

MIRBUD

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

WYCENA 13,0 PLN

9 WRZESIEŃ 2026, 15:20 CEST

Stopa zwrotu z akcji Mirbudu za ostatnie dwa lata wynosi jedynie 8%, przy 90% wzroście WIG. Kurs jest obecnie ok. 26% poniżej swojego ATH. W naszej opinii stoją za tym m.in. takie czynniki jak: i) wejście spółki na rynek kolejowy okazuje się znacznie bardziej rozciągnięte w czasie, ii) inwestorzy większą uwagę przyłożyli do dość „agresywnej” struktury bilansu. Uważamy jednocześnie, że w dużej mierze zostało to już uwzględnione w bieżącej wycenie. W najbliższych miesiącach widzimy obszary do potencjalnych pozytywnych zaskoczeń: i) możliwość podpisania kontraktu z EMP, ii) pozyskanie pierwszego istotnego kontraktu na rynku kolejowym (z II miejsca na 0,4 mld PLN), iii) 3Q'26 powinien pokazać mocną dynamikę wyników r/r i spadek długu netto, iv) uzyskanie ZRiD dla kontraktów drogowych z 2024 pozwoli rozpędzić konwersję portfela na przychody (zakładamy wyraźny impact w 2027 roku), v) pozycja rozliczeń kontraktów długoterminowych do połowy '27 może się wyraźnie skurczyć i skonwertować na gotówkę. W tym ostatnim przypadku bazujemy na scenariuszu rysowanym przez spółkę na ostatniej konferencji wynikowej (jest to nadal istotny czynnik ryzyka dla wyników księgowych w przypadku braku zakładanych płatności z GDDKiA). Czynnikiem ryzyka są także ewentualne turbulencje w kontraktowaniu związane z procedurą self cleaningu po decyzji sądu odnośnie Rail Baltica (procedura w przypadku Mirbudu powinna być łatwiejsza niż ostatnio dla Budimexu). Po sprzedaży pakietu akcji Torpolu zarząd nadal sygnalizuje chęć wejścia na rynek kolejowy przez akwizycje – trudno wyrokować jaki będzie efekt prowadzonych rozmów. Uważamy, że rozciągnięcie się w czasie organicznego wejścia na rynek kolejowy, może paradoksalnie być korzystniejsze dla spółki, niż punktowe zbudowanie portfela w okresie największej konkurencji (osobną kwestią może być jakość portfela ewentualnych celów akwizycyjnych). Zmieniamy nasze zalecenie na Akumuluj (z Redukuj), cenę docelową utrzymujemy na poziomie 13,0 PLN.

Wyniki za ostatnie okresy

W samym 2Q'26 Mirbud miał odpowiednio 910 (+26% r/r) / 35 mln PLN (+67% r/r). Marża w segmencie budowlanym w 2Q'26 była niższa niż w 1Q'26, ale wyższa r/r (w naszej ocenie marży cięży gł. Kobylarnia i Transkol). Dużo wyższa r/r była kontrybucja segmentu deweloperskiego.

Bilans

Dług netto (wg MSSF16) po 2Q'26 wyniósł 436 mln PLN (vs 343 mln PLN rok temu). Największe wątpliwości rynkowe budzi pozycja „należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych”, gdzie spółka oprócz robót w toku wykazuje roszczenia. Po 2Q'26 było to 568 mln PLN (vs 705 mln PLN po 4Q'25, 415 mln PLN rok temu, 156 mln PLN dwa lata temu). Na konferencji wynikowej zarząd odniósł się szczegółowo do tej pozycji. Rozumiemy, że zakończenie kilku dużych kontraktów z GDDKiA pozwoli w 2H'26/1H'27 na rozliczenie ponad połowy tej pozycji. Istotna część (ok 20%) to prace na kontraktach z Polskiego Ładu (finansowanie ze strony GW), do zakończenia głównie w 2027 roku.

Portfel

Backlog po 2Q'26 wynosił 8,88 mld PLN vs 8,12 mld PLN rok temu. Po VIII'26 wynosił 8,74 mld PLN (85% to infrastruktura). W segmencie deweloperskim spółka ma obecnie w realizacji cztery projekty (506 lokali, finisz w 2027), start kilku nowych planowany jest w 4Q'26 (721 lokali).

Pozycjonowanie segmentowe

W ostatnich latach spółka opierała biznes głównie na segmencie drogowym. Od 2024 roku Mirbud stara się budować pozycję w segmencie kolejowym. Spółka chciałaby się pojawić na rynku budowy sieci energetycznych (poprzez akwizycje). W długim terminie planowany jest wzrost segmentu deweloperskiego (spółka posiada duży potencjalny PUM przede wszystkim w Łodzi i Poznaniu).

Prognozy wyników, wskaźniki

W 2026 roku zakładamy 3,26 mld PLN przychodów oraz 109 mln PLN zysku netto (w tym ok 13 mln PLN netto to wycena akcji i dywidenda TOR). W 2027 roku spodziewamy się wzrostu przychodów do 3,66 mld PLN (wzrost kontrybucji segmentu drogowego). Mamy ostrożne podejście do marżowości segm. budowlanego na lata 2027-28 (zakładamy spadek o blisko 1 pp). Przyjmujemy w modelu, że spółka uzyska od GDDKiA środki z tyt. rozpoznanych w bilansie roszczeń (dodatkowy upside dla naszej wyceny to ewentualne uzyskanie roszczeń za kwestie geologiczne na S1). Nasze prognozy zakładają odbudowę Marywiskiej 44 do końca 2027 i sprzedaż w tym samym roku hali w Bolestawcu. Nasze prognozy nie uwzględniają realizacji kontraktu na budowę fabryki dla EMP. Spółka wyceniana jest przy naszych prognozach na EV/EBITDA'26 i '27 = 7,1x i 6,6x. P/E to '26=11,9x (13,7x skoryg.), '27=12,8x.

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	3 322,4	3 252,1	2 951,0	3 258,8	3 664,6	4 286,8
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	240,1	188,3	98,7	144,5	157,3	209,7
PPO/PKO [mln PLN]	-16,2	-6,1	69,8	17,7	0,0	0,0
EBITDA [mln PLN]	242,6	204,4	199,4	196,3	198,6	252,3
EBITDA skoryg. [mln PLN]*	258,8	210,6	129,6	178,6	198,6	252,3
EBIT [mln PLN]	223,9	182,1	168,5	162,2	157,3	209,7
Zysk netto [mln PLN]	135,4	121,4	112,3	108,8	101,4	142,1
Zysk netto skoryg. [mln PLN]*	148,3	126,3	58,1	94,8	101,4	142,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	9,0	-41,0	177,1	94,3	11,5	-57,3
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
P/E	8,0	10,7	11,5	11,9	12,8	9,1
EV/EBITDA	4,5	6,1	7,4	7,1	6,6	4,9
EV/EBIT	4,9	6,9	8,7	8,6	8,3	5,9
DPS [PLN/akcję]	0,28	0,17	0,10	0,20	0,19	0,18

*wynik oczyszczony o saldo PPO/PKO

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Wycena DCF [PLN]	13,0
Wycena porównawcza [PLN]	13,2
Wycena końcowa [PLN]	13,0
Potencjał do wzrostu / spadku	11,0%
Koszt kapitału	13,9%
Cena rynkowa [PLN]	11,75
Kapitalizacja [mln PLN]	1 293,6
Ilość akcji [mln. szt.]	110,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,30
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,76

Stopa zwrotu za 3 mc	13,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-14,4%

Struktura akcjonariatu:

Mirgos Jerzy	37,9%
OFE NN	10,0%
PZU TFI	5,1%
PZU OFE	5,3%
Pozostali	41,7%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidendy

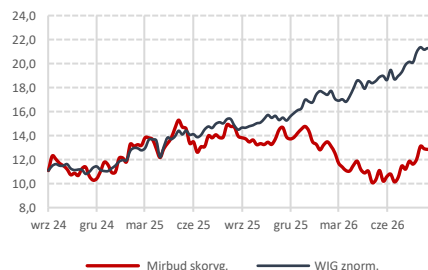
Krzysztof Pado

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	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	8,0	10,7	11,5	11,9	12,8	9,1	6,6
P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,5	6,1	7,4	7,1	6,6	4,9	3,5
EV/EBIT	4,9	6,9	8,7	8,6	8,3	5,9	4,1
EV/S	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2
BVPS	8,6	9,9	10,8	11,6	12,4	13,5	14,9
EPS	1,5	1,1	1,0	1,0	0,9	1,3	1,8
DPS (w danym roku)	0,28	0,17	0,10	0,20	0,19	0,18	0,30
Payout ratio	22%	14%	9%	20%	20%	19%	23%

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	3 322	3 252	2 951	3 259	3 665	4 287	4 603
budowlanka	3 127	2 997	2 953	3 185	3 546	4 132	4 410
deweloperka	203	269	126	203	200	262	389
najem	62	36	29	32	32	55	64
inne	62	57	36	36	40	40	40
wyłączenia	-132	-107	-193	-198	-154	-202	-299
Zysk brutto ze sprzedaży	336	291	227	285	309	374	444
budowlanka	244	174	188	224	240	263	283
deweloperka	50	84	44	64	60	79	117
najem	38	15	0	4	4	27	35
inne	4	2	-5	-2	0	0	0
wyłączenia	1	16	1	-5	5	7	10
SG&A	96	103	128	140	151	165	171
PPO/PKO	-16	-6	70	18	0	0	0
EBITDA	243	204	199	196	199	252	316
EBIT	224	182	168	162	157	210	273
Zysk brutto	170	152	145	137	127	178	244
Zysk netto	135	121	112	109	101	142	195
Dług netto	9	-41	177	94	11	-57	-173

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	0%	-2%	-9%	10%	12%	17%	7%
EBITDA zmiana r/r	25%	-16%	-2%	-2%	1%	27%	25%
Zysk netto zmiana r/r	14%	-10%	-8%	-3%	-7%	40%	37%
Marża brutto na sprzedaży	10,1%	9,0%	7,7%	8,7%	8,4%	8,7%	9,6%
Marża EBITDA	7,3%	6,3%	6,8%	6,0%	5,4%	5,9%	6,9%
Marża netto	4,1%	3,7%	3,8%	3,3%	2,8%	3,3%	4,2%
ROE	17,1%	11,1%	9,4%	8,5%	7,5%	9,6%	11,9%
ROA	5,9%	5,0%	3,9%	3,3%	3,0%	3,9%	5,2%

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	847	830	1 002	910	915	908	902
WNiP	9	9	9	9	9	9	9
Rzeczowe aktywa trwałe	269	259	333	403	424	423	423
Pozostałe aktywa trwałe	569	562	659	498	482	476	470
Aktywa obrotowe	1 437	1 583	1 867	2 392	2 511	2 737	2 876
Zapasy	390	361	397	903	1 141	1 227	1 152
Należności krótkoterminowe	614	700	1 130	1 120	952	1 062	1 196
Środki pieniężne	396	397	273	319	368	398	478
Pozostałe aktywa obrotowe	37	126	67	50	50	50	50
Aktywa razem	2 284	2 414	2 869	3 302	3 425	3 644	3 778
Kapitał własny	794	1 095	1 193	1 280	1 360	1 483	1 645
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	1 490	1 319	1 676	2 022	2 065	2 162	2 133
Rezerwy na zobowiązania	62	132	187	187	164	164	164
Oprocentowane zobowiązania	405	356	450	414	380	341	305
Zobowiązania pozostałe	1 024	831	1 039	1 422	1 522	1 657	1 664
Pasywa razem	2 284	2 414	2 869	3 302	3 425	3 644	3 778
Dług netto	9	-41	177	94	11	-57	-173
Dług netto / Kapitał własny	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	0,0	-0,2	0,9	0,5	0,1	-0,2	-0,5

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	148	-48	-58	68	179	150	209
CFI	-146	-85	-73	61	-50	-40	-41
CFF	-114	134	6	-85	-80	-81	-88
- w tym dywidenda	26	19	11	22	21	20	33
Przepływy pieniężne netto	-112	1	-124	44	49	30	79
CAPEX / Amortyzacja	610%	429%	102%	303%	419%	98%	101%

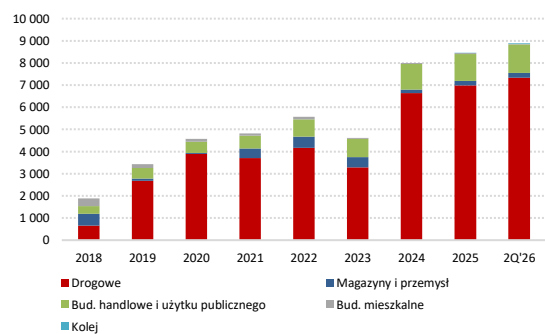
MIRBUD

Rekomendacja	Akumuluj	www: www.mirbud.pl
Wycena końcowa [PLN]	13,0	
Potencjał do wzrostu /	11,0%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	11,75	3Q'26: 27 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	110,1	4Q'26: b.d
Kapitalizacja [mln PLN]	1 294	

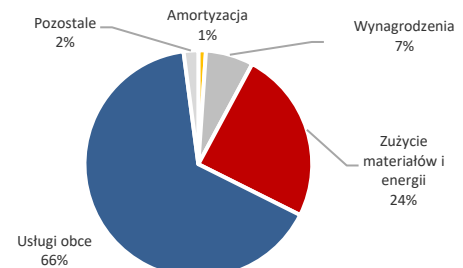
Wyniki Q [mln PLN]	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	3Q'26P
Przychody	720	732	1 002	547	910	932
budowlanka	731	731	1 016	505	935	900
deweloperka	18	11	59	44	74	58
najem	5	12	8	9	8	8
inne	9	7	10	4	12	10
wyłączenia	-43	-29	-90	-14	-119	-45
Zysk brutto ze sprzedaży	45	55	83	56	77	84
budowlanka	38	51	67	40	62	63
deweloperka	6	4	20	15	23	18
najem	-1	2	0	1	1	1
inne	2	0	-6	0	-2	0
wyłączenia	0	-1	2	0	-7	2
SG&A	22	30	55	31	35	37
PPO/PKO	8	-4	63	-1	10	9
EBITDA	40	28	99	33	61	64
EBIT	32	20	91	23	51	55
Zysk brutto	27	18	81	12	45	54
Zysk netto	21	14	62	10	35	43
Dług netto	343	365	177	462	436	351

Wskaźniki	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	3Q'26P
Przychody zmiana r/r	-12%	-18%	12%	10%	26%	27%
EBITDA zmiana r/r	6%	33%	15%	2%	54%	124%
Zysk netto zmiana r/r	0%	38%	9%	-36%	67%	208%
Marża brutto na sprzedaży	6,3%	7,5%	8,3%	10,2%	8,4%	9,0%
Marża EBITDA	5,5%	3,9%	9,9%	6,0%	6,7%	6,8%
Marża netto	2,9%	1,9%	6,2%	1,8%	3,9%	4,7%

Portfel [mln PLN]



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



WYCENA I PODSUMOWANIE

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	13,0
Wycena metodą porównawczą	20%	13,2
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 (6,1%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,2. Wycena została sporządzona na dzień 9 września 2026.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 259	3 665	4 287	4 603	4 582	4 731	4 727	4 726	4 730	4 725
EBIT skoryg. [mln PLN]	153,7	157,3	209,7	273,3	255,5	261,4	264,0	267,0	270,3	273,7
Stopa podatkowa	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	31,4	31,5	41,9	54,7	51,1	52,3	52,8	53,4	54,1	54,7
NOPLAT [mln PLN]	122,2	125,8	167,8	218,6	204,4	209,1	211,2	213,6	216,3	219,0
Amortyzacja [mln PLN]	34,1	41,3	42,6	42,6	42,6	42,7	42,7	42,7	42,8	42,8
CAPEX [mln PLN]*	-103,3	-173,1	-41,7	-43,0	-43,0	-43,1	-43,1	-43,1	-43,2	-43,2
Inwestycje w kapitał obrot. [mln PLN]	-99,5	3,4	-66,7	-55,7	-94,3	-5,5	-11,3	-11,8	-12,3	1,9
Wpływ z ubezpieczenia [mln PLN]	12,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinwestycje** [mln PLN]	165,2	121,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	131,6	118,6	101,9	162,4	109,8	203,2	199,5	201,4	203,6	220,5
DFCF [mln PLN]	143,1	114,1	86,6	121,9	72,7	118,6	102,6	91,2	81,2	77,4
Suma DFCF [mln PLN]	1009,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1771,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. Rezyd. [mln PLN]	621,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1630,7									
Dług netto 2024 [mln PLN]	177,1									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	22,0									
Inne aktywa [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 431,5									
Ilość akcji [mln szt.]	110,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,0									
Przychody zmiana r/r	0,2%	12,5%	17,0%	7,4%	-0,5%	3,2%	-0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%
EBIT zmiana r/r	55,7%	2,4%	33,3%	30,3%	-6,5%	2,3%	1,0%	1,1%	1,3%	1,3%
FCF zmiana r/r	-144,7%	-9,9%	-14%	59,4%	-32,4%	85,2%	-1,8%	1,0%	1,1%	8,3%
Marża EBITDA	5,8%	5,4%	5,9%	6,9%	6,5%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%
Marża EBIT	4,7%	4,3%	4,9%	5,9%	5,6%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%
Marża NOPLAT	3,8%	3,4%	3,9%	4,7%	4,5%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%
CAPEX / Przychody	3,2%	4,7%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	303,0%	419,3%	98,0%	101,1%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	-0,1%	1,6%	1,2%	2,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1492,0%	-0,8%	10,7%	17,6%	-454,6%	3,7%	-280,5%	-4655,5%	331,8%	35,8%

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
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	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Udział kapitału własnego	87,5%	88,9%	90,6%	91,9%	92,9%	94,0%	95,0%	95,7%	95,9%	96,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	12,5%	11,1%	9,4%	8,1%	7,1%	6,0%	5,0%	4,3%	4,1%	3,9%
WACC	12,9%	13,0%	13,2%	13,3%	13,3%	13,4%	13,5%	13,6%	13,6%	13,6%

Źródło: BDM S.A., * w 2027 ujęta odbudowę Marywilskiej, ** w 2026 ujęta m.in. sprzedaż akcji TOR, w 2027 roku założono sprzedaż hali logistycznej w Bolesławcu

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	13,9	14,6		15,3	5,5%	13,8		14,4	15,1	5,5%	15,2	14,4	13,7
	1,1	13,2	13,7		14,4	6,0%	13,2		13,7	14,3	6,0%	14,4	13,7	13,0
	1,2	12,5	13,0		13,6	6,5%	12,5		13,0	13,6	6,5%	13,7	13,0	12,3
	1,3	11,9	12,3		12,8	7,0%	12,0		12,4	12,9	7,0%	13,1	12,4	11,7
	1,4	11,4	11,7		12,2	7,5%	11,5		11,8	12,2	7,5%	12,5	11,8	11,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

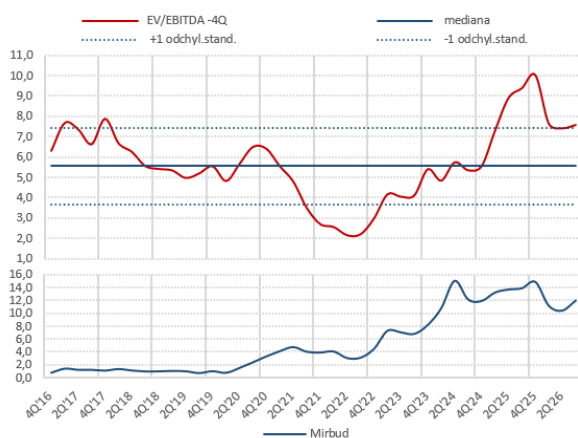
Wycena porównawcza oparta jest o wskaźniki wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na latach 2026-28 - dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. **Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 13,2 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		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Budimex	23,7	21,1	18,9	13,3	11,7	10,4
Dekpol	9,6	8,1	7,2	6,0	5,3	4,8
Pekabex	---	85,3	8,1	15,7	8,7	5,3
Torpol	16,4	13,9	11,8	7,1	6,0	4,9
Trakcja	18,4	14,2	11,8	9,7	8,0	6,6
Unibep	14,5	11,7	12,0	4,7	3,4	3,2
ZUE	32,1	11,3	8,3	8,0	4,7	3,6
Mediana	17,4	13,9	11,8	8,0	6,0	4,9
Mirbud	12,8	12,8	9,1	7,4	6,6	4,9
Premia/dyskonto do mediany	-26%	-8%	-23%	-8%	10%	-1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	15,9	12,8	15,2	12,8	10,6	11,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		14,6			11,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	13,2					

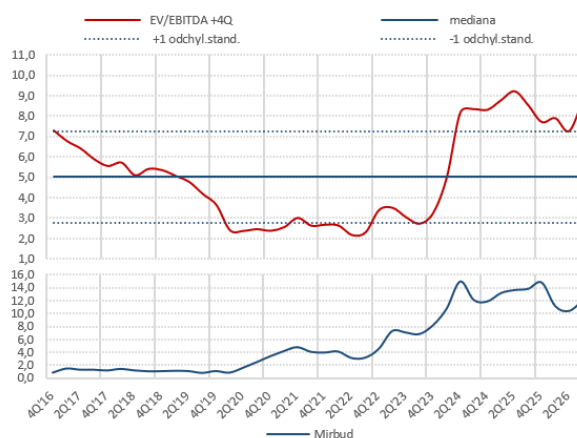
Źródło: BDM S.A., szacunki własne

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)

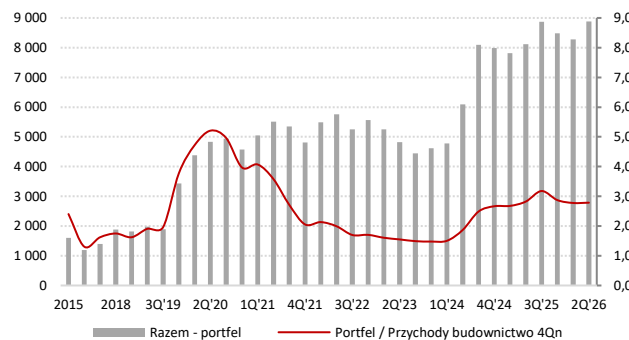
PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Kontrakty budowlane o wartości >100 mln PLN netto podpisane przez Mirbud od 2024 roku + kontrakty z lat 2021-23 w realizacji

Data umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Termin zakończ.**	% budżetu inwestora	Zaawansowanie na VIII'26***
2026						
sie 26	GDDKiA	S11 Szczecinek - Piła, odc. II (Podgaje - Jastrowie)	368	nko	80%	0%
sie 26	Panattoni	Zespół magazynowo-usługowy w Bytomiu	124	b.d.	0%	0%
lip 26	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A2 od w. Biała Podl. do km ok. 641 (odc. X)	465	nko	85%	0%
lip 26	Polit. Warszawska	Budowa hali sportowo-widowskowej w Warszawie	137	nko	0%	0%
cze 26	GDDKiA	Projekt i budowa autostrady A2 od km 641 do w. Dobryń (odc. XI)	372	sie 29	118%	0%
maj 26	PKP PLK	LK 8 odcinek Sitkówka Nowiny - Miąsowa	404	nko	93%	0%
maj 26	GDDKiA	Projekt i rozbudowa DK25 (obwodnica Kalisza)	556	nko	110%	0%
maj 26	Gmina Olsztyn	Budowa DW 527 w Olsztynie	153	maj 28	73%	1%
kwi 26	Gminy Miasto Marki	Budowa i utrzymanie dróg gminnych na terenie Gminy Miasto Marki	267	18 lat	149%	0%
kwi 26	Powiat Słpecki	Rozbudowa i budowa drogi powiatowej w powiecie słupeckim	112	sie 28	68%	0%
kwi 26	Panattoni	Budowa budynku magazynowo-produkcyjnego w gminie Jawor	144	b.d.	0%	0%
kwi 26	Warszawa	Budowa hali sportowo-widowskowej przy ul. Wawelskiej 5 w Warszawie	193	lip 28	97%	0%
sty 26	GDDKiA	Budowa obwodnicy Sidziny (DK46)	121	cze 30	65%	2%
2025						
lis 25	ATO Poland	Budowa zespołu magazynowo – usługowego w m. Kozierki (Grodzisk)	126	b.d.	0%	96%
lis 25	Powiat Inowrocławski	P&B drogi Inowrocław - Solec Kujawski / Nowa Wieś Wielka - Leszycze	161	gru 28	97%	0%
wrz 25	GDDKiA	Projekt i rozbudowa DK9 Skaryszew – Iłża	226	cze 29	98%	4%
wrz 25	GDDKiA	Projekt i budowa DK12 obwodnica Wschowa i Dębowa Łęka	129	kwi 29	82%	5%
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%	3%
cze 25	GDDKiA	Rozbudowa DK 25, odc. Biskupice Ołoboczne – Ostrów Wlkp	217	cze 29	121%	4%
maj 25	MZDW	Budowa zachodniej obwodnicy Mławy	109	maj 28	87%	41%
mar 25	AMW Sinevia	Infrastruktura wojskowa lotniska oraz budynek NOSP w Świdwinie	206	wrz 26	0%	79%
lut 25	ARM Krakowa	II etap budowy Krakowskiego Centrum Muzyki w Krakowie	145	sie 26	0%	75%
lut 25	GDDKiA	Projekt i budowa obwodnicy Kamienia i Sepolna Krajenskiego	129	maj 29	66%	6%
2024						
wrz 24	ZDW Gdańsk	Budowa obwodnicy Kartuz - etap II	144	sie 26	177%	55%
lip 24	Gmina Stryków	Budowa Centrum Rozwoju Strykowa	136	lip 27	0%	85%
lip 24	GDDKiA	Projekt i budowa S11 Kepno - A1 (odc. II: Siemianice - Gotartow)	470	paź 28	73%	8%
lip 24	GDDKiA	Projekt i budowa S12 Przysucha - Wieniawa	486	maj 29	92%	7%
lip 24	GDDKiA	Projekt i budowa S10 Recz (bez węzła) – węzeł Cybowo	526	paź 28	65%	8%
lip 24	GDDKiA	Projekt i budowa S11 Oborniki - węzeł Poznań Płn wraz z ob. Obornik	694	lip 28	88%	8%
cze 24	GDDKiA	Projekt i budowa S8 Wrocław – Kłodzko (VI: Ząbkowice Śl. - Bardo)	308	cze 28	76%	7%
maj 24	GDDKiA	Projekt i budowa S10 Suchań (z węzłem) – Recz (z węzłem)	542	wrz 29	80%	11%
maj 24	GDDKiA	Projekt i budowa S16 odc. Knyszyn – Krynice	256	sie 28	71%	10%
kwi 24	GDDKiA	Projekt i budowa drogi ekspresowej S11 Kepno - A1 (odc. III)	378	lip 28	82%	9%
kwi 24	UM Rzeszów	Budowa Podkarpackiego Centrum Lekkoatletycznego	157	paź 26	218%	90%
mar 24	Gmina Jaworzno	Budowa infrastruktury drogowej w ramach JOG w Jaworznie	185	paź 27	89%	2%
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	---	list inten.	---	---
lut 24	UM Bydgoszcz	Budowa i przebudowa Zajezdni Tramwajowej przy ul. Toruńskiej	102	kwi 26	125%	97%
2023						
gru 23	BB Baltic Park	Budowa Zespołu Budynków Lecznictwa Uzdrawiskowego w Kołobrzegu	173	b.d.	---	74%
paź 23	Sangate Sancak	Budowa hotelu w Warszawie	127	b.d.	---	98%
2022						
wrz 22	GDDKiA	Projekt i budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc 1, Sianów - Sławno)	535	gru 25	69%	96%
maj 22	GDDKiA	Projekt i budowa S10 Bydgoszcz – Toruń (odc. 3 Solec - Toruń Zachód)	346	kwi 27	60%	71%
mar 22	GDDKiA	Projekt i budowa S74 Przełom/Miniów – Kielce	437	cze 27	66%	65%
2021						
kwi 21	GDDKiA	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	maj 26	90%	96%

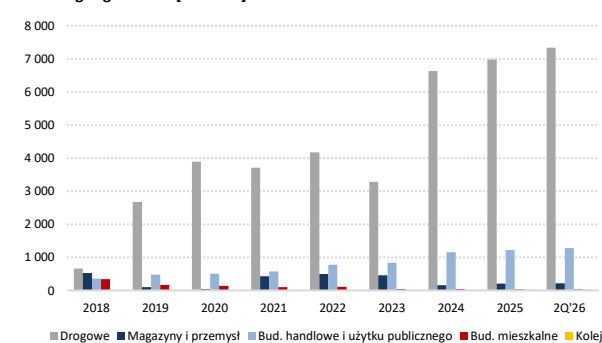
Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa ocena, * w części przypadającej na grupę Mirbud, ** w przypadku kontraktów drogowych termin szacunkowy (możliwe opóźnienie np. związane z otrzymaniem wymaganych pozwoleń), ***zaawansowanie fakturowania

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel wg segmentów [mln PLN]

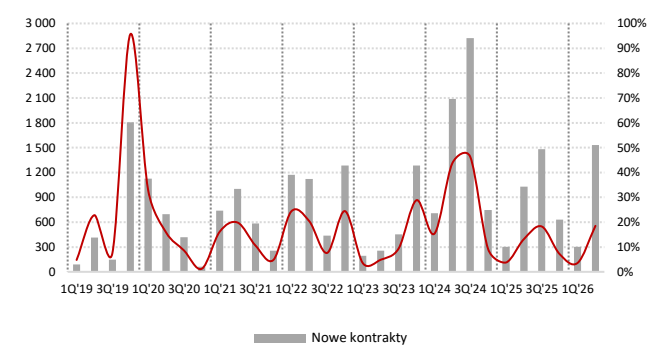


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Portfel kontraktów drogowych dla GDDKiA

- W obszarze kontraktów drogowych spółka ukończyła w ostatnich kwartałach kilka kontraktów **pochodzących z ofertowania sprzed wybuchu wojny w Ukrainie**. Obecnie w faktycznej realizacji identyfikujemy już tylko dwa takie kontrakty (S74 i S10, łącznie ok 0,25 mld PLN pozostało do zafakturowania wg początkowej wartości, oba kontrakty będą objęte podwyższonym limitem waloryzacji do 25% - [link](#)). Natomiast w przypadku trzech innych niezamkniętych pozostaje jeszcze kwestia finalnego fakturowania i rozliczenia roszczeń (OMT i S6 – spółka wskazuje, że ma roszczenia na tych kontraktach na 100 i 40 mln PLN, które mają być rozliczone do końca 2026 roku, obie kwoty są ujęte na bilansie, OMT jest objęta podwyższonym limitem; S1 „Dankowice – Suchy Potok” – roszczenia wynoszą ok 140 mln PLN – wg info z konferencji spółka czeka na aneks terminowy, aby procedować całość roszczeń, ze strony [www](#) wynika, że w końcu sierpnia zamawiający podpisał aneks częściowo uznający roszczenia i wydłużający czas na ukończenie o 14 dni).
- Osobnego akapitu wymaga kontrakt na **S1 (Węgierska Górka)**. Kontrakt został już oficjalnie zakończony. Spółka do początku 2025 roku komunikowała, że wpływał on negatywnie na marżę ze względu na dodatkowe koszty związane z pracami tunelowymi (kwestia geologii). 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? Jednocześnie roszczenia, które spółka sygnalizowała z tego tytułu na konferencjach to min. 250 mln PLN (czasami padały wyższe kwoty, ale mogły one dotyczyć łącznych roszczeń, razem z kosztami ogólnymi). Ok. 50-60 mln PLN z roszczeń geologicznych może być ujęte na bilansie spółki (źródło: konferencja wynikowa spółki po 1Q'26). Dodatkowo spółka ponosiła koszty ogólne (wydłużony termin realizacji), które szacowane były na ok 100-120 mln PLN. Koszty te w większości (?) nie przeszły przez wynik, spółka do 2Q'26 otrzymała ok 30 mln PLN, pozostała część (ok 30-50 mln PLN?) ujęta jest w rozliczeniach z tytułu kontraktów (spółka jest dość pewna ich odzyskania do końca roku od GDDKiA ze względu na aneksy terminowe).
- 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**, a było to okazja, by zbudować portfel przed dostrzeganiem już wtedy ryzykiem kolejnej luki przetargowej. W efekcie w 2024 roku spółka podpisała nowe umowy z GDDKiA na 3,7 mld PLN. 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 do relacji ceny do budżetu, ale zwracamy uwagę, by pamiętać o kontekście w jakim były składane oferty na rynku. Zdobyte wtedy kontrakty dopiero w 2026 roku stopniowo wchodzić do realizacji ze względu na opóźnienia w wydawaniu ZRID. Na ten moment (na bazie dostępnych informacji na stronach internetowych GDDKiA) identyfikujemy, że wartościowo ok. połowa z tej puli kontraktów ma wydane ZRID. Zakładamy, że druga połowa uzyska je na przestrzeni 1-2 kwartałów (przyjmując statystyczny czas oczekiwania od złożenia wniosków).
- W 2025 roku spółka podpisała istotnie mniej (1,2 mld PLN) dużych kontraktów drogowych dla GDDKiA** (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).
- W 2026 roku wartość podpisanych umów powinna znów wzrosnąć** (jeśli uda się podpisać wszystkie umowy do końca roku to będzie to >2mld PLN). Spadła nieco średnia cena vs budżet natomiast poprawił się wskaźnik cena/II oferta (średnio 5% dyskonta w wygrywającej ofercie Mirbudu).

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 rekordowe już 8,88 mld PLN, a po VIII'26 wynosi do 8,74 mld PLN (85% infrastruktura) vs 8,76 mld PLN rok temu. Spółka podpisała w tym roku lub jest bliska pozyskania kilku większych kontraktów dla GDDKiA, jest także aktywna w obszarze budownictwa kubaturowego. Łączna kontraktacja w tym roku powinna być wyraźnie lepsza r/r. Do sierpnia spółka podpisała umowy za ok. 2,0 mld PLN (przy 2,7 mld PLN w całym 2026), na podpisanie czekały umowy na 0,8 mld PLN a w najkorzystniejszych ofertach spółka miała kolejne 2,2 mld PLN.

Kontrakty Mirbudu z GDDKIA z lat 2019-2026 [mln PLN netto]

Oferta	Kontrakt	Wartość [mln PLN]	% budżetu inwestora	% II oferty	postęp prac
2026		2 013	95%	95%	0%
nko	S11 Szczecinek - Piła, odc. II (Podgaje - Jastrowie)	368	80%	98%	0%
nko	Projekt i rozbudowa DK 15 Brodnica - Tama Brodzka	58	99%	87%	0%
nko	Projekt i budowa autostrady A2 od w. Biała Podlaska do km ok. 641 (odc. X)	465	85%	95%	0%
lip 26	Budowa obwodnicy Prudnika DK 41	73	159%	98%	0%
cze 26	Projekt i budowa autostrady A2 od km 641 do w. Dobryń (odc. XI)	372	118%	89%	0%
nko	Projekt i rozbudowa DK25 (obwodnica Kalisza)	556	110%	96%	0%
sty 26	Budowa obwodnicy Siedziny (DK46)	121	65%	100%	2%
2025		1 246	97%	92%	4%
wrz 25	Projekt i rozbudowa DK9 Skaryszew – Ilża	226	98%	100%	4%
wrz 25	Projekt i budowa DK12 obwodnica Wschowa i Dębowa Łęka	129	82%	88%	5%
lip 25	Projekt i budowa S11 Ostrów Wlkp. – Kępno, odcinek I	447	110%	97%	3%
lip 25	Projekt i budowa drugiej jezdni obw. Wyrzyska (S10)	99	83%	87%	5%
cze 25	Rozbudowa DK 25, odc. Biskupice Ołoboczne – Ostrów Wlkp	217	121%	90%	4%
lut 25	Projekt i budowa obwodnicy Kamienia Krajńskiego i Sepolna Krajńskiego	129	66%	78%	6%
2024		3 715	78%	96%	8%
lip 24	Projekt i budowa S11 Kępno - A1 (odc. II: Siemianice - Gotartow)	470	73%	95%	8%
lip 24	Projekt i budowa S12 Przysucha - Wieniawa	486	92%	100%	7%
lip 24	Projekt i budowa S10 Recz (bez węzła) – węzeł Cybowo	526	65%	99%	8%
lip 24	Projekt i budowa S11 Oborniki - węzeł Poznań Płn wraz z obwodnicą Obornik	694	88%	95%	8%
cze 24	Projekt i budowa S8 Wrocław – Kłodzko (VI: Ząbkowice Śląskie Północ - Bardo)	308	76%	83%	7%
maj 24	Projekt i budowa S10 Suchań (z węzłem) – Recz (z węzłem)	542	80%	98%	11%
maj 24	Projekt i budowa S16 odc. Knyszyn – Krynice	256	71%	98%	10%
kwi 24	Projekt i budowa drogi ekspresowej S11 Kępno - A1 (odc. III)	378	82%	98%	9%
kwi 24	Projekt i budowa S11 Ostrów Wielkopolski-Kępno - odcinek III, obw. m. Kępno	56	81%	85%	9%
2023		0	-	-	80%
2022		1 373	67%	94%	80%
wrz 22	Projekt i budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc. 1, Sianów - Sławno)	535	69%	95%	96%
maj 22	Przebudowa DK 91 Terespol-Stolno	55	103%	98%	100%
maj 22	Projekt i budowa S10 Bydgoszcz – Toruń (odc. 3 Solec - Toruń Zachód)	346	60%	92%	71%
mar 22	Projekt i budowa S74 Przelom/Miniów – Kielce	437	66%	93%	65%
2021		1 043	91%	93%	98%
cze 21	Obwodnica miejscowości Gostynia	201	92%	85%	100%
kwi 21	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	90%	94%	96%
sty 21	Budowa autostrady A18 Olszyna – Golinice, odc. 4	210	93%	100%	100%
2020		1 609	101%	96%	100%
sie 20	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała, odcinek III (Dankowice - Suchy Potok)	477	80%	96%	100%
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%	100%
gru 19	Obwodnica Poręby i Zawiercia (DK 78)	337	144%	92%	100%
lis 19	A18 Olszyna – Golinice (przebudowa jezdni południowej)	207	84%	97%	100%
paź 19	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Góry)	1 121	105%	96%	100%
maj 19	Obwodnica Olesna (S11)	543	108%	98%	100%
kwi 19	A-1 Bełchatów - Kamieńsk	697	96%	89%	100%
2019-2026			88%	95%	

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

Budowa portfela kontraktów kolejowych

Spółka z dużymi nadziejami weszła w 2025 roku na rynek przetargów kolejowych. Mimo ograniczonej bazy sprzętowej i kadrowej (przejęty wcześniej Transkol realizował tylko małe zlecenia), wskazywała, że istotna część zakresów prac jest zbieżna z zakresami na kontraktach drogowych. W 3Q'25 złożyła najniższe oferty cenowe w trzech przetargach dla PKP PLK (szacowany udział MRB w konsorcjach na >4 mld PLN, w tym 1,9 mld PLN w Białystok – Ełk, co mogłoby spółkę wywindować do czołówki podmiotów w branży pod względem portfela). Finalnie żadnego z tych kontraktów spółka nie podpisała (oferty z różnych względów zostały odrzucone, najbardziej medialny był przypadek Białystok – Ełk, gdzie spółka walczyła do września'26 w sądzie).

W kolejnych miesiącach ofertowanie spółki na rynku kolejowym było dużo spokojniejsze (na części przetargów spółka nawet się nie pojawiała). Na ten moment w konsorcjum z PPM-T spółka ma złożoną najkorzystniejszą ofertę na 0,4 mld PLN na LK 8 Sitkówka Nowiny – Miąsowa (oferta z II miejsca, na I było ZUE, ale finalnie już odpadło z postępowania).

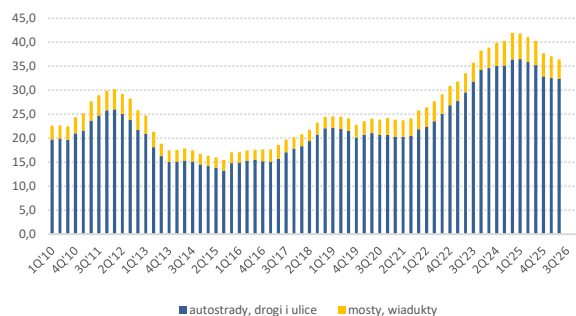
Akwizycja podmiotu z rynku kolejowego

Spółka nadal wyraża zainteresowanie przejęciem większego podmiotu (-ów) z obszaru kolejowego (zbudowanie kadry jest wyzwaniem, a organiczne zbudowanie bazy sprzętowej także musi być rozciągnięte w czasie ze względu na długie terminy dostaw nowego sprzętu). Na początku sierpnia'26 Mirbud sprzedał posiadany 10% pakiet akcji Torpolu, pozyskując 142 mln PLN brutto (plus jeszcze przed sprzedażą otrzymał 8 mln PLN dywidendy). Ten ruch czytamy jako chęć zgromadzenia gotówki na ewentualnie większy zakup. Spółka na ostatniej konferencji wynikowej wskazała, że jest zainteresowana dwoma podmiotami z udziałem Skarbu Państwa. Kilka tygodni temu pojawiły się doniesienia o przymierzaniu się CPK do sprzedaży swojego 38% udziału w Torpolu (decyzja miała być podjęta w lipcu, ale nie pojawiły się nowe informacje, natomiast pod koniec sierpnia otwarto postępowanie na stanowisko prezesa). Większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi, w którym Torpol trafiłby „pod skrzydła” innego podmiotu kontrolowanego przez SP. Ale nie wykluczamy też jakieś formy transakcji z Mirbudem.

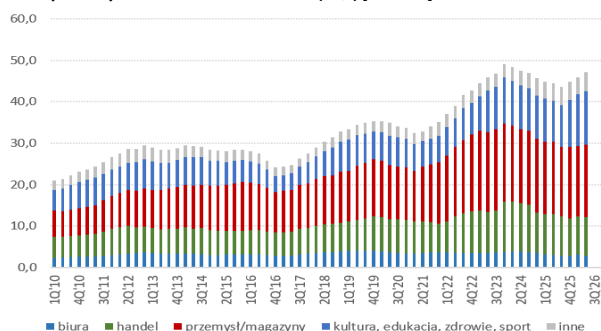
Inne

Spółka bierze udział w postępowaniach CPK. Najbliższe złożenia ofert jest przetarg na terminal (obecnie zakładany termin to 30.10.2026, Mirbud jest w konsorcjum z grupą krajowych spółek). Na etapie dialogu konkurencyjnego są przetargi na dworzec kolejowy z tunelem i dwa odcinki LK85 (w tych postępowaniach spółka startuje w konsorcjum z Torpołem).

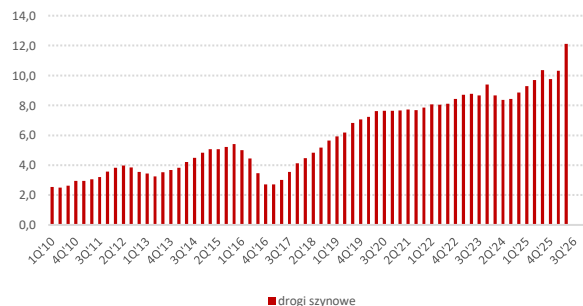
Oceniamy, że pewnego przyspieszania nabiera projekt ElectroMobility Poland – obecnie w formie „polskiego hubu elektromobilności”. NFOŚiGW objął w końcówce sierpnia'26 akcje EMP za 4,5 mld PLN ([link](#)). Na jesień planowane jest podpisanie umowy JV z Foxconn, a na wiosnę zakładane jest rozpoczęcie prac budowlanych (Mirbud ma list intencyjny z EMP na budowę fabryki, według informacji z ostatniej konferencji wynikowej toczą się rozmowy o zakresie prac).

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


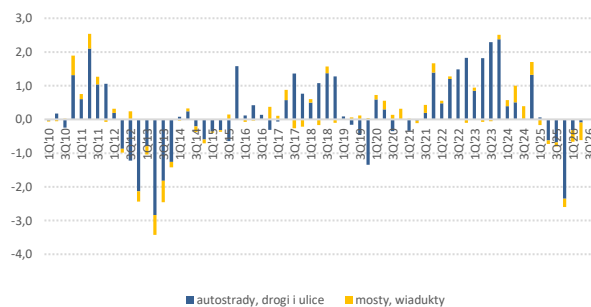
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na inwestycje w nieruchomościach (4Qn) [mld PLN]


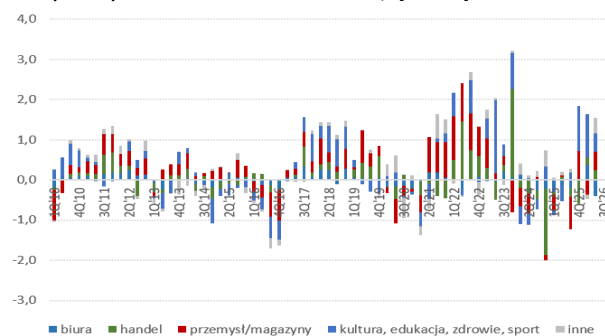
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


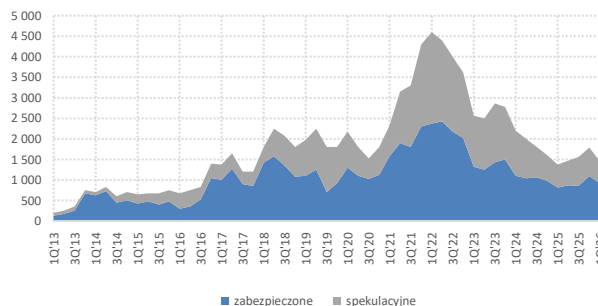
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na inwestycje w nieruchomościach 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 II	2027	66%	110	b.d.	---
Skieriewice Sobieskiego	2027	68%	74	45	61%
Konin Topazowa	2027	56%	161	31	19%
Żyrardów Wyspiańskiego	2027	34%	161	118	73%

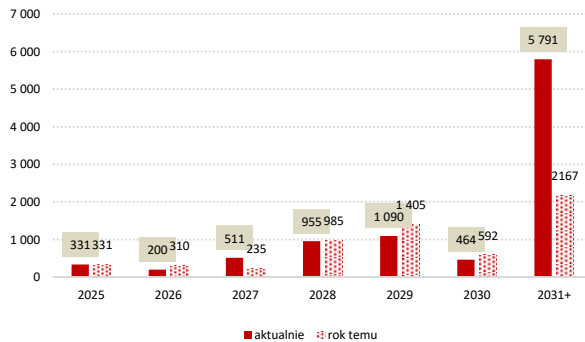
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *dane na koniec sierpnia, **umowy deweloperskie + rezerwacje na koniec czerwca

Planowany harmonogram ukończenia inwestycji mieszkaniowych w kolejnych latach

	2026	2027	2028	2029	2030	2031+
Bydgoszcz						
obecnie	0	0	269	85	0	1 099
rok temu*	0	0	213	0	0	b.d.
Jastrzębia Góra						
obecnie	0	110	0	0	0	0
rok temu	110	0	0	0	0	b.d.
Katowice						
obecnie	0	0	0	390	0	270
rok temu	0	0	0	300	440	b.d.
Konin						
obecnie	0	161	0	215	0	0
rok temu	0	161	215	0	0	b.d.
Łódź						
obecnie **	0	0	234	286	0	2 322
rok temu**	0	0	175	514	0	b.d.
Mszczonów						
obecnie	0	0	113	114	0	0
rok temu	0	0	124	0	152	b.d.
Poznań						
obecnie	0	0	88	0	320	2 100
rok temu	0	0	258	121	0	b.d.
Skieriewice						
obecnie	274	0	251	0	144	0
rok temu	200	74	0	470	0	b.d.
Żyrardów						
obecnie	0	161	0	0	0	0
rok temu	0	0	0	0	0	b.d.

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *wg prezentacji po 2Q'26

Aktualny pipeline ukończenia lokali wg lat [szt]



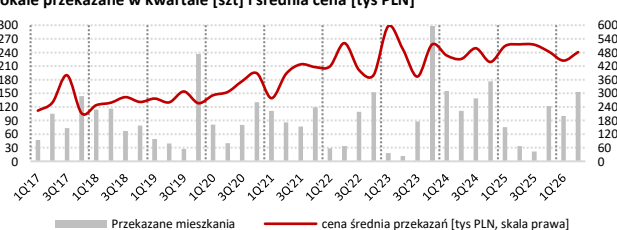
Źródło: DM BDM S.A., spółka, rok temu uwzględnione 2167 lokali w EC2 w 2031+

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

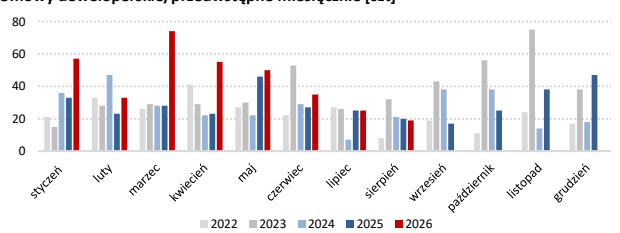
Planowany harmonogram startu inwestycji w okresie 2H'26-2027

projekt	start	koniec	liczba lokali
Bydgoszcz Toruńska I	4Q'26	4Q'28	269
Mszczonów Dworcowa	4Q'26	4Q'28	113
Poznań Smoluchowskiego I	4Q'26	4Q'28	88
Skieriewice Mszczonowska	4Q'26	4Q'28	251
Konin Orłąt Lwowskich	2Q'27	2Q'29	215
Katowice Mikołowska	3Q'27	4Q'29	390
Łódź Ślaska	3Q'27	3Q'28	234
Bydgoszcz Toruńska II	4Q'27	4Q'29	85
Łódź Politechniki EC2 - etap I	4Q'27	4Q'29	286
suma			1 931
planowane rozpoczęcie w:			
2H'26			721
2027			1 210

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *wg prezentacji po 2Q'26

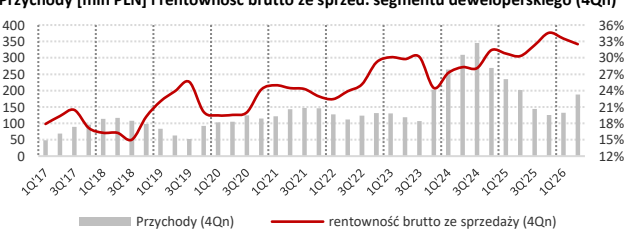
- Spółka w 1H'26 sprzedała 304 lokali (vs 180 w 1H'25). Bardzo dobrze wyglądał okres I-V'26, natomiast VI-VIII były nieco słabsze na tym tle (śr.=26 lokali). W ofercie spółka na koniec 2Q'26 miała: i) 315 lokali w budowie, ii) 248 lokali gotowych (po VIII'26: 302 w budowie, 216 gotowych).
- W tym roku spółka ukończyła projekt w Skieriewicach (200 lokali), a na przełomie 2025/26 w Mszczonowie (167 lokali) oraz I etap apartamentu w Jastrzębiej Górze (164 lokale). W realizacji są cztery projekty (finisz w '27).
- Obecny pipeline zakłada, że w 4Q'26 spółka rozpocznie jeszcze projekty na 721 lokali – teoretycznie do zakończenia w 2028 roku. Zwracamy uwagę, by podchodzić z rezerwą do tych liczb – historycznie spółka notuje istotne opóźnienia w rozpoczynaniu nowych projektów vs deklarowane terminy.
- Największe projekty w długim terminie do zrealizowania są zlokalizowane w Łodzi (Al. Politechniki, projekt EC2 – działki Hakamore, 2,5 tys lokali – I etap ma ruszyć w 2027 roku) oraz Poznaniu (grunt nabyty w 2026 roku przy Malcie na 2,1 tys lokali, który wymaga jeszcze m.in. działań eksmisyjnych - I etap ma ruszyć w 2030 roku, łączna cena za grunt wynosi 421 mln PLN, z czego 316 mln PLN jest rozłożone na raty do 2031 roku).
- W 1H'26 przekazano 253 lokale (vs 109 w 1H'25), a w VII-VIII kolejne 87 lokali. Są to głównie mieszkania z projektów ukończonych na przełomie 2025/26 oraz projektu w Skieriewicach. Reszta to bieżąca sprzedaż, także lokali z lat wcześniejszych. Na konferencji wynikowej spółka sygnalizowała, że chce w 2H'26 przekazać 150-200 lokali. Dałoby to w sumie 400-450 lokali w całym roku. Projekty, które kończą się w 2027 roku obejmują 511 lokali. Natomiast na 2028 potencjał to nawet 955 lokali, ale wydaje nam się on mało realistyczny (terminy kilku projektów oceniamy jako wymagające organizacyjnie). W naszym modelu zakładamy, że średnio spółka przekaże po ok 450 lokali w latach 2026-28. Następnie zakładamy wzrost skali >700 lokali na rok.

Umowy deweloperskie/przedwstępne miesięcznie [szt]



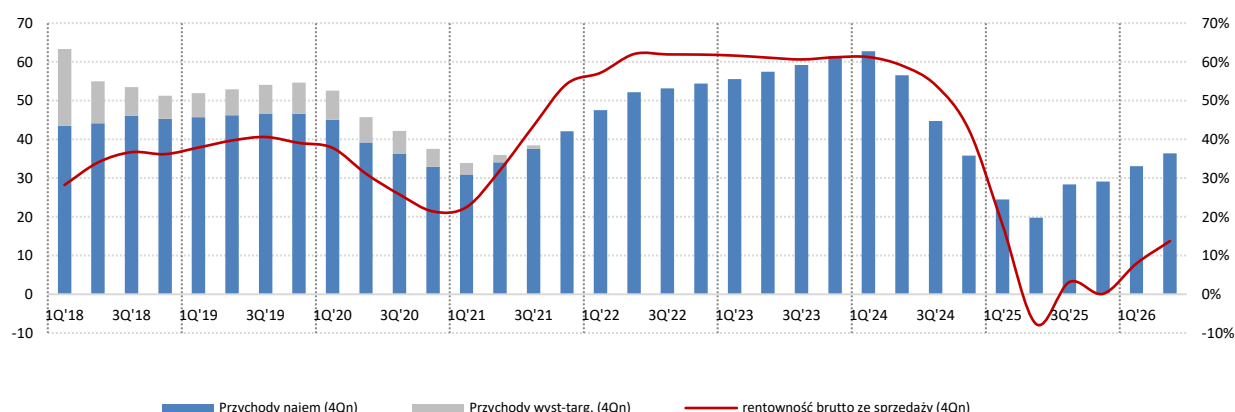
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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 2025 roku wynosiło 97 mln PLN). W maju'24 w wyniku pożaru zniszczeniu uległ budynek centrum handlowo-targowego (nie ucierpiał park handlowy). Spółka otrzymała odszkodowanie z tytułu ubezpieczenia (łącznie ok. 110 mln PLN, co powinno pokryć koszty w przypadku, gdyby zdecydowano się na odbudowę hali). 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). Spółka w 3Q'26 otrzymała PnB na odbudowę centrum. Rada miasta wyraziła też zgodę na przedłużenie umowy dzierżawy na kolejne 29 lat ([link](#)). Finalny dokument musi być jednak jeszcze procedowany przez miasto (przedłużenie dzierżawy warunkuje odbudowę centrum – przy obecnym okresie odbudowa hali nie będzie opłacalna).

Pozostałe aktywa w segmencie najmu to:

- obiekt w Ostródzie przy ul. Grunwaldzkiej (6 hal o łącznej powierzchni użytkowej 57 tys m2 i powierzchnia najmu 45 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. 135 mln PLN),
- hala logistyczna w Bolesławcu o pow. 50 tys m2 ukończona w 3Q'24 (spółka otrzymała ją w „rozliczeniu” za należności z Panattoni), wartość bilansowa 121 mln PLN (wynajęte jest obecnie 72% powierzchni, do końca roku spółka celuje w 90% - zakładamy, że wtedy hala może zostać wystawiona na sprzedaż)
- Park Handlowy Marywilska 44 (oddany do użytkowania w 2017 roku, obiekt przy centrum handlowym, który nie uległ uszkodzeniu przez pożar) o wartości 40 mln PLN;

Obiekt w Starachowicach (4,5 tys m2, wynajmowany na rzecz Bricomarche, wartość bilansowa 14,9 mln PLN) został sprzedany w 1H'26.

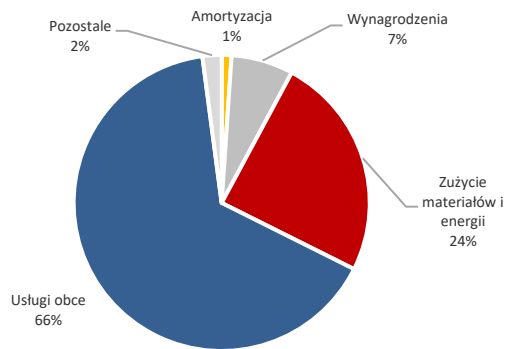
Wartość księgowa i wynik z nieruchomości inwestycyjnych [mln PLN]

	2023	2024	2025	1H'25	1H'26
Nieruchomości własne	355,7	343,8	335,0	348,4	320,1
Dzierżawa	135,1	99,0	97,1	97,8	95,8
Razem wartość księgowa	490,8	442,8	432,0	446,1	415,9
Przychody z czynszów	61,5	34,5	19,0	9,2	9,9
koszty operacyjne	-23,9	-20,6	-17,2	-7,4	-9,6
Wynik z najmu	37,6	13,9	1,8	1,8	0,3
yield [%]	7,7%	3,1%	0,4%	0,8%	0,2%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

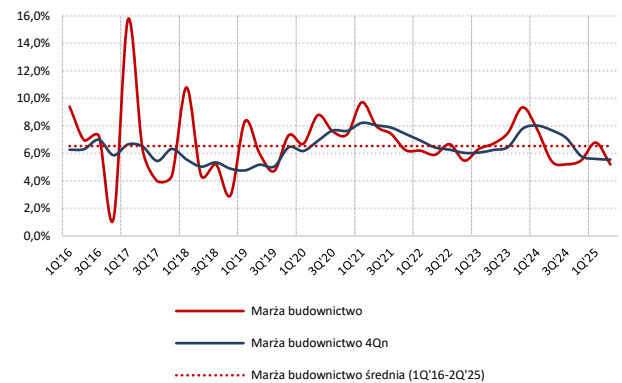
STRONA KOSZTOWA

Mirbud - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



Źródło: DM BDM S.A., spółka

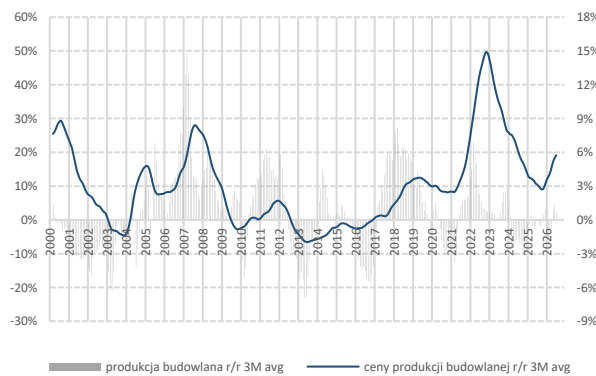
Mirbud - raportowana marża w segmencie budowlanym



Źródło: DM BDM S.A., spółka

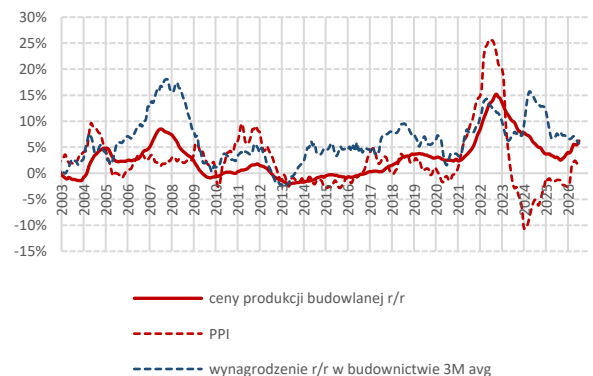
CENY PRODUKCJI BUDOWLANEJ W POLSCE I WYNAGRODZENIA

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

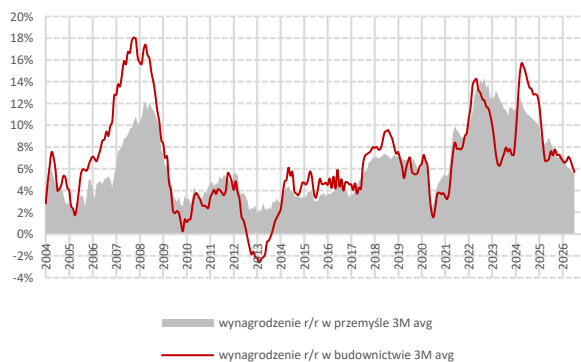
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

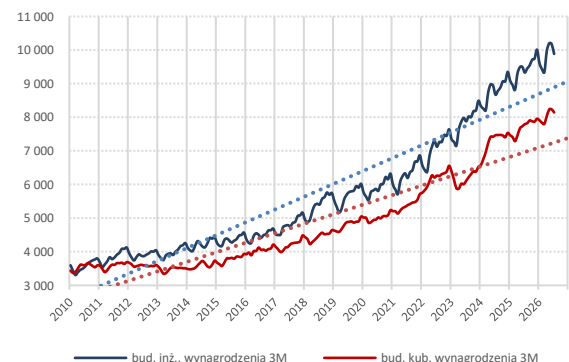
Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku'22 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie obniżała się. We wrześniu'25 odnotowano lokalny dołek na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach dynamika przyspieszyła. W lipcu'26 osiągnęła 6,2% r/r (najwyższy odczyt od maja'24). W kolejnych miesiącach, ze względu na negatywny wpływ cen ropy na szereg materiałów budowlanych (np. asfalt, tworzywa sztuczne) i koszty ich transportu zakładamy, że trudno może być o powrót do poziomów <3%, które przejściowo widzieliśmy w 2025 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)

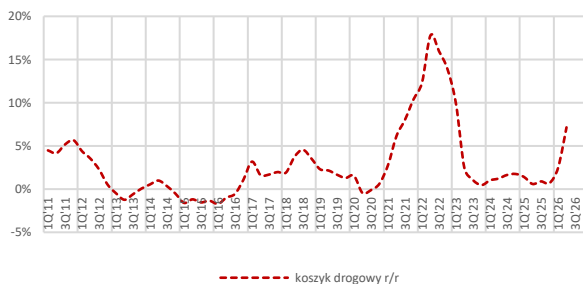


Źródło: DM BDM S.A., GUS

CENY PODSTAWOWYCH MATERIAŁÓW

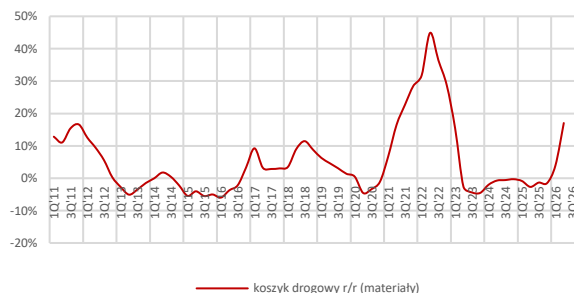
Z punktu widzenia portfela spółka najistotniejsze są koszty dotyczące kontraktów drogowych. W przypadku nowych umów GDDKiA stosowany jest obecnie +/-10% limit waloryzacji. W grudniu 2023 GDDKiA podpisała aneksy zakładające podniesienie limitu waloryzacji na już realizowanych kontraktach do 15% (efekt wzrostu kosztów po wybuchu wojny w Ukrainie) a w 2026 roku limit podniesiono do 25% (dla kontraktów ofertowanych przed wybuchem 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]*

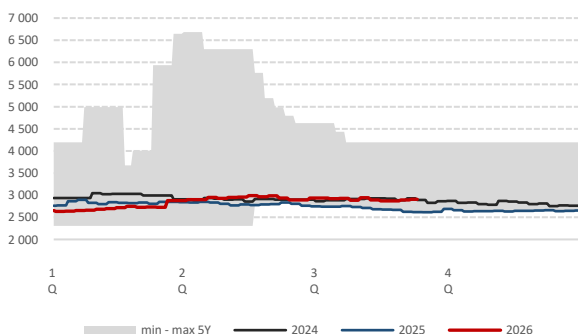


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów

Jeżeli weźmiemy pod uwagę koszyk materiałów (dane GUS z bazy SWAID), który wchodzi do koszyka waloryzacyjnego GDDKiA to dane za 2Q'26 wskazują +17% wzrostu r/r. Są to tylko materiały. Jeżeli weźmiemy pod uwagę CPI oraz podział ryzyka 50/50 to dla GDDKiA dane za 2Q'26 wykazują +7% r/r (w 1Q'26 było to +2% r/r).

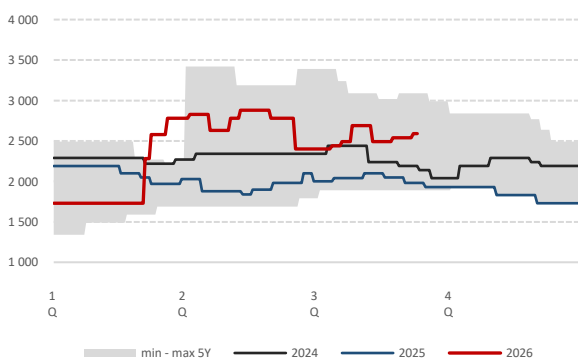
Ceny wielu podstawowych materiałów/surowców używanych w budownictwie jak stal, asfalt, miedź czy diesel (paliwo – transport), po bardzo mocnych wzrostach w 2022 rok, w 2023-24 wróciły do okolic (a nawet poniżej) swoich wieloletnich linii trendu. Wysokie pozostawały ceny kruszyw czy cementu. Konflikt na linii USA/Izrael-Iran wywindował w drugiej połowie 1Q'26 ceny diesla (oraz innych materiałów opartych o ropę – jak asfalt, tworzywa sztuczne). Widać ruch na benchmarkach cen stali, ale nie jest on tak dynamiczny jak np. w 2022 roku.

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



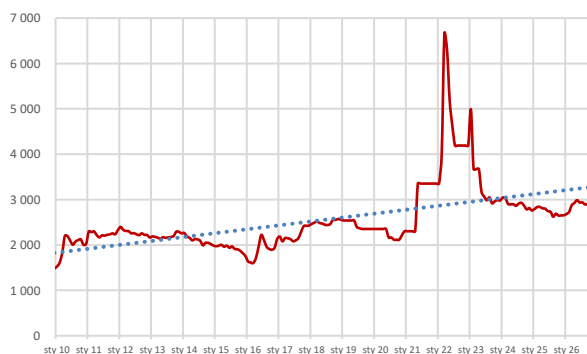
Źródło: DM BDM S.A., PUDS

Cena asfaltu [PLN/t]



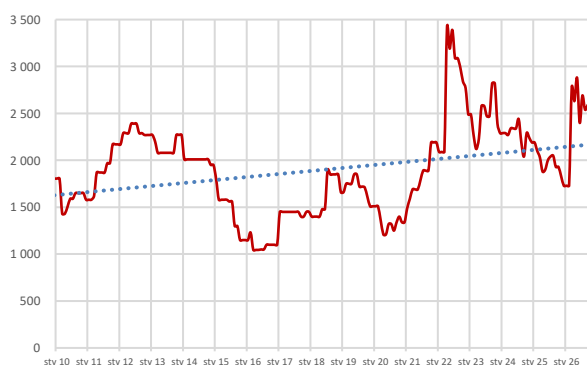
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



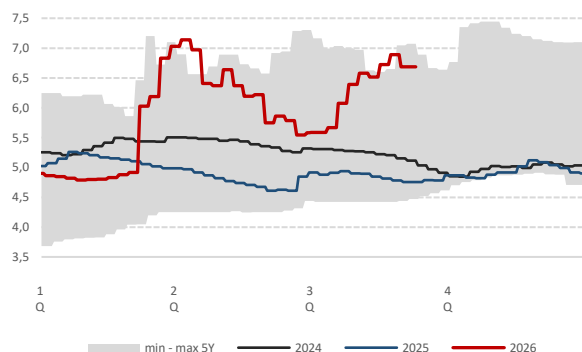
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cena asfaltu [PLN/t]



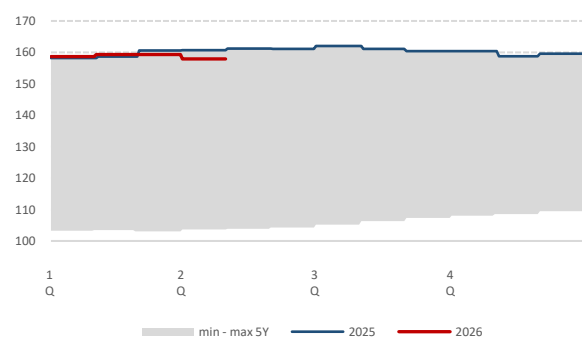
Źródło: DM BDM S.A., Orlen

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



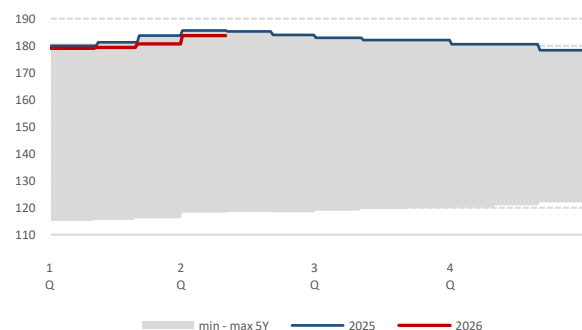
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Kruszywa – indeks GUS*



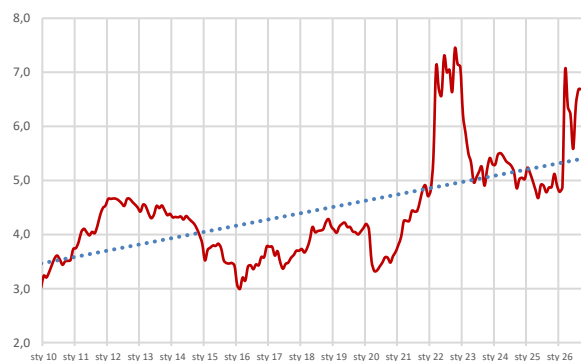
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „kamień, piasek, glina”, ostatnie dane za VI'26

Cement – indeks GUS*



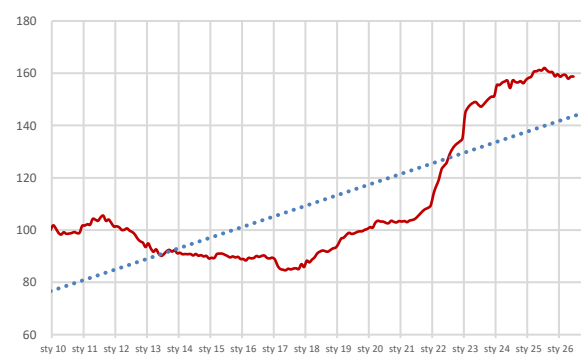
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za VI'26

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



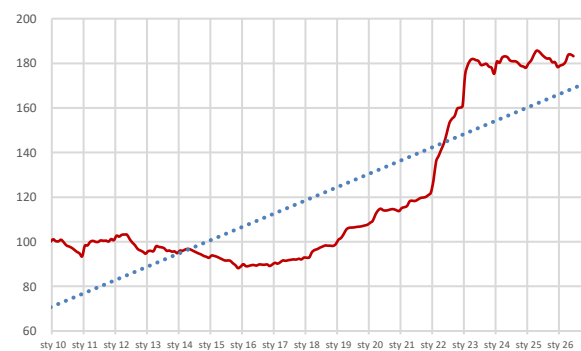
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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'2026

	2Q'25	2Q'26	zmiana r/r	2Q'26W	odchyl.	2Q'26P BDM	odchyl.	2Q'26P kons	odchyl.	1H'25	1H'26	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	720,2	910,0	26,4%	909,6	0,0%	872,4	4,3%	861,4	5,6%	1 216,8	1 457,4	19,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	45,1	76,6	69,8%	76,3	0,4%	85,4	-10,3%	---	---	88,3	132,3	49,9%
Zysk na sprzedaży	23,4	41,2	76,4%	---	---	54,2	-23,9%	---	---	45,8	65,7	43,4%
EBITDA	39,5	60,7	53,6%	---	---	62,7	-3,2%	---	---	71,8	93,6	30,3%
EBIT	31,8	51,4	61,7%	---	---	54,2	-5,1%	---	---	57,2	74,9	31,1%
Zysk brutto	26,9	44,9	66,9%	---	---	47,4	-5,3%	---	---	45,7	56,9	24,6%
Zysk netto	21,1	35,2	66,8%	35,3	-0,3%	37,9	-7,1%	31,4	12,2%	36,1	44,9	24,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	6,3%	8,4%		8,4%		9,8%		---		7,3%	9,1%	
Marża EBITDA	5,5%	6,7%		---		7,2%		---		5,9%	6,4%	
Marża EBIT	4,4%	5,7%		---		6,2%		---		4,7%	5,1%	
Marża zysku netto	2,9%	3,9%		3,9%		4,3%		3,6%		3,0%	3,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Wyniki 2Q'26 były zgodne z publikowanymi wcześniej danymi wstępnymi.

Przychody

- Na poziomie skonsolidowanych przychodów Mirbud odnotował wzrost o 26% r/r do 910 mln PLN (4% powyżej naszych oczekiwań, +6% vs konsensus). Spółka miała niską bazę z 2Q'25, ale warto odnotować, że jest to najwyższy 2Q w historii.
- Segment budowlany w całym 1H'26 wzrósł o 20% r/r. Przychody z budownictwa inżynierskiego spadły o -24% r/r, a wzrost zbudował głównie obszar budynków użyteczności publicznej (szczegółowe rozbieżności na kolejnej stronie).

Marża

- W segmencie budowlanym odnotowano lekki wzrost marży brutto r/r ale spadek q/q (6,6% vs 5,2% rok temu, 7,9% w 1Q'26). Spadła r/r marża w segmencie deweloperskim (31,1% vs 34,6%).
- Warto pamiętać, że rok temu marża w budowlance była jeszcze (według komunikacji spółki) obciążana przez stare kontrakty. Natomiast na początku czerwca'26 GDDKiA podjęła decyzję o zwiększeniu limitu waloryzacji na kontraktach sprzed wybuchu wojny w Ukrainie. Spółka podała, że dla siedmiu kontraktów zwiększono limity waloryzacyjne. Mimo to marża jest niższa niż w 1Q'26.
- Marża Mirbudu na poziomie jednostkowym wyniosła 8,0% (vs 7,4% w 2Q'25 i 8,4% w 1Q'26). Dość niska musiała być marża w Kobylarni lub Transkolu (łącznie w okolicy 0+).

Koszty SG&A

- Koszty SG&A na wysokim poziomie 35,4 mln PLN (21,7 mln PLN rok temu – częściowo prawdopodobnie efekt innego ujęcia kosztów pomiędzy wynikiem brutto ze sprzedaży a kosztami SG&A).

EBIT/wynik netto

- EBIT wyniósł 51,4 mln PLN (vs 31,8 mln PLN rok temu). Został wsparty przez +10,2 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej (rok temu +8,4 mln PLN).
- Saldo finansowe na poziomie -6,5 mln PLN.
- Zysk netto wzrósł r/r (35,2 mln PLN vs 21,1 mln PLN rok temu).

Cash flow/bilans

- CF operacyjny w 2Q'26: +35 mln PLN (vs +21 mln PLN w 2Q'25).
- Dług netto na poziomie 436 mln PLN (vs 462 mln PLN długu netto po 1Q'26, 343 mln PLN długu netto rok temu). Nie wliczamy tu kwoty długoterminowego zobowiązania wynikającego z zakupu gruntu w Poznaniu: 316 mln PLN (ujęte w zobowiązaniach handlowych).
- Pozycja „naliczenie należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych” nieco spadła q/q do 568 mln PLN (625 mln PLN po 1Q'26, rok temu 415 mln PLN) – dokładniejsze rozbieżności przedstawiamy w podsumowaniu telekonferencji wynikowej po 2Q'26. Bez zmian q/q należności przeterminowane - 90 mln PLN (89 mln PLN po 1Q'26).

Spółki zależne

- Marywilka – w kwietniu'26 zawarta została ugoda z ubezpieczycielami, którzy zobowiązali się do zapłaty pozostałej kwoty zobowiązania powstałego z tytułu zdarzenia (ugoda została zrealizowana).
- Transkol – spółka w 1H'26 miała 19,1 mln PLN przychodów oraz -12,3 mln PLN straty netto.
- W 1H'26 Kobylarnia zakończyła budowę nowej otaczarki mas bitumicznych wraz z infrastrukturą (koszt 50 mln PLN, w tym 25 mln PLN wytwórnia). Spółka zawarła umowy na zakup dodatkowych pięciu wytwórni mieszanek asfaltowych (koszt zakupu jednej to 5 mln EUR).

Podsumowania

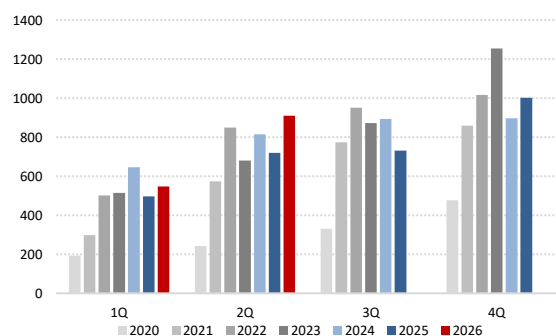
- Podsumowując, o ile wyniki na poziomie przychodów są lekko powyżej naszych oczekiwań, to marża brutto ze sprzedaży wypadła słabiej od naszych prognoz, biorąc pod uwagę, że był to kwartał z dużą kontrybucją deweloperki. Wynik netto jest lekko poniżej naszych prognoz, ale jednocześnie wyżej od konsensusu (zwracamy uwagę na dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej). Spółka w 2Q'26 odnotowała lekko dodatni cash flow operacyjny, spadek należności z tytułu rozliczeń kontraktów jest niewielki (pozycja jest nadal wyższa r/r). Za wzrost przychodów w całym 1H'26 odpowiada budownictwo kubaturowe, natomiast budownictwo inżynieryjne mocno spadło (wiele kontraktów nadal czeka na decyzje administracyjne lub jest w fazie projektowania). Zwracamy też uwagę na dużą stratę netto w Transkolu.

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	2H'25	1H'26	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	1 734,2	1 457,4	19,8%
Budownictwo	1 354,3	1 911,5	1 196,4	1 930,7	1 329,0	1 668,4	1 206,2	1 746,9	1 439,8	19,4%
bud. użytku publicznego	168,8	222,2	241,6	409,1	320,6	223,3	222,9	413,4	509,6	128,6%
bud. produkcyjne, usługowe	416,4	502,3	182,9	357,2	201,7	229,4	119,5	53,3	185,1	54,9%
obiekty inżynieryjno-drogowe	694,7	1 087,6	702,6	1 095,7	759,7	1 155,8	781,6	1 086,0	589,0	-24,6%
bud. kolejowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	75,0	23,4	180,8%
korekty	74,5	99,4	69,4	68,7	47,1	59,8	73,9	119,2	132,6	79,5%
Pozostała działalność	71,1	159,7	68,2	258,7	180,4	181,3	84,5	106,6	150,3	77,8%
Wylączenia	-74,4	-103,0	-69,5	-62,2	-47,1	-59,8	-73,9	-119,2	-132,6	---
Zysk brutto ze sprzedaży	102,8	167,6	100,1	235,5	143,7	147,7	88,3	138,5	132,3	49,9%
Budownictwo	81,4	115,9	78,4	165,5	84,8	89,3	70,3	117,8	101,5	44,4%
bud. użytku publicznego	5,9	3,7	11,3	34,5	23,6	9,5	15,7	29,9	39,1	148,5%
bud. produkcyjne, usługowe	27,9	48,8	15,3	54,0	24,2	30,8	9,0	7,6	17,4	93,0%
obiekty inżynieryjno-drogowe	43,1	67,6	49,2	80,8	37,1	64,6	48,2	77,2	39,8	-17,3%
bud. kolejowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	-0,6	-1,9	---
korekty	4,5	-4,1	2,6	-3,9	0,0	-15,5	-0,2	3,7	7,1	---
Pozostała działalność	26,0	47,6	24,3	66,2	58,9	42,9	15,4	23,8	36,0	-73,9%
wylączenia	-4,5	4,1	-2,6	3,9	0,0	15,5	2,6	-3,1	-5,2	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	7,6%	8,5%	8,4%	11,1%	9,8%	8,2%	7,3%	8,0%	9,1%	
Budownictwo	6,0%	6,1%	6,6%	8,6%	6,4%	5,3%	5,8%	6,7%	7,0%	
bud. użytku publicznego	3,5%	1,7%	4,7%	8,4%	7,3%	4,2%	7,0%	7,2%	7,7%	
bud. produkcyjne, usługowe	6,7%	9,7%	8,3%	15,1%	12,0%	13,4%	7,6%	14,2%	9,4%	
obiekty inżynieryjno-drogowe	6,2%	6,2%	7,0%	7,4%	4,9%	5,6%	6,2%	7,1%	6,8%	
bud. kolejowe	---	---	---	---	---	---	-28,8%	-0,9%	-8,2%	
korekty	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
Pozostała działalność	36,5%	29,8%	35,6%	25,6%	32,7%	23,6%	18,2%	22,3%	23,9%	

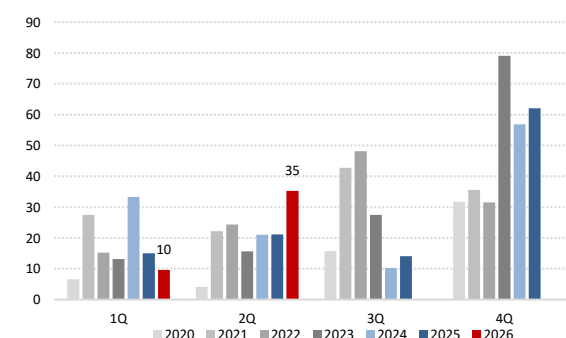
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *deweloper oraz najem

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



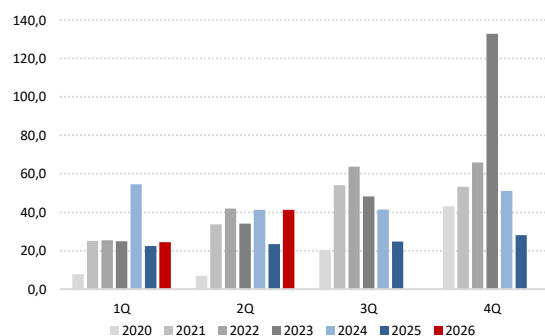
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



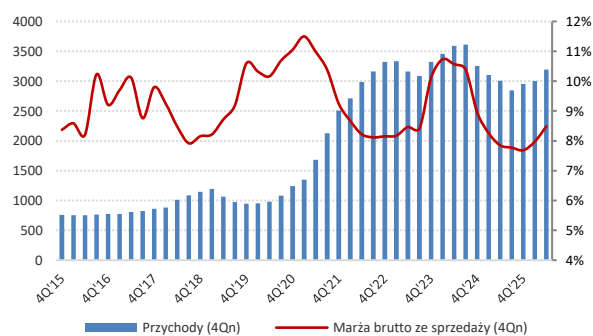
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk na sprzedaży wg kwartałów [mln PLN]



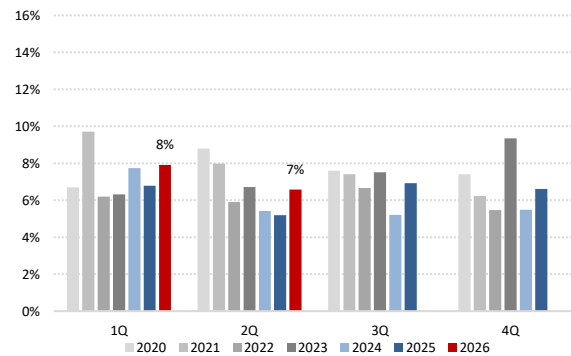
Źródło: BDM S.A., spółka

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



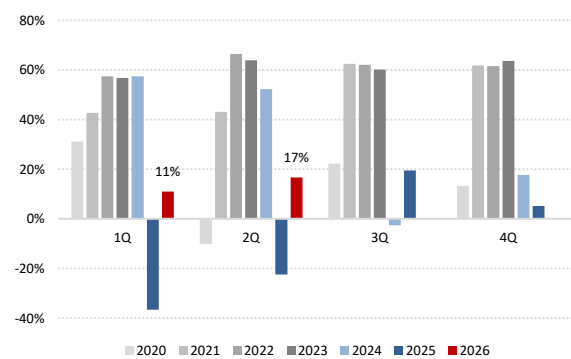
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



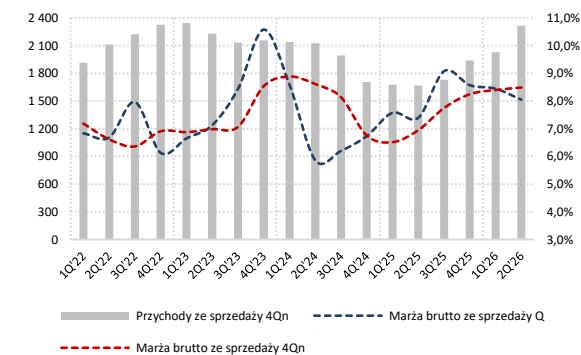
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie najmu



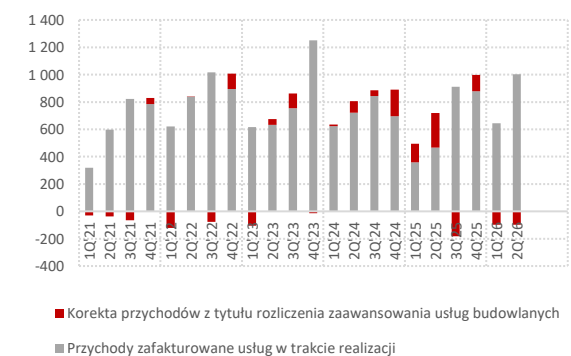
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



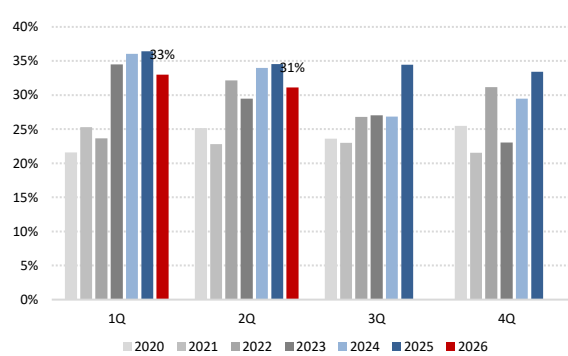
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody zafakturowane i korekty z tyt. rozliczenia zaawansowania



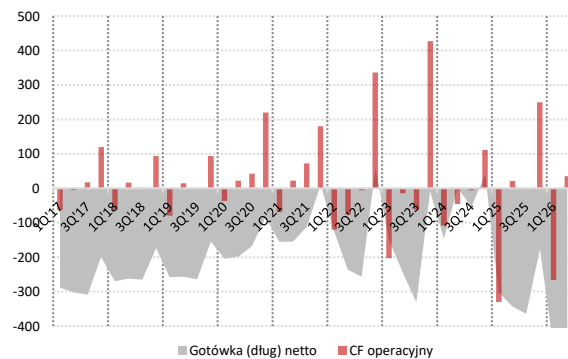
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie deweloperskim



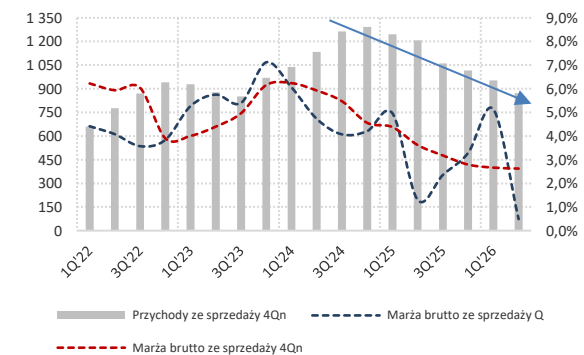
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka netto i CF operacyjny [mln PLN]



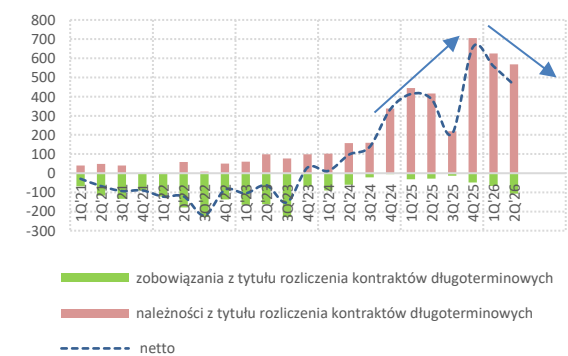
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

Należności i zobowiązania z tyt. rozliczenia kontraktów długoterminowych



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej po 2Q'26 (28 sierpnia 2026)**Wyniki 1H'26**

-stare kontrakty drogowe zostały już porozliczane, pozostały jedynie roszczenia

Perspektywy 2026 roku

- udział kontraktów drogowych w 3-4Q'26 powinien przesunąć się w kierunku 60%
- przychody na poziomie do ok 3,5 mld PLN
- w 2H'26 potencjał przekazań na 150-200 lokali
- zakładana marża 7-7,5% w części budowlanej w 2H'26
- CF operacyjny spodziewany w okolicy 0 mln PLN w całym roku

Perspektywa 2027

- potencjał na poziomie ok 4 mld PLN przychodów (bez Rail Baltica i EMP)
- spółka widzi potencjał na 7,5-8% marży w segmencie drogowym (dopiero w 2027 roku, kiedy nowe kontrakty przejdą w fazę realizacji)

Portfel

- spółka dąży do portfela na poziomie 10 mld PLN na koniec 2026 roku
- w „twardej” poczekalni spółka ma 0,8 mln PLN
- w najkorzystniejszych ofertach spółka ma 2,2 mld PLN

Należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych (po 2Q'26: 568 mln PLN)

- obwodnica Trójmiasta – ok. 100 mln PLN
- S1 – ok. 90-100 mln PLN
- Suchy Potok – ok. 140 mln PLN (spółka czeka najpierw na aneks terminowy, dopiero później będzie mogła procedować roszczenia)
- Polski Ład – ok 100 mln PLN (obecnie największe zaangażowanie)
- S6 – ok 40 mln PLN

S1

- spółka otrzymała na razie 30 mln PLN ze swoich roszczeń ogólnych (ok 100 mln PLN pozostaje do rozliczenia – ok 30 mln PLN w tym roku)
- część geologiczna roszczeń będzie rozpatrywana do końca roku, rozliczenie możliwe do 1Q'27

ZRID

- część kontraktów jest opóźniona o kilkanaście miesięcy
- kontrakty z prezentacji na 7-8% zaawansowania mają uzyskane decyzje

Polski Ład

- w lipcu spółka otrzymała pierwszą większą płatności - 50 mln PLN (Jawor)

Emisja akcji

- spółka nie planuje emisji, gł. akcjonariusz nie chce się rozwadniać

Podwyższona waloryzacja z GDDKiA

- nie przełoży się na wyniki
- waloryzacja rozlicza głównie ich historyczne roszczenia
- przychód brutto w kwocie 180-200 mln PLN
- ok połowa może być należna podwykonawcom
- ok połowa kwoty spłynęła w 2Q'26, część spłynie w 3Q'26, dla kontraktu S74 nie osiągnięto jeszcze limitu

Sąd ws Rail Baltica

- przegranie sprawy sądowej nie wpłynie na obecnie prowadzone postępowanie przetargowe
- spółka jest przygotowana na ewentualny proces samooczyszczenia
- w przypadku wygranej spółka chce realizować kontrakt nawet pomimo wzrostu cen i upływu czasu

EMP

- toczą się rozmowy o finalnej umowie, uzgadniany jest zakres
- potencjalna wartość to ok 1,5 mld PLN
- podpisanie możliwe na przełomie 2026/27

Marywilska

- trudny temat ze względu na okres przedwyborczy
- spodziewają się decyzji odnośnie terminy dzierżawy do końca roku

Akwizycje

- prowadzone są trzy zaawansowane procesy
- dwa tematy kolejowe – spółki z udziałem MSP
- jeden temat kolejowy
- prowadzone są też mniej zaawansowane rozmowy
- do końca roku spółka chce domknąć temat akwizycji

Wytwórnice mas bitumicznych

- są przenośne, mogą być wykorzystane do innych kontraktów
- w całości rozliczane przez CAPEX

Grunť w Poznaniu przy Malcie

- nie ma na dziś opóźnień w procesie doprowadzenia gruntu do stanu inwestycyjnego (spodziewane na przełomie roku)
- planowane 2,1 tys lokali
- rozpoczęcie budowy w 2030 roku

Hala Boleśławiec

- poziom komercjalizacji 72%
- 90% zakładane w kolejnym kwartale
- spółka zakłada docelowo sprzedaż hali (podobnie jak w Ostródzie)

Wyniki i prognozy skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	3Q'26P	4Q'26P
Przychody	515	680	872	1 255	647	816	894	896	497	720	732	1 002	547	910	932	870
Budownictwo	503	694	819	1 111	553	776	816	853	475	731	731	1 016	505	935	900	845
Deweloperka	11	6	33	153	72	50	69	77	38	18	11	59	44	74	58	27
Najem	15	16	15	16	16	9	3	7	5	5	12	8	9	8	8	8
Inne	7	15	35	7	18	14	21	3	10	9	7	10	4	12	10	10
Wylączenia	-19	-50	-29	-33	-13	-34	-16	-44	-31	-43	-29	-90	-14	-119	-45	-21
Zysk brutto ze sprzedaży	43,4	56,7	74,1	161,4	78,3	65,4	70,0	77,7	43,1	45,1	55,1	83,3	55,7	76,6	83,6	69,0
Budownictwo	31,8	46,6	61,5	104,0	42,7	42,0	42,5	46,8	32,2	38,0	50,6	67,2	40,0	61,5	63,0	59,1
Deweloperka	3,7	1,7	8,9	35,3	26,1	17,0	18,6	22,7	13,9	6,1	3,9	19,7	14,7	22,9	18,1	8,3
Najem	8,3	9,9	9,1	10,3	9,1	4,9	-0,1	1,3	-1,7	-1,0	2,3	0,4	0,9	1,3	0,9	0,9
Inne	0,5	0,0	-3,1	6,6	1,0	2,1	0,4	-1,3	-1,8	2,3	-0,3	-5,6	0,4	-2,4	0,0	0,0
Wylączenia	-0,9	-1,6	-2,3	5,3	-0,6	-0,6	8,6	8,2	0,5	-0,2	-1,4	1,7	-0,3	-6,8	1,6	0,7
SG&A	18,5	22,7	25,9	28,5	23,7	24,2	28,6	26,6	20,7	21,7	30,3	55,3	31,2	35,4	37,0	36,8
Zysk na sprzedaży	24,9	34,1	48,2	132,9	54,6	41,2	41,4	51,1	22,5	23,4	24,8	28,0	24,5	41,2	46,6	32,2
PPO/PKO	0,7	-1,7	-5,0	-10,3	-0,5	-9,2	-25,2	28,8	2,9	8,4	-4,4	62,9	-1,0	10,2	8,5	0,0
EBITDA	30,1	37,0	48,0	127,5	59,1	37,4	21,4	86,6	32,3	39,5	28,4	99,1	32,9	60,7	63,6	39,1
EBIT	25,6	32,4	43,3	122,6	54,1	32,0	16,2	79,8	25,3	31,8	20,4	90,9	23,5	51,4	55,1	32,2
Zysk brutto	16,6	20,4	33,3	100,0	40,9	27,5	12,0	71,4	18,8	26,9	17,8	81,1	12,0	44,9	54,2	25,7
Zysk netto	13,1	15,7	27,5	79,1	33,2	21,1	10,2	56,9	15,0	21,1	14,1	62,0	9,7	35,2	43,4	20,6
Przekazane mieszkania	18	12	88	298	155	111	139	176	75	34	22	122	100	153	118	55
Portfel	5 254	4 817	4 450	4 622	4 779	6 092	8 099	7 992	7 817	8 115	8 865	8 482	8 279	8 878	8 539	9 604
CFO	-203	-14	-62	427	-108	-46	-6	111	-330	21	1	249	-266	35	0	299
Dług (gotówka) netto	151	245	331	9	146	-2	55	-41	301	343	365	177	462	436	351	94
Marża brutto ze sprzedaży	8,4%	8,3%	8,5%	12,9%	12,1%	8,0%	7,8%	8,7%	8,7%	6,3%	7,5%	8,3%	10,2%	8,4%	9,0%	7,9%
Budownictwo	6,3%	6,7%	7,5%	9,4%	7,7%	5,4%	5,2%	5,5%	6,8%	5,2%	6,9%	6,6%	7,9%	6,6%	7,0%	7,0%
Deweloperka	34,5%	29,5%	27,1%	23,0%	36,1%	34,0%	26,8%	29,5%	36,4%	34,6%	34,4%	33,4%	33,0%	31,1%	31,0%	31,0%
Najem	56,8%	63,9%	60,1%	63,6%	57,4%	52,3%	-2,6%	17,7%	-36,6%	-22,4%	19,5%	5,2%	10,9%	16,6%	11,3%	11,3%
Inne	7,2%	0,1%	-9,0%	100,1%	5,2%	14,6%	2,0%	-46,9%	-17,2%	24,3%	-5,1%	-57,7%	12,2%	-19,8%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	3,6%	3,3%	3,0%	2,3%	3,7%	3,0%	3,2%	3,0%	4,2%	3,0%	4,1%	5,5%	5,7%	3,9%	4,0%	4,2%
Marża EBITDA	5,8%	5,4%	5,5%	10,2%	9,1%	4,6%	2,4%	9,7%	6,5%	5,5%	3,9%	9,9%	6,0%	6,7%	6,8%	4,5%
Marża EBIT	5,0%	4,8%	5,0%	9,8%	8,4%	3,9%	1,8%	8,9%	5,1%	4,4%	2,8%	9,1%	4,3%	5,7%	5,9%	3,7%
Marża netto	2,5%	2,3%	3,2%	6,3%	5,1%	2,6%	1,1%	6,3%	3,0%	2,9%	1,9%	6,2%	1,8%	3,9%	4,7%	2,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2025P	2025	zmiana	2026P	2026P	zmiana	2027P	2027P	zmiana	2028P	2028P	zmiana
	poprzednio	realizacja		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	3 033,6	2 951,0	-2,7%	3 809,1	3 258,8	-14,4%	4 734,5	3 664,6	-22,6%	5 106,0	4 286,8	-16,0%
Wynik na sprzedaży	135,6	98,7	-27,2%	180,4	144,5	-19,9%	226,3	157,3	-30,5%	436,8	209,7	-52,0%
EBITDA	203,0	199,4	-1,8%	214,1	196,3	-8,3%	267,5	198,6	-25,8%	308,8	252,3	-18,3%
EBIT	172,9	168,5	-2,5%	180,4	162,2	-10,1%	226,3	157,3	-30,5%	268,0	209,7	-21,7%
Zysk netto	120,0	112,3	-6,4%	129,5	108,8	-16,0%	167,0	101,4	-39,3%	201,4	142,1	-29,4%
Dług (gotówka) netto	101,8	177,1	74,0%	-71,4	94,3	---	-63,1	11,5	---	-36,0	-57,3	---
Marża EBITDA	6,7%	6,8%		5,6%	6,0%		5,7%	5,4%		6,0%	5,9%	
Marża EBIT	5,7%	5,7%		4,7%	5,0%		4,8%	4,3%		5,2%	4,9%	
Marża zysku netto	4,0%	3,8%		3,4%	3,3%		3,5%	2,8%		3,9%	3,3%	

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

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2026P	2026P	odchyl.	2027P	2027P	odchyl.	2028P	2028P	odchyl.
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	3 258,8	3 473,5	-6,2%	3 664,6	3 877,0	-5,5%	4 286,8	5 003,0	-14,3%
EBITDA	196,3	222,0	-11,6%	198,6	224,0	-11,3%	252,3	247,0	2,1%
EBIT	162,2	164,0	-1,1%	157,3	174,5	-9,9%	209,7	199,0	5,4%
Zysk (strata) netto	108,8	107,0	1,7%	101,4	115,5	-12,2%	142,1	145,0	-2,0%
Dług (gotówka) netto	94,3	176,0	-46,4%	11,5	242,0	-95,3%	-57,3	95,6	---
Marża EBITDA	6,0%	6,4%		5,4%	5,8%		5,9%	4,9%	
Marża EBIT	5,0%	4,7%		4,3%	4,5%		4,9%	4,0%	
Marża zysku netto	3,3%	3,1%		2,8%	3,0%		3,3%	2,9%	

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

2H'26 i 2026

- Outlook zarządu na kolejne kwartały wskazuje na wyższe przeroby w segmencie budowlanym w 2H'26 vs 1H'26. Spółka wskazuje nawet na potencjał 3,5 mld PLN przychodów w 2026 roku na poziomie skonsolidowanym. Na ten moment podchodzimy ostrożnie do takiego celu, zmiana zaawansowania prac po sierpniu nie wskazuje na jakiś istotny przeskok vs 2Q'26 w budowlance, która stanowi główną kontrybucję do przychodów.
- Zakładana przez spółkę marża w budownictwie to 7-7,5% w 2H'26. Przyjmujemy w naszym modelu dolne widełki tego przedziału.
- W segmencie deweloperskim spółka założyła 150-200 lokali przekazanych w 2H'26. Zakładamy 173 lokali w tym okresie (w VII-VIII'26 spółka przekazała 87 lokali, na przełomie 2/3Q'26 spółka ukończyła projekt w Skierniewicach na 200 lokali – 126 było sprzedane do 2Q'26).
- W sumie w 2026 roku zakładamy 3,26 mld PLN przychodów oraz 109 mln PLN zysku netto (w tym ok 16 mln PLN brutto / 13 mln PLN netto to wycena akcji TOR i dywidenda do zaksięgowania w 3Q'26).
- Sam 3Q'26 widzimy wstępnie na poziomie 932 mln PLN przychodów (+27% r/r), 9,0% marży brutto (vs 7,5% rok temu), 55 mln PLN EBIT (20 mln PLN rok temu) oraz 43 mln PLN zysku netto (14,1 mln PLN rok temu). W prognozach tych są ujęte wspomniane zdarzenia związane z Torpołem (+8,5 mln PLN w EBIT z wyceny oraz + 7,8 mln PLN w zysku brutto z dywidendy).

Dług netto

- Dług netto (wg MSSF16) po 2Q'26 wyniósł 436 mln PLN (vs 343 mln PLN rok temu). Największe wątpliwości rynkowe budzi pozycja „należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych”, gdzie spółka oprócz robót w toku wykazuje roszczenia. Po 2Q'26 było to 568 mln PLN (vs 705 mln PLN po 4Q'25, 415 mln PLN rok temu, 156 mln PLN dwa lata temu). Na konferencji wynikowej zarząd odniósł się szczegółowo do tej pozycji. Rozumiemy, że zakończenie kilku dużych kontraktów z GDDKiA pozwoli w 2H'26/1H'27 na rozliczenie ponad połowy tej pozycji. Istotna część (ok 20%) to prace na kontraktach z Polskiego Ładu (finansowanie ze strony GW), które będą się kończyć głównie w 2027 roku.
- W przypadku rozliczenia roszczeń bazujemy na scenariuszu rysowanym przez spółkę na ostatniej konferencji wynikowej – zwracamy uwagę, że jest to nadal istotny czynnik ryzyka dla wyników księgowych w przypadku braku zakładanych płatności z GDDKiA. Natomiast dodatkowy upside dla naszej wyceny to ewentualne uzyskanie roszczeń za kwestie geologiczne na S1 Węgierska Górka (>2 PLN/akcję).
- Zakładamy, że w całym 2026 roku spółka wygeneruje lekko dodatni CF operacyjny a dług netto spadnie do 94 mln PLN na koniec roku (w 3Q'26 będzie już widoczny efekt sprzedaży akcji Torpolu).

2027

- W 2027 roku spodziewamy się wzrostu przychodów do 3,66 mld PLN (wzrost kontrybucji segmentu drogowego). Mamy ostrożne podejście do marżowości segm. budowlanego na lata 2027-28 (zakładamy spadek o blisko 1 pp vs 2026 rok). Spodziewamy się w przyszłym roku 157 mln PLN EBIT oraz 102 mln PLN zysku netto.
- Zarząd na ostatniej konferencji był bardziej optymistyczny przede wszystkim w kwestii przychodów – celem ma być ok 4 mld PLN. I to bez uwzględniania EMP, którego też nie mamy w naszym prognozach – potencjalną wartość kontraktu można szacować na 1,5 mld PLN, z czego spora części mogłaby przypaść na 2027 rok (EMP otrzymało w ostatnim czasie środki z KPO, konieczne jest obecnie uzgodnienie umowy JV z tajwańskim partnerem).
- Nasze prognozy zakładają odbudowę Marywilskiej 44 do końca 2027 (CAPEX >100 mln PLN) i sprzedaż w tym samym roku hali w Bolesławcu (przynajmniej podobne wpływy).

Portfel

- Zakładamy, że na koniec 2026 roku portfel spółki sięgnie 9,6 mld PLN (w przypadku gdyby spółce udało się podpisać wszystkie umowy z pipeline, to widzimy potencjał do przekroczenia 10 mld PLN)
- Czynnikiem ryzyka są ewentualne turbulencje w kontraktowaniu związane z procedurą self cleaningu po decyzji sądu odnośnie Rail Baltica. Procedura w przypadku Mirbudu powinna być jednak łatwiejsza niż ostatnio dla Budimexu.

Segment kolejowy

- Oceniamy, że spółka w ostatnich miesiącach dużo spokojniej podchodzi do ofertowania w przetargach kolejowych (vs 2025 rok). Na ten moment w konsorcjum z PPM-T spółka ma złożoną najkorzystniejszą ofertę na 0,4 mld PLN na LK 8 Sitkówka Nowiny – Miąsowa (oferta z II miejsca, na I było ZUE, ale finalnie już odpadło z postępowania).
- W latach 2025-26 przychody z segmentu kolejowego to kilkadziesiąt mln PLN/ro. Spodziewamy się, że w 2027 roku będzie to ok 150 mln PLN, a w 2028 roku ok 400 mln PLN (spółka będzie musiała wygrać trzy-cztery średniej wielkości przetargi do tego czasu lub 1-2 dużych dla CPK). Zakładamy, że poziom 1 mld PLN/rok uda się osiągnąć w latach 30-tych. Jest to istotne ścięcie naszych oczekiwań w stosunku do poprzedniej rekomendacji sprzed roku (wtedy zakładaliśmy 1 mld PLN w 2027 roku).

- Po sprzedaży pakietu akcji Torpolu zarząd nadal sygnalizuje chęć wejścia na rynek kolejowy przez akwizycje – trudno wyrokować jaki będzie efekt prowadzonych rozmów. Spółka zakłada, że byłaby wstanie sfinansować potencjalną akwizycję bez emisji akcji (w naszej opinii zależy to jednak od wielkości „targetu”).
- Uważamy, że rozciągnięcie się w czasie mocniejszego wejścia na rynek kolejowy, może paradoksalnie być korzystniejsze dla spółki, niż punktowe zbudowanie portfela w okresie największej konkurencji (a tak wyglądało to z perspektywy 2025 roku). Jednocześnie należy zdawać sobie sprawę, że ewentualną akwizycję należy też oceniać pod kątem przejmowanego portfela zleceń (patrząc historycznie akwizycje w budowlance nie są łatwymi procesami).

Deweloperka

- W segmencie deweloperskim spółka ma obecnie w realizacji cztery projekty (506 lokali, finisz w 2027), start kilku nowych planowany jest w 4Q'26 (721 lokali).
- W długim terminie planowany jest wzrost segmentu deweloperskiego (spółka posiada duży potencjalny PUM przede wszystkim w Łodzi i Poznaniu).
- Do zakładanych harmonogramów spółki w tym zakresie należy podchodzić z dużą ostrożnością – poszczególne projekty potrafią notować nawet kilkuletnie poślizgi w ich uruchamianiu względem zakładanych pierwotnie harmonogramów.
- W naszym modelu zakładamy, że średnio spółka przekaze po ok 450 lokali w latach 2026-28. Następnie zakładamy wzrost skali >700 lokali na rok.

Inne

- Tak jak wyżej wspomnieliśmy nasze prognozy zakładają odbudowę Marywilskiej 44 do końca 2027 (poprzednio do końca 2026). Od 2028 roku zakładamy powrót do generowania historycznych wartości czynszów z tego obiektu.
- W kontekście porównywania do konsensusu prezentowanego przez Bloomberg'a zalecamy ostrożność, może on nie uwzględniać obecnych oczekiwań rynku (te naszym zdaniem w ostatnich kwartałach zostały wyraźnie obniżone).

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody	2 506	3 319	3 322	3 252	2 951	3 259	3 665	4 287	4 603	4 582	4 731	4 727	4 726	4 730	4 725
Budownictwo	2 344	3 266	3 127	2 997	2 953	3 185	3 546	4 132	4 410	4 398	4 538	4 529	4 523	4 522	4 511
Deweloperka	146	132	203	269	126	203	200	262	389	357	371	386	402	418	435
Najem	42	54	62	36	29	32	32	55	64	65	66	66	67	68	68
Inne	72	45	62	57	36	36	40	40	40	40	41	42	43	44	45
Wyłączenia	-99	-177	-132	-107	-193	-198	-154	-202	-299	-278	-286	-297	-309	-322	-335
Zysk brutto ze sprzedaży	231,6	270,5	335,7	291,3	226,7	284,9	308,7	374,5	444,0	431,0	439,9	444,1	448,7	453,8	458,9
Budownictwo	173,6	197,3	243,8	174,0	188,1	223,6	239,9	262,5	282,7	279,3	292,4	291,8	291,5	291,4	291,1
Deweloperka	33,6	38,3	49,7	84,4	43,6	64,0	60,0	78,6	116,6	107,1	111,4	115,9	120,6	125,5	130,6
Najem	22,9	33,6	37,6	15,2	0,0	4,1	3,6	26,7	35,0	35,8	36,0	36,3	36,6	36,9	37,2
Inne	3,1	1,6	3,9	2,1	-5,4	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-1,6	-0,4	0,6	15,5	0,5	-4,8	5,2	6,6	9,6	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SG&A	65,5	73,4	95,5	103,1	128,0	140,4	151,4	164,7	170,7	175,5	178,4	180,1	181,8	183,5	185,2
Zysk na sprzedaży	166,1	197,1	240,1	188,3	98,7	144,5	157,3	209,7	273,3	255,5	261,4	264,0	267,0	270,3	273,7
PPO/PKO	8,4	-18,7	-16,2	-6,1	69,8	17,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	187,9	194,4	242,6	204,4	199,4	196,3	198,6	252,3	315,8	298,2	304,1	306,7	309,7	313,1	316,6
EBIT	174,5	178,4	223,9	182,1	168,5	162,2	157,3	209,7	273,3	255,5	261,4	264,0	267,0	270,3	273,7
Zysk brutto	156,1	151,2	170,2	151,7	144,7	136,8	126,7	177,7	244,2	229,6	238,5	244,2	249,8	254,7	259,0
Zysk netto	128,0	119,2	135,4	121,4	112,3	108,8	101,4	142,1	195,3	183,7	190,8	195,4	199,9	203,8	207,2
Przekazane mieszkania	393	324	416	581	253	426	406	531	778	717	734	753	772	791	811
Portfel	4 815	5 564	4 622	7 992	8 482	9 604	10 250	10 570	10 724	10 881	10 863	10 854	10 839	10 834	10 808
CFO	205	133	148	-48	-58	68	179	150	209	153	248	242	244	247	264
Dług (gotówka) netto	-11	-59	9	-41	177	94	11	-57	-173	-205	-308	-371	-437	-504	-588
Marża brutto ze sprzedaży	9,2%	8,1%	10,1%	9,0%	7,7%	8,7%	8,4%	8,7%	9,6%	9,4%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
Budownictwo	7,4%	6,0%	7,8%	5,8%	6,4%	7,0%	6,8%	6,4%	6,4%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%
Deweloperka	22,9%	29,2%	24,5%	31,4%	34,6%	31,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Najem	54,4%	61,9%	61,2%	42,4%	0,1%	12,5%	11,3%	48,6%	55,0%	55,0%	54,9%	54,8%	54,7%	54,6%	54,5%
Inne	4,3%	3,5%	6,3%	3,8%	-15%	-5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	2,6%	2,2%	2,9%	3,2%	4,3%	4,3%	4,1%	3,8%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
Marża EBITDA	7,5%	5,9%	7,3%	6,3%	6,8%	6,0%	5,4%	5,9%	6,9%	6,5%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%
Marża EBIT	7,0%	5,4%	6,7%	5,6%	5,7%	5,0%	4,3%	4,9%	5,9%	5,6%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%
Marża netto	5,1%	3,6%	4,1%	3,7%	3,8%	3,3%	2,8%	3,3%	4,2%	4,0%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%

Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	830	1 002	910	915	908	902	897	891	885	880	874	869
Wartości niematerialne i prawne	9	9	9	9	9	9	9	9	9	10	10	10
Rzeczowe aktywa trwałe	259	333	403	424	423	423	424	424	424	425	425	425
Nieruchomości inwestycyjne	443	432	411	395	389	383	377	371	365	359	353	347
Pozostałe aktywa trwałe	119	227	87	87	87	87	87	87	87	87	87	87
Aktywa obrotowe	1583	1867	2392	2511	2737	2876	2883	3007	3050	3110	3192	3269
Zapasy	361	397	903	1141	1227	1152	1169	1186	1204	1223	1243	1244
Należności krótkoterminowe	700	1130	1120	952	1062	1196	1190	1229	1228	1228	1229	1227
Inwestycje krótkoterminowe	399	273	320	368	398	478	474	541	568	609	671	748
- w tym środki pieniężne*	397	273	319	368	398	478	474	541	568	609	671	748
Pozostałe aktywa obrotowe	124	67	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Aktywa razem	2 414	2 869	3 302	3 425	3 644	3 778	3 780	3 897	3 935	3 990	4 066	4 138
Kapitał (fundusz) własny	1 095	1 193	1 280	1 360	1 483	1 645	1 767	1 868	1 937	2 008	2 082	2 159
Kapitał mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 319	1 676	2 022	2 065	2 162	2 133	2 013	2 029	1 998	1 981	1 984	1 979
Rezerwy na zobowiązania	132	187	187	164	164	164	164	164	164	164	164	164
Zobowiązania długoterminowe	373	558	860	778	707	647	556	561	555	549	543	536
- w tym zobowiązania oprocentowane	218	341	305	271	232	226	220	214	208	202	196	190
Zobowiązania krótkoterminowe	813	931	975	1 123	1 291	1 322	1 293	1 305	1 280	1 269	1 277	1 279
- w tym zobowiązania oprocentowane	138	108	108	108	108	78	48	18	-12	-30	-30	-30
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	2 414	2 869	3 302	3 425	3 644	3 778	3 780	3 897	3 935	3 990	4 066	4 138
<i>*łącznie z lokatami</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody netto ze sprzedaży	3 252	2 951	3 259	3 665	4 287	4 603	4 582	4 731	4 727	4 726	4 730	4 725
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	291	227	285	309	374	444	431	440	444	449	454	459
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	103	128	140	151	165	171	175	178	180	182	183	185
Zysk (strata) na sprzedaży	188	99	144	157	210	273	256	261	264	267	270	274
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-6	70	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	204	199	196	199	252	316	298	304	307	310	313	317
EBIT	182	168	162	157	210	273	256	261	264	267	270	274
Saldo działalności finansowej	-30	-24	-25	-31	-32	-29	-26	-23	-20	-17	-16	-15
Zysk (strata) brutto	152	145	137	127	178	244	230	238	244	250	255	259
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	121	112	109	101	142	195	184	191	195	200	204	207
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	-48	-58	68	179	150	209	153	248	242	244	247	264
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-85	-73	61	-50	-40	-41	-41	-41	-41	-40	-40	-40
Przepływy z działalności finansowej	134	6	-85	-80	-81	-88	-115	-140	-176	-162	-145	-146
Przepływy pieniężne netto	1	-124	44	49	30	79	-3	67	26	42	61	78
Środki pieniężne na początek okresu	396	397	273	317	366	396	475	472	539	565	607	668
Środki pieniężne na koniec okresu	397	273	317	366	396	475	472	539	565	607	668	746
Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	-2%	-9%	10%	12%	17%	7%	0%	3%	0%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-16%	-2%	-2%	1%	27%	25%	-6%	2%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-10%	-8%	-3%	-7%	40%	37%	-6%	4%	2%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	9,0%	7,7%	8,7%	8,4%	8,7%	9,6%	9,4%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
Marża EBITDA	6,3%	6,8%	6,0%	5,4%	5,9%	6,9%	6,5%	6,4%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%
Marża EBIT	5,6%	5,7%	5,0%	4,3%	4,9%	5,9%	5,6%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%
Marża netto	3,7%	3,8%	3,3%	2,8%	3,3%	4,2%	4,0%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%
SG&A / przychody	3,2%	4,3%	4,3%	4,1%	3,8%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
ROE	11,1%	9,4%	8,5%	7,5%	9,6%	11,9%	10,4%	10,2%	10,1%	10,0%	9,8%	9,6%
ROA	5,0%	3,9%	3,3%	3,0%	3,9%	5,2%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Dług	356	450	414	380	341	305	269	233	196	173	167	161
D / (D+E)	24,5%	27,4%	24,4%	21,8%	18,7%	15,6%	13,2%	11,1%	9,2%	7,9%	7,4%	6,9%
D / E	32,5%	37,7%	32,3%	27,9%	23,0%	18,5%	15,2%	12,5%	10,1%	8,6%	8,0%	7,4%
Dług / kapitał własny	32,5%	37,7%	32,3%	27,9%	23,0%	18,5%	15,2%	12,5%	10,1%	8,6%	8,0%	7,4%
Dług netto	-41	177	94	11	-57	-173	-205	-308	-371	-437	-504	-588
Dług netto / kapitał własny	-4%	15%	7%	1%	-4%	-10%	-12%	-17%	-19%	-22%	-24%	-27%
Dług netto / EBITDA	-0,2	0,9	0,5	0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,9
EV	1 253	1 471	1 388	1 305	1 236	1 121	1 088	985	922	857	790	706
Dług / EV	28,4%	30,6%	29,8%	29,1%	27,6%	27,2%	24,7%	23,6%	21,3%	20,1%	21,1%	22,8%
CAPEX / Przychody	2,9%	1,1%	3,2%	4,7%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	428,9%	101,6%	303,0%	419,3%	98,0%	101,1%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	2,0%	9,2%	4,9%	3,1%	-0,1%	1,6%	1,2%	2,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2123%	-427%	-48%	32%	-1%	11%	18%	-455%	4%	-281%	-4656%	332%
P/E*	10,7	11,5	11,9	12,8	9,1	6,6	7,0	6,8	6,6	6,5	6,3	6,2
P/BV*	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA*	6,1	7,4	7,1	6,6	4,9	3,5	3,6	3,2	3,0	2,8	2,5	2,2
EV/EBIT*	6,9	8,7	8,6	8,3	5,9	4,1	4,3	3,8	3,5	3,2	2,9	2,6
EV/S*	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
DPS	0,17	0,10	0,20	0,19	0,18	0,30	0,56	0,81	1,15	1,17	1,18	1,19
Payout ratio	14,2%	9,1%	19,6%	19,6%	19,4%	23,1%	31,8%	48,6%	66,5%	65,7%	65,0%	64,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 11,75 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
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

Jakub Zamorski

Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

Krzysztof Grzegorzczak

Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.grzegorzczak@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Tomasz Grzeszczyk

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

Tomasz Figiel

tel. (022) 62-20-855
e-mail: tomasz.figiel@bdm.pl

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	13,0	redukuj	13,0	09.09.2026	15:20 CEST	11,75	155 411
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	50%	0	0%
Akumuluj	2	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2026-09-09

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-09-09 (15:20 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-09-16 (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 instrumentcie 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 2026-09-09:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 29 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 29 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.