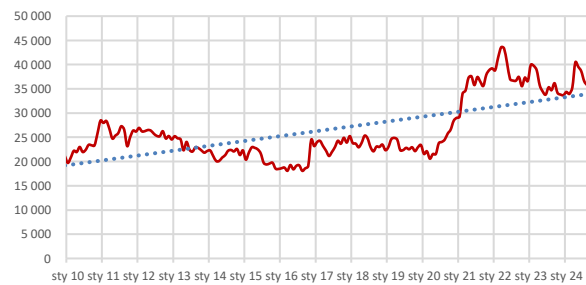
Źródło: DM BDM S.A., GUS, \*100= koniec 2009 roku

Cement – indeks GUS\*



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

Miedź – kontrakt LME 3M [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### Wyniki za 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	2Q'24P kons	odchyl.	1H'23	1H'24	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	679,9	815,7	20,0%	807,2	1,1%	742,0	9,9%	1 195,2	1 462,3	22,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,7	65,4	15,3%	67,8	-3,6%	---	---	100,1	143,7	43,5%
Zysk na sprzedaży	34,1	41,2	21,0%	44,4	---	---	---	59,0	95,8	62,4%
EBITDA	37,0	37,4	1,3%	39,4	---	---	---	67,0	96,5	43,9%
EBIT	32,4	32,0	-1,2%	34,4	---	---	---	58,0	86,1	48,4%
Zysk brutto	20,4	27,5	34,8%	21,9	---	---	---	37,0	68,4	85,0%
Zysk netto	15,7	21,1	34,4%	17,6	20,0%	12,5	68,5%	28,8	54,3	88,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,3%	8,0%		8,4%		---		8,4%	9,8%	
Marża EBITDA	5,0%	5,1%		5,5%		---		4,9%	6,6%	
Marża EBIT	4,8%	3,9%		4,3%		---		4,9%	5,9%	
Marża zysku netto	2,3%	2,6%		2,2%		1,7%		2,4%	3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Przychody i marża brutto wg segmentów budowlanych w 1H'24 [mln PLN]

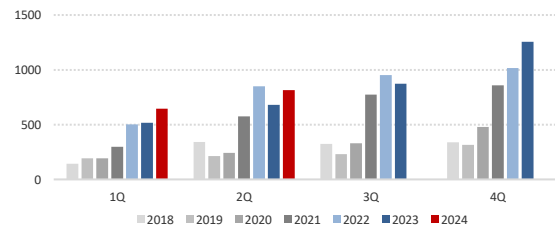
	2022	2023	zmiana r/r	1H'23	1H'24	zmiana r/r
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 319,3</b>	<b>3 322,4</b>	<b>0,1%</b>	<b>1 195,2</b>	<b>1 462,3</b>	<b>22,4%</b>
bud. użytku publicznego	391,0	650,8	66,4%	241,6	320,6	32,7%
bud. produkcyjne, usługowe	918,7	540,1	-41,2%	182,9	201,7	10,3%
obiekty inżynierijno-drogowe	1 782,3	1 798,2	0,9%	702,6	759,7	8,1%
pozostała działalność*	227,4	333,3	46,6%	68,1	180,4	164,9%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>270,5</b>	<b>335,7</b>	<b>24,1%</b>	<b>100,1</b>	<b>143,7</b>	<b>43,5%</b>
bud. użytku publicznego	9,6	45,8	378,6%	11,3	23,6	108,5%
bud. produkcyjne, usługowe	76,7	69,3	-9,6%	15,3	24,2	58,3%
obiekty inżynierijno-drogowe	110,7	130,1	17,5%	49,2	37,1	-24,7%
pozostała działalność*	73,6	90,5	23,0%	24,3	58,9	142,3%
<b>Marża zysku brutto ze sprzedaży</b>	<b>8,1%</b>	<b>10,1%</b>		<b>8,4%</b>	<b>9,8%</b>	
bud. użytku publicznego	2,4%	7,0%		4,7%	7,3%	
bud. produkcyjne, usługowe	8,3%	12,8%		8,3%	12,0%	
obiekty inżynierijno-drogowe	6,2%	7,2%		7,0%	4,9%	
pozostała działalność*	32,3%	27,1%		35,7%	32,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, \*deweloperka, najem, wyłączenia

- Wyniki 2Q'24 były zgodne z publikowanymi wcześniej danymi wstępnymi (wstępne były o 18% powyżej naszych prognoz na poziomie zysku netto i 66% powyżej konsensusu, ale zwracamy uwagę, że nasza prognoza i konsensus ujmowały ujemną wartość z tytułu aktualizacji wartości Marywilskiej skorygowanej o oczekiwane ubezpieczenie, a finalnie wpływ ten był neutralny, o czym niżej).
- W 2Q'24 na poziomie przychodów Mirbud miał 816 mln PLN (+20% r/r, wzrost przychodów w segmencie budowlanym i deweloperskim).
- Spadła r/r natomiast marża brutto ze sprzedaży (8,0% vs 8,3% rok temu), w efekcie spadku marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym (5,4% vs 6,7% rok temu i 7,7% w 1Q'24). Marża w segmencie deweloperskim na wysokim poziomie 34,0%.
- Nie dysponujemy danymi za poszczególne kwartały, ale w ujęciu półrocznym spadła r/r marżowość w obszarze inżynierijnym - spółka tłumaczy to dodatkowymi kosztami na budowie S1 (Węgierska Górka). Natomiast wzrost marży w segmentach budynków użytku publicznego i budynków produkcyjno-usługowych, spółka na konferencji wynikowej wytłumaczyła odpowiednio aneksami waloryzacyjnymi i finalnym rozliczeniem części kontraktów na wyższych od oczekiwania marżach.
- Segment najmu odnotował spadek przychodów do 9,3 mln PLN (vs 15-16 mln PLN w poprzednich kwartałach, pożar Marywilskiej 44 miał miejsce 12 maja).
- EBIT wyniósł 32,0 mln PLN (vs 32,4 mln PLN rok temu) a zysk netto 21,1 mln PLN (vs 15,7 mln PLN rok temu).
- Saldo pozostałej działalności operacyjnej w 2Q'24 wyniosło -9,2 mln PLN (vs -1,7 mln PLN rok temu). Spółka wykazała m.in.:
  - 38,8 mln PLN kosztów z tytułu aktualizacji wartości nieruchomości (spadek wyceny dzierżawy gruntu jako umowy leasingowej),
  - 110,9 mln PLN jako wynik z tytułu utraty wartości nieruchomości
  - +111,1 mln PLN z tytułu szacunkowego przychodu z ubezpieczenia – w lipcu spółka otrzymała zaliczkę (15 mln PLN), kwota pełnego ubezpieczenia ujęta jest obecnie w należnościach
  - +37,6 mln PLN jako zmniejszenie zobowiązania z umowy leasingowej – dzierżawa gruntu przy Marywilskiej)

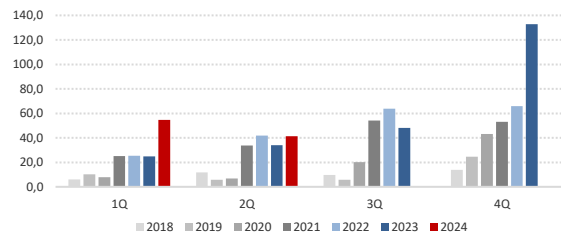
- Wpływ pożaru na wyniki księgowe jest więc neutralny w 2Q'24 (w naszych prognozach na 2Q'24 ujmowaliśmy negatywny wpływ na -10 mln PLN, a zarząd wcześniej określał negatywny wpływ na kwotę do -20 mln PLN, co w naszym odczuciu wpływało na konsensus wynikowy spółki na 2Q'24).
- Saldo finansowe w 2Q'24 wyniosło tylko -4,5 mln PLN (vs -12,0 mln PLN rok temu i -13,2 mln PLN w 1Q'24) – dodatnia wartość w 2Q24 pojawiła się w pozycji „pozostałe koszty finansowe dla pozostałych jednostek”.
- Spadły należności przeterminowanych do 51,3 mln PLN z 96,8 mln PLN po 1Q'24 (202,3 mln PLN rok temu) – prawdopodobnie zdecydowana większość zaległych kwot z Panattoni została już uregulowana.
- Hala magazynowa w Bolesławcu - zaawansowanie prac 95%, ukończenie planowane w 2H'24 (spółka podała na konferencji, że budynek jest już gotowy).
- Marywilska 44 – planowane koszty odbudowy ok 100 mln PLN (planowane zakończenie na przełomie 2025/26 w przypadku uzyskania PnB do końca 2024 – spółka na konferencji wskazała, że bardziej realny termin uzyskania PnB to jednak dopiero jesień 2025). Tymczasowo będzie działać ok 800 kontenerów handlowych (finansowanie z zaliczki z ubezpieczenia i środków własnych).
- CAPEX po 1H'24 na poziomie 52,2 mln PLN (vs 6,9 mln PLN rok temu), z tego 4,6 mln PLN w Mirbud S.A oraz 24 mln PLN dokończenie hali w Bolesławcu.
- Mirbud S.A. odkupił w lipcu od Marywilskiej 44 50,1% udziałów w PDC IC 217 (hala w Bolesławcu) oraz halę w Ostródzie. Na konferencji wynikowej spółka podała, że przepływy netto gotówki z tytułu tych transakcji to kilkanaście mln PLN (transakcje zostały w dużej mierze zrekomensowane przez przepływ dywidendy i innych działań na kapitale).
- CF operacyjny w 2Q'24: -45,7 mln PLN (-14,3 mln PLN rok temu).
- Gotówka netto na poziomie 1,9 mln PLN (vs 146,1 mln PLN długu po 1Q'24; w 2Q'24 spółka pozyskała 199,4 mln PLN z emisji akcji).
- Wartość ukończonych mieszkań w zapasach na koniec 2Q'24 to 186 mln PLN (vs 150 mln PLN po 4Q'23).
- Portfel po lipcu 8,3 mld PLN (82% inżynieria).
- „W perspektywie średnioterminowej grupa dąży do osiągnięcia przychodów 5 mld PLN rocznie przy jednoczesnej poprawie rentowności.”

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



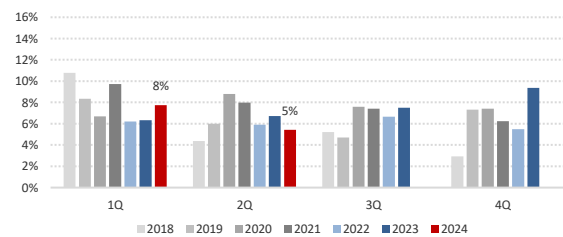
Źródło: BDM S.A., spółka

Zys na sprzedaży wg kwartałów [mln PLN]



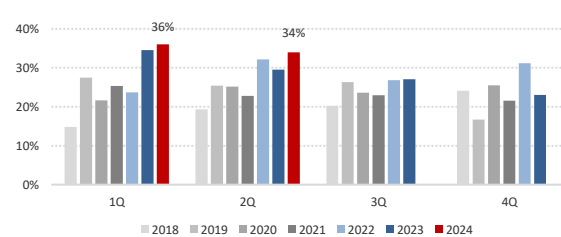
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



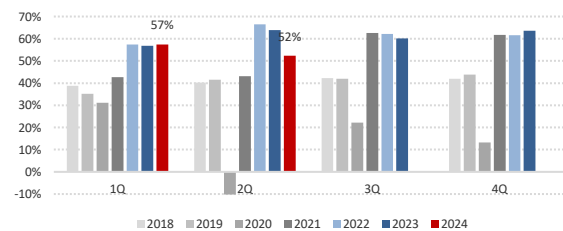
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie deweloperskim



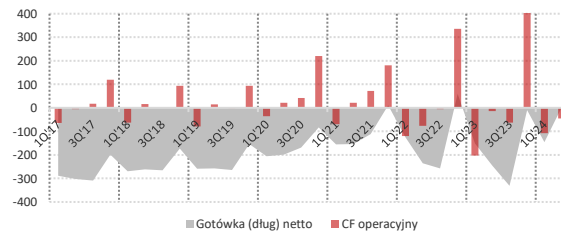
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie najmu



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej po 2Q'24 (29 sierpnia 2024)****1H'24**

- spadek marży w segmencie inżynieryjnym podykotowany stratami na kontrakcie S1 Węgierska Górka
- pozytywny wpływ w obszarze kubaturowym waloryzacji kontraktów na stadion w Płocku i sąd we Wrocławiu
- segment przemysłowo-usługowy – wzrost marży wynikający z lepszej marżowości rozliczonych kontraktów w końcowej fazie ich realizacji, stabilizacja cen materiałów

**Kontrakt na S1 (Węgierska Górka)**

- kontrakt jest rozpoznany na ujemnej marży
- w 2Q'24 wynik uległ pogorszeniu (rozpoznanie kosztów budowy tuneli, koszty ogólne)
- spółka chce wydłużyć kontrakt do końca 2025
- spółka będzie mieć roszczenia na 400 mln PLN (odmienność geologii, koszty ogólne) – obecnie na 250 mln PLN
- zamawiający potwierdza w pewnym zakresie wątek odmienności geologii
- kontrakt ma szansę być na plus na koniec
- w 2024 koszty ponadnormatywne się kończą (poza kosztami ogólnymi)

**Segment drogowy**

- rentowność w segmencie drogowym najwcześniej poprawi się w 2025, ale nie jest to pewne z obecnej perspektywy (w 2H'24 marża obciążana przez S1 plus duża skala kosztów ogólnych, na kontraktach, gdzie odnotowano opóźnienia w ZRiD);
- przywrócenie marży 8-10% może być wymagające
- w latach 2026-27 rynek może być pod wpływem wzrostu kosztów (podwykonawcy, brak rąk do pracy)

**GDDKiA**

- branża będzie wnioskować w GDDKiA o 20% limitu waloryzacji (w przypadku spółki część umów przekroczyła limit 15%)
- zmiana władzy spowolniła procesy w GDDKiA

**Segment logistyczno-przemysłowy**

- brak optymizmu w branży, poziom >500 mln PLN przychodów w tym segmencie z ubiegłego roku w 2024 byłby sukcesem (realny scenariusz to 350 mln PLN)
- duża konkurencja na nowych przetargach na hale logistyczne dla deweloperów, rynek się skurczył, trudno pozyskać zlecenia, w 2024-25 będzie trudno o zlecenia
- na rynku są kontrakty od inwestorów budujących na własne potrzeby, ale nie są to łatwe kontrakty
- istotnie perspektywy segmentu mógłby zmienić kontrakt na fabrykę Izery

**Izera**

- politycznie projekt nie wydaje się obecnie priorytet
- spółka może czekać, ponieważ ceny materiałów się ustabilizowały, rentowność mogłaby być wyższa niż przy ofertowaniu
- ważność oferty jest przedłużana co 2 miesiące

**Szpital Gliwice**

- KIO nakazało powtórne wybranie pomiędzy ofertami MRB a BDX (pozostałe oferty zostały odrzucone), proces może potrwać kilka miesięcy

**Deweloperka**

- okres 2H'24 powinien być podobny do 1H'24 pod względem liczby aktów notarialnych (min. 500 lokali w skali całego roku)
- sprzedaż w 2H'24 planowane na poziomie 100-150 umów
- marża na projektach w Łodzi i Skierniewicach (przekazania w 2H'24) na podobnym poziomie do 1H'24

**Marywilska 44**

- prokurator dokonuje obecnie rozbiórki, aby wydać ekspertyzę
- ubezpieczyciel otwarty na współpracę ze spółką
- 31 sierpnia otwarcie tymczasowego miasteczka handlowego (800 kontenerów)
- spółka zakłada, że realnie możliwe jest uzyskanie PnB dopiero na jesień 2025
- do uzyskania PnB spółka nie będzie starać się o wydłużenie terminu dzierżawy (są tylko wstępne ustalenia)
- czynsz dzierżawy jest obecnie obniżony

**Nabycie aktywów przez Mirbud od Marywilskiej 44**

- celem jest uporządkowanie aktywów Marywilskiej, prezentacja faktycznych wyników i skupienie procesu zarządzania wewnątrz spółki na centrum handlowym
- ceny po których nabyto udziały w hali Bolesławcu i halę w Ostródzie były rynkowe
- gotówka netto, która trafiła z Mirbudu do Marywilskiej to kilkanaście mln PLN (transakcje zakupu aktywów zostały rozliczone z innymi działaniami na linii spółek, m.in. dywidendą)

**Bolesławiec**

- budowa zakończona, w lipcu nastąpił odbiór
- obecnie jest jeden najemca na 10% hali
- PNT pracuje nad kolejnymi najemcami

**Ostróda**

- Ikea ograniczyła w 2024 roku powierzchnię wynajmowaną ze względu na pogorszenie koniunktury rynkowej

**Strategia w segmencie kolejowym**

- spółka stara się obecnie startować samodzielnie w przetargach (na bazie użyczonych referencji), celem jest wygranie większego przetargu, tak aby za ok 2 lata segment stanowił 10-20% przychodów grupy
- w kwestii akwizycji toczą się rozmowy, ale nie ma podjętych jednoznacznych decyzji, w jaki sposób rozwijać obszar kolejowy,
- spółka nie czuje presji, by finalizować rozmowy ze względu na m.in. słabość rynku i niechęć do utrzymywania podmiotów bez portfela
- sytuacja podmiotów w branży jest coraz trudniejsza przez brak kontraktów, co może wpływać na większą akceptację do rozmów z Mirbudem
- kierunkowe decyzje mogą nie zapaść w tym roku

**Torpoł**

- spółka nadal jest zainteresowana ewentualnym zwiększeniem zaangażowania w Torpoł, podejmowane są próby nawiązania relacji biznesowych (np. startu wspólnie w przetargach)

**Cash flow/zaliczki**

- kontrakty P&B mają jedynie 1% zaliczki przed etapem projektowania, kolejne część zaliczki to 3-4% + 2% na bardziej zaawansowanym etapie (m.in. po uzyskaniu ZRiD), więc w 2H'24 nie należy oczekiwać nadzwyczajnych wpływów związanych z mocną kontraktacją w 2024 roku



**Wyniki i prognozy skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]**

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
<b>Przychody</b>	<b>501,8</b>	<b>849,3</b>	<b>951,8</b>	<b>1 016,5</b>	<b>515,3</b>	<b>679,9</b>	<b>872,4</b>	<b>1 254,8</b>	<b>646,6</b>	<b>815,7</b>	<b>911,8</b>	<b>1</b>	<b>639,4</b>	<b>855,0</b>	<b>928,2</b>	<b>1</b>
Budownictwo	495,8	858,5	943,2	968,3	502,6	693,9	819,3	1 111,4	552,9	776,1	833,0	1	600,0	850,0	900,0	1
Deweloperka	12,1	17,7	43,8	57,9	10,7	5,9	32,9	153,5	72,3	50,1	68,7	76,3	41,0	25,6	28,6	114,5
Najem	13,5	13,7	13,4	13,8	14,7	15,5	15,2	16,1	15,9	9,3	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Inne	4,1	10,0	15,5	15,3	6,6	14,8	34,6	6,5	18,3	14,4	34,6	6,5	18,3	14,4	34,6	6,5
Wyłączenia	-23,8	-50,6	-64,2	-38,8	-19,2	-50,3	-29,5	-32,7	-12,9	-34,2	-29,5	-32,7	-25,0	-40,0	-40,0	-35,0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>41,5</b>	<b>61,3</b>	<b>82,5</b>	<b>85,1</b>	<b>43,4</b>	<b>56,7</b>	<b>74,1</b>	<b>161,4</b>	<b>78,3</b>	<b>65,4</b>	<b>76,0</b>	<b>94,1</b>	<b>53,0</b>	<b>65,4</b>	<b>67,6</b>	<b>114,0</b>
Budownictwo	30,7	50,6	62,9	53,0	31,8	46,6	61,5	104,0	42,7	42,0	54,1	70,0	42,0	59,5	60,8	83,4
Deweloperka	2,9	5,7	11,7	18,0	3,7	1,7	8,9	35,3	26,1	17,0	22,3	24,8	11,3	7,0	7,9	31,5
Najem	7,7	9,1	8,3	8,5	8,3	9,9	9,1	10,3	9,1	4,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Inne	1,3	-0,7	1,8	-0,9	0,5	0,0	-3,1	6,6	1,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-1,1	-3,4	-2,3	6,5	-0,9	-1,6	-2,3	5,3	-0,6	-0,6	-1,4	-1,7	-1,3	-2,1	-2,0	-1,9
SG&A	16,0	19,4	18,7	19,2	18,5	22,7	25,9	28,5	23,7	24,2	26,5	29,2	24,5	26,5	28,2	36,0
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>25,5</b>	<b>41,9</b>	<b>63,8</b>	<b>65,9</b>	<b>24,9</b>	<b>34,1</b>	<b>48,2</b>	<b>132,9</b>	<b>54,6</b>	<b>41,2</b>	<b>49,5</b>	<b>64,9</b>	<b>28,5</b>	<b>38,9</b>	<b>39,4</b>	<b>78,0</b>
PPO/PKO	-0,6	-1,4	-1,8	-15,0	0,7	-1,7	-5,0	-10,3	-0,5	-9,2	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	-2,5
<b>EBITDA</b>	<b>28,6</b>	<b>44,5</b>	<b>66,1</b>	<b>55,3</b>	<b>30,1</b>	<b>37,0</b>	<b>48,0</b>	<b>127,5</b>	<b>59,1</b>	<b>37,4</b>	<b>54,9</b>	<b>67,8</b>	<b>35,5</b>	<b>45,9</b>	<b>48,1</b>	<b>84,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>24,9</b>	<b>40,5</b>	<b>62,0</b>	<b>50,9</b>	<b>25,6</b>	<b>32,4</b>	<b>43,3</b>	<b>122,6</b>	<b>54,1</b>	<b>32,0</b>	<b>49,5</b>	<b>62,4</b>	<b>28,5</b>	<b>38,9</b>	<b>39,4</b>	<b>75,5</b>
Zysk brutto	20,1	34,3	60,3	36,5	16,6	20,4	33,3	100,0	40,9	27,5	43,5	56,4	22,5	32,9	33,4	69,5
<b>Zysk netto</b>	<b>15,2</b>	<b>24,3</b>	<b>48,2</b>	<b>31,5</b>	<b>13,1</b>	<b>15,7</b>	<b>27,5</b>	<b>79,1</b>	<b>33,2</b>	<b>21,1</b>	<b>34,8</b>	<b>45,1</b>	<b>18,0</b>	<b>26,3</b>	<b>26,7</b>	<b>55,6</b>
Przekazane mieszkania	29	34	109	152	18	12	88	298	155	111	150	165	86	56	61	242
Portfel	5 491	5 755	5 249	5 564	5 254	4 817	4 450	4 622	4 779	6 092	8 009	7 670	7 770	7 820	7 855	7 515
CFO	-120,1	-76,7	-6,1	336,3	-202,5	-14,3	-62,5	427,0	-	-45,7	25,0	356,3	-175,0	-50,0	25,0	292,7
Dług (gotówka) netto	125,3	236,1	256,8	-59,2	151,3	245,5	331,3	9,0	146,1	-1,9	-201,6	-330,9	-148,9	-91,9	-85,9	-176,1
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,2%</b>
Budownictwo	6,2%	5,9%	6,7%	5,5%	6,3%	6,7%	7,5%	9,4%	7,7%	5,4%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	6,8%	7,3%
Deweloperka	23,7%	32,2%	26,8%	31,2%	34,5%	29,5%	27,1%	23,0%	36,1%	34,0%	32,5%	32,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Najem	57,4%	66,4%	62,1%	61,6%	56,8%	63,9%	60,1%	63,6%	57,4%	52,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Inne	31,3%	-6,9%	11,9%	-5,8%	7,2%	0,1%	-9,0%	100,1%	5,2%	14,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	3,2%	2,3%	2,0%	1,9%	3,6%	3,3%	3,0%	2,3%	3,7%	3,0%	2,9%	2,8%	3,8%	3,1%	3,0%	2,9%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>4,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,8%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,4%</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>6,1%</b>
<b>Marża netto</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>4,5%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka

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

	2024	2024	odchyl.	2025	2025	odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	3 429,3	3 339,0	2,7%	3 663,5	3 704,0	-1,1%
EBITDA	219,2	212,0	3,4%	214,1	240,0	-10,8%
EBIT	198,0	191,0	3,6%	182,2	218,0	-16,4%
Zysk (strata) netto	134,2	116,0	15,7%	126,6	143,0	-11,5%
Dług (gotówka) netto	-330,9	-159,0	---	-176,1	-152,0	---
Marża EBITDA	6,4%	6,3%		5,8%	6,5%	
Marża EBIT	5,8%	5,7%		5,0%	5,9%	
Marża zysku netto	3,9%	3,5%		3,5%	3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Bloomberg

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

	2024	2024	zmiana	2025	2025	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	3 071,7	3 429,3	11,6%	3 006,8	3 663,5	21,8%
EBITDA	220,2	219,2	-0,5%	189,8	214,1	12,8%
EBIT	201,7	198,0	-1,9%	171,1	182,2	6,5%
Zysk netto	132,0	134,2	1,7%	110,5	126,6	14,5%
Dług (gotówka) netto	3,2	-330,9	---	-26,0	-176,1	---
Marża EBITDA	7,2%	6,4%		6,3%	5,8%	
Marża EBIT	6,6%	5,8%		5,7%	5,0%	
Marża zysku netto	4,3%	3,9%		3,7%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*z 04/01/2024

- Outlook zarządu na kolejne kwartały nie wskazuje, by oczekiwana była istotna poprawa marży w segmencie budowlanym (negatywny wpływ kontraktu na S1, osiągnięcie limitów waloryzacyjnych na części innych kontraktów drogowych, trudniejsza sytuacja w pozyskaniu zleceń w bud. kubaturowym).
- W segmencie deweloperskim spółka w 2H'24 rozpocznie przekazania z projektów w Łodzi i Skierniewicach (najpierw projekt w Łodzi a w końcu roku w Skierniewicach, w sumie 324 lokale, z czego 263 były sprzedane na koniec sierpnia). Obecnie w realizacji spółka ma jedynie trzy projekty w małych ośrodkach (na 4Q'25 planowane jest ukończenie 331 lokali, a w 1Q'26 310 lokali) i żadnego w dużym (plany rozpoczęcia nowych projektów w miastach wojewódzkich obejmują dopiero 2025 rok – zakładamy w latach 2025-26 istotny wzrost liczby mieszkań w budowie).
- W całym 2024 roku zakładamy 3,43 mld PLN przychodów oraz 134 mln PLN zysku netto (-1% r/r). W przyszłym roku spodziewamy się większych przychodów, ale głównie z naciskiem na 2H'25, kiedy powinny wystartować prace budowlane na przetargach pozyskanych z GDDKiA w 2024 roku.
- Spodziewamy się marży segmentu budowlanego w 2024 roku na poziomie 6,6% vs 7,8% w 2023 i 6,4% w 1H'24. Lekka poprawa marży w 2H'24 vs 1H'24 jest wypadkową z jednej strony mniejszego obciążenia wyniku przez kontrakt S1 Węgierska Górka (główne prace tunelowe są na ukończeniu), ale z drugiej założenia niższych marż w obszarze kubaturowym spółki (1H'24 pod wpływem waloryzacji i rozliczenia dobrych kontraktów z 2023 roku). W 2025 i 2026 roku zakładamy poprawę marże w obszarze inżynieryjnym (w obrębie segmentu budowlanego) z 6,1% w 2024 do 7,5% - w wyniku uwzględniamy, że spółka otrzyma częściową rekompensatę za dodatkowe koszty na S1 (50% z realnie poniesionej straty – wyjściowe rozszczenie spółki natomiast może być dużo wyższe na poziomie 300-400 mln PLN – jest to potencjalny upside dla wyników, ale wiążąc się może z długą sprawą sądową).
- W kolejnych latach zakładamy 6% marży w obszarze inżynieryjnym (zwracamy uwagę, że obecny rekordowy portfel zleceń z GDDKiA będzie realizowany w okresie prawdopodobnego ożywienia w branży budowlanej) oraz 1-2 pp więcej w obszarze kubaturowym.

- Obawiamy się, że niższa kontrybucja segmentu deweloperskiego może ważyć na skonsolidowanym wyniku netto w 2025 roku (w 2024 JHM może mieć wg naszych szacunków 45-50 mln PLN zysku netto, natomiast w 2025 wynik może się przepołówić). Natomiast w 2026 (przy wzroście w budowlance i ożywieniu w deweloperce) zakładamy poprawę skonsolidowanego zysku netto do 149 mln PLN.
- W 2Q'24 spółka pozyskała 200 mln PLN z emisji akcji z myślą głównie o zbudowaniu pozycji w segmencie kolejowym. Spółka startuje „testowo” obecnie w przetargach i nadal jest przed finalną decyzją w temacie obrania ścieżki rozwoju: i) rozwój organiczny, ii) zakup mniejszego podmiotu i jego dokapitalizowanie, iii) zwiększenie udziałów w Torpolu (opcja uzależniona od strategii CPK). M.in. ze względu na znikomą nadal liczbę prowadzonych przetargów przez PKP PLK spółka wstrzymuje się z podjęciem ostatecznej decyzji.
- Zakładamy, że w latach 2025-26 spółka zainwestuje w segment kolejowy 200 mln PLN (w zakup spółki i maszyn lub w zakup maszyn, jeśli będzie chciała rozwijać się tylko organicznie). Zakładamy, że 2026 roku spółka zacznie pokazywać pierwsze przychody (0,2 mld PLN) a istotną kontrybucję obszar ten osiągnie po 2-3 kolejnych latach (0,7-0,9 mld PLN, przy marżowości zbiegającej do średniej marży segmentu drogowego).
- Nasze prognozy zakładają odbudowę Marywilskiej 44 do końca 2026 (ze środków z ubezpieczenia, którego wpływu oczekujemy w 2024 roku) i sprzedaż w tym samym roku hali w Bolesławcu.
- Nasze prognozy nie uwzględniają realizacji kontraktu na budowę fabryki Izery (szacunkowa część budowlana to 2 mld PLN - przy założeniu marży operacyjnej 5% przełożyłoby się to na ok 0,7 PLN/akcję po zdyskontowaniu wartości w czasie).
- Zakładamy wypłatę 0,20 PLN/akcję dywidendy w 2025 oraz 0,33 PLN/akcję w 2026.
- Nasze prognozy na 2024 rok są na poziomie przychodów i EBIT wyższe odpowiednio o 3 i 4% od konsensusu (różnica na zysku netto to prawdopodobnie mniejsze koszty finansowe w naszych założeniach).
- Natomiast w przypadku 2025 zakładam niższe niż konsensus rentowności (5,0% vs 5,9% na poziomie EBIT). Może to być konsekwencją m.in. ujęcia przez nas słabszego wyniku w deweloperce.

**Prognoza wyników roczna [mln PLN]**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Przychody</b>	<b>1 143,1</b>	<b>949,1</b>	<b>1 242,9</b>	<b>2 505,6</b>	<b>3 319,3</b>	<b>3 322,4</b>	<b>3 429,3</b>	<b>3 663,5</b>	<b>4 148,7</b>	<b>4 720,1</b>	<b>5 062,4</b>	<b>5 304,3</b>	<b>5 392,4</b>	<b>5 282,0</b>	<b>5 128,1</b>	<b>5 170,9</b>
Budowlano-montażowa	1 074,7	908,4	1 153,2	2 344,0	3 265,9	3 127,1	3 162,0	3 500,0	3 976,5	4 497,1	4 834,8	5 070,6	5 152,5	5 035,6	4 874,9	4 910,9
Deweloperka	97,8	92,7	114,6	146,4	131,5	203,0	267,4	209,7	306,2	335,5	343,7	357,6	372,1	387,1	402,7	419,0
Najem	45,3	46,6	32,9	42,1	54,4	61,5	35,2	20,0	20,0	61,5	62,1	62,8	63,4	64,0	64,7	65,3
Inne	8,0	9,8	15,4	72,0	45,0	62,4	73,9	73,9	75,7	77,6	79,5	81,5	83,6	85,7	87,8	90,0
Wyłączenia	-82,7	-108,5	-73,2	-98,9	-177,4	-131,6	-109,2	-140,0	-229,6	-251,7	-257,8	-268,2	-279,0	-290,3	-302,0	-314,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>93,2</b>	<b>100,6</b>	<b>137,3</b>	<b>231,6</b>	<b>270,5</b>	<b>335,7</b>	<b>313,8</b>	<b>299,9</b>	<b>338,9</b>	<b>384,8</b>	<b>394,0</b>	<b>418,0</b>	<b>426,1</b>	<b>422,4</b>	<b>416,2</b>	<b>421,9</b>
Budowlano-montażowa	52,6	58,6	88,1	173,6	197,3	243,8	208,9	245,6	270,1	278,8	285,4	306,4	311,0	303,8	293,9	295,8
Deweloperka	18,8	18,6	27,7	33,6	38,3	49,7	90,2	57,7	76,5	83,9	85,9	89,4	93,0	96,8	100,7	104,7
Najem	18,5	19,0	5,6	22,9	33,6	37,6	16,0	4,0	4,0	33,8	34,1	34,4	34,7	35,0	35,2	35,5
Inne	52,0	60,3	1,2	3,1	1,6	3,9	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-48,7	-55,9	14,7	-1,6	-0,4	0,6	-4,4	-7,3	-11,7	-11,7	-11,4	-12,2	-12,6	-13,1	-13,7	-14,2
SG&A	51,9	54,1	59,2	65,5	73,4	95,5	103,6	115,2	130,5	148,5	159,2	166,8	169,6	168,6	167,1	168,5
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>41,3</b>	<b>46,5</b>	<b>78,1</b>	<b>166,1</b>	<b>197,1</b>	<b>240,1</b>	<b>210,2</b>	<b>184,7</b>	<b>208,4</b>	<b>236,3</b>	<b>234,8</b>	<b>251,2</b>	<b>256,5</b>	<b>253,8</b>	<b>249,1</b>	<b>253,4</b>
PPO/PKO	9,7	5,7	6,3	8,4	-18,7	-16,2	-12,2	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>62,4</b>	<b>63,9</b>	<b>98,4</b>	<b>187,9</b>	<b>194,4</b>	<b>242,6</b>	<b>219,2</b>	<b>214,1</b>	<b>245,0</b>	<b>273,9</b>	<b>272,3</b>	<b>288,7</b>	<b>294,1</b>	<b>291,5</b>	<b>286,8</b>	<b>291,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>51,0</b>	<b>52,2</b>	<b>84,4</b>	<b>174,5</b>	<b>178,4</b>	<b>223,9</b>	<b>198,0</b>	<b>182,2</b>	<b>208,4</b>	<b>236,3</b>	<b>234,8</b>	<b>251,2</b>	<b>256,5</b>	<b>253,8</b>	<b>249,1</b>	<b>253,4</b>
Zysk brutto	33,4	37,0	70,3	156,1	151,2	170,2	168,3	158,2	186,9	216,7	217,6	236,3	244,0	243,7	241,3	247,2
<b>Zysk netto</b>	<b>24,6</b>	<b>28,1</b>	<b>58,2</b>	<b>128,0</b>	<b>119,2</b>	<b>135,4</b>	<b>134,2</b>	<b>126,6</b>	<b>149,5</b>	<b>173,3</b>	<b>174,1</b>	<b>189,0</b>	<b>195,2</b>	<b>195,0</b>	<b>193,1</b>	<b>197,7</b>
Przekazane mieszkania	376	352	331	393	324	416	581	445	648	702	709	727	745	764	783	802
Portfel	1 880	3 430	4 578	4 815	5 564	4 622	7 670	7 515	7 932	8 420	8 690	8 660	8 424	8 318	8 355	8 362
CFO	48,9	28,2	247,9	205,4	133,3	147,7	227,8	92,7	49,6	340,4	228,6	233,5	225,6	208,1	200,7	218,8
Dług (gotówka) netto	172,9	154,4	83,8	-10,7	-59,2	9,0	-330,9	-176,1	-140,9	-379,1	-471,9	-552,2	-601,2	-630,2	-655,4	-703,4
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>8,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,2%</b>
Budowlano-montażowa	4,9%	6,5%	7,6%	7,4%	6,0%	7,8%	6,6%	7,0%	6,8%	6,2%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Deweloperka	19,2%	20,1%	24,2%	22,9%	29,2%	24,5%	33,7%	27,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Najem	40,8%	40,6%	16,9%	54,4%	61,9%	61,2%	45,4%	20,0%	20,0%	55,0%	54,9%	54,8%	54,7%	54,6%	54,5%	54,4%
Inne	654,4%	612,9%	7,7%	4,3%	3,5%	6,3%	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	4,5%	5,7%	4,8%	2,6%	2,2%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,2%	3,3%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,5%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Marża netto</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>

Źródło: DM BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>730</b>	<b>847</b>	<b>769</b>	<b>947</b>	<b>946</b>	<b>939</b>	<b>934</b>	<b>928</b>	<b>922</b>	<b>917</b>	<b>911</b>	<b>905</b>
Wartości niematerialne i prawne	5	9	9	9	9	9	9	9	9	9	10	10
Rzeczowe aktywa trwałe	170	269	347	494	424	423	424	424	425	425	425	426
Nieruchomości inwestycyjne	489	491	335	366	434	428	422	416	410	404	398	392
Pozostałe aktywa trwałe	65	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1518</b>	<b>1437</b>	<b>1767</b>	<b>1757</b>	<b>2035</b>	<b>2250</b>	<b>2400</b>	<b>2512</b>	<b>2570</b>	<b>2570</b>	<b>2559</b>	<b>2640</b>
Zapasy	393	390	419	555	811	714	742	770	798	827	856	888
Należności krótkoterminowe	575	614	650	695	787	895	960	1006	1023	1002	973	981
Inwestycje krótkoterminowe	548	431	696	505	434	638	695	732	745	738	727	769
- w tym środki pieniężne*	508	396	661	470	399	603	660	697	710	703	692	734
Pozostałe aktywa obrotowe	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 248</b>	<b>2 284</b>	<b>2 536</b>	<b>2 704</b>	<b>2 980</b>	<b>3 189</b>	<b>3 334</b>	<b>3 439</b>	<b>3 492</b>	<b>3 487</b>	<b>3 470</b>	<b>3 546</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>682</b>	<b>794</b>	<b>1 108</b>	<b>1 212</b>	<b>1 325</b>	<b>1 439</b>	<b>1 519</b>	<b>1 595</b>	<b>1 651</b>	<b>1 704</b>	<b>1 757</b>	<b>1 818</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 566</b>	<b>1 490</b>	<b>1 428</b>	<b>1 492</b>	<b>1 655</b>	<b>1 750</b>	<b>1 815</b>	<b>1 845</b>	<b>1 841</b>	<b>1 783</b>	<b>1 713</b>	<b>1 728</b>
Rezerwy na zobowiązania	47	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Zobowiązania długoterminowe	607	441	371	344	326	314	291	257	254	244	232	228
- w tym zobowiązania oprocentowane	395	314	239	203	167	133	97	54	48	42	36	30
Zobowiązania krótkoterminowe	913	987	996	1 087	1 267	1 375	1 462	1 526	1 525	1 477	1 419	1 438
- w tym zobowiązania oprocentowane	53	91	91	91	91	91	91	91	61	31	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 248</b>	<b>2 284</b>	<b>2 536</b>	<b>2 704</b>	<b>2 980</b>	<b>3 189</b>	<b>3 334</b>	<b>3 439</b>	<b>3 492</b>	<b>3 487</b>	<b>3 470</b>	<b>3 546</b>
<i>*łącznie z lokatami</i>												
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	3 319	3 322	3 429	3 664	4 149	4 720	5 062	5 304	5 392	5 282	5 128	5 171
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	270	336	314	300	339	385	394	418	426	422	416	422
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	73	96	104	115	130	148	159	167	170	169	167	168
Zysk (strata) na sprzedaży	197	240	210	185	208	236	235	251	256	254	249	253
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-19	-16	-12	-3	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	194	243	219	214	245	274	272	289	294	291	287	291
EBIT	178	224	198	182	208	236	235	251	256	254	249	253
Saldo działalności finansowej	-27	-54	-30	-24	-22	-20	-17	-15	-12	-10	-8	-6
Zysk (strata) brutto	151	170	168	158	187	217	218	236	244	244	241	247
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	119	135	134	127	149	173	174	189	195	195	193	198
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	133	148	228	93	50	340	229	233	226	208	201	219
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4	-146	-99	-216	-39	-35	-35	-35	-35	-35	-35	-35
Przepływy z działalności finansowej	-89	-114	136	-68	-82	-101	-137	-162	-178	-180	-177	-142
Przepływy pieniężne netto	40	-112	265	-191	-71	204	57	37	13	-7	-11	42
Środki pieniężne na początek okresu	468	508	396	661	470	399	603	660	697	710	703	692
Środki pieniężne na koniec okresu	508	396	661	470	399	603	660	697	710	703	692	734
<b>Wskaźniki</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przychody zmiana r/r	32%	0%	3%	7%	13%	14%	7%	5%	2%	-2%	-3%	1%
EBITDA zmiana r/r	3%	25%	-10%	-2%	14%	12%	-1%	6%	2%	-1%	-2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	-7%	14%	-1%	-6%	18%	16%	0%	9%	3%	0%	-1%	2%
Marża brutto na sprzedaży	8,1%	10,1%	9,2%	8,2%	8,2%	8,2%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%
Marża EBITDA	5,9%	7,3%	6,4%	5,8%	5,9%	5,8%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%
Marża EBIT	5,4%	6,7%	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%
Marża netto	3,6%	4,1%	3,9%	3,5%	3,6%	3,7%	3,4%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%
SG&A / przychody	2,2%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%
ROE	17,5%	17,1%	12,1%	10,4%	11,3%	12,0%	11,5%	11,9%	11,8%	11,4%	11,0%	10,9%
ROA	5,3%	5,9%	5,3%	4,7%	5,0%	5,4%	5,2%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Dług	448	405	330	294	258	224	188	145	109	73	36	30
D / (D+E)	39,7%	33,8%	23,0%	19,5%	16,3%	13,5%	11,0%	8,3%	6,2%	4,1%	2,0%	1,6%
D / E	65,7%	51,0%	29,8%	24,3%	19,5%	15,6%	12,4%	9,1%	6,6%	4,3%	2,1%	1,7%
Dług / kapitał własny	65,7%	51,0%	29,8%	24,3%	19,5%	15,6%	12,4%	9,1%	6,6%	4,3%	2,1%	1,7%
Dług netto	-59	9	-331	-176	-141	-379	-472	-552	-601	-630	-655	-703
Dług netto / kapitał własny	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	-0,3	0,0	-1,5	-0,8	-0,6	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,4
EV	1 060	1 128	1 012	1 167	1 202	964	871	791	742	713	688	640
Dług / EV	42,3%	35,9%	32,6%	25,2%	21,5%	23,2%	21,6%	18,3%	14,7%	10,2%	5,3%	4,7%
CAPEX / Przychody	0,2%	3,4%	2,9%	5,9%	3,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	44,4%	610,1%	466,3%	676,0%	420,1%	98,5%	101,4%	101,0%	101,0%	101,0%	101,0%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,7%	1,3%	2,0%	1,6%	2,3%	3,7%	-2,4%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-3,3%	5,1%	2123,1%	50,0%	35,7%	31,9%	-19,6%	-1,2%	1,4%	16,1%	-25,4%	-20,6%
P/E*	9,4	8,3	10,0	10,6	9,0	7,7	7,7	7,1	6,9	6,9	7,0	6,8
P/BV*	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA*	5,5	4,7	4,6	5,5	4,9	3,5	3,2	2,7	2,5	2,4	2,4	2,2
EV/EBIT*	5,9	5,0	5,1	6,4	5,8	4,1	3,7	3,1	2,9	2,8	2,8	2,5
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,20	0,28	0,18	0,20	0,33	0,54	0,86	1,03	1,26	1,29	1,27	1,24
Payout ratio	14,3%	21,7%	14,2%	16,6%	28,7%	39,8%	54,3%	65,2%	73,3%	73,0%	71,9%	70,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 12,20 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 32  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Tobiasz**

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

**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: [andrzej.wodecki@bdm.pl](mailto:andrzej.wodecki@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)

**Piotr Dededjus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: [piotr.dededjus@bdm.pl](mailto:piotr.dededjus@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
redukuj	11,3	akumuluj	9,09	02.09.2024	15:45 CEST	12,20	86 102
akumuluj	9,09	kupuj	8,90	04.01.2024	09:55 CEST	8,30	77 054
kupuj	8,90	kupuj	6,30	11.04.2023	11:30 CEST	7,70	59 275
kupuj	6,30	---	---	16.01.2023	08:58 CEST	5,00	61 566

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**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 (zasieg 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 realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

**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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'24*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	58%	0	0%
Akumuluj	2	17%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	1	8%	0	0%
Sprzedaj	1	8%	0	0%

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

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2024-09-02**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-09-02 (15:45 CEST).**

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

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

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

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

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

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie zostały 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).

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2024-09-02:**

- 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.