

MIRBUD

RAPORT ANALITYCZNY

Mirbud w ostatnich tygodniach mocno zaznaczył swoją obecność na rynku kolejowym. Spółka ma trzy najniższe oferty o wartości ok. 4,3 mld PLN (średnio 5% poniżej II oferty, 17% poniżej budżetu). W przypadku ich podpisania w 1H'26, portfel spółki mógłby przekroczyć 10 mld PLN. Część kolejowa będzie wymagać skupienia dużej uwagi na marżowości (rok 2025 jest okresem sporej konkurencji na rynku kolejowym po słabym w przetargi 2024 roku). Jednocześnie bieżące wyniki w ostatnich kwartałach rozczarowują a 2H'25 raczej nie przyniesie przełomu w tym zakresie (widzimy ryzyko dla konsensusu na lata 2025-26). Problematyczny jest nie tylko kontrakt S1, ale także inne kontrakty drogowe ofertowane przed 2022 rokiem (spółka ma w portfelu siedem takich umów, gdzie do zafakturowania pozostało po VII'25 ok. 1 mld PLN, z tego spora część to kontrakty, które dopiero weszły do realizacji w 2025). Największą część portfela spółki stanowią kontrakty pozyskane od GDDKiA w 2024 roku. Ich wycena w przetargach w naszym odczuciu nie była jakaś wybitnie atrakcyjna (4% dyskonto do II oferty, pozyskane średnio 78% vs budżet w okresie, gdy za chwilę oczekiwano luki przetargowej). Spółka oczekuje, że strumień przychodowy z ich tytułu pojawi się w 2026 roku, ale ryzykiem są długie okresy oczekiwania na ZRID-y, które potrafią wynosić 1,5-2 lata (wnioski złożono ok 2Q'25). Utrzymujemy nasze zalecenie Redukuj, cenę docelową wyznaczamy na 13,0 PLN (poprzednio 11,3 PLN, wzrost wynika głównie z niższego WACC i wyższej wyceny porównawczej).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'25 spółka miała 1,22 mld PLN przychodów (+17% r/r) oraz 36 mln PLN zysku netto (-34% r/r, efekt m.in. niższej kontrybucji deweloperki). W samym 2Q'25 Mirbud miał odpowiednio 720 (-12% r/r) / 21 mln PLN (bez zmian r/r, ale wyniki były wsparte przez one-off). Marża w segmencie budowlanym w 2Q'25 była niższa niż w 1Q'25, spółka zasygnalizowała, że wyniki obciążają kontrakty drogowe sprzed 2022 roku (w 2024-1Q'25 spółka podkreślała głównie negatywny wpływ kontraktu S1 Węgierska Górka). Dług netto wyniósł 343 mln PLN.

Portfel

Backlog po 2Q'25 wynosił 8,1 mld PLN vs 6,1 mld PLN rok temu. Po VII'25 wzrósł do 8,8 mld PLN (80% to drogi). W potencjalnym pipeline są obecnie przede wszystkim trzy kontrakty kolejowe (wartość dla spółki >4 mld PLN), które mogą wejść do portfela w 1H'26 (backlog przekroczyłby wtedy 10 mld PLN). W segmencie deweloperskim spółka wyraźnie wyhamowała w ostatnim roku (liczba rozpoczętych nowych projektów poniżej założeń), następne 2 lata będą prawdopodobnie dość płaskie w tym zakresie.

Pozycjonowanie segmentowe

W ostatnich latach spółka opierała biznes głównie na segmencie drogowym. Szczyt inwestycji w tym obszarze w Polsce raczej mamy już za sobą. Od 2024 roku Mirbud buduje pozycję w segmencie kolejowym (mały pakiet akcji Torpolu, przejęcie Transkolu, start w dużych przetargach). Spółka chciałaby się także pojawić na rynku budowy sieci energetycznych.

Prognozy wyników, wskaźniki

W 2025 roku zakładamy 3,03 mld PLN przychodów oraz 120 mln PLN zysku netto (w tym 25 mln PLN na poziomie EBIT z tyt. wyceny akcji TOR). W 2026 roku spodziewamy się wzrostu przychodów do 3,81 mld PLN (powinny wystartować prace budowl. dla GDDKiA z kontraktów z 2024 roku, zakładamy też kontrybucję >10% z segmentu kolej.). W stosunku do konsensusu nasze prognozy są niższe dla przychodów na 2025 i 2026 rok, co przekłada się także na niższe linie wyników. Mamy bardziej ostrożne podejście do marżowości na lata 2026-27 (zwracamy uwagę, że spółka dopiero wchodzi na rynek kolejowy, pozysk kontraktów jest istotny w stosunku do posiadanego na ten moment doświadczenia i zasobów wewnętrznych; w 2027 może pojawić się kumulacja kontraktów drogowych). Zakładamy w modelu, że spółka uzyska od GDDKiA środki na pokrycie kosztów ogólnych na S1 (bez wpływu na wyniki), natomiast nie uwzględniamy uzyskania dodatkowych środków na rozpoznane koszty tunelowe tego kontraktu (potencjalny upside dla naszej wyceny na 2-3 PLN/akcję). Nasze prognozy zakładają odbudowę Marywilskiej 44 do końca 2026 (za odszkodowanie uzyskane w 2025 roku) i sprzedaż w tym samym roku hali w Bolesławcu. Nasze prognozy nie uwzględniają realizacji kontraktu na budowę fabryki dla EMP. Spółka wyceniana jest przy naszych prognozach na EV/EBITDA'25 i '26 = 8,3x i 7,0x (dane raport.) oraz 9,5x i 6,6x (dane skoryg.)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	3 319,3	3 322,4	3 252,1	3 033,6	3 809,1	4 734,5
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	197,1	240,1	188,3	135,6	180,4	226,3
PPO/PKO [mln PLN]	-18,7	-16,2	-6,1	37,3	0,0	0,0
EBITDA [mln PLN]	194,4	242,6	204,4	203,0	214,1	267,5
EBITDA skoryg. [mln PLN]	213,2	258,8	210,6	165,7	214,1	267,5
EBIT [mln PLN]	178,4	223,9	182,1	172,9	180,4	226,3
Zysk netto [mln PLN]	119,2	135,4	121,4	120,0	129,5	167,0
Zysk netto skoryg. [mln PLN]	134,0	148,3	126,3	90,2	129,5	167,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-59,2	9,0	-41,0	101,8	-71,4	-63,1
P/BV	1,9	1,7	1,4	1,3	1,2	1,1
P/E	11,0	9,7	13,0	13,2	12,2	9,5
EV/EBITDA	6,5	5,5	7,5	8,3	7,0	5,7
EV/EBITDA skoryg.	5,9	5,1	6,9	9,5	6,6	5,3
EV/EBIT	7,0	5,9	8,4	9,7	8,4	6,7
DPS [PLN/akcję]	0,20	0,28	0,17	0,10	0,21	0,33

*wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO (m.in. założono w 4Q'25 rozpoznanie 26 mln PLN zysku na wycenie akcji TOR)

REDUKUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 13,0 PLN

4 WRZESIEŃ 2025, 16:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	13,3
Wycena porównawcza [PLN]	11,5
Wycena końcowa [PLN]	13,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-9,6%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	14,34
Kapitalizacja [mln PLN]	1 578,7
Ilość akcji [mln. szt.]	110,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	15,85
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,21
Stopa zwrotu za 3 mc	4,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	9,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	34,7%
Struktura akcjonariatu:	
Mirgos Jerzy	37,9%
OFE NN	10,9%
PZU TFI	6,8%
PZU OFE	5,0%
Pozostali	39,3%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidendy

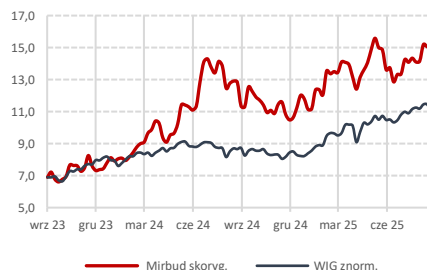
Krzysztof Pado

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	10
STRONA KOSZTOWA.....	12
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	15
DANE FINANSOWE	22

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	11,0	9,7	13,0	13,2	12,2	9,5	7,8
P/BV	1,9	1,7	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	6,5	5,5	7,5	8,3	7,0	5,7	5,0
EV/EBIT	7,0	5,9	8,4	9,7	8,4	6,7	5,8
EV/S	0,4	0,4	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3
BVPS	7,4	8,6	9,9	10,9	11,9	13,1	14,3
EPS	1,3	1,5	1,1	1,1	1,2	1,5	1,8
DPS (w danym roku)	0,20	0,28	0,17	0,10	0,21	0,33	0,58
Payout ratio	14%	22%	14%	9%	19%	28%	38%

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	3 319	3 322	3 252	3 034	3 809	4 734	5 106
budowlanka	3 266	3 127	2 997	2 939	3 753	4 681	4 882
deweloperka	132	203	269	173	172	171	350
najem	54	62	36	19	20	62	63
inne	45	62	57	40	40	40	40
wyłączenia	-177	-132	-107	-137	-176	-219	-228
Zysk brutto ze sprzedaży	270	336	291	236	307	383	437
budowlanka	197	244	174	179	247	295	299
deweloperka	38	50	84	57	52	48	96
najem	34	38	15	-3	2	34	35
inne	2	4	2	1	0	0	0
wyłączenia	0	1	16	2	6	7	7
SG&A	73	96	103	101	126	157	169
PPO/PKO	-19	-16	-6	37	0	0	0
EBITDA	194	243	204	203	214	267	309
EBIT	178	224	182	173	180	226	268
Zysk brutto	151	170	152	150	162	209	252
Zysk netto	119	135	121	120	130	167	201
Dług netto	-59	9	-41	102	-71	-63	-36

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	32%	0%	-2%	-7%	26%	24%	8%
EBITDA zmiana r/r	3%	25%	-16%	-1%	5%	25%	15%
Zysk netto zmiana r/r	-7%	14%	-10%	-1%	8%	29%	21%
Marża brutto na sprzedaży	8,1%	10,1%	9,0%	7,8%	8,0%	8,1%	8,6%
Marża EBITDA	5,9%	7,3%	6,3%	6,7%	5,6%	5,6%	6,0%
Marża netto	3,6%	4,1%	3,7%	4,0%	3,4%	3,5%	3,9%
ROE	17,5%	17,1%	11,1%	10,0%	9,9%	11,6%	12,8%
ROA	5,3%	5,9%	5,0%	4,9%	4,7%	5,4%	6,0%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	730	847	830	858	915	902	897
WNiP	5	9	9	9	9	9	9
Rzeczowe aktywa trwałe	170	269	259	292	362	355	356
Pozostałe aktywa trwałe	554	569	562	556	543	537	531
Aktywa obrotowe	1 518	1 437	1 583	1 584	1 818	2 200	2 456
Zapasy	393	390	361	444	637	874	1 121
Należności krótkoterminowe	575	614	700	870	773	961	1 036
Środki pieniężne	508	396	397	218	355	313	247
Pozostałe aktywa obrotowe	42	37	126	53	52	52	52
Aktywa razem	2 248	2 284	2 414	2 442	2 733	3 102	3 353
Kapitał własny	682	794	1 095	1 204	1 311	1 441	1 578
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	1 566	1 490	1 319	1 238	1 422	1 660	1 775
Rezerwy na zobowiązania	47	62	132	132	132	132	132
Oprocentowane zobowiązania	448	405	356	320	284	250	211
Zobowiązania pozostałe	1 071	1 024	831	787	1 006	1 279	1 432
Pasywa razem	2 248	2 284	2 414	2 442	2 733	3 102	3 353
Dług netto	-59	9	-41	102	-71	-63	-36
Dług netto / Kapitał własny	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	-0,3	0,0	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	-0,1

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	133	148	-48	-50	301	69	85
CFI	-4	-146	-85	-64	-96	-33	-40
CFF	-89	-114	134	-65	-69	-79	-110
- w tym dywidenda	18	26	19	11	23	37	64
Przepływy pieniężne netto	40	-112	1	-179	137	-42	-66
CAPEX / Amortyzacja	44%	610%	429%	211%	636%	83%	102%

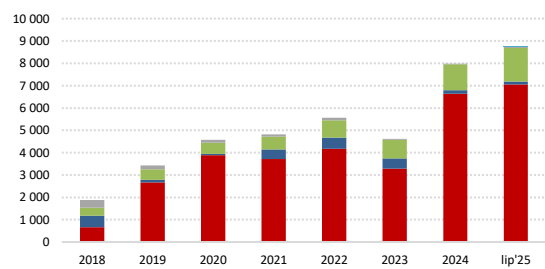
MIRBUD

Rekomendacja	Redukuj	www: www.mirbud.pl
Wycena końcowa [PLN]	13,0	
Potencjał do wzrostu /	-9,6%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	14,34	3Q'25: 27 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	110,1	4Q'25: b.d
Kapitalizacja [mln PLN]	1 579	

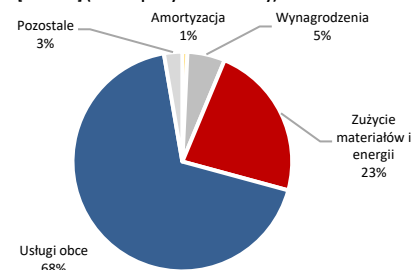
Wyniki Q [mln PLN]	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Przychody	647	816	894	896	497	720
budowlanka	553	776	816	853	475	731
deweloperka	72	50	69	77	38	18
najem	16	9	3	7	5	5
inne	18	14	21	3	10	9
wyłączenia	-13	-34	-16	-44	-31	-43
Zysk brutto ze sprzedaży	78	65	70	78	43	45
budowlanka	43	42	42	47	32	38
deweloperka	26	17	19	23	14	6
najem	9	5	0	1	-2	-1
inne	1	2	0	-1	-2	2
wyłączenia	-1	-1	9	8	0	0
SG&A	24	24	29	27	21	22
PPO/PKO	-1	-9	-25	29	3	8
EBITDA	59	37	21	87	32	40
EBIT	54	32	16	80	25	32
Zysk brutto	41	28	12	71	19	27
Zysk netto	33	21	10	57	15	21
Dług netto	146	-2	55	-41	301	343

Wskaźniki	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Przychody zmiana r/r	25%	20%	2%	-29%	-23%	-12%
EBITDA zmiana r/r	96%	1%	-56%	-32%	-45%	6%
Zysk netto zmiana r/r	153%	34%	-63%	-28%	-55%	0%
Marża brutto na sprzedaży	12,1%	8,0%	7,8%	8,7%	8,7%	6,3%
Marża EBITDA	9,1%	4,6%	2,4%	9,7%	6,5%	5,5%
Marża netto	5,1%	2,6%	1,1%	6,3%	3,0%	2,9%

Portfel [mln PLN]



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



WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	13,3
Wycena metodą porównawczą	20%	11,5
Wycena 1 akcji [PLN]		13,0

Źródło: 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 (5,5%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%, poprzednio 8,0% - spadek ze względu na wejście do mWIG40) oraz współczynnika beta = 1,2. Wycena została sporządzona na dzień 4 września 2025.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 034	3 809	4 734	5 106	5 382	5 386	5 222	5 273	5 329	5 391
EBIT skoryg. [mln PLN]	135,6	180,4	226,3	268,0	297,9	297,2	295,9	302,4	309,3	316,5
Stopa podatkowa	20,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	27,5	36,1	45,3	53,6	59,6	59,4	59,2	60,5	61,9	63,3
NOPLAT [mln PLN]	108,1	144,3	181,0	214,4	238,3	237,8	236,7	241,9	247,4	253,2
Amortyzacja [mln PLN]	30,1	33,7	41,2	40,8	40,9	40,9	41,0	41,0	41,1	41,1
CAPEX [mln PLN]*	-63,7	-214,6	-34,1	-41,6	-41,2	-41,3	-41,4	-41,4	-41,5	-41,5
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	-222,0	115,8	-161,1	-172,7	48,8	-30,4	-36,2	-31,3	-32,3	-33,4
Wpływ z ubezpieczenia [mln PLN]	73,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinwestycje** [mln PLN]	0,0	117,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-74,4	196,9	27,0	40,9	286,8	207,0	200,1	210,2	214,7	219,4
DFCF [mln PLN]	-71,6	168,6	20,5	27,5	171,0	109,2	93,4	86,7	78,2	70,6
Suma DFCF [mln PLN]	754,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1815,6									
Zdyskontowana wart. Rezyd. [mln PLN]	584,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1338,0									
Dług netto 2024 [mln PLN]	-41,0									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	11,0									
Inne aktywa *** [mln PLN]	100,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 468,8									
Ilość akcji [mln szt.]	110,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,3									
Przychody zmiana r/r	-6,7%	25,6%	24,3%	7,9%	5,4%	0,1%	-3,0%	1,0%	1,1%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-28,0%	33,1%	25,4%	18,4%	11,1%	-0,2%	-0,4%	2,2%	2,3%	2,3%
FCF zmiana r/r	-66,6%	-364,7%	-86,3%	51,2%	601,9%	-27,8%	-3,3%	5,0%	2,1%	2,2%
Marża EBITDA	5,5%	5,6%	5,6%	6,0%	6,3%	6,3%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	4,5%	4,7%	4,8%	5,2%	5,5%	5,5%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%
Marża NOPLAT	3,6%	3,8%	3,8%	4,2%	4,4%	4,4%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%
CAPEX / Przychody	2,1%	5,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	211,4%	636,4%	82,7%	102,0%	100,8%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	7,3%	-3,0%	3,4%	3,4%	-0,9%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-101,6%	-14,9%	17,4%	46,4%	-17,7%	784,6%	-22,2%	62,5%	57,7%	53,7%

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	86,9%	89,6%	91,9%	93,7%	95,1%	96,2%	97,2%	98,2%	98,9%	99,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	13,1%	10,4%	8,1%	6,3%	4,9%	3,8%	2,8%	1,8%	1,1%	0,9%
WACC	12,3%	12,5%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,2%

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

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta				
beta	0,00%	1,00%	2,00%	Premia za ryzyko	0,00%	1,00%	2,00%	Premia za ryzyko	1,1	1,2	1,3			
	1,0	14,4	15,0		15,8	5,5%	14,3		14,9	15,6	5,5%	15,7	14,9	14,1
	1,1	13,6	14,1		14,8	6,0%	13,6		14,1	14,7	6,0%	14,9	14,1	13,3
	1,2	12,9	13,3		13,9	6,5%	12,9		13,3	13,9	6,5%	14,1	13,3	12,6
	1,3	12,2	12,6		13,1	7,0%	12,3		12,7	13,1	7,0%	13,5	12,7	12,0
	1,4	11,6	12,0		12,4	7,5%	11,7		12,1	12,5	7,5%	12,8	12,1	11,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

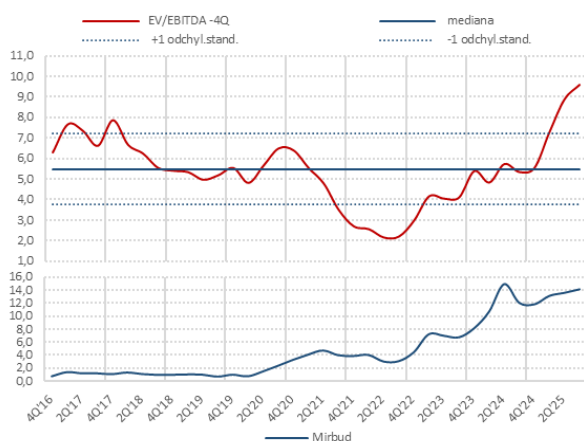
Wycena porównawcza oparta jest o wskaźniki wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2025-27 - dla 2025 roku przyjęliśmy wagę 20%, a dla kolejnych po 40%. Do gotówki Mirbudu została doliczona wartość pakietu akcji Torpolu (wg bieżącej wyceny), natomiast wyniki z 2025 zostały skorygowane o saldo pozostałej działalności operacyjnej. **Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 11,5 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		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Budimex	19,9	19,5	17,2	11,1	9,9	8,6
Dekpol	5,5	6,2	6,3	4,0	4,9	4,6
Erbud	---	13,5	8,2	5,5	3,7	2,9
Mostostal Zabrze	10,5	10,6	10,4	3,4	3,5	3,4
Pekabex	21,4	8,9	6,0	7,3	4,5	3,5
Torpol	13,8	11,7	11,1	5,7	4,3	4,0
Trakcja	17,7	14,7	12,7	7,4	6,6	5,8
Unibep	10,3	7,8	6,1	3,6	3,7	2,8
ZUE	20,1	22,8	8,3	6,7	5,6	3,4
Mediana	15,8	11,7	8,3	5,7	4,5	3,5
Mirbud	17,5	12,2	9,5	9,5	6,6	5,3
Premia/dyskonto do mediany	11%	4%	14%	68%	47%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	12,9	13,8	12,5	8,5	10,3	10,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		13,1			9,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	11,5					

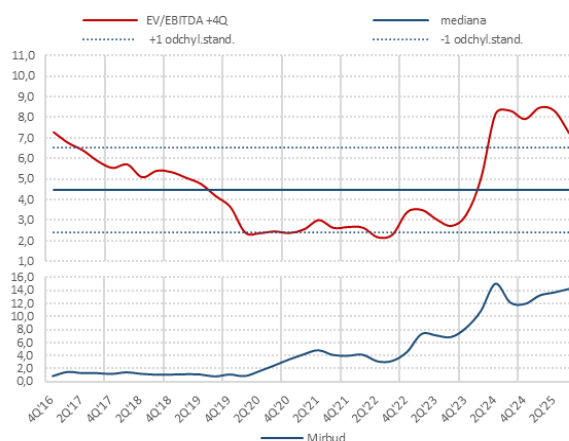
Źródło: BDM S.A., szacunki własne

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)

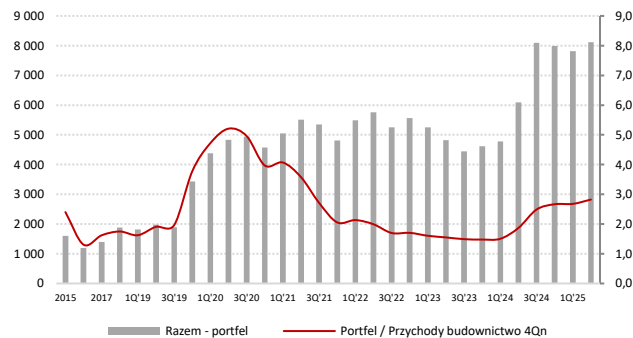
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Kontrakty budowlane o wartości >50 mln PLN netto podpisane przez Mirbud od 2024 roku + kontrakty z lat 2019-23 w realizacji

Data umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Termin zakończ.**	% budżetu inwestora	Zaawansowanie na VII/25***
2025						
wrz 25	GDDKIA	Projekt i budowa obwodnicy Wschowa i Dębowa Łęka (DK12)	129	kwi 29	82%	0%
sie 25	ACE 9	Budowa Centrum Handlowo – Usługowego w Siemianowicach Śląskich	64	b.d.	b.d.	0%
sie 25	PKP PLK	Tymbark - Limanowa	1 263	Nc (72m)	93%	0%
sie 25	PKP PLK	Białystok - Elk	3 713 (x50%)	Nc (38m)	70%	0%
lip 25	AMW Sinevia	Budowa budynków infrastruktury wojskowej	69	wrz 28	b.d.	0%
lip 25	Gmina Sławków	Budowa łącznika DK94 - Euroterminal / stacja PKP LHS	154	sty 29	86%	0%
lip 25	GDDKIA	Projekt i budowa S11 Ostrów Wlkp. – Kępno, odcinek I	447	gru 29	110%	0%
lip 25	GDDKIA	Projekt i budowa drugiej jezdni obw. Wyrzyska (S10)	99	gru 29	83%	0%
lip 25	PKP PLK	C-E 20 Skierniewice – Czachówek Wschodni	1 162	Nc (56m)	86%	0%
lip 25	AMW Sinevia	Budowa budynków infrastruktury wojskowej	68	paź 26	b.d.	0%
lip 25	PR w Gdańsku	Budowa Prokuratury Regionalnej w Gdańsku	97	kwi 28	b.d.	0%
cze 25	PCO	Budowa budynku produkcyjnego dla PCO w Warszawie	107	nko	b.d.	0%
cze 25	GDDKIA	Rozbudowa DK 25, odc. Biskupice Ołobocznne – Ostrów Wlkp	217	cze 29	121%	0%
maj 25	MZDW	Budowa zachodniej obwodnicy Mławy	109	maj 28	87%	0%
kwi 25	CPK	Umowa ramowa - Projekt i budowa układu drogowego	---	---	---	---
mar 25	GDDKIA	Projekt i rozbudowa DK9 Skaryszew – początek obwodnicy Iłży	226	nko	98%	0%
mar 25	AMW Sinevia	Infrastruktura wojskowa lotniska oraz budynek NOSP w Świdwinie	206	wrz 26	b.d.	6%
lut 25	ARM Krakowa	II etap budowy Krakowskiego Centrum Muzyki w Krakowie	145	sie 26	b.d.	9%
lut 25	GDDKIA	Projekt i budowa obwodnicy Kamienia i Sępólna Krajeńskiego	129	maj 29	66%	2%
sty 25	Gmina Miękinia	Budowa układu drogowego w gminie Miękinia	93	gru 25	88%	0%
2024						
lis 24	Gminą Ostrowiec Św.	Budowę dróg dojazdowych z infrastrukturą w Ostrowcu Święt.	55	gru 28	89%	0%
lis 24	Politechnika Koszal.	Budowa Centrum Wiedzy Cognitarium Politechniki Koszalińskiej – Etap II	97	lis 27	153%	4%
wrz 24	ZDW Gdańsk	Budowa obwodnicy Kartuz - etap II	144	sie 26	177%	4%
lip 24	Gmina Stryków	Budowa Centrum Rozwoju Strykowa	136	lip 27	b.d.	23%
lip 24	GDDKIA	Projekt i budowa S11 Kepno - A1 (odc. II: Siemianice - Gotartow)	470	paź 28	73%	3%
lip 24	GDDKIA	Projekt i budowa S12 Przysucha - Wieniawa	486	maj 29	92%	3%
lip 24	GDDKIA	Projekt i budowa S10 Recz (bez węzła) – węzeł Cybowo	526	paź 28	65%	5%
lip 24	GDDKIA	Projekt i budowa S11 Oborniki - węzeł Poznań Płn wraz z obw. Obornik	694	lip 28	88%	5%
cze 24	GDDKIA	Projekt i budowa S8 Wrocław – Kłodzko (VI: Żąbkowice Śl. Płn. - Bardo)	308	cze 28	76%	4%
maj 24	GDDKIA	Projekt i budowa S10 Suchań (z węzłem) – Recz (z węzłem)	542	sie 29	80%	7%
maj 24	Miasto Chelme	Przebudowa stadionu miejskiego w Chelmie	77	lut 27	107%	16%
maj 24	GDDKIA	Projekt i budowa S16 odc. Knyszyn – Krynice	256	sie 28	71%	4%
maj 24	UM Skierniewice	Budowa Skierniewickiego Centrum Sportu i Rekreacji	93	lut 27	98%	2%
kwi 24	UM Łódź	Projekt i budowa Ośrodka Sport. – Rekr. na Olechowie-Janowie w Łodzi	83	paź 26	b.d.	0%
kwi 24	GDDKIA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S11 Kepno - A1 (odc. III)	378	lip 28	82%	4%
kwi 24	UM Rzeszów	Budowa Podkarpackiego Centrum Lekkoatletycznego	157	paź 26	218%	24%
kwi 24	GDDKIA	Projekt i budowa S11 Ostrów Wielk.-Kępno - odcinek III (obw. Kępno)	56	lip 27	81%	5%
mar 24	Gmina Jaworzno	Budowa infrastruktury drogowej w ramach JOG w Jaworznie	185	paź 27	89%	1%
mar 24	ZIM Wrocław	Budowa Zespołu Szkolno- Przedszkolnego we Wrocławiu	73	maj 26	b.d.	38%
mar 24	Gmina Głogów	Przebudowa infrastruktury drogowej w gminach Głogów i Kotla	121	lip 27	69%	0%
mar 24	ElectroMobility Poland	Budowa zakładu produkcyjnego samochodów elektrycznych Izera	0	list inten.	b.d.	0%
lut 24	Świętokrzyski ZDW	Budowa DW723 w województwie świętokrzyskim	75	gru 27	b.d.	0%
lut 24	UM Bydgoszcz	Budowa i przebudowa Zajezdni Tramw. przy ul. Toruńskiej w Bydgoszczy	102	kwi 26	125%	60%
sty 24	Gmina Jawor	Budowa infrastruktury drogowej na terenie Dolnośląskiej SAG - S3 Jawor	72	kwi 25	88%	51%
2023						
gru 23	Powiat Płocki	Rozbudowa ciągu dróg powiatowych: nr 2911W i 2920W	59	lut 26	b.d.	0%
gru 23	BB Baltic Park	Budowa Zespołu Budynków Lecznictwa Uzdrawiskowego w Kołobrzegu	173	b.d.	b.d.	23%
gru 23	Woj. Świętokrzyskie	Budowa obwodnicy m. Nowy Korczyn	76	gru 25	b.d.	78%
lis 23	M. Słupsk	Uzbrojenie terenów inwestycyjnych pod funkcję przemysłową w Słupsku	54	lip 26	84%	1%
lis 23	G. Słupsk	Budowa i rozbudowa DK Jezierzycze - Redzikowo	61	lis 25	82%	0%
lis 23	Dino PL	Budowa centrum dystrybucyjnego Kaliszi	107	b.d.	b.d.	88%
lis 23	Dino PL	Budowa centrum dystrybucyjnego Janów Lubelski	102	b.d.	b.d.	96%
paź 23	AMW	Budowa Centrum Sportowego K-6015 Powidz	60	sty 26	b.d.	24%
paź 23	Sangate Sancak	Budowa hotelu w Warszawie	127	b.d.	b.d.	50%
wrz 23	ZDW w Bydgoszczy	Modernizacja DW 268	51	maj 26	b.d.	2%
sie 23	ED SAN III	Budowa zespołu budynków handlowo - usługowych w m. Mysiadło	69	b.d.	b.d.	96%
cze 23	Miasto Słupsk	Budowa południowego obojścia Słupska	105	mar 25	94%	73%
mar 23	DCO	Budowa 2 budynków magazynowo-produkcyjno-usługowych	84	b.d.	b.d.	88%
2022						
lis 22	Woj. Zachodnioporskie	Rozbudowa DW 203 na odcinku Darłowo - granica woj....	95	cze 25	76%	92%
wrz 22	GDDKIA	Projekt i budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc 1, Sianów - Sławno)	535	sie 25	69%	73%
maj 22	GDDKIA	Projekt i budowa S10 Bydgoszcz – Toruń (odc. 3 Solec - Toruń Zachód)	346	paź 25	60%	26%
mar 22	GDDKIA	Projekt i budowa S74 Przelom/Miniów – Kielce	437	gru 25	66%	20%
2021						
sie 21	Sąd Apel. we Wrocł.	Budowa budynku Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu	60	paź 24	b.d.	98%
cze 21	GDDKIA	Obwodnica miejscowości Gostynia	201	gru 25	92%	85%
kwi 21	GDDKIA	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	wrz 25	90%	79%
2020						
sie 20	GDDKIA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała, odcinek III	477	gru 23	80%	88%
2019						
paź 19	GDDKIA	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Górki)	1 121	paź 25	105%	97%

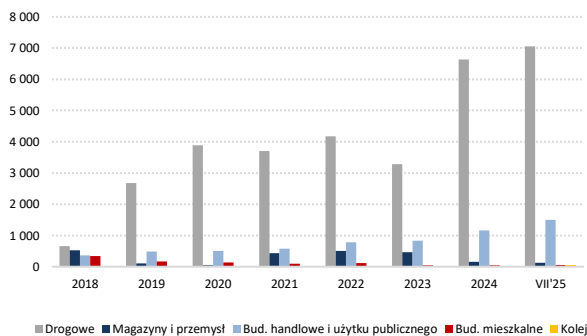
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, * w części przypadającej na grupę Mirbud, ** w przypadku kontraktów drogowych termin szacunkowy (możliwe opóźnienie np. związane z otrzymaniem wymaganych pozwoleń), ***zaawansowanie fakturowania

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel wg segmentów [mln PLN]

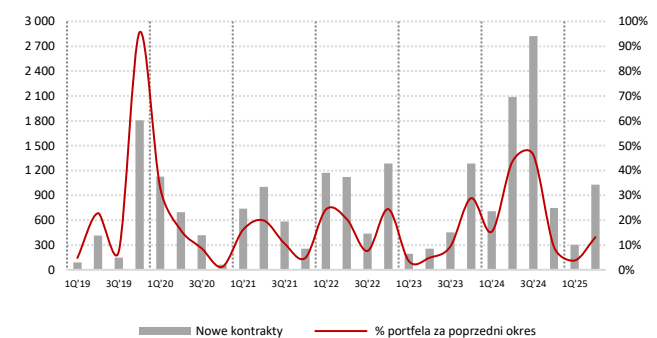


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel kontraktów drogowych dla GDDKiA

- W obszarze kontraktów drogowych spółka ma nadal w realizacji **kilka istotnych umów z ofert pochodzących sprzed wybuchu wojny w Ukrainie**. Identyfikujemy siedem takich kontraktów drogowych (z tego pięć powinno skończyć się w 2025 roku), gdzie do zafakturowania pozostało po VII'25 ok. 1 mld PLN (wartość początkowa wynosiła 3,7 mld PLN z czego 1,1 mld PLN przypadało na S1 Węgierska Górka). Poza S1 (gdzie obowiązuje waloryzacja wskaźnikowa bez górnego limitu), kontrakty te albo mogły osiągnąć już swoje limity waloryzacyjne (skok cenowy w 2022 roku) albo i tak były ofertowane w dość mało korzystnym z dzisiejszego punktu widzenia okienku przetargowym (oferty z 2021 - > podpisanie umów w 2022 po wybuchu wojny – waloryzacja naliczana jest najwcześniej po podpisaniu umowy, a w przypadku P&B najwcześniej 6 miesięcy po rozpoczęciu projektowania- mechanizm opisany jest tu - [link](#)). Kontrakty te prawdopodobnie wpłynęły na niską marżę w segmencie budownictwa w 2Q'25. Zwracamy uwagę, że od jakiegoś czasu toczyły się dodatkowe rozmowy o podniesieniu limitu waloryzacji starych kontraktów (z 15% do >20%), jednak może na nie wpływać trudna sytuacja budżetowa. Zwracamy uwagę, że kontrakt S74 z marca'22 dopiero w końcówce 2024 uzyskał ZRID a kontrakt S10 z maja'22 taki dokument uzyskał w 1Q'25. Prace budowlane realnie wystartowały więc dopiero w 2025 roku.
- W kontekście kontraktu na **S1 (Węgierska Górka)** spółka przez kilka dłuższych kwartałów (do 1Q'25) komunikowała, że wpływał on negatywnie na marżę ze względu na dodatkowe koszty związane z pracami tunelowymi. Szacunki spółki odnośnie łącznej wartości kosztów ujętych w wyniku finansowym przedstawiane na konferencjach wynikowych nie zawsze były spójne – identyfikujemy, że było to ok 30 mln PLN w 2023 roku, ok. 80-90 mln PLN w 2024 roku i ok. 20 mln PLN w 1Q'25 (łącznie ok 140 mln PLN?). Są to głównie koszty związane z modyfikacją zakładanego zakresu prac przy tunelach (spółka wystąpiła z roszczeniami do GDDKiA, sygnalizowany wyjściowy poziom roszczeń z tego tytułu to 250 mln PLN, uzyskanie jakichkolwiek środków z tego tytułu poprawi zarówno wynik jak i cash flow, sprawa może jednak skończyć się w sądzie). Dodatkowo spółka ponosiła koszty ogólne (wydłużony termin realizacji), które szacowane są na ok 100-120 mln PLN (koszty te nie przeszły przez wynik, są ujęte w rozliczeniach z tytułu kontraktów, spółka jest dość pewna ich odzyskania od GDDKiA ze względu na aneksy terminowe, jeśli uzyska środki to nie poprawi to wyniku, ale wpłynie pozytywnie na cash flow, brak uzyskania pełnej kwoty wpłynie negatywnie na wynik).
- Bardzo bogaty w pozyskanie nowych umów drogowych w spółce był **2024 rok**. Było to pokłosie m.in. faktu, że w 2023 roku spółka nie podpisała żadnego istotnego kontraktu z GDDKiA, więc rozstrzygnięcie ostatniej serii przetargów przez „stare” władze GDDKiA w 2H'23 było okazją, by zbudować portfel przed dostrzeganiem już wtedy ryzykiem luki przetargowej. W efekcie w 2024 roku spółka podpisała nowe umowy z GDDKiA na prawie 4 mld PLN. Jednocześnie są to umowy zdobyte średnio za 78% budżetu i 4% poniżej II ofert w przetargach. Ten drugi parametr wygląda nie najgorzej, więc można teoretycznie nie przywiązywać aż tak dużej wagi to relacji ceny do budżetu, ale zwracamy uwagę, by pamiętać o kontekście w jakim były składane oferty na rynku (okres zmiany władzy i oczekiwanej luki przetargowej). Zdobyte kontrakty na razie nie wchodzi do realizacji ze względu na opóźnienie w wydawaniu ZRID przez władze samorządowe (problem zgłaszany przez całą branżę, z każdym rokiem narastający). Spółka oczekuje uzyskania ZRID dla szeregu zleceń w 4Q'25/1H'26, co miałoby umożliwić start prac budowlanych w 2026 roku.
- W **2025** roku spółka podpisuje istotnie mniej dużych kontraktów drogowych (spowolnienie na rynku przetargów). Wzrosła średnia cena vs budżet natomiast wyraźnie obniżył się wskaźnik cena/II oferta (średnio aż 8% dyskonta w wygrywającej ofercie Mirbudu dla GDDKiA).

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *szacunkowo (zmiana portfela + przerób w segmencie budowl.)

Backlog po 2Q'25 wynosił 8,1 mld PLN, a po VII'25 wzrósł do 8,8 mld PLN (rekord spółki; 80% infrastruktura) vs 7,8 mld PLN po 1Q'25 oraz 6,1 mld PLN rok temu. Spółka podpisała w tym roku kilka kontraktów dla GDDKiA, jest także aktywna w obszarze obronności. Całościowo kontrakcja jest w tym roku jednak wyraźnie słabsza r/r (2024 rok był rekordowy na polu pozysku zleceń z GDDKiA).

Jednocześnie w pipeline ze znaczących umów są przede wszystkim kontrakty kolejowe (łącznie >4 mld PLN, licząc 50% wartości z konsorcjum na Białystok-Ełk). Spółka przyjęła tu strategię wskoczenia szybko do „pierwszej ligi”. Najniższe złożone oferty są na przetargach, których jednostkowe wartości przekraczają największe dotychczas realizowane przez spółkę kontrakty drogowe.

Kontrakty Mirbudu z GDDKIA z lat 2019-2025 [mln PLN netto]

Oferta	Kontrakt	Wartość [mln PLN]	% budżetu inwestora	% II oferty	postęp prac
2025		1 246	97%	92%	0%
wrz 25	Projekt i budowa obwodnicy Wschowa i Dębowa Łęka (DK12)	129	82%	88%	0%
lip 25	Projekt i budowa S11 Ostrów Wlkp. – Kępno, odcinek I	447	110%	97%	0%
lip 25	Projekt i budowa drugiej jezdni obw. Wyrzyska (S10)	99	83%	87%	0%
cze 25	Rozbudowa DK 25, odc. Biskupice Ołobocznice – Ostrów Wlkp	217	121%	90%	0%
nko	Projekt i rozbudowa DK9 Skaryszew – początek obwodnicy II	226	98%	100%	0%
lut 25	Projekt i budowa obwodnicy Kamienia Krajskiego i Sepolna Krajskiego	129	66%	78%	2%
2024		3 715	78%	96%	5%
lip 24	Projekt i budowa S11 Kępno - A1 (odc. II: Siemianice - Gotartow)	470	73%	95%	3%
lip 24	Projekt i budowa S12 Przysucha - Wieniawa	486	92%	100%	3%
lip 24	Projekt i budowa S10 Recz (bez węzła) – węzeł Cybowo	526	65%	99%	5%
lip 24	Projekt i budowa S11 Oborniki - węzeł Poznań Płn wraz z obwodnicą Obornik	694	88%	95%	5%
cze 24	Projekt i budowa S8 Wrocław – Kłodzko (VI: Ząbkowice Śl. Północ - Bardo)	308	76%	83%	4%
maj 24	Projekt i budowa S10 Suchań (z węzłem) – Recz (z węzłem)	542	80%	98%	7%
maj 24	Projekt i budowa S16 odc. Knyszyn – Krynice	256	71%	98%	4%
kwi 24	Projekt i budowa drogi ekspresowej S11 Kępno - A1 (odc. III)	378	82%	98%	4%
kwi 24	Projekt i budowa S11 Ostrów Wielk.-Kępno - odcinek III (obw. m. Kępno)	56	81%	85%	5%
2023		0	-	-	-
2022		1 373	67%	94%	45%
wrz 22	Projekt i budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc 1, Sianów - Sławno)	535	69%	95%	73%
maj 22	Przebudowa DK 91 Terespol-Stołno	55	103%	98%	100%
maj 22	Projekt i budowa S10 Bydgoszcz – Toruń (odc. 3 Sołec - Toruń Zachód)	346	60%	92%	26%
mar 22	Projekt i budowa S74 Przełom/Miniów – Kielce	437	66%	93%	20%
2021		1 043	91%	93%	84%
cze 21	Obwodnica miejscowości Gostynia	201	92%	85%	85%
kwi 21	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	90%	94%	79%
sty 21	Budowa autostrady A18 Olszyna – Gołnice, odc. 4	210	93%	100%	100%
2020		1 609	101%	96%	96%
sie 20	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała, odcinek III	477	80%	96%	88%
kwi 20	Kontynuacja S-5 Dworzysko – Aleksandrowo	474	130%	96%	100%
mar 20	Kontynuacja S-5 Białe Błota - Szubin	292	120%	94%	100%
mar 20	S11 Koszalin - Bobolice	366	96%	98%	100%
2019		2 904	104%	94%	99%
gru 19	Obwodnica Poręby i Zawiercia (DK 78)	337	144%	92%	100%
lis 19	A18 Olszyna – Gołnice (przebudowa jezdni południowej)	207	84%	97%	100%
paź 19	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Góry)	1 121	105%	96%	97%
maj 19	Obwodnica Olesna (S11)	543	108%	98%	100%
kwi 19	A-1 Bełchatów - Kamieńsk	697	96%	89%	100%
2019-2025			87%	95%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka, GDDKIA *kontrakty o wartości min. 50 mln PLN, nko = najkorzystniejsza oferta

Budowa portfela kontraktów kolejowych

Od mniej więcej 2H'24 spółka jest aktywna na rynku przetargów kolejowych. W 3Q'25 złożyła ona najniższe oferty cenowe w trzech przetargach dla PKP PLK. Przetargi są na etapie przed wyborem najkorzystniejszych ofert przez zamawiającego. Największa oferta dotyczy przetargu Białystok – Elk (3,7 mld PLN netto, z tego wstępnie 50% ma przypadać dla Mirbudu), ale także pozostałe dwie dotyczą zleceń o wartości >1 mld PLN. Spółka historycznie realizowała tylko jeden kontrakt infrastrukturalny o jednostkowej wartości >1 mld PLN (S1 Węgierska Górka). Spółka po swojej stronie wskazuje, że istotna część zakresów prac jest zbieżna z zakresami na kontraktach drogowych (dodatkowo w przypadku realizacji kontraktu Tymbark – Limanowa istnieje możliwość wykorzystania doświadczeń i sprzętu z budowy S1). Jednocześnie wskazujemy, że spółki takie jak Budimex (czy w nieco mniejszym zakresie Torpol) w ostatnich latach ponosiły istotne nakłady (także leasingowe), aby utrzymać odpowiednią konkurencyjność na rynku kolejowym (terminy oczekiwania na nowy sprzęt są długie, podwykonawcy w ograniczonym zakresie dysponują nowoczesnym parkiem maszynowym).

Potencjalne kontrakty Mirbudu z PKP PLK [mln PLN netto]

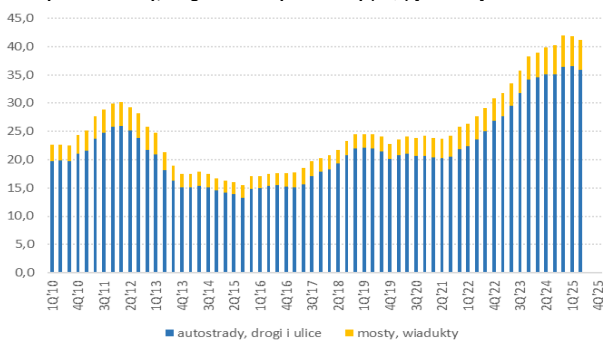
Oferta	Zakres	Wartość [mln PLN]	% budżetu inwestora	% II oferty
2025		4 281	80%	94%
sie 25	Tymbark - Limanowa	1 263*	93%	95%
sie 25	Białystok - Elk	1 856**	70%	92%
lip 25	C-E 20 Skierniewice – Czachówek Wschodni	1 162*	86%	97%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, PKP PLK, przetargi o wartości min. 50 mln PLN, *100% wartości oferty (w konsorcjach znajdują się zewnętrzni partnerzy - nie znamy udziału), **przyjęto 50% udział w konsorcjum z Torpołem

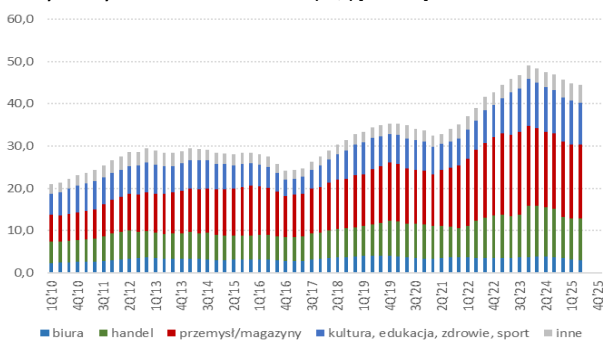
W przypadku pozyskania wszystkich trzech zleceń wartość portfela kontraktów kolejowych wyniosłaby ponad 4 mld PLN, co pozwoliłoby spółce wskoczyć w zasadzie od razu do czołówki wykonawców (np. portfel BDX w obszarze kolejowym w PL to obecnie 2,9 mld PLN + 3,4 mld PLN pipeline a portfel TOR = 2,9 mld PLN + 2,4 mld PLN pipeline). 2025 rok jest bardzo intensywny na rynku kolejowym – PKP PLK otworzyła rekordową wartość ofert (na ten moment blisko 20 mld PLN), jednocześnie część podmiotów bardzo wyczekiwała na przetargi po słabym w tym zakresie 2024 roku (tylko 2 mld PLN otwartych ofert).

Inne

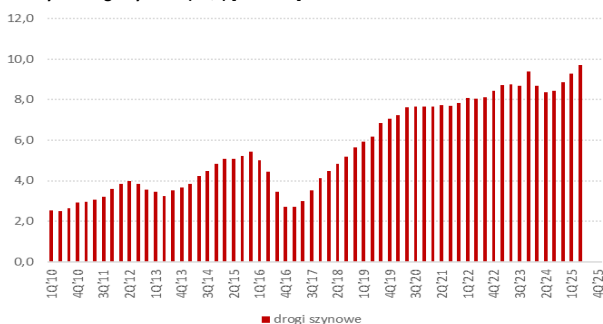
W 2Q'25 spółka podpisała umowę ramową z CPK (obok 13 innych podmiotów/konsorcjów) na projekt i budowę układu drogowego (łączna wartość zleceń do podziału to 2,2 mld PLN). W 3Q'25 złożono wniosek (w konsorcjum z grupą krajowych spółek) o dopuszczenie do postępowania na budowę terminala (na 3Q'26 przewidziany jest termin składania ofert). Swoim „życiem” toczy się nadal projekt ElectroMobility Poland – projekt Izery został pogrzebany, ale w lipcu'25 złożono wniosek o środki z KPO na budowę „polskiego hubu elektromobilności” (docelowo formuła JV Skarbu Państwa z zagranicznym partnerem). Z informacji EMP wynika, że nadal obowiązuje list intencyjny z Mirbudem, na potencjalną budowę fabryki w Jaworznie ([link](#)).

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


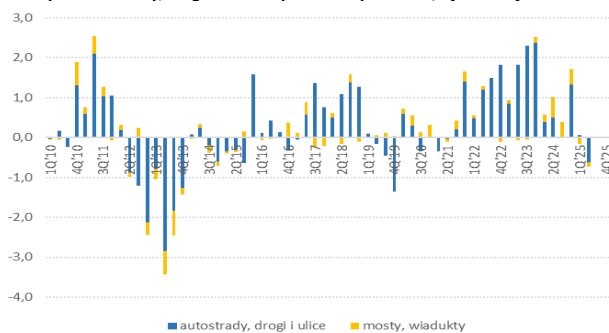
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


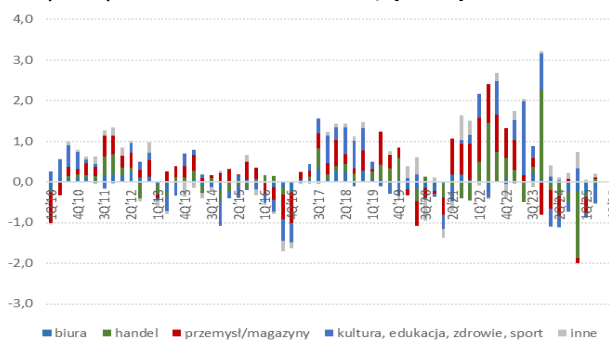
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


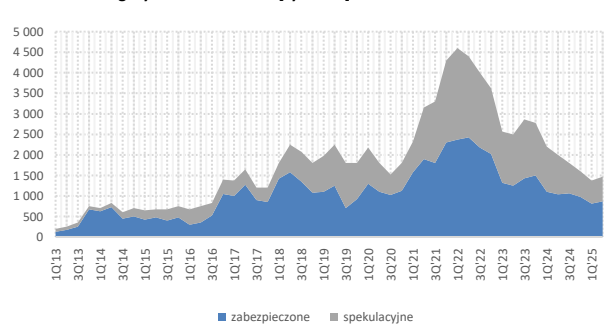
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Powierzchnie magazynowe w budowie [tys mkw]


Źródło: DM BDM S.A., JLL

DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA ORAZ NAJEM

Inwestycje mieszkaniowe w toku *

projekt	termin zakończenia	postęp prac	liczba lokali	liczba lokali sprzedanych**	postęp sprzedaży
Jastrzębia Góra Jantarowa I	3Q'25	97%	164	64	39%
Mszczonów Dworcowa	4Q'25	95%	167	69	41%
Skierniewice Armii Krajowej II	1Q'26	70%	200	41	21%
Jastrzębia Góra Jantarowa II	1Q'26	44%	110	---	---
Skierniewice Sobieskiego	1Q'27	7%	74	30	41%
Konin Topazowa	2Q'27	0%	161	0	0%

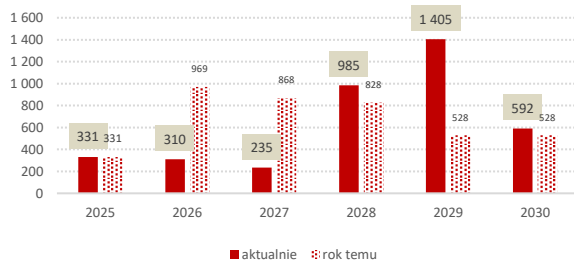
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *dane na koniec lipca, **umowy deweloperskie + rezerwacje

Planowany harmonogram ukończenia inwestycji mieszkaniowych w kolejnych latach

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Bydgoszcz						
obecnie	0	0	0	213	0	0
rok temu*	0	0	213	0	0	0
Jastrzębia Góra						
obecnie	164	110	0	0	0	0
rok temu	164	110	0	0	0	0
Katowice						
obecnie	0	0	0	0	300	440
rok temu	0	0	0	300	0	0
Konin						
obecnie	0	0	161	215	0	0
rok temu	0	165	215	0	0	0
Łódź						
obecnie **	0	0	0	175	514	0
rok temu**	0	0	175	528	528	528
Mszczonów						
obecnie	167	0	0	124	0	152
rok temu	167	0	0	0	0	0
Poznań						
obecnie	0	0	0	258	121	0
rok temu	0	258	121	0	0	0
Skierniewice						
obecnie	0	200	74	0	470	0
rok temu	0	275	144	0	0	0
Żyrardów						
obecnie	0	0	0	0	0	0
rok temu	0	161	0	0	0	0

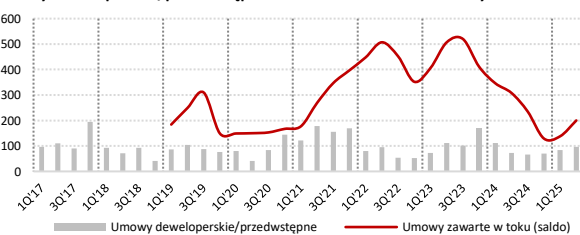
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *wg prezentacji po 2Q'24, **w prezentacji wskazywano I-X etapów inwestycji Politechnika (2641 lokali do ukończenia w 2028-32), obecnie spółka wskazuje tylko etap I do ukończenia w 2029 roku)

Aktualny pipeline ukończenia lokali wg lat [szt]



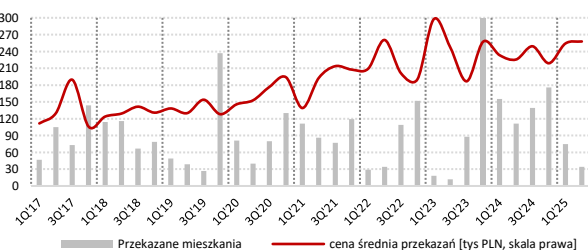
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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]



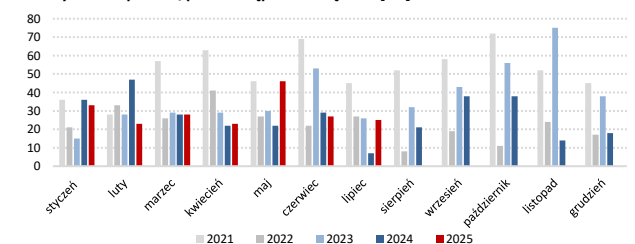
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Spółka w 1H'25 sprzedała 180 lokali (vs 184 w 1H'24). Bardzo dobrze wyglądał maj (46 szt – start sprzedaży Sobieskiego w Skierniewicach), inne miesiące (także lipiec) były dość zbliżone do siebie (po ok 25-30 lokali). W ofercie spółka miała: i) 562 lokale w budowie, ii) 175 lokali gotowych.

Na 2025 rok planowane jest ukończenie jedynie dwóch inwestycji: I etap apartotelu w Jastrzębiej Górze (164 lokale) oraz projekt w Mszczonowie (167 lokali). W 2026 rok spółka ma do ukończenia projekt w Skierniewicach (200 lokali) oraz II etap w Jastrzębiej Górze (110 lokali, sprzedaż nie jest na razie prowadzona). Spółka istotnie opóźniła pipeline nowych projektów vs zapowiedzi sprzed roku. Miała wtedy bogaty harmonogram projektów, które miały wystartować w 4Q'25-1H'25 w liczbie 1,6 tys lokali – finalnie rozpoczęto budowę 235 lokali (z terminem zakończenia w 2027 roku). Według aktualnego harmonogramu kolejne inwestycje będą startować dopiero w 2026 roku (terminy oddania na 2028 rok). Największy projekt w długim terminie jest możliwy do zrealizowania w Łodzi (Al. Politechniki – działki Hakamore), aczkolwiek termin jego gotowości do realizacji jest przesuwany (wg aktualnych planów budowa I etapu ma rozpocząć się w 2027 roku, jeszcze 2 lata temu zakładano start budowy w 2024 roku).

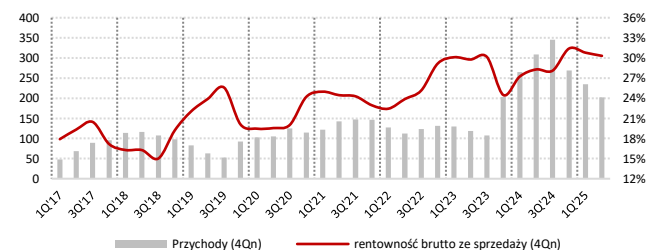
W 1H'25 przekazano 109 lokali (vs 266 w 1H'24). Są to mieszkania z projektów ukończonych w 2024 roku (część przekazanych przesunęła się na 2025, reszta to bieżąca sprzedaż, także pojedynczych lokali z lat jeszcze wcześniejszych). W 3Q'25 spółka planuje zakończyć I etap projektu w Jastrzębiej Górze a w 4Q'25 w Mszczonowie. Łącznie to 331 lokali, z czego 135 było do VII'25 sprzedane. Na konferencji wynikowej spółka sygnalizowała, że chce w tym roku przekazać 300-350 lokali (zwracamy przy tym uwagę, że projekt Mszczonów na stronie www JHM ma oznaczenie jako „odbior 2026”). W kolejnych dwóch latach będą to prawdopodobnie dość zbliżone liczby.

Umowy deweloperskie/przedwstępne miesięcznie [szt]



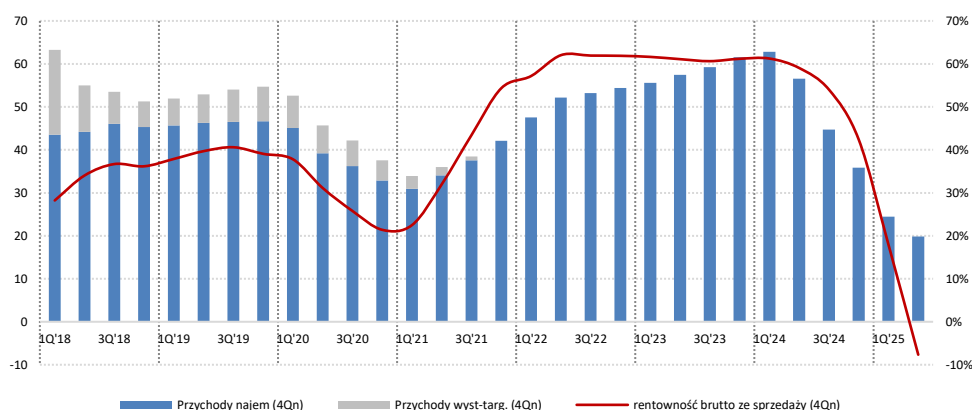
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i rentowność brutto ze sprzed. segmentu deweloperskiego (4Qn)



Źródło: DM BDM S.A., spółka, JHM

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kluczowym aktywem generującym wynik segmentu Najmu było do 2024 roku centrum handlowo-targowe na Białolecie (1400 sklepów i punktów usług oraz park handlowy składający się z 16 sklepów sieciowych; od 2014 spółka ma umowę dzierżawy gruntu na 22 lat z miastem Warszawa - [link](#), umowa dzierżawy stanowi zobowiązanie spółki wg MSSF16, które na koniec 2024 roku wynosiło 99 mln PLN). W maju '24 w wyniku pożaru zniszczeniu uległ budynek centrum handlowo-targowego (nie ucierpiał park handlowy). Oficjalnie nadal trwa śledztwo zmierzające do ustalenia przyczyn pożaru (w mediach pojawiły się informacje, że był wynikiem podpalenia dokonanego na zlecenie wywiadu Federacji Rosyjskiej). Obiekt był ubezpieczony, spółka otrzymała do lipca '25 ok 84 mln PLN zaliczek, łącznie spodziewa się 110 mln PLN (kwota rozpoznana jako pozostałe przychody w 2Q'24, także w wynikach 2Q'24 spółka ujęła odpis 111 mln PLN wartości nieruchomości; na ostatniej konferencji wynikowej zarząd zasygnalizował, że toczą się rozmowy czy odszkodowanie nie zostanie pomniejszone o 10%). Tymczasowe miasteczko handlowe, zostało uruchomione z końcem sierpnia '24 w oparciu o 800 kontenerów (koszt zakupu kontenerów wyniósł ok. 20 mln PLN, mogą one zostać sprzedane). Obecnie spółka rozmawia o aneksie na dzierżawę gruntu z miastem oraz złożyła wniosek o PnB na odbudowę.

Pozostałe aktywa w segmencie najmu to:

- obiekt w Ostródzie przy ul. Grunwaldzkiej (6 hal o łącznej powierzchni użytkowej 56 tys m2 i powierzchnia najmu 44 tys m2, b. kompleks Expo Mazury, który w ostatnich latach przekształcono pod działalność magazynową – nawiązano współpracę m.in. z grupą Ikea; wycena bilansowa na poziomie ok. 148 mln PLN),
- hala logistyczna w Bolesławcu o pow. 50 tys m2 ukończona w 3Q'24, wartość bilansowa 118 mln PLN; aktywo znajduje się w spółce PDC IC 217, w której 15% posiada Panattoni ([link](#), wynajęte jest 7 tys m2)
- obiekt w Starachowicach (4,5 tys m2, wynajmowany na rzecz Bricomarche, wartość bilansowa 14,9 mln PLN)
- Park Handlowy Marywilska 44 (oddany do użytkowania w 2017 roku) o wartości 40 mln PLN;

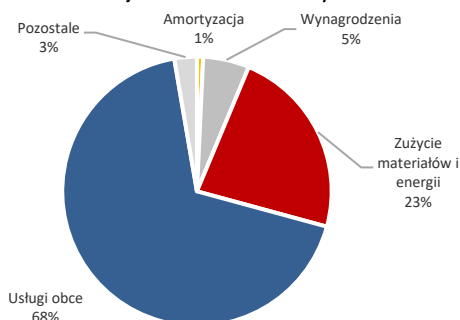
Wartość księgowa i wynik z nieruchomości inwestycyjnych [mln PLN]

	2023	2024	1H'25
Nieruchomości własne	355,7	343,8	348,4
Dzierżawa	135,1	99,0	97,8
Razem wartość księgowa	490,8	442,8	446,1
Przychody z czynszów	61,5	34,5	9,2
koszty operacyjne	-23,9	-20,6	-7,4
Wynik z najmu	37,6	13,9	1,8
yield [%]	7,7%	3,1%	0,8%

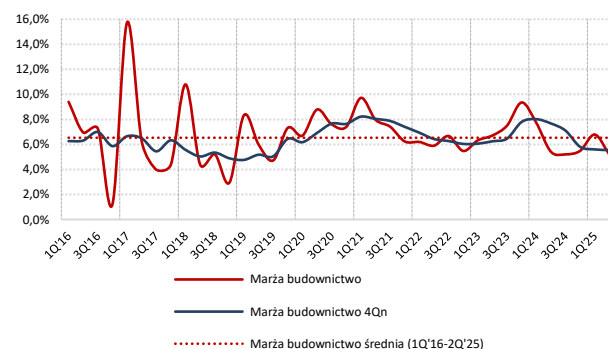
Źródło: DM BDM S.A., spółka

STRONA KOSZTOWA

Mirbud - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Mirbud - raportowana marża w segmencie budowlanym

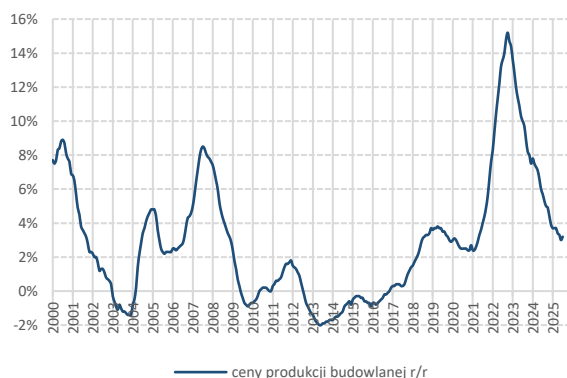


Źródło: DM BDM S.A., spółka

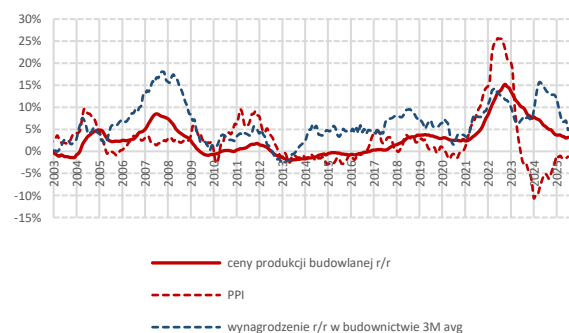
Źródło: DM BDM S.A., spółka

CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r

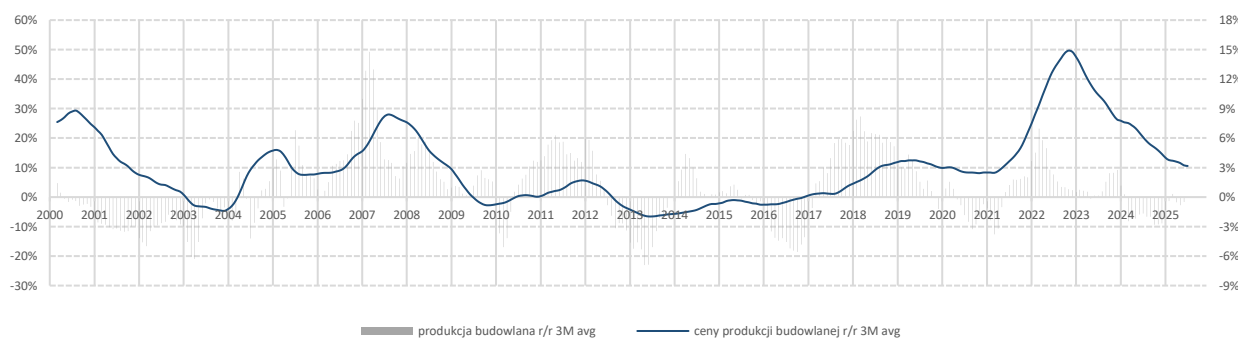


Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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

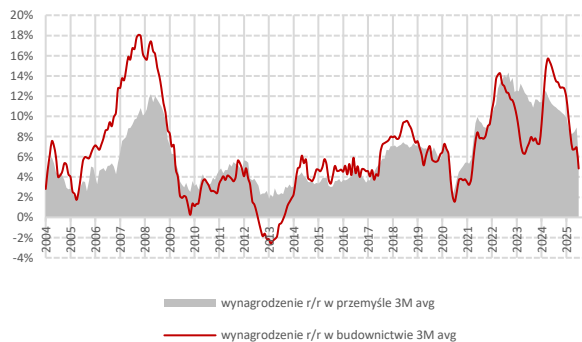


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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 (do 3,0% r/r w czerwcu'25). Lipiec'25 jest pierwszym miesiącem, kiedy dynamika roczna lekko się podniosła (+3,2% r/r). Jest to efektem lekkiego przyspieszenia dynamik miesięcznych w tym roku (w końcówce 2024 roku miesięczne dynamiki m/m zeszły do poziomu 0,0-0,1%, w tym roku jest to 0,1-0,5%).

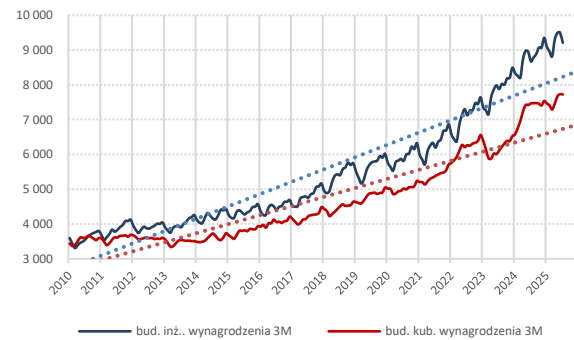
Mimo, że dynamika roczna cen spadła już wyraźnie od szczytu, to nadal są to relatywnie wysokie poziomy w ujęciu r/r. W kolejnych miesiącach wsparciem dla stabilizacji dynamiki powinny być nadal niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równoważy je dodatnia dynamika wynagrodzeń (przy czym w ostatnich miesiącach mamy tu powrót do jednocyfrowych dynamik r/r, po dwucyfrowych wzrostach 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)

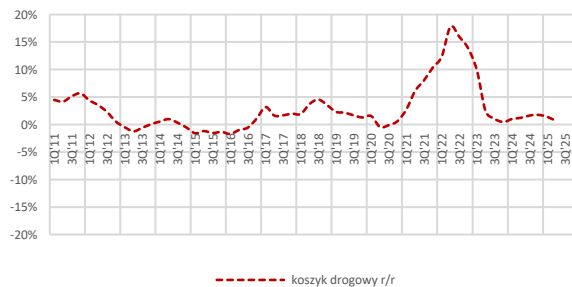


Źródło: DM BDM S.A., GUS

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

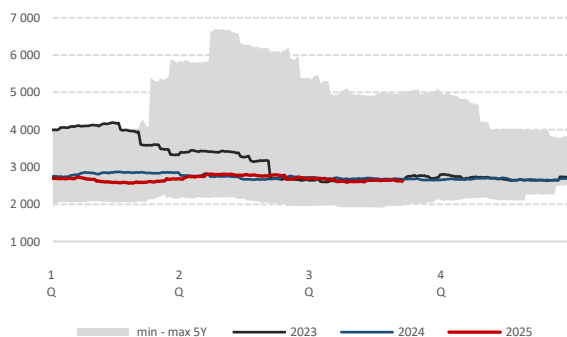
Ceny koszyka waloryzacyjnego materiałów GUS w drogach [r/r]*

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'25 wskazują -3% spadku r/r. Są to tylko materiały. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI oraz podział ryzyka 50/50 to dla GDDKiA dane za 2Q'25 wykazują na +1% r/r (w 1Q'25 było to także +1% r/r).

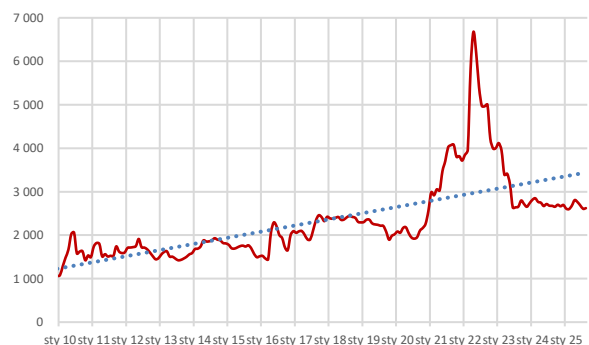
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny kruszywa czy cementu, 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]



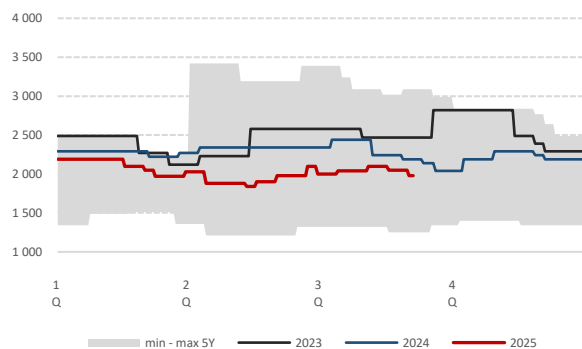
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



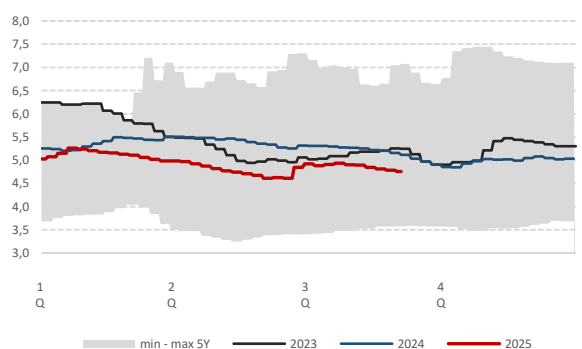
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



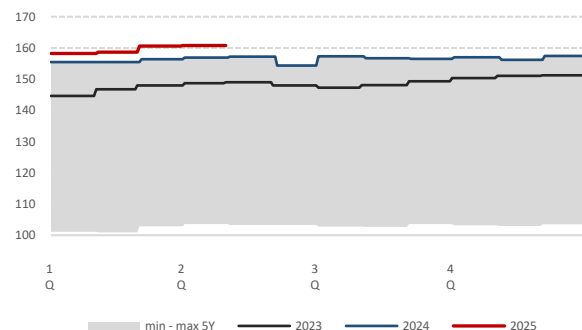
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



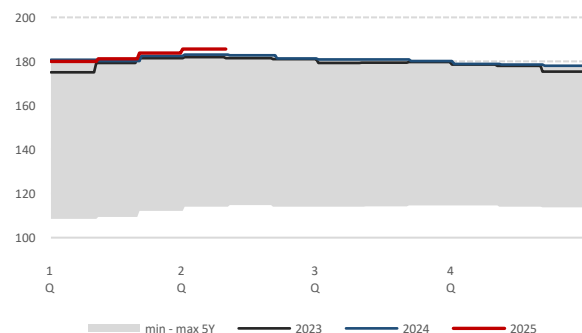
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



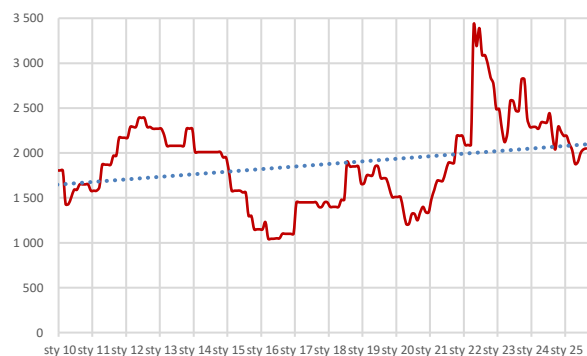
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za VI'25

Cement – indeks GUS*



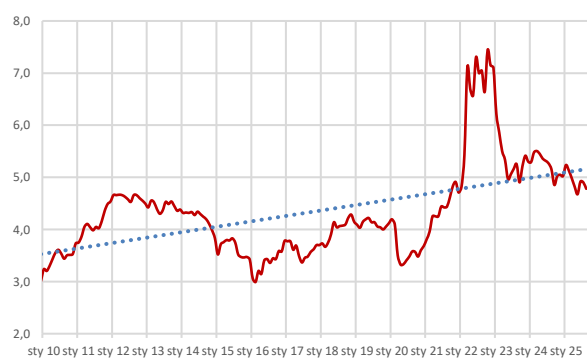
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za VI'25

Cena asfaltu [PLN/t]



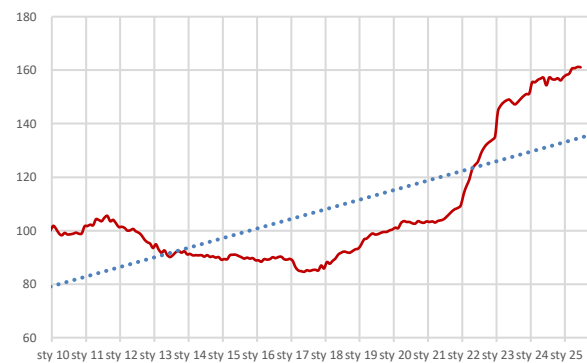
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



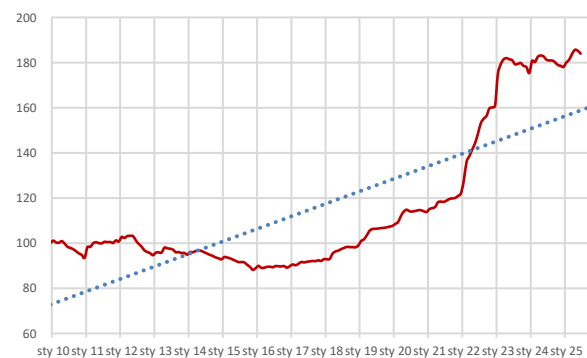
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	2Q'25P BDM	odchyl.	2Q'25P kons	odchyl.	1H'24	1H'25	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	815,7	720,2	-11,7%	772,7	-6,8%	785,0	-8,3%	1 462,3	1 216,8	-16,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	65,4	45,1	-31,0%	63,7	-29,2%	---	---	143,7	88,3	-38,6%
Zysk na sprzedaży	41,2	23,4	-43,3%	39,7	-41,1%	---	---	95,8	45,8	-52,2%
EBITDA	37,4	39,5	5,6%	46,6	-15,2%	---	---	96,5	71,8	-25,6%
EBIT	32,0	31,8	-0,5%	39,7	-19,9%	---	---	86,1	57,2	-33,6%
Zysk brutto	27,5	26,9	-2,1%	32,7	-17,7%	---	---	68,4	45,7	-33,2%
Zysk netto	21,1	21,1	0,2%	26,2	-19,4%	21,5	-1,8%	54,3	36,1	-33,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,0%	6,3%		8,2%		---		9,8%	7,3%	
Marża EBITDA	4,6%	5,5%		6,0%		---		6,6%	5,9%	
Marża EBIT	3,9%	4,4%		5,1%		---		5,9%	4,7%	
Marża zysku netto	2,6%	2,9%		3,4%		2,7%		3,7%	3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

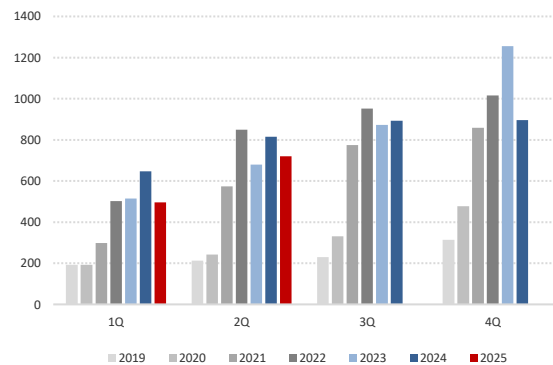
- Wyniki 2Q'25 były zgodne z publikowanymi wcześniej danymi wstępnymi.
- W 2Q'25 na poziomie przychodów Mirbud miał 720 mln PLN (-12% r/r).
- Spadła r/r marża brutto ze sprzedaży (6,3% vs 8,0% rok temu), w efekcie spadku marży brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym (5,2% vs 5,4% rok temu) oraz niższej kontrybucji deweloperki. Mirbud na poziomie jednostkowym miał 7,4% marży (vs 5,9% rok temu), co implikuje marżę na pozostałej części segmentu budowlanego (Kobylarnia, Transkol) na poziomie 1,4%. Zwracamy uwagę, że na konferencji wynikowej po 1Q'25 spółka zapowiadała marżę w segmencie budowlanym w kolejnych okresach na poziomie 6-6,5% (sam 2Q'25 miał być wsparty przez rozliczenie kilku mln PLN netto zaległej waloryzacji kontraktowej na S1). Jak wytłumaczono na konferencji po 2Q'25 negatywnie na wynikach w okresie odbiły się inne kontrakty drogowe pozyskane przez spółkę przed 2022 rokiem.
- W całym 1H'25 na pracach kolejowych spółka miała 8 mln PLN przychodów i -2 mln PLN straty brutto ze sprzedaży.
- EBIT wyniósł 31,8 mln PLN (vs 32,0 mln PLN rok temu), ale jest wsparty przez +8,4 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej (rok temu było -9,2 mln PLN na tej pozycji, więc jeśli oczyścimy EBIT mamy -43% spadek r/r).
- Koszty SG&A ma poziomie 21,7 mln PLN (24,2 mln PLN rok temu).
- Lekki q/q spadek należności przeterminowanych do 61,4 mln PLN z 64,3 mln PLN po 1Q'25.
- Lekko dodatni CF operacyjny w 2Q'25: +21 mln PLN (vs -46 mln PLN w 2Q'24).
- CAPEX po 1H'25 wyniósł 35 mln PLN (vs 52 mln PLN w 1H'24).
- Dług netto na poziomie 343 mln PLN (vs 301 mln PLN długu netto po 1Q'25).
- Marywilka - w lipcu 2025 roku ubezpieczyciel wydał dwie kolejne decyzje dotyczące wypłaty zaliczki na poczet odszkodowania w łącznej wysokości 18,6 mln PLN (wcześniej uzyskano 65 mln PLN).
- W 4Q'25 spółka planuje oddać do użytkowania trzy projekty deweloperskie (w Skierniewicach, Mszczonowie i Jastrzębiej Górze).
- Wartość ukończonych mieszkań w zapasach na koniec 2Q'25 to 64 mln PLN a 146 mln PLN to produkcja w toku (rok temu odpowiednio: 186 / 43 mln PLN).
- W wycenie kontraktów krótkoterminowych znajduje się 30% rozszczenia spółki złożonego do GDDKiA na kontrakcie S1.
- Spółka dąży do uzyskania waloryzacji w kwocie 50 mln PLN na kontraktach kubaturowych.
- Portfel po lipcu na poziomie 8,78 mld PLN (w tym 80% infrastruktura).
- Kobylarnia zakupiła nową wytwórnię mieszanek mineralno - asfaltowych (łączny koszt inwestycji to 50 mln PLN).
- CF operacyjny w 1-3Q'24 wyniósł -159,3 mln PLN, co implikuje -5,9 mln PLN w samym 3Q'24 (spółka w sprawozdaniu w kolumnie dotyczącej 3Q'24 podała +120,9 mln PLN, ale nie jest to spójne z danymi, które pokazano po 1H'24, na konferencji wynikowej nie udzielono odpowiedzi o przyczynę rozbieżności).
- Dług netto po 3Q'24 na poziomie 54,5 mln PLN (vs 1,9 mln PLN gotówki netto po 2Q'24).

Przychody i marża w ujęciu półrocznym ze szczególnym uwzględnieniem wyników w obrębie segmentu budowlanego [mln PLN]

	1H'22	2H'22	1H'23	2H'23	1H'24	2H'24	1H'25	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 351,1	1 968,2	1 195,2	2 127,3	1 462,3	1 789,8	1 216,8	-16,8%
Budownictwo	1 354,3	1 911,5	1 196,4	1 930,7	1 329,0	1 668,4	1 206,2	-9,2%
bud. użytku publicznego	168,8	222,2	241,6	409,1	320,6	223,3	222,9	-30,5%
bud. produkcyjne, usługowe	416,4	502,3	182,9	357,2	201,7	229,4	119,5	-40,7%
obiekty inżynierijno-drogowe	694,7	1 087,6	702,6	1 095,7	759,7	1 155,8	781,6	2,9%
bud. kolejowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	---
korekty	74,5	99,4	69,4	68,7	47,1	59,8	73,9	56,9%
Pozostała działalność*	71,1	159,7	68,2	258,7	180,4	181,3	84,5	-53,2%
Wylączenia	-74,4	-103,0	-69,5	-62,2	-47,1	-59,8	-73,9	---
Zysk brutto ze sprzedaży	102,8	167,6	100,1	235,5	143,7	147,7	88,3	-38,6%
Budownictwo	81,4	115,9	78,4	165,5	84,8	89,3	70,3	-17,1%
bud. użytku publicznego	5,9	3,7	11,3	34,5	23,6	9,5	15,7	-33,3%
bud. produkcyjne, usługowe	27,9	48,8	15,3	54,0	24,2	30,8	9,0	-62,6%
obiekty inżynierijno-drogowe	43,1	67,6	49,2	80,8	37,1	64,6	48,2	29,9%
bud. kolejowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	---
korekty	4,5	-4,1	2,6	-3,9	0,0	-15,5	-0,2	---
Pozostała działalność*	26,0	47,6	24,3	66,2	58,9	42,9	15,4	-73,9%
Wylączenia	-4,5	4,1	-2,6	3,9	0,0	15,5	2,6	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,6%	8,5%	8,4%	11,1%	9,8%	8,2%	7,3%	
Budownictwo	6,0%	6,1%	6,6%	8,6%	6,4%	5,3%	5,8%	
bud. użytku publicznego	3,5%	1,7%	4,7%	8,4%	7,3%	4,2%	7,0%	
bud. produkcyjne, usługowe	6,7%	9,7%	8,3%	15,1%	12,0%	13,4%	7,6%	
obiekty inżynierijno-drogowe	6,2%	6,2%	7,0%	7,4%	4,9%	5,6%	6,2%	
bud. kolejowe	---	---	---	---	---	---	-28,8%	
korekty	---	---	---	---	---	---	---	
Pozostała działalność*	36,5%	29,8%	35,6%	25,6%	32,7%	23,6%	18,2%	

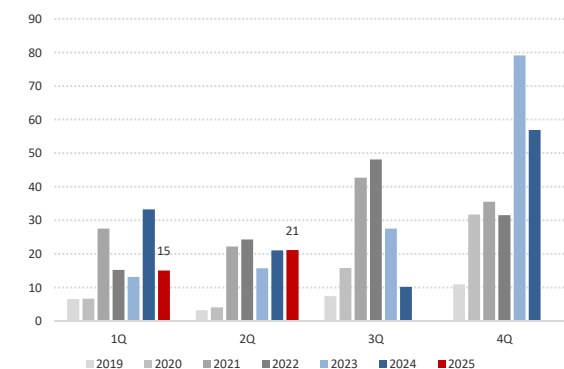
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * deweloper oraz najem

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



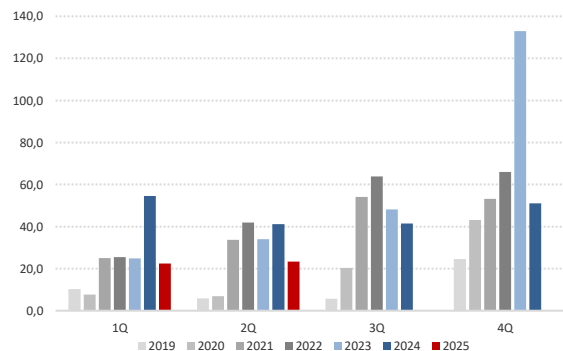
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



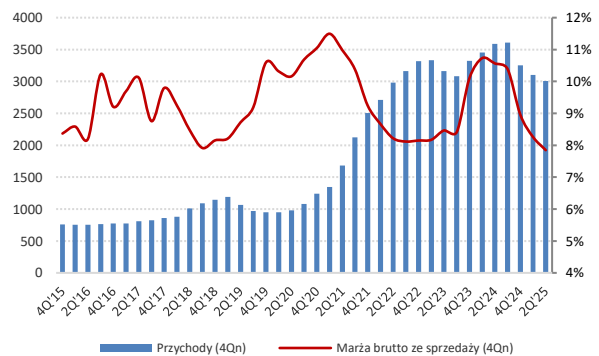
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk na sprzedaży wg kwartałów [mln PLN]

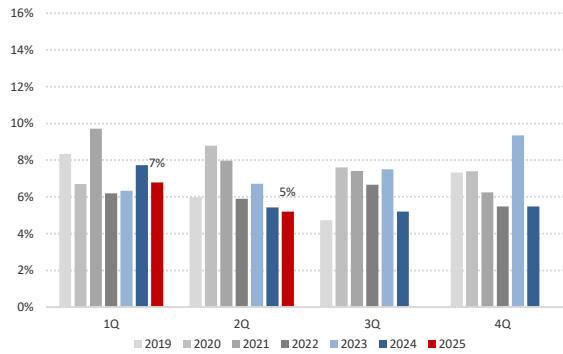


Źródło: BDM S.A., spółka

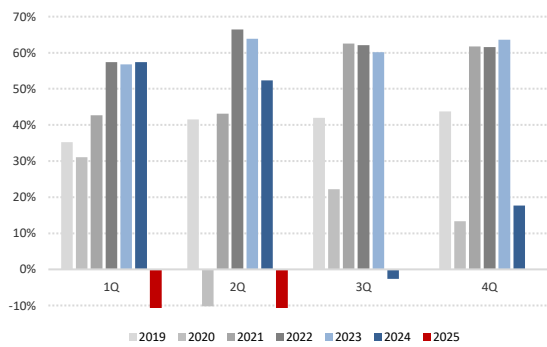
Przychody i marża brutto ze sprzedaży narastająco za 4Q [mln PLN]



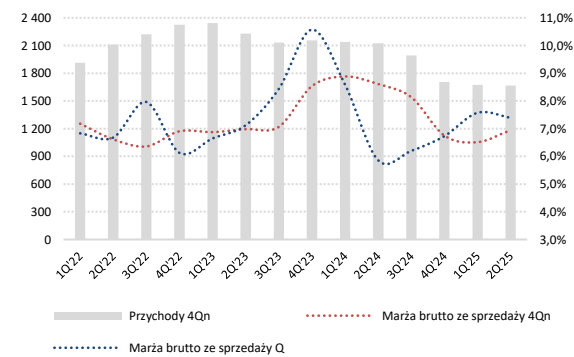
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym


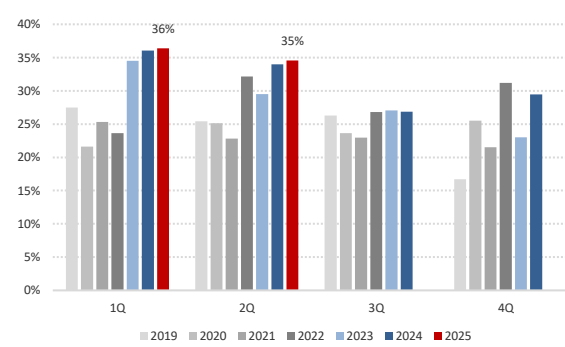
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie najmu


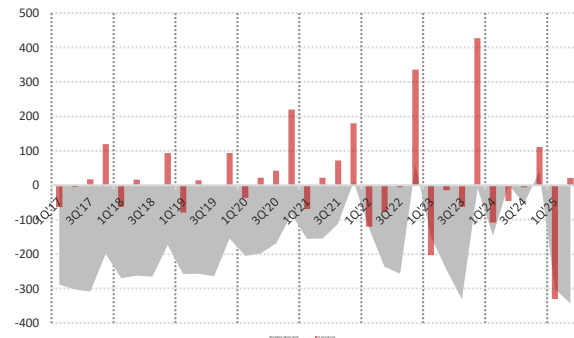
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody (4Qn) i marża dla Mirbud S.A.


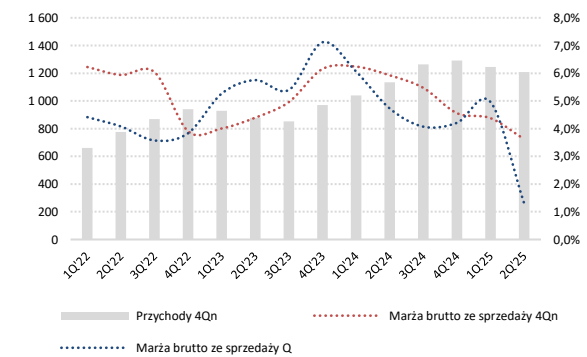
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie deweloperskim


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody (4Qn) i marża dla segmentu budowl. po wyłączeniu Mirbud S.A.


Źródło: DM BDM S.A., szacunki przy założeniu braku korekt konsolidacyjnych i wyłączeń

Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej po 2Q'25 (29 sierpnia 2025)**Wyniki 1H'25/2Q'25**

-część kosztów ogólnych przesunięta do kosztów budowy (ok 18 mln PLN takiego efektu w 1H'25)

Perspektywy 2H'25

-w 2025 spółka ukończy pięć kontraktów podpisanych przed wybuchem wojny (są one problematyczne pod kątem marży)

-marża netto ok 3% w całym 2025 roku (bez one-offów)

Perspektywa 2026

-rok powinien być znacząco lepszy, do przerobu wejdą nowe kontrakty drogowe pozyskane w aktualnych realiach rynkowych

Portfel

-ZRID dla kolejnych, nowych kontraktów drogowych powinny być uzyskane w 4Q'25, część może przesunąć się na 1-2Q'26

Marża

-bieżąca marża odzwierciedla mix przychodów,

-kończące się stare kontrakty (S1, Suchy Potok, obwodnica Trójmiasta) o niskich marżach

-z nowych kontraktów tylko S74 oraz jeden od S10 weszły do realizacji (dzięki nim marża trzyma się na przyzwoitym poziomie; nowe kontrakty mają 7% marży)

-marża z 1H'25 może utrzymać się do końca roku

-w 2Q'25 została naliczona waloryzacja kontraktowa z S1 (kwota do wyjaśnienia przez spółkę)

Kontrakt S1

-spółka ocenia na 50% szansę w 2025 roku na rozliczenie 100 mln PLN roszczenie na koszty przedłużenia realizacji (z tego 20 mln PLN to potencjalny zysk)

-250 mln PLN netto roszczeń dotyczy odmienności geologicznej, to będzie dłuższy proces

-30% z 350 mln PLN netto ujęte jest w aktywach

Ofertowanie w kolei

-spółka nie widzi większych ryzyk technicznych w swoich ofertach, spodziewa się podpisania umów w 1Q'26 (może jeden kontrakt uda się podpisać w 4Q'25)

-spółka czuje się bezpiecznie pod kątem wykonawczym

-w złożonych ofertach prace typowo kolejowe nie przekraczają 40%, pozostałe to roboty inżynieryjne

-większość projektów dopuszcza rozwiązania zamiennie, spółka liczy na roboty dodatkowe (według cen katalogowych, co generuje wysokie marże)

-przetarg Tymbark-Limanowa – spółka zakłada wykorzystanie sprzętu z kontraktu S1 Węgierska Górka, ukraiński partner daje tylko referencje

-w ofertowaniu na kolei spółka kieruje się bazową marżą z segmentu drogowego (6%)

-dla spółki ważne jest uwiarygodnić się na rynku kolejowym

-jeżeli oferty są o ponad 10% niższe niż II oferta to jest to sygnał do uwagi, jeżeli jest to mniej niż 5% to różnice są realnie niewielkie

Białystok – Elk

-konsorcjum finansowe z Torpołem w podziale 50/50% (dzielone równo zarówno przychody jak i zysk)

-spółka wyceniała prace drogowe, a Torpol kolejowe

-zakładana marża to 5%, spółka liczy natomiast na wyższą marżę na robotach dodatkowych, które wyceniane są „katalogowo” (możliwe na 1 mld PLN)

-opcja, w której był ujęty jeden z odcinków, jest prawie pewna, ponieważ oferta mieści się w budżecie

Torpol

-obecna cena akcji jest za wysoka, ale zwiększenie udziału jest nadal celem

-preferowany raczej zakup dużego pakietu niż skupowanie z rynku

Rynek

-w 2025 i 2026 roku rynek jest „dryfujący”

-spore opóźnienia w procedowaniu dużych projektów, wpływa to natomiast pozytywnie na koszty

Polski Ład

-spółka ma zaangażowane 150 mln PLN kapitału obrotowego

-spływ środków zakładany od 1H'26

Deweloperka

-spółka skupia się na średnich i dużych miastach

-plan przekazania 300-350 lokali w 2025

-wzrost potencjału przekazania realnie dopiero od 2028 roku

Marywilska 44

-spółka rozmawia o aneksie na dzierżawę gruntu z miastem

-PnB powinno być uzyskane w 4Q'25 po aneksie

-83 mln PLN odszkodowania zostało wypłacone, trwają rozmowy o kolejnych ratach, o finalnych 10% toczą się rozmowy

-odbudowa szacowana na ok 100 mln PLN

CAPEX

-kluczowe są inwestycje w otaczarnie Kobyłarni – dwie nowe są zakontraktowane (10 mln EUR wydatków w 2026)

-kolej – w 2026 inwestycje planowane na 50 mln PLN (pod warunkiem podpisania umów)

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'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	502	849	952	1 016	515	680	872	1 255	647	816	894	896	497	720	817	1 000
Budownictwo	496	859	943	968	503	694	819	1 111	553	776	816	853	475	731	800	933
Deweloperka	12	18	44	58	11	6	33	153	72	50	69	77	38	18	18	99
Najem	13	14	13	14	15	16	15	16	16	9	3	7	5	5	5	5
Inne	4	10	16	15	7	15	35	7	18	14	21	3	10	9	10	10
Wylączenia	-24	-51	-64	-39	-19	-50	-29	-33	-13	-34	-16	-44	-31	-43	-16	-48
Zysk brutto ze sprzedaży	41,5	61,3	82,5	85,1	43,4	56,7	74,1	161,4	78,3	65,4	70,0	77,7	43,1	45,1	56,2	91,6
Budownictwo	30,7	50,6	62,9	53,0	31,8	46,6	61,5	104,0	42,7	42,0	42,5	46,8	32,2	38,0	50,0	58,3
Deweloperka	2,9	5,7	11,7	18,0	3,7	1,7	8,9	35,3	26,1	17,0	18,6	22,7	13,9	6,1	5,7	31,8
Najem	7,7	9,1	8,3	8,5	8,3	9,9	9,1	10,3	9,1	4,9	-0,1	1,3	-1,7	-1,0	0,0	0,0
Inne	1,3	-0,7	1,8	-0,9	0,5	0,0	-3,1	6,6	1,0	2,1	0,4	-1,3	-1,8	2,3	0,0	0,0
Wylączenia	-1,1	-3,4	-2,3	6,5	-0,9	-1,6	-2,3	5,3	-0,6	-0,6	8,6	8,2	0,5	-0,2	0,5	1,5
SG&A	16,0	19,4	18,7	19,2	18,5	22,7	25,9	28,5	23,7	24,2	28,6	26,6	20,7	21,7	27,7	30,5
Zysk na sprzedaży	25,5	41,9	63,8	65,9	24,9	34,1	48,2	132,9	54,6	41,2	41,4	51,1	22,5	23,4	28,5	61,2
PPO/PKO	-0,6	-1,4	-1,8	-15,0	0,7	-1,7	-5,0	-10,3	-0,5	-9,2	-25,2	28,8	2,9	8,4	0,0	26,0
EBITDA	28,6	44,5	66,1	55,3	30,1	37,0	48,0	127,5	59,1	37,4	21,4	86,6	32,3	39,5	36,2	94,9
EBIT	24,9	40,5	62,0	50,9	25,6	32,4	43,3	122,6	54,1	32,0	16,2	79,8	25,3	31,8	28,5	87,2
Zysk brutto	20,1	34,3	60,3	36,5	16,6	20,4	33,3	100,0	40,9	27,5	12,0	71,4	18,8	26,9	24,6	80,2
Zysk netto	15,2	24,3	48,2	31,5	13,1	15,7	27,5	79,1	33,2	21,1	10,2	56,9	15,0	21,1	19,7	64,1
Przekazane mieszkania	29	34	109	152	18	12	88	298	155	111	139	176	75	34	35	207
Portfel	5 491	5 755	5 249	5 564	5 254	4 817	4 450	4 622	4 779	6 092	8 099	7 992	7 817	8 115	8 120	7 907
CFO	-120	-77	-6	336	-203	-14	-62	427	-108	-46	-6	111	-330	21	25	233
Dług (gotówka) netto	125	236	257	-59	151	245	331	9	146	-2	55	-41	301	343	337	102
Marża brutto ze sprzedaży	8,3%	7,2%	8,7%	8,4%	8,4%	8,3%	8,5%	12,9%	12,1%	8,0%	7,8%	8,7%	8,7%	6,3%	6,9%	9,2%
Budownictwo	6,2%	5,9%	6,7%	5,5%	6,3%	6,7%	7,5%	9,4%	7,7%	5,4%	5,2%	5,5%	6,8%	5,2%	6,3%	6,3%
Deweloperka	23,7%	32,2%	26,8%	31,2%	34,5%	29,5%	27,1%	23,0%	36,1%	34,0%	26,8%	29,5%	36,4%	34,6%	32,0%	32,0%
Najem	57,4%	66,4%	62,1%	61,6%	56,8%	63,9%	60,1%	63,6%	57,4%	52,3%	-2,6%	17,7%	-36,6%	-22,4%	0,0%	0,0%
Inne	31,3%	-6,9%	11,9%	-5,8%	7,2%	0,1%	-9,0%	100,1%	5,2%	14,6%	2,0%	-46,9%	-17,2%	24,3%	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%	3,2%	3,0%	4,2%	3,0%	3,4%	3,0%
Marża EBITDA	5,7%	5,2%	6,9%	5,4%	5,8%	5,4%	5,5%	10,2%	9,1%	4,6%	2,4%	9,7%	6,5%	5,5%	4,4%	9,5%
Marża EBIT	5,0%	4,8%	6,5%	5,0%	5,0%	4,8%	5,0%	9,8%	8,4%	3,9%	1,8%	8,9%	5,1%	4,4%	3,5%	8,7%
Marża netto	3,0%	2,9%	5,1%	3,1%	2,5%	2,3%	3,2%	6,3%	5,1%	2,6%	1,1%	6,3%	3,0%	2,9%	2,4%	6,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

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

	2024	2024	odchyl.	2025P	2025P	zmiana	2026P	2026P	zmiana	2027P	2027P	zmiana
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	3 429,3	3 252,1	-5,2%	3 663,5	3 033,6	-17,2%	4 148,7	3 809,1	-8,2%	4 720,1	4 734,5	0,3%
Wynik na sprzedaży	210,2	188,3	-10,4%	184,7	135,6	-26,6%	208,4	180,4	-13,4%	236,3	226,3	-4,2%
EBITDA	219,2	204,4	-6,7%	214,1	203,0	-5,2%	245,0	214,1	-12,6%	273,9	267,5	-2,4%
EBIT	198,0	182,1	-8,0%	182,2	172,9	-5,1%	208,4	180,4	-13,4%	236,3	226,3	-4,2%
Zysk netto	134,2	121,4	-9,6%	126,6	120,0	-5,2%	149,5	129,5	-13,4%	173,3	167,0	-3,6%
Dług (gotówka) netto	-330,9	-41,0	---	-176,1	101,8	---	-140,9	-71,4	---	-379,1	-63,1	---
Marża EBITDA	6,4%	6,3%		5,8%	6,7%		5,9%	5,6%		5,8%	5,6%	
Marża EBIT	5,8%	5,6%		5,0%	5,7%		5,0%	4,7%		5,0%	4,8%	
Marża zysku netto	3,9%	3,7%		3,5%	4,0%		3,6%	3,4%		3,7%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, *z 02/09/2024

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2025P	2025P	odchyl.	2026P	2026P	odchyl.	2027P	2027P	odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	3 033,6	3 406,0	-10,9%	3 809,1	4 001,0	-4,8%	4 734,5	4 430,0	6,9%
EBITDA	203,0	208,0	-2,4%	214,1	262,0	-18,3%	267,5	271,0	-1,3%
EBIT	172,9	183,0	-5,5%	180,4	230,0	-21,6%	226,3	236,0	-4,1%
Zysk (strata) netto	120,0	119,0	0,8%	129,5	158,0	-18,0%	167,0	168,0	-0,6%
Dług (gotówka) netto	101,8	55,2	84,4%	-71,4	111,0	---	-63,1	165,0	---
Marża EBITDA	6,7%	6,1%		5,6%	6,5%		5,6%	6,1%	
Marża EBIT	5,7%	5,4%		4,7%	5,7%		4,8%	5,3%	
Marża zysku netto	4,0%	3,5%		3,4%	3,9%		3,5%	3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg

*w wynikach 2025 roku mamy ujęte +26 mln PLN z tytułu zmiany wyceny posiadanych przez Mirbud akcji Torpolu (wg kursu bieżącego) od linii EBITDA

- Outlook zarządu na kolejne kwartały wskazuje na wyższe przeroby w segmencie budowlanym w 2H'25 vs 1H'25, natomiast nie wskazuje, by oczekiwana była w tym okresie istotna poprawa marży (negatywny wpływ kończących starych kontraktów drogowych; potencjalny upside może stanowić ewentualnie i)

uznanie części roszczeń na starych kontraktach kubaturowych, gdzie toczą się rozmowy o dopłatach, ii) zwiększenie limitów waloryzacyjnych na starych kontraktach GDDKiA).

- W segmencie deweloperskim spółka w 2H'25 planuje rozpoczęcie przekazania z projektów w Jastrzębiej Górze (koniec inwestycji przewidziany na 3Q'24, przekazania zakładamy w 4Q'25) oraz Mszczonowie (koniec inwestycji w 4Q'25; tu dostrzegamy pewne ryzyko przesunięcia na 2026 – taki termin odbiorów wskazuje strona internetowa inwestycji). Łącznie to 331 lokali, z czego 135 było do VII'25 sprzedane. Na konferencji wynikowej spółka sygnalizowała, że chce w tym roku przekazać 300-350 lokali (po lipcu'25 było to 116 lokali; należy też brać pod uwagę przekazania z innych już ukończonych inwestycji, gdzie prowadzona jest bieżąca sprzedaż; w modelu mamy założony górny przedział oczekiwany przez spółkę – widzimy raczej ryzyko obniżenia tego założenia niż przekroczenia). W ostatnich kwartałach spółka ostrożnie podchodziła do startu nowych projektów, stąd potencjał do rozpoznania przekazania w latach 2026-27 będzie dość podobny do 2025 roku. Przestrzeń do zdecydowania większych liczb widzimy dopiero w latach 2028-29 (w dużej mierze jest to uzależnione czy spółka zgodnie z aktualnymi planami rozpocznie sporo nowych inwestycji w 1H'26).
- W całym 2025 roku zakładamy 3,03 mld PLN przychodów oraz 120 mln PLN raportowanego zysku netto (-5% r/r). Po skorygowaniu wyników o saldo pozostałej działalności operacyjnej (wraz z zakładanym przez nas w 4Q'25 dodatnim wynikiem na zmianie wyceny rynkowej posiadanych akcji Torpolu) wynik netto'25 szacujemy na 90 mln PLN.
- W przyszłym roku spodziewamy się istotnie większych przychodów, spółka zakłada, że powinny wystartować prace budowlane na przetargach pozyskanych z GDDKiA w 2024 roku. Założenie jest obciążone ryzykiem opóźnień w uzyskiwaniu ZRID (spółka w większości przypadków wnioski złożyła w okolicach 2Q'25).
- Zwracamy uwagę, że dwa ostatnie „duże” drogowe ZRID spółka uzyskała dla S74 i S10 w 11/2024 i 2/2025, po odpowiednio 22 i 19 miesiącach od złożenia wniosków (kontrakty w formule P&B były pozyskane w 2022 roku). Jeżeli spółka nie miałaby możliwości na wiosnę'26 wystartować z robotami budowlanymi na portfolio kontraktów dla GDDKiA za 2024 (jest to 3,7 mld PLN), to należało istotnie zweryfikować prognozę wzrostu przychodów na 2026 rok.
- Spodziewamy się marży segmentu budowlanego w 2025 roku na poziomie 6,1% vs 5,8% w 2024 i 5,8% w 1H'25. Lekka poprawa marży w 2H'25 vs 1H'25 jest wypadkową z braku obciążenia wyniku przez kontrakt S1 Węgierska Górka (miał negatywny wpływ na 1Q'25) i braku tak wyraźnych przeszacowań w dół na kontraktach drogowych jak to miało miejsce w 2Q'25 (niska marża Kobylarni). W 2026 roku zakładamy poprawę marży w obszarze inżynieryjnym (w obrębie segmentu budowlanego) z 5,9% w 2025 do 7,0% - efekt kontrybucji nowych kontraktów drogowych.
- 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 1-3 pp więcej w obszarze kubaturowym (niższe widełki dla zamawiających publicznych, wyższe dla prywatnych).
- Zakładamy w modelu, że spółka uzyska od GDDKiA środki na pokrycie kosztów ogólnych na S1 (bez wpływu na wyniki), natomiast nie uwzględniamy uzyskania dodatkowych środków na rozpoznane już w wyniku koszty tunelowe tego kontraktu.
- W 2Q'24 spółka pozyskała 200 mln PLN z emisji akcji z myślą głównie o zbudowaniu pozycji w segmencie kolejowym. W 1H'25 pojawiły się pierwsze przychody w tym obszarze (8 mln PLN – Transkol). Zakładamy, że na początku 2026 roku spółka podpisze duże kontrakty kolejowe (trzy, dla których przetargów ma obecnie złożone najniższe ceny, ich terminy realizacji mają umownie wynosić 3-6 lat; ryzyko mogą stanowić odwołania konkurentów – wejście nowego gracza na rynek jest z pewnością bacznie monitorowane przez konkurencję). Spodziewamy się, że w 2026 roku spółka zacznie pokazywać pierwsze istotne przychody w tym obszarze (0,5 mld PLN) a istotną kontrybucję (1 mld PLN/rok) obszar ten osiągnie od 2027 roku (przy marżowości zbiegającej do średniej marży segmentu drogowego).
- Niższa kontrybucja segmentu deweloperskiego będzie ważyć na skonsolidowanym EBIT w latach 2025-27 vs 2024 rok. Estymujemy wzrost kontrybucji w 2028 (przy założeniu, że spółka terminowo wystartuje z zakładanymi nowymi projektami).
- Nasze prognozy zakładają odbudowę Marywilskiej 44 do końca 2026 (ze środków z ubezpieczenia, którego wpływu oczekujemy w całości 2025 roku – spółka otrzymała już większą część płatności w formie zaliczek) i sprzedaż w tym samym roku hali w Bolesławcu.
- Nasze prognozy nie uwzględniają realizacji kontraktu na budowę fabryki dla ElektroMobility Poland (szacunkowa część budowlana miała wynosić 2 mld PLN - przy założeniu marży operacyjnej 5% przełożyłoby się to na ok 0,7 PLN/akcję po zdyskontowaniu wartości w czasie).
- Spodziewamy się, że na koniec 2025 roku spółka będzie miała ok 100 mln PLN długu netto. W 2026 roku zakładamy, że na koniec roku spółka będzie miała ok 80 mln PLN gotówki netto. Poprawa jest efektem następujących założeń: i) spadek pozycji rozliczeń z tytułu kontraktów o 100 mln PLN z tytułu wpływu środków za koszty ogólne poniesione na S1, ii) poprawa kapitału obrotowego o 150 mln PLN netto z tytułu

rozliczenia kontraktów realizowanych w formule Polskiego Ładu, iii) sprzedaż hali w Bolesławcu (ok 120 mln PLN). Z drugiej strony zakładamy: i) CAPEX na odbudowę Marywilskiej (110 mln PLN) oraz ii) nakłady na zakup sprzętu w segmencie drogowym i kolejowym (ok 100 mln PLN).

- W stosunku do konsensusu nasze prognozy są niższe na poziomie przychodów na 2025 i 2026 rok, co przekłada się także na niższe linie wyników. Mamy też bardziej ostrożne podejście do marżowości na lata 2026-27 (zwracamy uwagę, że spółka dopiero wchodzi na rynek kolejowy, pozysk kontraktów jest istotny w stosunku do posiadanego na ten moment doświadczenia i zasobów wewnętrznych). Jesteśmy natomiast wyżej na poziomie przychodów w 2027 roku (konsensus może nie do końca rozpoznawać jeszcze część kolejową).

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	949	1 243	2 506	3 319	3 322	3 252	3 034	3 809	4 734	5 106	5 382	5 386	5 222	5 273	5 329	5 391
Budownictwo	908	1 153	2 344	3 266	3 127	2 997	2 939	3 753	4 681	4 882	5 000	5 008	4 984	5 027	5 076	5 130
Deweloperka	93	115	146	132	203	269	173	172	171	350	511	506	527	548	570	593
Najem	47	33	42	54	62	36	19	20	62	63	64	65	66	67	67	68
Inne	10	15	72	45	62	57	40	40	40	40	40	40	41	42	43	44
Wyłączenia	-109	-73	-99	-177	-132	-107	-137	-176	-219	-228	-234	-234	-395	-411	-428	-445
Zysk brutto ze sprzedaży	100,6	137,3	231,6	270,5	335,7	291,3	236,1	306,5	383,2	436,8	476,7	476,0	473,0	481,2	490,0	499,3
Budownictwo	58,6	88,1	173,6	197,3	243,8	174,0	178,6	247,2	294,6	299,1	293,9	293,9	292,0	294,0	296,4	299,1
Deweloperka	18,6	27,7	33,6	38,3	49,7	84,4	57,5	51,6	47,8	96,2	140,6	139,2	144,9	150,7	156,8	163,1
Najem	19,0	5,6	22,9	33,6	37,6	15,2	-2,7	2,0	33,8	34,5	35,2	35,9	36,2	36,5	36,8	37,1
Inne	60,3	1,2	3,1	1,6	3,9	2,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-55,9	14,7	-1,6	-0,4	0,6	15,5	2,2	5,8	6,9	7,0	6,9	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	54,1	59,2	65,5	73,4	95,5	103,1	100,5	126,1	156,9	168,8	178,8	178,8	177,1	178,8	180,7	182,8
Zysk na sprzedaży	46,5	78,1	166,1	197,1	240,1	188,3	135,6	180,4	226,3	268,0	297,9	297,2	295,9	302,4	309,3	316,5
PPO/PKO	5,7	6,3	8,4	-18,7	-16,2	-6,1	37,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	63,9	98,4	187,9	194,4	242,6	204,4	203,0	214,1	267,5	308,8	338,7	338,1	336,9	343,4	350,4	357,6
EBIT	52,2	84,4	174,5	178,4	223,9	182,1	172,9	180,4	226,3	268,0	297,9	297,2	295,9	302,4	309,3	316,5
Zysk brutto	37,0	70,3	156,1	151,2	170,2	151,7	150,5	161,9	208,8	251,7	283,4	285,0	285,9	294,3	302,8	311,1
Zysk netto	28,1	58,2	128,0	119,2	135,4	121,4	120,0	129,5	167,0	201,4	226,7	228,0	228,7	235,4	242,3	248,9
Przekazane mieszkania	352	331	393	324	416	581	351	337	330	690	969	976	1 000	1 025	1 051	1 077
Portfel	3 430	4 578	4 815	5 564	4 622	7 992	7 907	8 129	8 400	8 507	8 493	8 509	8 587	8 675	8 759	0
CFO	28	248	205	133	148	-48	-50	301	69	85	329	247	239	251	255	260
Dług (gotówka) netto	154	84	-11	-59	9	-41	102	-71	-63	-36	-217	-294	-350	-419	-491	-567
Marża brutto ze sprzedaży	10,6%	11,0%	9,2%	8,1%	10,1%	9,0%	7,8%	8,0%	8,1%	8,6%	8,9%	8,8%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%
Budownictwo	6,5%	7,6%	7,4%	6,0%	7,8%	5,8%	6,1%	6,6%	6,3%	6,1%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%
Deweloperka	20,1%	24,2%	22,9%	29,2%	24,5%	31,4%	33,2%	30,0%	28,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Najem	40,6%	16,9%	54,4%	61,9%	61,2%	42,4%	14,1%	10,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	54,9%	54,8%	54,7%	54,6%
Inne	612,9%	7,7%	4,3%	3,5%	6,3%	3,8%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	5,7%	4,8%	2,6%	2,2%	2,9%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Marża EBITDA	6,7%	7,9%	7,5%	5,9%	7,3%	6,3%	6,7%	5,6%	5,6%	6,0%	6,3%	6,3%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	5,5%	6,8%	7,0%	5,4%	6,7%	5,6%	5,7%	4,7%	4,8%	5,2%	5,5%	5,5%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%
Marża netto	3,0%	4,7%	5,1%	3,6%	4,1%	3,7%	4,0%	3,4%	3,5%	3,9%	4,2%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%

Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	847	830	858	915	902	897	891	886	880	874	869	863
Wartości niematerialne i prawne	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Rzeczowe aktywa trwałe	269	259	292	362	355	356	356	357	357	357	358	358
Nieruchomości inwestycyjne	491	443	437	424	418	412	406	400	394	388	382	376
Pozostałe aktywa trwałe	78	119	119	119	119	119	119	119	119	119	119	119
Aktywa obrotowe	1437	1583	1584	1818	2200	2456	2642	2723	2749	2833	2936	3063
Zapasy	390	361	444	637	874	1121	1106	1145	1184	1226	1269	1314
Należności krótkoterminowe	614	700	870	773	961	1036	1092	1093	1060	1070	1081	1094
Inwestycje krótkoterminowe	431	399	220	357	315	249	394	435	455	488	536	605
- w tym środki pieniężne*	396	397	218	355	313	247	392	433	453	485	534	603
Pozostałe aktywa obrotowe	2	124	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Aktywa razem	2 284	2 414	2 442	2 733	3 102	3 353	3 534	3 609	3 629	3 708	3 805	3 926
Kapitał (fundusz) własny	794	1 095	1 204	1 311	1 441	1 578	1 702	1 804	1 892	1 986	2 085	2 187
Kapitał mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 490	1 319	1 238	1 422	1 660	1 775	1 832	1 805	1 737	1 721	1 721	1 739
Rezerwy na zobowiązania	62	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132
Zobowiązania długoterminowe	441	373	327	328	338	317	324	318	304	301	297	294
- w tym zobowiązania oprocentowane	314	218	182	146	112	73	67	61	55	49	43	37
Zobowiązania krótkoterminowe	987	813	780	962	1 190	1 326	1 376	1 355	1 301	1 289	1 291	1 313
- w tym zobowiązania oprocentowane	91	138	138	138	138	138	108	78	48	18	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	2 284	2 414	2 442	2 733	3 102	3 353	3 534	3 609	3 629	3 708	3 805	3 926
*łącznie z lokatami												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	3 322	3 252	3 034	3 809	4 734	5 106	5 382	5 386	5 222	5 273	5 329	5 391
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	336	291	236	307	383	437	477	476	473	481	490	499
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	96	103	101	126	157	169	179	179	177	179	181	183
Zysk (strata) na sprzedaży	240	188	136	180	226	268	298	297	296	302	309	316
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-16	-6	37	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	243	204	203	214	267	309	339	338	337	343	350	358
EBIT	224	182	173	180	226	268	298	297	296	302	309	316
Saldo działalności finansowej	-54	-30	-22	-19	-17	-16	-14	-12	-10	-8	-6	-5
Zysk (strata) brutto	170	152	150	162	209	252	283	285	286	294	303	311
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	135	121	120	130	167	201	227	228	229	235	242	249
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	148	-48	-50	301	69	85	329	247	239	251	255	260
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-146	-85	-64	-96	-33	-40	-40	-40	-39	-39	-39	-39
Przepływy z działalności finansowej	-114	134	-65	-69	-79	-110	-145	-166	-180	-179	-168	-152
Przepływy pieniężne netto	-112	1	-179	137	-42	-66	145	41	20	33	49	69
Środki pieniężne na początek okresu	508	396	397	218	355	313	247	392	433	453	485	534
Środki pieniężne na koniec okresu	396	397	218	355	313	247	392	433	453	485	534	603
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	0%	-2%	-7%	26%	24%	8%	5%	0%	-3%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	25%	-16%	-1%	5%	25%	15%	10%	0%	0%	2%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	14%	-10%	-1%	8%	29%	21%	13%	1%	0%	3%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	10,1%	9,0%	7,8%	8,0%	8,1%	8,6%	8,9%	8,8%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%
Marża EBITDA	7,3%	6,3%	6,7%	5,6%	5,6%	6,0%	6,3%	6,3%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%
Marża EBIT	6,7%	5,6%	5,7%	4,7%	4,8%	5,2%	5,5%	5,5%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%
Marża netto	4,1%	3,7%	4,0%	3,4%	3,5%	3,9%	4,2%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%
SG&A / przychody	2,9%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
ROE	17,1%	11,1%	10,0%	9,9%	11,6%	12,8%	13,3%	12,6%	12,1%	11,9%	11,6%	11,4%
ROA	5,9%	5,0%	4,9%	4,7%	5,4%	6,0%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,3%
Dług	405	356	320	284	250	211	175	139	103	66	43	37
D / (D+E)	33,8%	24,5%	21,0%	17,8%	14,8%	11,8%	9,3%	7,1%	5,2%	3,2%	2,0%	1,6%
D / E	51,0%	32,5%	26,6%	21,6%	17,3%	13,4%	10,3%	7,7%	5,4%	3,3%	2,0%	1,7%
Dług / kapitał własny	51,0%	32,5%	26,6%	21,6%	17,3%	13,4%	10,3%	7,7%	5,4%	3,3%	2,0%	1,7%
Dług netto	9	-41	102	-71	-63	-36	-217	-294	-350	-419	-491	-567
Dług netto / kapitał własny	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	0,0	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6
EV	1 325	1 538	1 681	1 507	1 516	1 542	1 362	1 284	1 229	1 160	1 087	1 012
Dług / EV	30,6%	23,1%	19,0%	18,8%	16,5%	13,7%	12,8%	10,8%	8,4%	5,7%	3,9%	3,6%
CAPEX / Przychody	3,4%	2,9%	2,1%	5,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	610,1%	428,9%	211,4%	636,4%	82,7%	102,0%	100,8%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	1,3%	2,0%	9,2%	7,3%	-3,0%	3,4%	3,4%	-0,9%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,1%	2123,1%	-426,9%	-101,6%	-14,9%	17,4%	46,4%	-17,7%	784,6%	-22,2%	62,5%	57,7%
P/E*	9,7	13,0	13,2	12,2	9,5	7,8	7,0	6,9	6,9	6,7	6,5	6,3
P/BV*	1,7	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA*	5,5	7,5	8,3	7,0	5,7	5,0	4,0	3,8	3,6	3,4	3,1	2,8
EV/EBIT*	5,9	8,4	9,7	8,4	6,7	5,8	4,6	4,3	4,2	3,8	3,5	3,2
EV/S*	0,4	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,28	0,17	0,10	0,21	0,33	0,58	0,94	1,14	1,28	1,28	1,31	1,33
Payout ratio	21,7%	14,2%	9,1%	18,9%	28,2%	38,4%	51,3%	55,5%	61,8%	61,7%	61,1%	60,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 14,34 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: piotr.barcz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	13,0	redukuj	11,3	04.09.2025	16:15 CEST	14,34	105 752
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 zrealizowania 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'25*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	25%	0	0%
Akumuluj	3	38%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	2	25%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-09-04

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-09-04 (16:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-11 (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 jakiejkolwiek 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-09-04:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, 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.