



Dom Maklerski BDM S.A.

MIRBUD

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 6,30 PLN

16 STYCZEŃ 2023, 08:58 CEST

Uważamy, że mimo ostatnich wzrostów Mirbud jest nadal atrakcyjnie wyceniany a perspektywy wynikowe spółki na okres 4Q'22 i 2023 są bardzo dobre. Przy ustabilizowaniu się poziomu sprzedaży spodziewamy się także istotnej poprawy pozycji gotówkowej (m.in. ze względu na spadek zaangażowania w kontrakty z obszaru logistyki, które generują istotne saldo należności przeterminowanych). Backlog spółki na koniec 2022 roku wynosił 5,6 mld PLN (+16% r/r), co wskazuje na możliwość utrzymania sprzedaży na poziomach zbliżonych do rekordowego także w latach 2023-24. Powinno to pomóc spółce przejść przez trudniejszy w podaż nowych kontraktów rok 2023 bez presji na agresywniejsze ofertowanie. Jednocześnie uważamy, że spółka jako generalny wykonawca z dużym portfelem zleceń powinna być beneficjentem schłodzenia koniunktury na rynku budowlanym. Mirbud na naszych prognozach wyceniany jest na EV/EBITDA'23=2,7x. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia Kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 6,30 PLN.

Spółka ma za sobą bardzo dobry w kontraktację 2022 roku, szacujemy, że pozyskała ok. 4,0 mld PLN kontraktów, przy portfelu zamówień na koniec roku na poziomie 5,6 mld PLN. Oznacza to, że większość portfela pochodzi już z 2022 i było zdobywane przy uwzględnieniu wysokich oczekiwań inflacyjnych. Spodziewamy się, że obserwowane już spowolnienie w obszarze budowlanym powinno mieć swoje przełożenie na ustabilizowanie się sytuacji na rynku materiałów (wyraźne od kilku miesięcy spadki np. na rynku stal czy spadki cen ropy, które powinny mieć przełożenie na średnioterminowe ceny asfaltów) oraz mniejszą presję ze strony podwykonawców (sygnały wyhamowania dynamiki wynagrodzeń w budownictwie). Przyjmujemy założenie, że w 2022 wyznaczy swój szczyt rekordowo wysoko rosnący wskaźnik cen w budownictwie. Rentowność segmentu budowlanego w 2022 roku spadła z 7,5% notowanych w 2020-21 w okolice 6,2-6,3%. Przy czym już 3Q'22 przyniósł pierwsze sygnały poprawy. Uważamy, że otoczenie daje spółce szansę pozytywne zaskakiwanie marż w 2023 roku.

W 2021 roku Mirbud wypracował blisko 2,5 mld PLN przychodów (+102% r/r) i 128 mln PLN zysku netto. W 2022 roku na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 3,3 mld PLN przychodów (+32% r/r) oraz 124 mln PLN zysku netto. W samym 4Q'22 zakładamy 1,0 mld PLN przychodów (kwartał jest najmocniejszy sezonowo) oraz 36 mln PLN zysku netto (w tym zakładamy 5 mln PLN ujemnego salda PPO/PKO na ewentualne przeszacowania aktywów w segmencie najmu). Nasze prognozy na 2022 rok są o kilka procent wyższe niż konsensus Bloomberg. Oczekujemy wyraźnej poprawy sytuacji gotówkowej w 4Q'22, czego nie uwzględnia w pełni konsensus (spółka sygnalizował już w raporcie za 3Q'22 sphyw dużej części należności przeterminowanych z obszaru logistyki).

W latach 2023-24 spodziewamy się lekkiego spadku przychodów w ujęciu r/r (przy czym kontraktacja w 4Q'22 pozytywnie nas zaskakuje, kontynuacja takiego trendu w 2023 może mieć wpływ na rewizję naszych prognoz w górę). Na poziomie netto prognozujemy odpowiednio 123 mln PLN i 111 mln PLN.

Spółka wyceniana jest na 2023 rok na EV/EBITDA z 33% dyskontem do branży i 46% dyskontem do Budimexu. Uważamy, że dyskonto powinno się zawęzić wraz z ustabilizowaniem się poziomu przychodów, wyników i pozycji gotówkowej spółki (ostatnie 3 lata to ponad 3x wzrost skali). Jednocześnie zakładamy, że pewna jego część będzie miała swoje uzasadnienie np. w ograniczonej dywersyfikacji (wysokie przeważanie segmentu drogowego).

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	949,1	1 242,9	2 505,6	3 305,3	3 224,0	2 909,8
EBITDA [mln PLN]	63,9	98,4	187,9	195,8	200,4	180,7
EBIT [mln PLN]	52,2	84,4	174,5	180,3	184,3	164,2
Zysk netto [mln PLN]	28,1	58,2	128,0	124,0	123,1	111,1
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	154,4	83,8	-10,7	107,6	91,1	7,6
P/BV	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5
P/E	16,3	7,9	3,6	3,7	3,7	4,1
EV/EBITDA	9,6	5,5	2,4	2,9	2,7	2,6
EV/EBIT	11,7	6,4	2,6	3,1	3,0	2,8
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,02	0,08	0,20	0,25	0,41

Wycena DCF [PLN]	5,86
Wycena porównawcza [PLN]	7,34
Wycena końcowa [PLN]	6,30
Potencjał do wzrostu / spadku	26,1%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	5,00
Kapitalizacja [mln PLN]	458,7
Ilość akcji [mln. szt.]	91,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,00
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,94
Stopa zwrotu za 3 mc	57,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	66,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	47,0%
Struktura akcjonariatu:	
Mirgos Jerzy	45,3%
OFE NN	10,0%
Pozostali	44,7%

stopa zwrotu po uwzględnieniu dywidend

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



*Kurs oczyszczony w wpływ dywidend

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.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	7
PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI	8
PORTFEL ZAMÓWIEŃ	10
DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA ORAZ NAJEM	12
STRONA KOSZTOWA	14
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	16
DANE FINANSOWE	20

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	16,3	7,9	3,6	3,7	3,7	4,1	5,8
P/BV	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	9,6	5,5	2,4	2,9	2,7	2,6	3,4
EV/EBIT	11,7	6,4	2,6	3,1	3,0	2,8	3,8
EV/S	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	4,4	5,0	6,3	7,5	8,6	9,4	9,8
EPS	0,3	0,6	1,4	1,4	1,3	1,2	0,9
DPS (w danym roku)	0,00	0,02	0,08	0,20	0,25	0,41	0,42
Payout ratio	---	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	949	1 243	2 506	3 305	3 224	2 910	2 530
budowlanka	908	1 153	2 344	3 258	3 047	2 654	2 455
deweloperka	93	115	146	141	177	243	148
najem	47	33	42	54	58	61	62
inne	10	15	72	45	45	45	45
wyłączenia	-109	-73	-99	-191	-103	-93	-180
Zysk brutto ze sprzedaży	101	137	232	265	261	242	200
budowlanka	59	88	174	205	198	169	147
deweloperka	19	28	34	34	33	41	22
najem	19	6	23	33	35	37	37
inne	2	1	3	2	0	0	0
wyłączenia	3	15	-2	-9	-5	-4	-7
SG&A	54	59	66	76	77	78	79
PPO/PKO	6	6	8	-9	0	0	0
EBITDA	64	98	188	196	200	181	138
EBIT	52	84	174	180	184	164	121
Zysk brutto	37	70	156	160	154	139	99
Zysk netto	28	58	128	124	123	111	79
Dług netto	154	84	-11	108	91	8	4

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17%	31%	102%	32%	-2%	-10%	-13%
EBITDA zmiana r/r	2%	54%	91%	4%	2%	-10%	-24%
Zysk netto zmiana r/r	14%	107%	120%	-3%	-1%	-10%	-29%
Marża brutto na sprzedaży	10,6%	11,0%	9,2%	8,0%	8,1%	8,3%	7,9%
Marża EBITDA	6,7%	7,9%	7,5%	5,9%	6,2%	6,2%	5,4%
Marża netto	3,0%	4,7%	5,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,1%
ROE	6,9%	12,6%	22,0%	18,0%	15,6%	12,9%	8,8%
ROA	2,5%	3,8%	6,3%	5,3%	5,5%	5,2%	3,9%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	519	678	715	708	704	699	694
WNiP	15	6	6	6	7	7	7
Rzeczowe aktywa trwałe	218	217	153	151	152	152	153
Pozostałe aktywa trwałe	286	455	556	550	545	540	534
Aktywa obrotowe	628	861	1 326	1 610	1 515	1 456	1 341
Zapasy	261	283	316	494	482	447	452
Należności krótkoterminowe	257	288	498	757	738	666	579
Środki pieniężne	108	289	468	314	250	298	266
Pozostałe aktywa obrotowe	2	2	44	45	45	45	44
Aktywa razem	1 146	1 539	2 041	2 318	2 219	2 154	2 035
Kapitał własny	405	462	582	688	788	862	902
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	741	1 078	1 458	1 630	1 431	1 293	1 133
Rezerwy na zobowiązania	41	36	34	34	34	34	34
Oprocentowane zobowiązania	263	373	457	422	341	306	270
Zobowiązania pozostałe	438	669	967	1 174	1 055	952	828
Pasywa razem	1 146	1 539	2 041	2 318	2 219	2 154	2 035
Dług netto	154	84	-11	108	91	8	4
Dług netto / Kapitał własny	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	2,4	0,9	-0,1	0,5	0,5	0,0	0,0

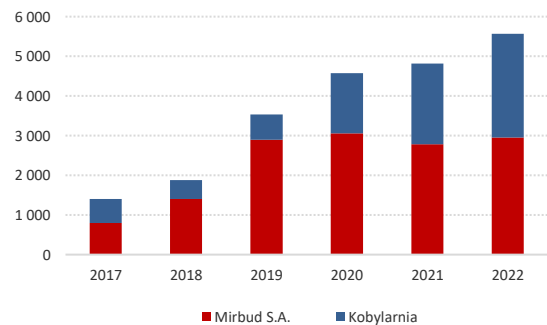
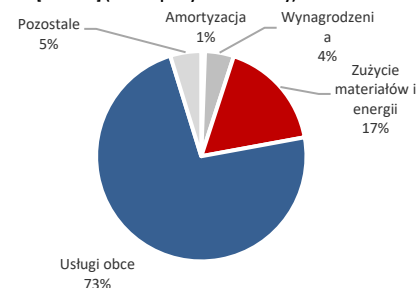
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	28	248	205	-72	71	148	67
CFI	-20	0	-54	-14	-17	-17	-17
CFE	36	-67	28	-68	-118	-83	-82
- w tym dywidenda	0	2	7	18	23	37	39
Przepływy pieniężne netto	44	181	179	-154	-64	48	-32
CAPEX / Amortyzacja	176%	69%	22%	93%	106%	104%	103%

MIRBUD

Rekomendacja	Kupuj	www:	www.mirbud.pl
Wycena końcowa [PLN]	6,30		
Potencjał do wzrostu /	26,1%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	5,00	4Q'22:	b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	91,7	1Q'23:	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	458,7		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody	775	858	502	849	952	1 002
budowlanka	741	793	496	859	943	960
deweloperka	33	49	12	18	44	67
najem	12	13	13	14	13	13
inne	15	39	4	10	16	15
wyłączenia	-27	-35	-24	-51	-64	-53
Zysk brutto ze sprzedaży	71	71	42	61	82	79
budowlanka	55	49	31	51	63	60
deweloperka	8	11	3	6	12	13
najem	8	8	8	9	8	8
inne	2	1	1	-1	2	0
wyłączenia	-1	2	-1	-3	-2	-3
SG&A	17	18	16	19	19	21
PPO/PKO	2	-5	-1	-1	-2	-5
EBITDA	60	51	29	44	66	57
EBIT	56	48	25	41	62	53
Zysk brutto	52	43	20	34	60	45
Zysk netto	43	36	15	24	48	36
Dług netto	111	-11	125	236	257	108

Wskaźniki	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody zmiana r/r	134%	80%	68%	48%	23%	17%
EBITDA zmiana r/r	132%	15%	-29%	22%	10%	10%
Zysk netto zmiana r/r	171%	12%	-45%	9%	13%	2%
Marża brutto na sprzedaży	9,2%	8,3%	8,3%	7,2%	8,7%	7,9%
Marża EBITDA	7,7%	6,0%	5,7%	5,2%	6,9%	5,6%
Marża netto	5,5%	4,1%	3,0%	2,9%	5,1%	3,6%

Portfel [mln PLN]

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


WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 5,86 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 7,34 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,30 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	5,86
Wycena metodą porównawczą	30%	7,34
Wycena 1 akcji [PLN]		6,30

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia w modelu:

- Zakładamy wzrost przychodów skonsolidowanych do 3,3 mld PLN w 2022 roku, Obecny portfel zleceń daje naszym zdaniem perspektywę do utrzymania zbliżonego poziomu w 2023 roku, mimo słabszego otoczenia makroekonomicznego. Jednocześnie wspomniane słabsze otoczenie powinno przyczynić się do pozytywnych zaskoczeń na poziomie marż na generalnym wykonawstwie.
- Spodziewamy się, że w kolejnych latach spółka będzie dążyć do ustabilizowania przychodów w okolicy 3 mld PLN. Przy obecnym backlogu powinno to pozwolić na uniknięcie konieczności uczestnictw w zwiększonej presji konkurencyjnej w 2023 roku (która może rzutować na marże w 2024). Zwracamy uwagę, że inflacja lat 2021-22, nawet przy założeniu korekty surowcowej i spadku ilości kontraktów, oznacza, że wartościowo rynek budowlany jest już na znacząco innych poziomach niż był przed pandemią. Przekłada się to wzrost skali przychodowej spółki i na poziom potencjalnego nominalnego wyniku w długi terminie.
- W długim terminie przyjmujemy, że marża EBIT będzie kształtować się w okolicy 4% Średnia ważona marża na sprzedaży spółki za ostatnie 5 lat to 6% - należy jednak brać pod uwagę m.in. perspektywę spadku rentowności segmentu deweloperskiego oraz konieczność wyjścia w długim terminie spółki także na inne obszary rynku budowlanego, które mogą być niżej rentowne (obszar drogowy, na którym obecnie koncentruje się spółka, po 2030 może zanotować spadek w nowych inwestycjach).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2032. W modelu nie zakładamy akwizycji.
- Efektywną stopę podatku przyjęto na poziomie 20%.
- Wycena została sporządzona na dzień 16.01.2023 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 538 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 5,86 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 224,0	2 909,8	2 529,8	2 604,3	2 643,0	2 669,7	2 696,6	2 723,8	2 751,2	2 779,0
EBIT [mln PLN]*	184,3	164,2	120,8	115,0	112,5	110,9	109,2	107,5	105,7	103,9
Stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	36,9	32,8	24,2	23,0	22,5	22,2	21,8	21,5	21,1	20,8
NOPLAT [mln PLN]	147,4	131,4	96,7	92,0	90,0	88,7	87,4	86,0	84,6	83,1
Amortyzacja [mln PLN]	16,1	16,5	16,7	16,9	17,1	17,3	17,5	17,6	17,8	18,0
CAPEX [mln PLN]	-17,1	-17,2	-17,2	-17,4	-17,6	-17,8	-18,0	-18,3	-18,5	-18,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-87,3	8,0	-38,4	-1,6	-4,6	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1	-6,3
FCF [mln PLN]	59,1	138,7	57,9	90,0	84,9	82,4	80,9	79,4	77,7	76,1
DFCF [mln PLN]	52,8	110,1	40,8	56,2	47,0	40,3	35,0	30,3	26,1	22,6
Suma DFCF [mln PLN]	461,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	621,7									
Zdykontowana wart. rezydualna [mln PLN]	184,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	645,4									
Dług netto 2022P [mln PLN]	107,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	537,8									
Ilość akcji [mln szt.]	91,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	5,86									

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

Przychody zmiana r/r	-2,5%	-9,7%	-13,1%	2,9%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	2,2%	-10,9%	-26,4%	-4,8%	-2,2%	-1,5%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,7%
FCF zmiana r/r	-160,7%	134,8%	-58,3%	55,5%	-5,6%	-2,9%	-1,8%	-1,9%	-2,0%	-2,1%
Marża EBITDA	6,2%	6,2%	5,4%	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%
Marża EBIT	5,7%	5,6%	4,8%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%
Marża NOPLAT	4,6%	4,5%	3,8%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	106,5%	104,0%	102,5%	102,7%	102,8%	103,0%	103,2%	103,5%	103,8%	104,0%
Zmiana KO / Przychody	2,7%	-0,3%	1,5%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-107,4%	2,6%	-10,1%	2,1%	11,9%	21,6%	21,8%	22,1%	22,3%	22,6%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta lewarowana	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	81,8%	84,6%	85,8%	86,7%	88,6%	90,4%	92,1%	93,9%	95,6%	95,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	18,2%	15,4%	14,2%	13,3%	11,4%	9,6%	7,9%	6,1%	4,4%	4,1%
WACC	12,4%	12,6%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%	13,2%	13,3%	13,5%	13,5%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	1,1	1,2	1,3					
beta	1,0	6,33	6,56	6,82	Premia za ryzyko	5,5%	6,28	6,50	6,76	Premia za ryzyko	5,5%	6,83	6,50	6,19
	1,1	6,00	6,19	6,42		6,0%	5,97	6,16	6,39		6,0%	6,50	6,16	5,86
	1,2	5,69	5,86	6,06		6,5%	5,69	5,86	6,06		6,5%	6,19	5,86	5,56
	1,3	5,42	5,56	5,73		7,0%	5,44	5,58	5,76		7,0%	5,91	5,58	5,29
	1,4	5,16	5,29	5,44		7,5%	5,20	5,33	5,48		7,5%	5,65	5,33	5,04

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o wskaźniki wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%.

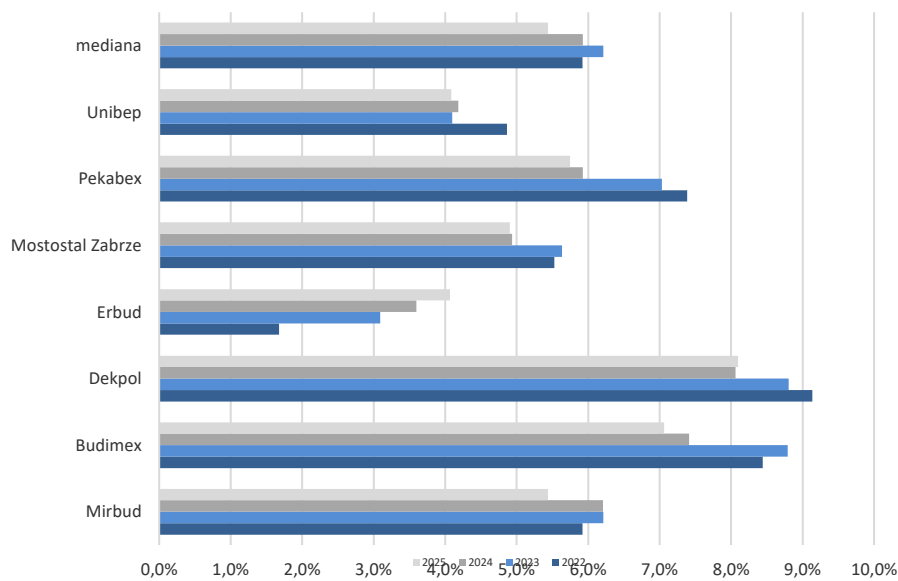
Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 7,34 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	12,8	14,7	15,9	5,2	5,3	5,1
Dekpol	4,0	4,8	3,9	3,7	3,5	2,9
Erbud	14,9	9,3	6,4	5,0	4,0	3,2
Mostostal Zabrze	4,6	6,5	6,6	1,8	2,0	1,9
Pekabex	6,7	8,2	7,7	4,3	4,6	4,3
Unibep	7,4	6,7	5,7	3,8	3,5	3,2
Mediana	7,0	7,5	6,5	4,1	3,8	3,2
Mirbud	3,7	4,1	5,8	2,7	2,6	3,4
Premia / dyskonto	-47,0%	-44,7%	-10,6%	-32,8%	-31,5%	6,1%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	9,4	9,0	5,6	7,9	7,3	4,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	8,02			6,66		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	7,34					

Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Uzależnienie od głównych odbiorców.** Spółka działa w dużej mierze w obszarze zamówień publicznych związanych z budową infrastruktury drogowej. Głównym zleceniodawcą jest GDDKiA (mniejszymi także samorządy terytorialne). Zmiany w strategii inwestycyjnej tego podmiotu, w harmonogramach przetargów czy problemy z pozyskaniem finansowania (czy to ze źródeł krajowych czy unijnych) mogą mieć bezpośredni wpływ na generowane wyniki. Spółka stara się także wykorzystywać średnioterminowe trendy rynkowe w innych obszarach budownictwa (np. obecnie obiekty magazynowe), które mogą przejściowo przekładać się na wyraźny wzrost ekspozycji na te obszary lub pojedynczych klientów.
- **Ryzyko związane ze specyfiką realizowanych projektów.** Duże projekty budowlane finansowane ze środków publicznych realizowane są przez firmy wyłonione w przetargach, często długotrwałych (dodatkowo decyzje mogą być oprotestowane). W konsekwencji istnieje ryzyko zmiany w tym czasie (a także w czasie samej realizacji kontraktów) przyjętych przez spółkę założeń dotyczących cen materiałów, kursów walutowych, usług podwykonawczych czy kosztów wynagrodzeń. W czasie realizacji kontraktów należy mieć na uwadze także szereg innych czynników ryzyka, m.in.: ryzyko przekroczenia terminów umownych, upadłości kontrahentów, ryzyko związane z procesem uzyskiwania decyzji administracyjnych, ryzyko związane z odpowiedzialnością za podwykonawców oraz członków konsorcjów budowlanych. Spółka historycznie miała w swoim portfelu zlecenia na projekty, które przejmowała na własny bilans w skutek problemów inwestorów z finansowaniem (Marywilska 44, Arena Ostróda).
- **Bariery wejścia/konkurencja.** Bariery wejścia na rynek budowlany w Polsce nie są wysokie. Atrakcyjne budżety programów inwestycyjnych w różnych obszarach rynku przyciągają do przetargów nowe podmioty, która są skłonne oferować niskie ceny, by zaistnieć na rynku.
- **Ryzyko związane z działalnością deweloperską.** Spółka działa prowadzi działalność deweloperską na rynku mieszkaniowym. Popyt na tym rynku zależy m.in. od poziomu stóp procentowych, dostępności kredytów, sytuacji na rynku pracy czy regulacji na poziomie rządowym (np. polityka mieszkaniowa państwa, zachęty do zakupu mieszkań, obowiązki nakładane na deweloperów). Dodatkowo sam przebieg procesu deweloperskiego zależy m.in. od sprawności działania administracji samorządowej czy dostępności podwykonawców/materiałów. Spółka stara się ograniczać ryzyka poprzez budowę banku ziemi, korzystanie z własnych usług GW czy dywersyfikację geograficzną i segmentową oferty.
- **Ryzyko związane z działalnością handlową.** Spółka jest właścicielem 80 tys mkw w postaci centrum handlowo-targowego i parku handlowego Marywilska 44 w Warszawie o wartości bilansowej 317 mln PLN na koniec 2021 roku (z czego 144 mln PLN to wartość prawa do użytkowania). Od 2014 Marywilska 44 ma bezpośrednią umowę dzierżawy gruntu, na którym stoi centrum, na 22 lat z miastem Warszawa ([link](#)). Brak przedłużenia po tym okresie lub wypowiedzenie umowy dzierżawy może mieć negatywne konsekwencje dla kontynuacji działalności Marywilskiej 44. Przychody z działalności handlowej są pochodną odsetka wynajętej powierzchni i stawek czynszu. Sytuacja makroekonomiczna, poziom sprzedaży detalicznej, możliwość prowadzenie handlu w formie stacjonarnej, działalność i budowa innych obiektów handlowych w pobliżu lokalizacji posiadanych przez spółkę to główne czynniki, które mają wpływ na przychody i rentowność prowadzonej działalności w tym obszarze.
- **Ryzyko związane z działalnością hal w Ostródzie.** Grupa jest właścicielem centrum targowo-wystawienniczego w Ostródzie (6 hal, 57 tys m², wartość bilansowa 160 mln PLN na koniec 2021). W celu optymalizacji działalności centrum, istotna część powierzchni została zagospodarowana pod działalność magazynową, gdzie głównym wynajmującym jest grupa Ikea. Brak kontynuacji w przyszłości współpracy w głównym klientem, przy ograniczonej możliwości osiągnięcia przychodów z pierwotnego charakteru centrum (spadek popytu ze strony organizatorów stacjonarnych targów i konferencji), może wpłynąć na rentowność prowadzonego biznesu.

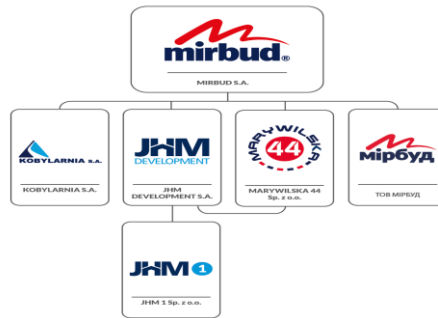
PODSTAWOWY OPIS DZIAŁALNOŚCI

Struktura akcjonariatu

	akcje	% akcji	głosy	% głosów
Mirgos Jerzy	41 553 671	45,3%	41 553 671	45,3%
OFE NN	9 171 837	10,0%	9 171 837	10,0%
Pozostali	41 018 692	44,7%	41 018 692	44,71%
Razem	91 744 200	100,0%	91 744 200	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura grupy Mirbud



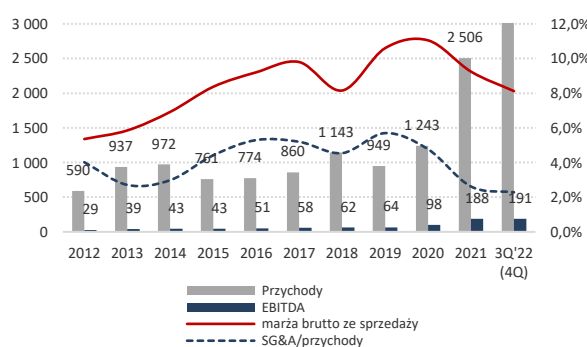
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, JHM 1 – spółka w likwidacji

Mirbud to generalny wykonawca działający we większości głównych segmentów budownictwa (przemysłowe, użyteczności publicznej, kubaturowe oraz drogowe). Spółka jest notowana na GPW od 2008. Od tego czasu spółka systematycznie buduje grupę kapitałową.

- Projekty deweloperskie w zakresie budownictwa mieszkaniowego prowadzone są w działającej od 2008 roku spółce JHM Development (spółka była notowana na GPW w latach 2011-20).
- Na przełomie 2010/11 przejęto kontrolę nad spółką PBDiM Kobylnia, co pozwoliło rozszerzyć zakres działania o roboty drogowe i mostowe oraz produkcję mas bitumicznych.
- W 2018 roku założono spółkę w Ukrainie, która nie prowadzi obecnie działalności operacyjnej (we wcześniejszych latach spółka analizowała potencjał rynku i uczestniczyła w przetargach).
- Część grupy (obecnie pod kontrolą jednostki dominującej znajduje się 57,5% udziałów, pozostałe udziały kontrolowane są przez JHM) stanowi także spółka Marywilska 44, która posiada i zarządza:
 - centrum handlowo-targowym na Białołęce - historycznie były to hale targowe, do których przenieśli się kupcy ze Stadionu Dziesięciolecia w 2010 roku; pierwotnym inwestorem hal była spółka Kupiec Warszawski, od której w wyniku porozumienia 90% udziałów nabył Mirbud, który był generalnym wykonawcą hal; następnie udziały trafiły do JHM, a w 2014 dokupiono pozostałe 10% udziałów, od tego samego roku Marywilska 44 ma bezpośrednią umowę dzierżawy gruntu, na którym stoi centrum, na 22 lat z miastem Warszawa (wcześniej pośrednikiem był Kupiec)
 - obiektem w Ostródzie (57 tys m2, pierwotnie było to centrum targowo-wystawiennicze Arena Ostróda, której generalnym wykonawcą był Mirbud – zostało one przejęte formalnie w 2015 roku, w kolejnych latach prowadzono działalność pod spółką Expo Mazury, która została postawiona w stan likwidacji, a jej aktywa zostały przejęte przez Marywilską 44 (przekształcenia część powierzchni pod działalność magazynową – nawiązano współpracę z grupą Ikea)
 - obiektami handlowo-usługowymi w Rumii (3,0 tys m2, market spożywczy) i Starachowicach (4,1 tys m2, market typu „dom i ogród”) - dawniej spółki JHM 1 i JHM 2.

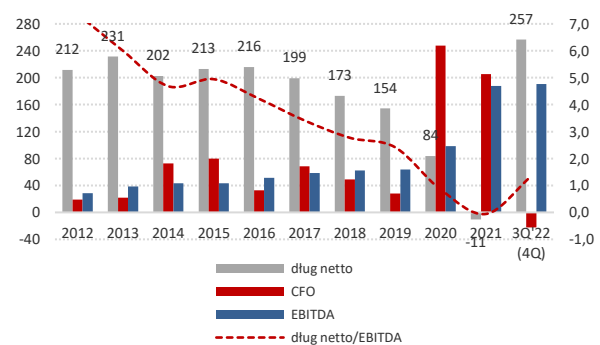
W połowie 2021 roku JHM nabył za 10 mln PLN od syndyka udziały w spółce Hakamore (spółka w upadłości, skupiono także jej c się obecnie pod kontrolą grupy, stanie się tak w momencie uprawomocnienia umorzenia postępowania upadłościowego. Spółka jest właścicielem gruntów w Łodzi o powierzchni 20 ha (okolice ul Politechniki/Wróblewskiego/Różanej), których wartość oszacowana przez rzeczoznawcę w 2022 roku wyniosła 61,4 mln PLN.

Przychody, EBITDA i marża brutto ze sprzedaży [mln PLN]



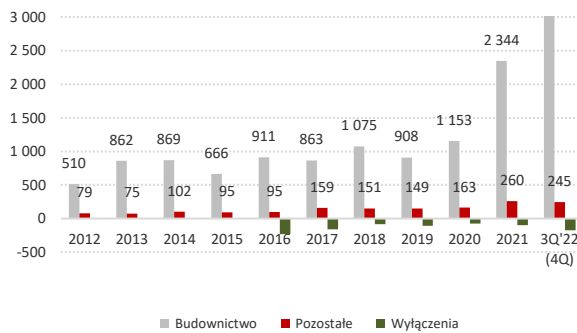
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Dług netto i cash flow operacyjny [mln PLN]



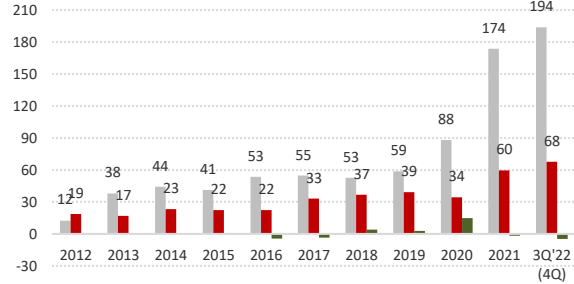
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

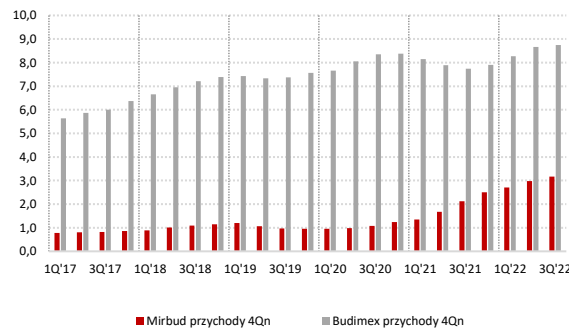
Struktura zysku brutto ze sprzedaży [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

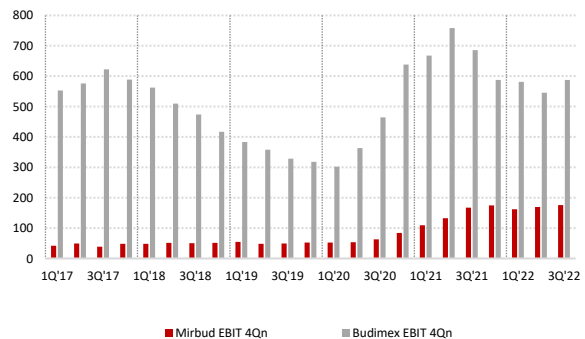
Mirbud na tle Budimexu

Przychody 4Qn Mirbud vs Budimex [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółki

EBIT 4Qn Mirbud vs Budimex [mln PLN]



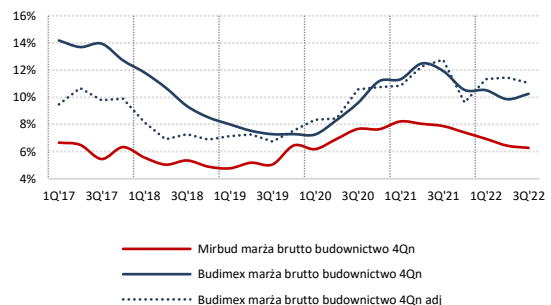
Źródło: DM BDM S.A., spółki

Mirbud vs Budimex

	Mirbud	Budimex
liczba akcji [mln]	92	26
kurs bieżący [PLN]	5,00	288,0
MC [mln PLN]	459	7 353
Dług (gotówka) netto po 3Q'22	257	-2 130
EV	715	5 223
Dług (gotówka) netto średnia za 4Q	152	-2 336
EV (uśredniony dług/gotówka)	611	5 017
Portfel po 3Q'22	5 249	12 466
Przychody 4Qn	3 161	8 746
Portfel/przychody	1,66	1,43
EBITDA 4Qn	191	734
marża	6,0%	8,4%

Źródło: DM BDM S.A., spółki

Rentowność brutto ze sprzedaży 4Qn Mirbud vs Budimex



Źródło: DM BDM S.A., spółki, *Budimex adj – marża skorygowana o zmiany salda rezerw

Główne różnice na poziomie operacyjnym/korporacyjnym:

- działalność budowlana Mirbudu jest mniej zdywersyfikowana (75% portfela to drogi, w przypadku Budimexu <50%)
- Budimex wychodzi na rynki zagraniczne, Mirbud skupia się na rynku krajowym
- Budimex dysponuje olbrzymią nadwyżką gotówki netto, pozycja gotówkowa Mirbudu jest słabsza, aczkolwiek obraz jest zniekształcony przez umowę dzierżawy gruntów na Marywilskiej) – pozycja gotówkowa wpływa na politykę dywidendową czy możliwość pozyskiwania największych zleceń
- Budimex posiada wieloletni dostęp do know-how Ferroviału, Mirbud opiera się na rozwoju organicznym i za pomocą małych akwizycji
- Rentowność brutto ze sprzedaży działalności budowlanej Mirbudu jest niższa, aczkolwiek spółka ma w ostatnich kwartałach dużo korzystniejszy stosunek kosztów SG&A/przychody niż Budimex

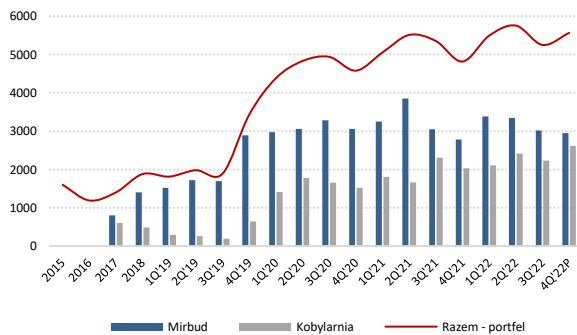
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

Kontrakty budowlane o wartości >100 mln PLN netto podpisane przez Mirbud od 2019 roku

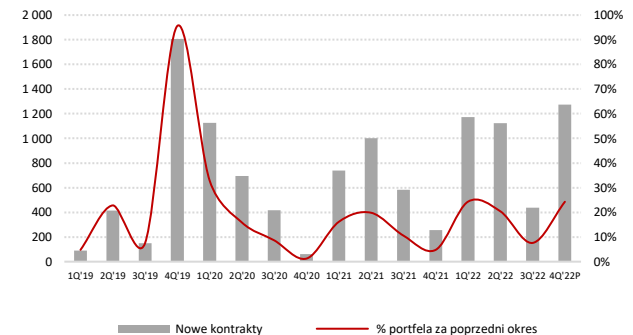
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Termin zakończenia	Stopień zaawansowania**
2022					
2022-09-30	GDDKiA	Budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc 1, Sianów - Sławno)	535	2025-08	0%
2022-07-08	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Gorzowie	151	b.d.	69%
2022-05-24	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Pile	118	b.d.	0%
2022-05-23	Panattoni Europe	Budowa hal magazynowych w Tarnowie Podgórnym	128	b.d.	91%
2022-05-16	Latea	Budowa hal magazynowych w Krakowie (Wężerów)	146	b.d.	0%
2022-05-06	GDDKiA	Projekt i budowa S10 Bydgoszcz – Toruń (o3: Solec - Toruń Zachód)	346	2025-10	3%
2022-03-09	GDDKiA	Projekt i budowa S74 Przelom/Miniów – Kielce	437	2025-12	3%
2021					
2021-12-14	ZK w Opolu	Budowa Stadionu Miejskiego w Opolu	170	2024-12	21%
2021-06-24	Gmina Olsztyn	Rozbudowa hali Urania w Olsztynie	158	2023-02	45%
2021-06-30	GDDKiA	Obwodnicy miejscowości Gostynia	201	2025-06	6%
2021-05-10	vidaXL	Centrum magazynowo – logistycznego we Wrześni	140	b.d.	100%
2021-04-16	GDDKiA	Obwodnica Metropolii Trójmiejskiej (Żukowo - Gdańsk Południe)	632	2024-12	8%
2021-01-27	GDDKiA	Budowa autostrady A18 Olszyna – Golnice, odc. 4	210	2023-10	53%
2020					
2020-11-06	ZDW w Bydgoszczy	Rozbudowa drogi wojewódzkiej nr 548 Stolno – Wąbrzeźno część I i II	112	2022-05	49%
2020-08-03	GDDKiA	S1 Kosztowy – Bielsko-Biała, odcinek III	477	2023-12	7%
2020-05-13	Woj. Dolnośląskie	Budowa drogi woj. od DW 455 do DK 98	134	2022-11	84%
2020-04-23	GDDKiA	Kontynuacja S-5 Dworzysko – Aleksandrowo	474	2022-08	90%
2020-03-13	GDDKiA	Kontynuacja S-5 Białe Błota - Szubin	292	2021-11	85%
2020-03-06	PP Porty Lotnicze	Zaprojektowanie i budowa Terminala lotniska w Radomiu	228	2022-01	100%
2020-03-04	GDDKiA	S11 Koszalin - Bobolice	366	2023-12	61%
2019					
2019-12-23	GDDKiA	Obwodnica Poręby i Zawiercia (DK 78)	337	2023-06	24%
2019-11-29	Miasto Płock	Rozbiórka i budowa stadionu miejskiego w Płocku	135	2022-11	84%
2019-11-14	GDDKiA	A18 Olszyna – Golnice (przebudowa jezdni południowej)	207	2022-05	98%
2019-10-10	GDDKiA	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Górki)	1 121	2023-08	58%
2019-06-05	Miasto Łódź	Rozbudowa stadionu miejskiego przy al. Unii Lubelskiej 2 w Łodzi	105	2022-06	100%
2019-05-20	GDDKiA	Obwodnica Olesna (S11)	543	2022-05	84%
2019-04-18	GDDKiA	A-1 Belchatów - Kamieńsk	697	2022-09	93%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa cena, * w części przypadającej na grupę Mirbud, ** na grudzień 2022

Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]

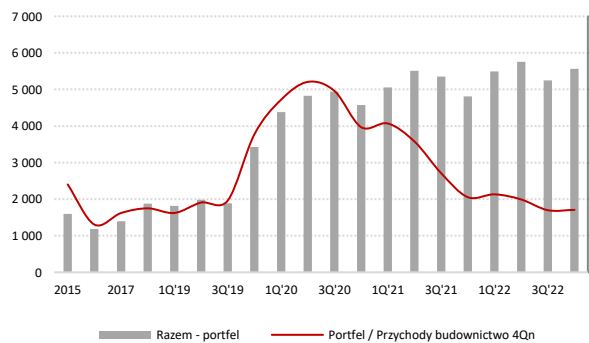


Podpisane nowe kontrakty w danym okresie - kwartalnie [mln PLN] *



Źródło: DM BDM S.A., spółka

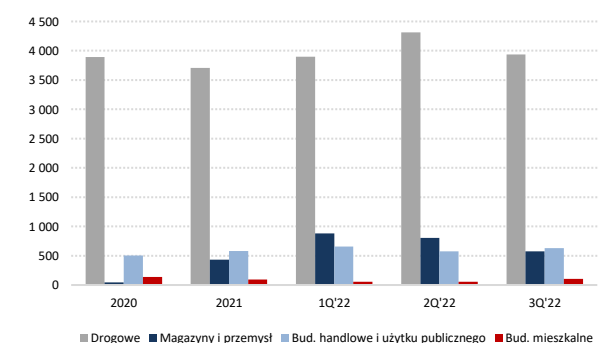
Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

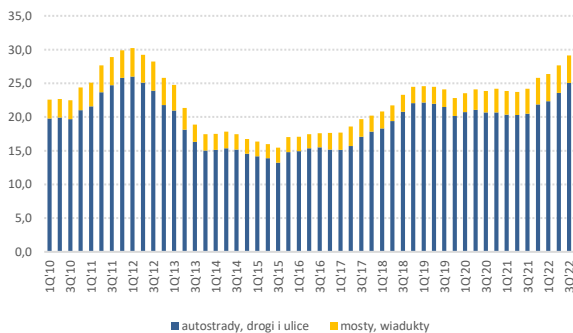
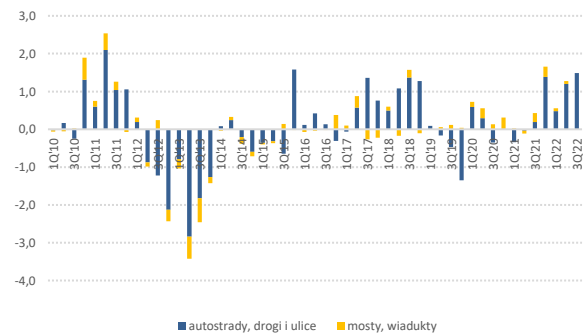
Struktura portfela



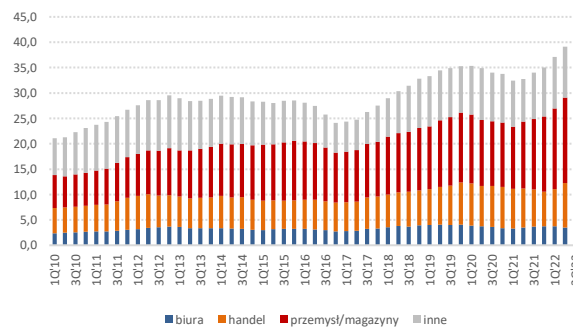
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Spółka w ostatnich 5-6 latach znacząco rozwinęła swoją działalność. W 2016 roku portfel zleceń wynosił 1,1 mld PLN, by na koniec 1H'22 wynieść rekordowe 5,8 mld PLN. Największe przyspieszenie w budowie portfela nastąpiło w latach 2019-2020 (m.in. kontrakt na S1 za 1,1 mld PLN, który nadal jest w realizacji – jego waloryzacja nie ma nałożonych ograniczeń). Kontrakt na S6 (Sianów-Sławno) został formalnie ujęty w backlogu przez spółkę w 4Q'22 (podpisany był w ostatni dzień 3Q'22). Na koniec 4Q'22 backlog wynosił 5,6 mld PLN, z tego 2,6 mld PLN przypadało na spółkę zależną Kobylarnia. Szacujemy, że w 4Q'22 spółka pozyskała ok. 700-800 mln PLN nowych kontraktów (plus zaliczony do 4Q'22 odcinek S6), przede wszystkim było to sporo kontraktów tuż poniżej progu 100 mln PLN netto (np. KCM w Krakowie, szkoła na Bemowie, budynek dla Pit-Radwar).

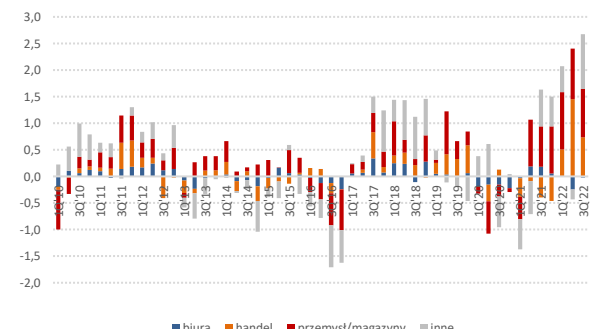
Po 3Q'22 portfel w 75% wypełniony był przez kontrakty drogowe (3,9 mld PLN), 12% kubaturowe (0,6 mld PLN), 11% logistyczno-produkcyjne (0,6 mld PLN) a 2% mieszkaniowe (0,1 mld PLN). W 3Q'22 spółka zawarła aneksy z GDDKiA aneksy zwiększające limit waloryzacyjny (z 5% do 10%) dla 13 kontraktów drogowych (największy kontrakt na S1 z 2019 roku waloryzowany jest bez limitu, który dotyczy późniejszych kontraktów). Na przestrzeni ostatnich okresów mocno fluktuowała wartość portfela w obszarze logistyki/produkcji – na koniec 2020 roku było to ok 50 mln PLN, a w 1Q'22 wartość wzrosła do ok. 880 mln PLN, by po 3Q'22 spaść do 577 mln PLN. Spodziewamy się dalszego spadku w najbliższych kwartałach ze względu na wyhamowanie inwestycji w obszarze logistyki. Zwracamy uwagę, że kontrakty te historycznie w spółce generowały marżę brutto ze sprzedaży wyższą od przeciętnej, natomiast w obecnym środowisku wyższych stóp procentowych generują dodatkowe koszty na poziomie finansowym (długie terminy płatności oznaczają konieczność finansowania kapitału obrotowego).

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

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


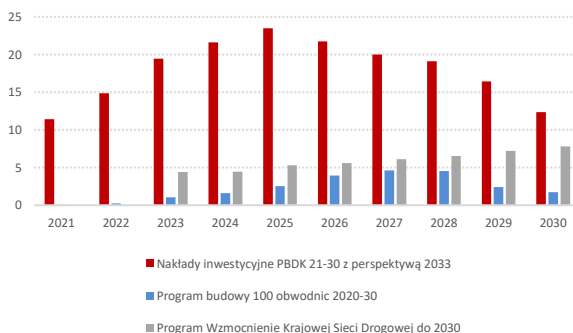
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


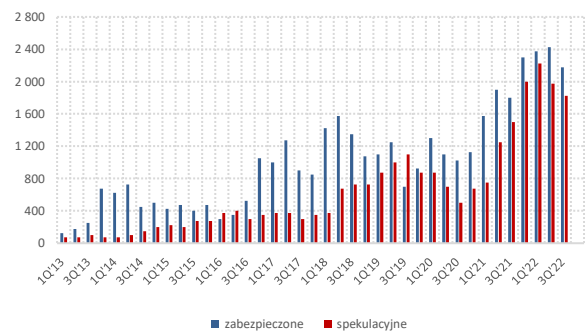
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Programy inwestycyjne w obszarze drogowym do 2030 roku [mld PLN netto]


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Powierzchnie magazynowe w budowie [tys mkw]


Źródło: DM BDM S.A., Min. Infrastruktury, gov.pl

Źródło: DM BDM S.A., JLL

DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA ORAZ NAJEM

Inwestycje mieszkaniowe w toku/ukończone** (stan na koniec 4Q'22)

projekt	termin zakończenia	postęp prac	liczba lokali	liczba lokali dostępnych*	postęp sprzedaży*
Bydgoszcz Fordońska (Aura Towers)	Ukończony	100%	311	101	68%
Bydgoszcz Bohaterów Kragujewca	3Q'23	79%	119	86	28%
Gdańsk Wielkopolska I	Ukończony	100%	108	192 (razem 2 etapy)	35%
Gdańsk Wielkopolska II	4Q'23	63%	188		
Katowice Mikusińskiego	4Q'23	15%	50	40	20%
Łódź Smugowa/Źródłowa (Helenów Park)	4Q'23	50%	180	120	33%
Skiernewice Armii Krajowej I	1Q'24	15%	165	117	29%
Zakopane Szymony	1Q'23	95%	241	68	72%
Żyrardów Legionów Polskich	2Q'23	86%	179	129	28%

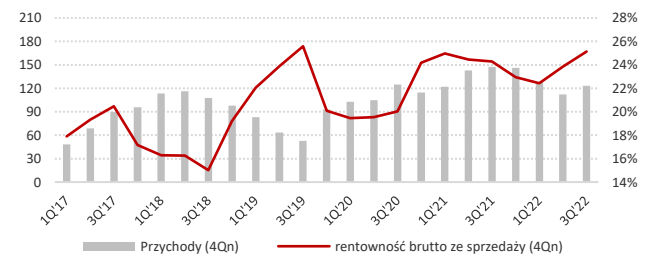
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *wg danych ze strony www z 13/01/2023, liczba może nie uwzględniać dostępnych lokali użytkowych ** na koniec 4Q'22 spółka miała także w ofercie po kilka-kilkanaście mieszkań z inwestycji zakończonych w poprzednich okresach (m.in. w Koninie, Rumii)

Inwestycje mieszkaniowe planowane na lata 2022-24

projekt	termin zakończenia	liczba lokali
Jastrzębia Góra Jantarowa I i II	4Q'25	247
Katowice Piaskowa	b.d.	320
Konin Nefrytowa	4Q'24	158
Łódź Harcerska	3Q'24	173
Łódź Politechniki I	2Q'25	250
Łódź Politechniki II	2Q'27	302
Poznań Smoluchowskiego II	3Q'24	258
Poznań Smoluchowskiego II	2Q'26	121
Skiernewice Armii Krajowej II	1Q'26	165
Skiernewice Sobieskiego	1Q'25	117
Skiernewice Nowobieleńska	1Q'27	90

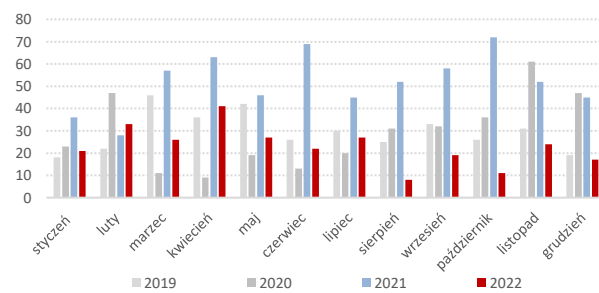
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i rentowność brutto ze sprzedaży segmentu deweloperskiego



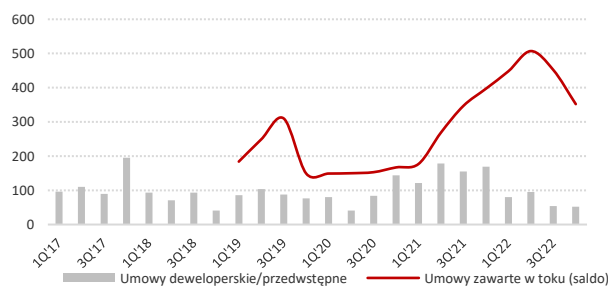
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Umowy deweloperskie/przedwstępne miesięcznie [szt]



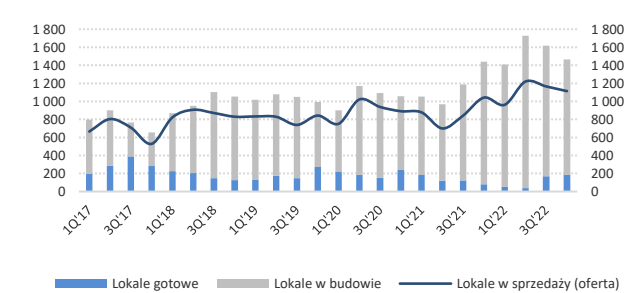
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Umowy deweloperskie/przedwstępne kwartalnie oraz saldo zawartych umów*



Źródło: DM BDM S.A., spółka, *umowy, które dotyczą mieszkań w budowie

Lokale w budowie, gotowe oraz oferta w sprzedaży [szt]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

W segmencie deweloperskim przekazania mieszkań klientom przypadają w tym roku głównie na 3Q'22 i w większym stopniu na 4Q'22. W sierpniu spółka zakończyła się budowę inwestycji w Bydgoszczy (Aura Towers – 3 budynki w sumie 311 lokali). W 4Q'22 rozpoczęto wydawanie lokali z inwestycji w Gdańsku (I etap os. Skandynavia na ul. Wielkopolskiej - 108 lokali, z tego ok 3/4 było sprzedane) oraz blisko ukończenia jest inwestycja w Zakopanem (planowane przekazania w 1Q'23; 241 apartamentów, z tego ponad 2/3 jest sprzedane).

W ofercie na koniec grudnia spółka miała 1114 lokali (z tego 186 było ukończonych). Sprzedanych było 352 lokali w toku (umowy przedwstępne i deweloperskie na lokale w budowie). W budowie było 1280 lokali. Sprzedaż lokali od sierpnia jest słaba – spółka sprzedała w tym okresie średnio 16 lokali miesięcznie (w całym 2021 sprzedawano średnio po 52 lokale kwartalnie). W stosunku do oferty sprzedaż jest słaba i spółka nie rozpoczyna na razie nowych inwestycji. Dotychczasowe są dość mocno zdyspersyfikowane geograficznie (zarówno duże ośrodki jak Gdańsk czy Łódź, ale także średnie i małe miasta). Poza dotychczasowymi obszarami działalności, spółka posiada bank ziemi m.in. w Poznaniu, Jastrzębiej Górze. Największy projekt jest możliwy do zrealizowania w Łodzi (Politechniki – działki Hakamore, ale wymaga zamknięcia postępowania upadłościowego i uporządkowania spraw proceduralnych z miastem).

Wyniki JHM Development za ostatnie okresy [mln PLN]

	2020	2021	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
Przychody	147,5	164,6	38,9	42,2	33,6	50,0	12,3	17,9	43,6
deweloperka	114,6	146,4	30,9	33,2	32,9	49,4	12,1	17,8	43,4
najem	32,9	18,2	8,0	9,0	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1
pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wyłączenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	33,3	41,9	11,2	11,4	8,1	11,1	3,0	5,8	11,5
deweloperka	27,7	33,6	7,8	7,6	7,6	10,6	2,9	5,7	11,4
najem	5,6	8,4	3,4	3,9	0,6	0,5	0,1	0,1	0,1
pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wyłączenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	25,0	26,9	7,7	5,8	5,4	7,9	0,6	3,1	9,0
EBIT	23,9	26,3	7,6	5,7	5,3	7,8	0,4	3,0	8,8
deweloperka	18,3	20,7	5,1	4,7	4,1	6,8	1,2	2,4	7,9
najem	6,0	3,3	2,5	-6,0	1,4	5,4	0,1	0,0	0,1
pozostałe	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0	1,4	0,8	0,6	0,8
wyłączenia	-0,5	1,0	0,0	0,0	-0,2	1,2	-1,7	0,0	0,0
Zysk brutto	19,6	20,6	4,6	3,1	5,4	7,5	0,1	2,5	8,6
Zysk netto	15,8	17,1	3,8	2,5	4,5	6,2	0,1	2,6	6,6
Amortyzacja	1,1	0,6	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
KW	459,4	399,1	543,3	545,7	392,8	399,1	395,7	396,9	403,5
Gótówka	24,5	82,8	19,2	43,1	53,7	24,5	82,2	66,8	39,7
Dług	218,0	120,8	215,0	231,9	80,7	218,0	112,6	102,0	92,4
Dług netto	193,5	38,0	195,8	188,9	27,0	193,5	30,4	35,3	52,7

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki Marywilka 44 za ostatnie okresy [mln PLN]

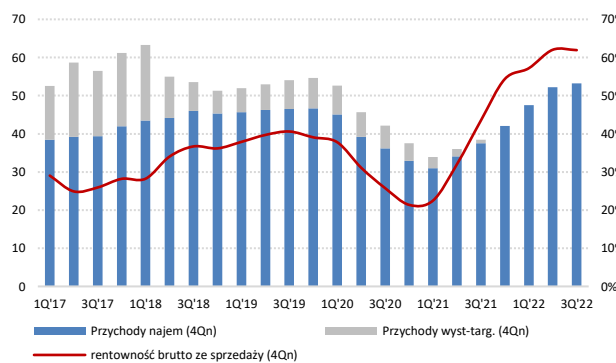
	2018	2019	2020	2021
Przychody	42,5	44,1	30,6	39,9
Zysk brutto ze sprzedaży	16,3	16,8	4,3	21,0
EBITDA	11,3	12,7	3,6	12,2
EBIT	11,1	12,4	3,3	12,0
Zysk brutto	7,5	8,9	0,1	0,7
Zysk netto	6,1	7,2	0,1	0,7
Amortyzacja	0,2	0,3	0,3	0,2
Aktywa	185,2	186,9	421,2	521,0
Zobowiązania dług.	37,0	33,1	170,4	173,0
Zobowiązania krótk.	17,4	15,7	36,2	28,2
KW	130,8	138,1	214,6	319,8
Gotówka	1,8	3,0	3,7	3,4
Dług	32,1	27,3	163,9	165,8
Dług netto	30,3	24,3	160,2	162,5

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki Expo Mazury za ostatnie okresy [mln PLN]

	2018	2019	2020*
Przychody	5,9	8,0	4,7
targi	2,2	1,8	0,0
najem	2,0	4,6	4,3
pozostałe	1,8	1,6	0,4
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	2,4	2,5
EBITDA	4,9	6,0	20,8
EBIT	2,6	4,4	23,2
Zysk netto	0,5	0,5	20,9
Amortyzacja	2,3	1,6	-2,4
KW	99,1	105,0	125,9
Gótówka	1,2	1,4	1,2
Dług	22,7	19,8	18,1
Dług netto	21,4	18,4	16,9

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *aktywa spółki przejęte przez Marywilka 44

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


Źródło: DM BDM S.A., spółka

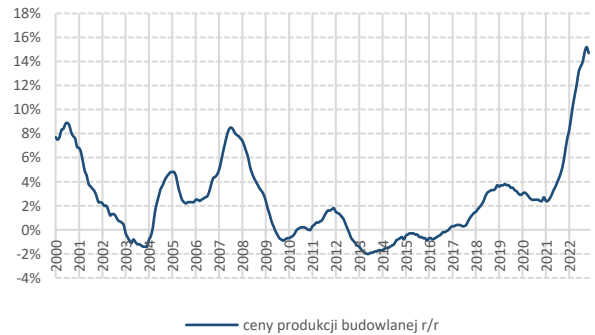
Część grupy stanowi spółka Marywilka 44, która posiada i zarządza: 1) centrum handlowo-targowym na Białołęce (pierwotnie hale targowe, do których przenieśli się kupcy ze Stadionu Dziesięciolecia; obecnie 1400 sklepów i punktów usług. oraz park handlowy, od 2014 spółka ma umowę dzierżawy gruntu, na którym stoi centrum, na 22 lat z miastem Warszawa - [link](#), umowa dzierżawy stanowi zobowiązanie spółki wg MSSF16 – 140 mln PLN po 3Q'22), 2) obiektem w Ostródzie (b. Expo Mazury, w ostatnich latach przekształcenia część powierzchni pod działalność magazynową – nawiązano współpracę m.in. z grupą Ikea), 3) obiektami handlowo-usługowymi w Rumii (3,0 tys m2, market spożywczy) i Starachowicach (4,1 tys m2, market typu „dom i ogród”).

STRONA KOSZTOWA

Produkcja budowlana w Polsce r/r

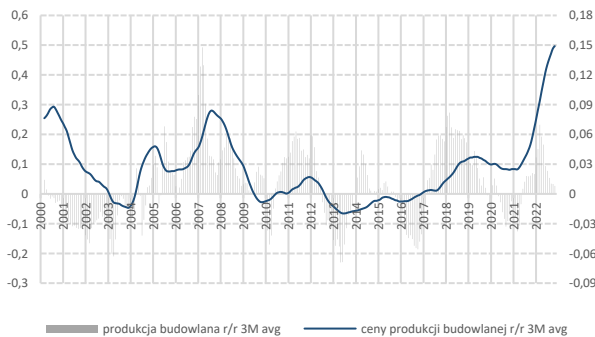


Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



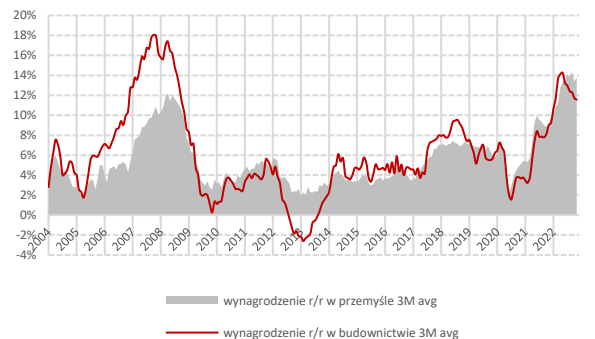
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



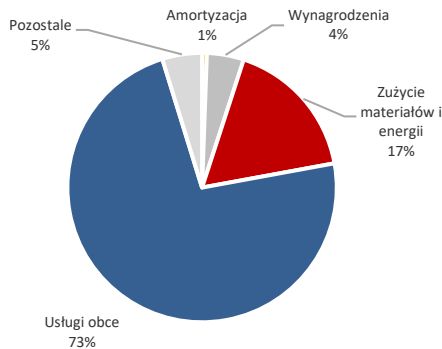
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



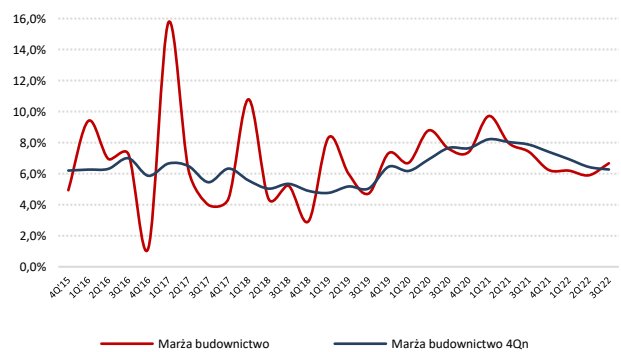
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Mirbud - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



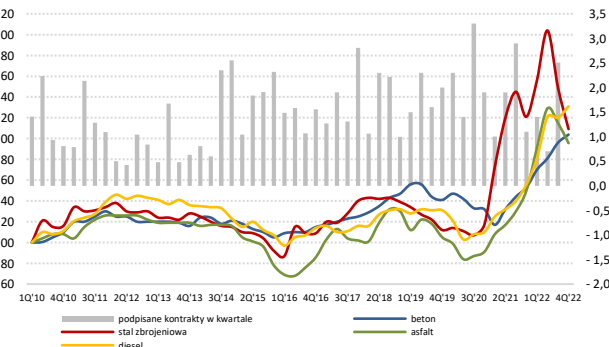
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Raportowana marża w segmencie budowlanym



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



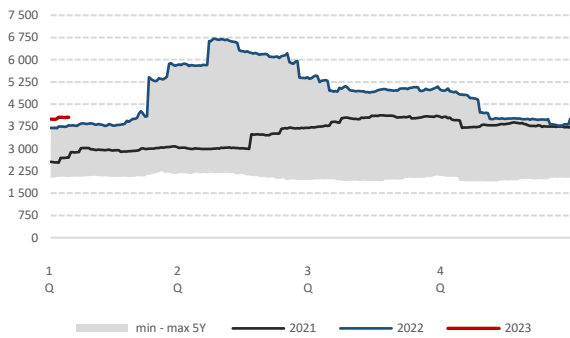
Źródło: DM BDM S.A., Budimex, 4Q'22 – szacunki DM BDM

Źródło: DM BDM S.A., spółka

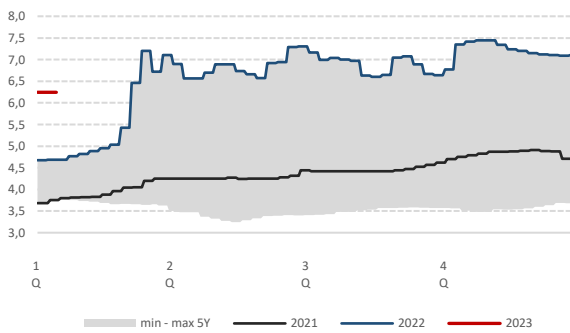
Dynamika cen produkcji pomiarów poziom (ponad 15% r/r w październiku i powrót poniżej tego poziomu w listopadzie, co oznacza pierwsze złamanie trendu coraz wyższych odczytów trwającego od 1Q'21). Jednocześnie wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej (w listopadzie w ujęciu realnym mieliśmy pierwszy od roku spadek r/r w obszarze kubatury), co historycznie zwykle zwiastowało spadek presji na ceny. Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej koniunktury w budownictwie (czy w całej gospodarce), jest zazwyczaj korzystny (w perspektywie kilku kwartałów) dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane duże portfele zleceń). Słabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration (wymusza to szybką rotację zleceń, o której ciężiej przy słabszej koniunkturze, co przekłada się na presję na marże).

Zwracamy uwagę, że od 2Q'22 zarysowuje się stabilizacja a nawet spadek presji ze strony podstawowych surowców używanych w budownictwie, co z czasem przełoży się też na potencjalnie niższe koszty bardziej przetworzonych wyrobów czy ceny tych wyrobów zaszytych w kosztach usług podwykonawców.

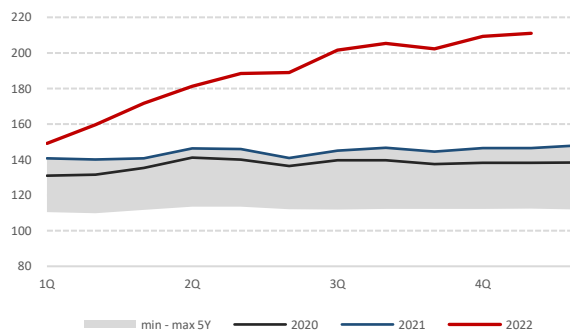
Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Diesel – cena detaliczna [ex-VAT, PLN/l]

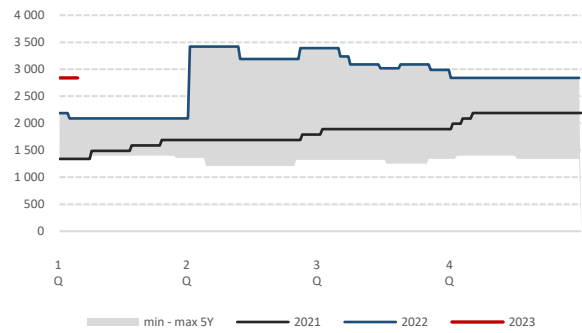


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Cement – indeks PSB*

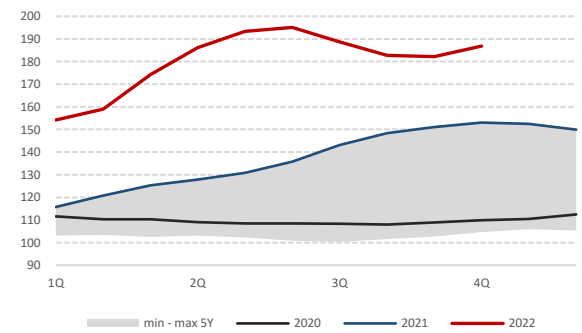


Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, *100= koniec 2010 roku

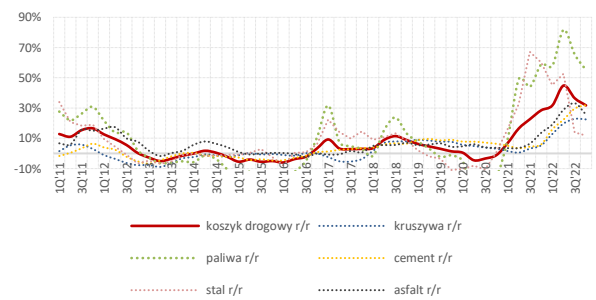
Asfalt – ceny Lotos [PLN/t]



Źródło: DM BDM S.A., Lotos Asfalt
Kruszywa – indeks GUS*



Źródło: DM BDM S.A., GUS (kamień, piasek, glina), *100= koniec 2009 roku
Ceny koszyka waloryzacyjnego GUS w drogach [r/r]*



Źródło: DM BDM S.A., GUS, *wskaźnik na wykresie uwzględnia jedynie koszty materiałów. Modelowy koszyk waloryzacyjny GDDKiA zbudowany jest wg udziałów: 50% wartość stała, 20% CPI, 8% asfalt, 6% robocizna, 5% paliwo, 4% cement, 4% kruszywo, 3% stal

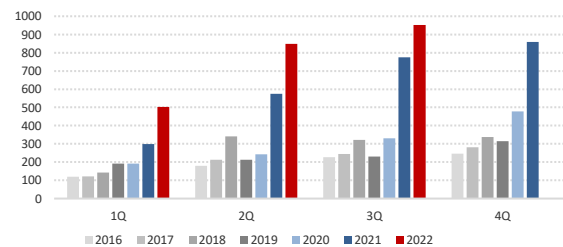
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22
Przychody	192,3	212,2	230,5	314,1	192,7	242,3	330,4	477,5	298,3	574,2	774,6	858,4	501,8	849,3	951,8
Budownictwo	157,4	246,7	239,7	264,7	176,6	246,3	308,0	422,4	264,9	545,1	741,3	792,6	495,8	858,5	943,2
Deweloperka	13,6	10,1	8,3	60,7	23,6	12,2	28,3	50,5	30,9	33,2	32,9	49,4	12,1	17,7	43,8
Najem	11,5	11,7	12,0	11,4	10,0	5,9	9,0	8,1	8,0	9,0	12,4	12,6	13,5	13,7	13,4
Inne	2,7	2,5	2,0	2,7	2,1	1,3	3,7	8,3	6,5	12,1	14,6	38,7	4,1	10,0	15,5
Wyłączenia	7,2	-58,9	-31,3	-25,4	-19,5	-23,4	-18,5	-11,7	-12,0	-25,2	-26,7	-35,0	-23,8	-50,6	-64,2
Zysk brutto ze sprzedaży	23,3	19,8	19,4	38,1	20,6	21,3	35,3	60,1	38,4	50,9	71,1	71,2	41,5	61,3	82,5
Budownictwo	13,1	14,8	11,3	19,4	11,8	21,6	23,4	31,3	25,7	43,5	55,0	49,4	30,7	50,6	62,9
Deweloperka	3,7	2,6	2,2	10,1	5,1	3,1	6,7	12,9	7,8	7,6	7,6	10,6	2,9	5,7	11,7
Najem	4,1	4,9	5,0	5,0	3,1	-0,6	2,0	1,1	3,4	3,9	7,8	7,8	7,7	9,1	8,3
Inne	1,1	0,6	0,7	-0,8	0,5	0,3	0,8	-0,4	-0,3	0,5	1,8	1,2	1,3	-0,7	1,8
Wyłączenia	1,3	-3,1	0,2	4,4	0,1	-3,1	2,4	15,3	1,7	-4,5	-1,0	2,2	-1,1	-3,4	-2,3
SG&A	13,0	13,9	13,7	13,6	12,9	14,4	15,0	16,9	13,3	17,1	17,0	18,0	16,0	19,4	18,7
Zysk na sprzedaży	10,3	5,9	5,8	24,6	7,7	6,9	20,2	43,2	25,0	33,7	54,1	53,2	25,5	41,9	63,8
PPO/PKO	1,6	2,8	6,3	-4,9	4,4	2,7	1,4	-2,1	11,9	-0,4	2,3	-5,4	-0,6	-1,4	-1,8
EBITDA	14,7	11,2	15,4	22,6	15,1	13,0	25,8	44,5	40,0	36,6	59,9	51,4	28,6	44,5	66,1
EBIT	11,9	8,7	12,0	19,7	12,2	9,6	21,7	41,0	36,9	33,3	56,5	47,8	24,9	40,5	62,0
Zysk brutto	8,8	4,5	8,0	15,7	8,6	5,9	18,7	37,1	32,6	28,4	52,4	42,6	20,1	34,3	60,3
Zysk netto	6,5	3,2	7,4	11,0	6,6	4,1	15,8	31,7	27,5	22,2	42,7	35,6	15,2	24,3	48,2
Przekazane mieszkania	49	39	27	237	81	40	80	130	111	86	77	119	29	34	109
Portfel	1 813	1 979	1 889	3 430	4 380	4 829	4 938	4 578	5 053	5 510	5 351	4 815	5 491	5 755	5 249
CFO	-79,0	14,6	-0,7	93,4	-36,2	21,9	42,3	219,9	-68,9	21,8	72,0	180,5	-120,1	-76,7	-6,1
Dług (gotówka) netto	258,2	256,8	264,1	154,4	205,3	198,3	168,7	83,8	155,3	154,2	111,4	-10,7	125,3	236,1	256,8
Marża brutto ze sprzedaży	12,1%	9,3%	8,4%	12,1%	10,7%	8,8%	10,7%	12,6%	12,9%	8,9%	9,2%	8,3%	8,3%	7,2%	8,7%
Budownictwo	8,3%	6,0%	4,7%	7,3%	6,7%	8,8%	7,6%	7,4%	9,7%	8,0%	7,4%	6,2%	6,2%	5,9%	6,7%
Deweloperka	27,5%	25,4%	26,3%	16,7%	21,6%	25,1%	23,6%	25,5%	25,3%	22,8%	23,0%	21,5%	23,7%	32,2%	26,8%
Najem	35,2%	41,5%	42,0%	43,8%	31,1%	-	22,2%	13,3%	42,7%	43,1%	62,5%	61,8%	57,4%	66,4%	62,1%
Inne	39,5%	24,6%	37,3%	-	23,2%	22,0%	21,9%	-4,9%	-5,0%	3,7%	12,2%	3,0%	31,3%	-6,9%	11,9%
SG&A/przychody	6,7%	6,5%	5,9%	4,3%	6,7%	5,9%	4,5%	3,5%	4,5%	3,0%	2,2%	2,1%	3,2%	2,3%	2,0%
Marża EBITDA	7,7%	5,3%	6,7%	7,2%	7,8%	5,3%	7,8%	9,3%	13,4%	6,4%	7,7%	6,0%	5,7%	5,2%	6,9%
Marża EBIT	6,2%	4,1%	5,2%	6,3%	6,3%	4,0%	6,6%	8,6%	12,4%	5,8%	7,3%	5,6%	5,0%	4,8%	6,5%
Marża netto	3,4%	1,5%	3,2%	3,5%	3,4%	1,7%	4,8%	6,6%	9,2%	3,9%	5,5%	4,1%	3,0%	2,9%	5,1%

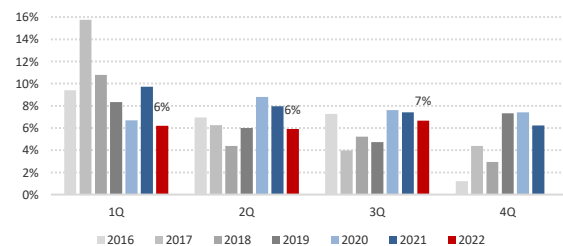
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



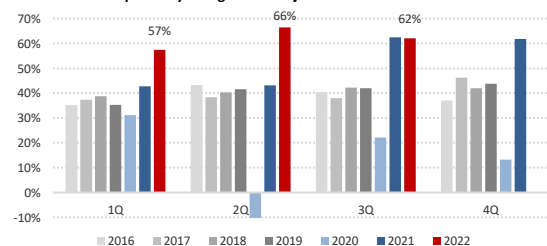
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



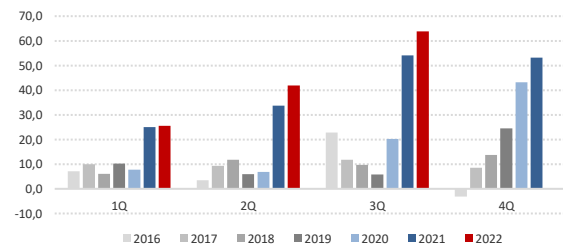
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie najmu



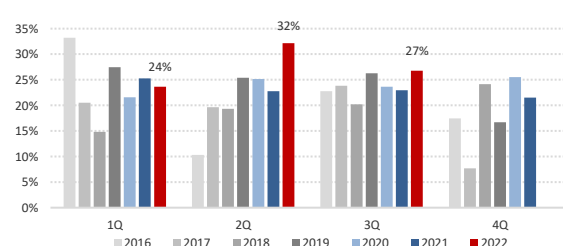
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zysk na sprzedaży wg kwartałów [mln PLN]



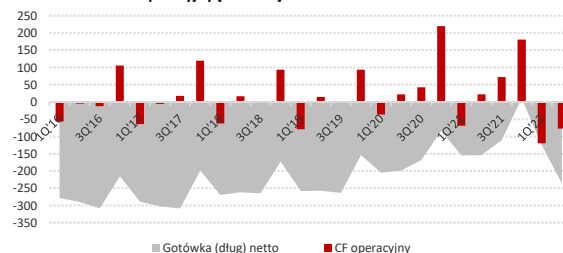
Źródło: BDM S.A., spółka

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

Podsumowanie wyników za poprzednie okresy

- Po 1-3Q'22 spółka miała 2,3 mld PLN przychodów (+40% r/r), 127,4 mln PLN EBIT (porównywalnie r/r, ale 5,5% marży vs 7,7% rok wcześniej) oraz 87,7 mln PLN zysku netto (-5% r/r).
- Słaby wynikowo na tle 2021 był 1Q'22, kolejne dwa kwartały przyniosły poprawę wyników r/r także na innych liniach wyników niż przychody.
- Jednocześnie rentowność kluczowego segmentu budowlanego była w każdym kwartale niższa r/r, przy czym 3Q'22 przyniósł pierwszą poprawę q/q od 1Q'21. Na konferencji wynikowej zarząd tłumaczył to m.in. wejściem do realizacji pozyskanych po wyższych cenach kontraktów z 2022 oraz efektem uzyskanych waloryzacji (m.in. podniesienie limitu przez GDDKiA, negocjacje w zakresie budownictwa ogólnego).
- Segment deweloperski w 1H'22 w znikomym stopniu kontrybuował do wyników. Natomiast w 3Q'22 rozpoczęły się przekazania w projekcie w Bydgoszczy (Aura Towers, projekt na 311 lokali). W 4Q'22 rozpoczęły się przekazania także na inwestycji w Gdańsku (I etap przy ul. Wielkopolskiej, 108 lokali). Bieżąca sprzedaż w 3Q'22 była bardzo słaba (jedynie 54 lokale, przy 1166 lokalach na koniec okresu w ofercie). Jak podał zarząd na konferencji wynikowej, na razie skupia się na obserwacji rynków i nie są podejmowane jakieś większe ruchy cenowe.
- Segment najmu, po zniesieniu obostrzeń covidowych, notuje w ostatnich kwartałach dość stabilne wyniki (ok. 8-9 mln PLN wyniku brutto ze sprzedaży). Koszty mediów są przerzucane na klientów. Umowy najmu są także w większości waloryzowane o wskaźnik inflacji. Powinno to pozwolić utrzymać zbliżoną/niewiele niższą wartość aktywów, mimo wzrostu stopy dyskonta w teście badania wartości (zarząd sygnalizować, że może pojawić się niewielki odpis).
- Na koniec 3Q'22 spółka miała 257 mln PLN długu netto. Przy tym 140 mln PLN do zobowiązania z tytułu długoterminowych umów najmu ujęte wg MSSF16 (dzierżawa terenu od miasta na Marywilskiej).
- Słabo w 1H'22 wyglądał CF operacyjny, 3Q'22 przyniósł już neutralny wpływ. Spółka tłumaczy to przede wszystkim dużym zaangażowaniem w kontrakty na budowę hal logistycznych dla Panattoni, gdzie konieczne jest finansowanie kapitału obrotowego przez większość okresu budowy. Na koniec 3Q'22 spółka odnotowała wzrost należności ujmowanych jako przeterminowanych do 397 mln PLN vs 319 mln PLN po 2Q'22 (155 mln PLN po 4Q'21). Zarząd tłumaczy tę pozycję właśnie ujęciem należności ze wspomnianych kontraktów dla Panattoni – inwestor oczekuje budowy hal po zawarciu wstępnej umowy, natomiast dopiero wtedy zaczyna się w przypadku inwestycji o charakterze spekulacyjnym pozyskiwanie najemców oraz aranżowanie finansowania na budowę. W sprawozdaniu za 3Q'22 Mirbud wskazał, że na koniec listopada 167 mln PLN należności przeterminowanych zostało uregulowane. Na konferencji wynikowej zarząd sygnalizował także, że oczekuje dalszej normalizacji pozycji w 1H'23.

Prognozy na 4Q'22**Prognozy wyników na 4Q'22 [mln PLN]**

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	2021	2022	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	858,4	1 002,5	16,8%	2 505,6	3 305,3	31,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,2	79,2	11,2%	231,6	264,6	14,2%
Zysk na sprzedaży	53,2	57,8	8,7%	166,1	189,0	13,8%
EBITDA	51,4	56,6	10,2%	187,9	195,8	4,2%
EBIT	47,8	52,8	10,5%	174,5	180,3	3,3%
Zysk (strata) brutto	42,6	44,8	5,2%	156,1	159,5	2,2%
Zysk (strata) netto	35,6	36,3	2,1%	128,0	124,0	-3,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,3%	7,9%		9,2%	8,0%	
Marża EBITDA	6,0%	5,6%		7,5%	5,9%	
Marża EBIT	5,6%	5,3%		7,0%	5,5%	
Marża zysku netto	4,1%	3,6%		5,1%	3,8%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Zakładamy, że 4Q'22 będzie przychodowo nieco wyższy niż 3Q'22. Posiadany portfel zleceń oraz wzrost q/q liczby przekazanych mieszkań dają naszym zdaniem perspektywę do przekroczenia prognozy 1,0 mld PLN.
- W segmencie budowlanym spodziewamy się 960 mln PLN przychodów marży brutto ze sprzedaży w okolicy 6,3% (5,9% w 2Q'22, 6,7% w 3Q'22 – sezonowo 4Q zwykle ma nieco słabsze marże niż 3Q, jednocześnie dostrzegamy szansę, że będzie to pierwszy kwartał od 1Q'21, w którym zatrzymana zostanie erozja marży r/r).
- W segmencie deweloperskim spółka przekazała 152 lokale w 4Q'22 (inwestycje w Bydgoszczy i Gdańsku) vs 119 w 4Q'21 i 109 w 3Q'22. Zakładamy 67 mln PLN przychodów przy 20% marży brutto ze sprzedaży.
- W segmencie najmu spodziewamy się 13-14 mln PLN przychodów przy 60% marży brutto ze sprzedaży. Na poziomie salda PPO/PKO zakładamy -5 mln PLN odpisu z tytułu utraty wartości aktywów (wyższa stopa dyskonta, ale także wyższe inflacja, które wpływa pozytywnie na stronę przychodową).

- Zakładamy 15 mln PLN przychodów w działalności pozostałej oraz -53 mln PLN z tytułu wyłączeń konsolidacyjnych. Wpływ na wynik brutto ze sprzedaży z tych dwóch pozycji zakładamy na poziomie -3 mln PLN.
- Na poziomie EBIT oczekujemy 58 mln PLN, co implikuje 36 mln PLN zysku netto (przy 19% stopie podatku i -8 mln PLN na saldzie finansowym)
- Spodziewamy się wyraźnie lepszej sytuacji gotówkowej. Jak sygnalizował zarząd w sprawozdaniu w listopadzie wpłynęło 167 mln PLN należności przeterminowanych. Rosnące przychody mogą nadal generować zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, ale jednocześnie 4Q to sezonowo okres spływu gotówki u generalnych wykonawców. Zakładamy 108 mln PLN długu netto na koniec 4Q'22 (razem z zobowiązaniami wg MSSF 16).

Perspektywy na kolejne okresy

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	298,3	574,2	774,6	858,4	501,8	849,3	1 002,5	1 002,5	499,9	859,9	919,0	945,2	499,4	802,4	800,2	807,9
Budownictwo	264,9	545,1	741,3	792,6	495,8	858,5	943,2	960,0	471,0	815,6	872,5	888,0	400,4	713,6	763,4	777,0
Deweloperka	30,9	33,2	32,9	49,4	12,1	17,7	43,8	66,9	51,5	48,5	39,7	37,2	99,9	81,1	32,3	29,5
Najem	8,0	9,0	12,4	12,6	13,5	13,7	13,4	13,4	14,5	14,7	14,4	14,4	15,2	15,4	15,1	15,1
Inne	6,5	12,1	14,6	38,7	4,1	10,0	66,2	15,0	4,1	10,0	15,5	15,0	4,1	10,0	15,5	15,0
Wyłączenia	-12,0	-25,2	-26,7	-35,0	-23,8	-50,6	-64,2	-52,8	-41,3	-29,0	-23,1	-9,3	-20,2	-17,8	-26,2	-28,7
Zysk brutto ze sprzedaży	38,4	50,9	71,1	71,2	41,5	61,3	79,2	79,2	47,6	70,1	71,3	72,5	51,7	69,1	60,6	61,0
Budownictwo	25,7	43,5	55,0	49,4	30,7	50,6	62,9	60,5	30,6	53,0	56,7	57,7	26,0	46,4	47,7	48,6
Deweloperka	7,8	7,6	7,6	10,6	2,9	5,7	11,7	13,4	10,3	9,7	6,9	6,5	17,5	14,2	4,9	4,4
Najem	3,4	3,9	7,8	7,8	7,7	9,1	8,3	8,0	8,7	8,8	8,6	8,6	9,1	9,3	9,1	9,1
Inne	-0,3	0,5	1,8	1,2	1,3	-0,7	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	1,7	-4,5	-1,0	2,2	-1,1	-3,4	-2,3	-2,6	-2,1	-1,4	-1,0	-0,4	-0,9	-0,8	-1,0	-1,1
SG&A	13,3	17,1	17,0	18,0	16,0	19,4	18,7	21,4	16,4	19,9	19,1	21,7	16,8	20,2	19,3	21,9
Zysk na sprzedaży	25,0	33,7	54,1	53,2	25,5	41,9	63,8	57,8	31,2	50,2	52,2	50,7	35,0	48,8	41,3	39,1
PPO/PKO	11,9	-0,4	2,3	-5,4	-0,6	-1,4	-1,8	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	40,0	36,6	59,9	51,4	28,6	44,5	66,1	56,6	35,1	54,2	56,2	54,8	39,1	52,9	45,4	43,3
EBIT	36,9	33,3	56,5	47,8	24,9	40,5	62,0	52,8	31,2	50,2	52,2	50,7	35,0	48,8	41,3	39,1
Zysk brutto	32,6	28,4	52,4	42,6	20,1	34,3	60,3	44,8	23,6	42,6	44,6	43,1	28,6	42,5	35,0	32,8
Zysk netto	27,5	22,2	42,7	35,6	15,2	24,3	36,3	36,3	18,8	34,1	35,7	34,5	22,9	34,0	28,0	26,2
Przekazane mieszkania	111	86	77	119	29	34	109	152	103	110	94	80	200	184	77	64
Portfel	5 053	5 510	5 351	4 815	5 491	5 755	5 249	5 564	5 493	5 391	5 282	5 171	5 141	5 087	5 030	4 972
CFO	-68,9	21,8	72,0	180,5	-120,1	-76,7	-6,1	131,3	-30,0	0,0	40,0	61,0	-30,0	20,0	50,0	108,3
Dług (gotówka) netto	155,3	154,2	111,4	-10,7	125,3	236,1	256,8	107,6	141,6	145,6	132,6	91,1	125,2	109,3	100,8	7,6
Marża brutto ze sprzedaży	12,9%	8,9%	9,2%	8,3%	8,3%	7,2%	7,9%	7,9%	9,5%	8,2%	7,8%	7,7%	10,4%	8,6%	7,6%	7,5%
Budownictwo	9,7%	8,0%	7,4%	6,2%	6,2%	5,9%	6,7%	6,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,3%	6,3%
Deweloperka	25,3%	22,8%	23,0%	21,5%	23,7%	32,2%	26,8%	20,0%	20,0%	20,0%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	15,0%	15,0%
Najem	42,7%	43,1%	62,5%	61,8%	57,4%	66,4%	62,1%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Inne	-5,0%	3,7%	12,2%	3,0%	31,3%	-6,9%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	4,5%	3,0%	2,2%	2,1%	3,2%	2,3%	1,9%	2,1%	3,3%	2,3%	2,1%	2,3%	3,4%	2,5%	2,4%	2,7%
Marża EBITDA	13,4%	6,4%	7,7%	6,0%	5,7%	5,2%	6,6%	5,6%	7,0%	6,3%	6,1%	5,8%	7,8%	6,6%	5,7%	5,4%
Marża EBIT	12,4%	5,8%	7,3%	5,6%	5,0%	4,8%	6,2%	5,3%	6,2%	5,8%	5,7%	5,4%	7,0%	6,1%	5,2%	4,8%
Marża netto	9,2%	3,9%	5,5%	4,1%	3,0%	2,9%	3,6%	3,6%	3,8%	4,0%	3,9%	3,6%	4,6%	4,2%	3,5%	3,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Na ostatnich konferencjach wynikowych (2Q'22 i 3Q'22) zarząd wskazywał, że w budownictwie inżynieryjnym sytuacja jest unormowana (na kilku kontraktach osiągnięto limit waloryzacji, ale w 3Q'22 podpisano z GDDKiA aneksy zwiększające limit do 10%, który zdaniem zarządu jest na dziś wystarczający) a spółka nie ma kontraktów na stracie.
- W budownictwie magazynowo-przemysłowym największym wyzwaniem są długie terminy płatności przez inwestorów z obszaru logistycznego (spółka zdobyła dużo kontraktów z tego segmentu rynku w 1H'22, których termin realizacji wynosi zwykle kilka miesięcy). Jednocześnie zarząd zwracał uwagę, że od 2Q'22 spada ilość nowych zapytań na budowy magazynów (przy obecnych kosztach finansowania inwestorzy selektywnie podchodzą do projektów). Najbardziej wymagające pod względem rentowności pozostają kontrakty z budownictwa użytku publicznego – konieczne są negocjacje cenowe i waloryzacje umów (udział w przychodach tego typu umów nie jest jednak obecnie zbyt wysoki).
- W naszej opinii portfel spółki zapewnia możliwość wypracowania zbliżonego przerobu w 2023 roku (także 2024 jest w dużej mierze zabezpieczony).
- W modelu zakładamy wypracowanie w segmencie budowlanym 3,0-3,1 mld PLN w 2023 (vs 3,26 mld PLN w 2022) przy 6,5% marży brutto ze sprzedaży (6,3% w 2022). W kolejnych latach zakładamy spadek przychodów do okolic 2,5 mld PLN rocznie w tym segmencie, przy konserwatywnym założeniu obniżeniu marży do okolic 5-6%.
- W segmencie deweloperskim 2023 rok przynosi zakończenie kilku projektów deweloperskich (zakładamy rozpoczęcie przekazania z projektu Zakopane w 1Q'23, a w dalszej części planowana są kolejne projekty z Bydgoszczy i Gdańska oraz Żyrardów, Łódź i Katowice – łącznie jest to 957 lokali, ale duża część projektów ma niski poziom zaawansowania sprzedaży i spodziewamy się, także że część projektów wejdzie do przekazania w 2024). W 2022 spółka przekazała w sumie 324 lokale. W 2023 może być trochę więcej (przy czym za nawet około połowę może odpowiadać Zakopane) przy utrzymaniu bieżącej sprzedaży na poziomie

50-60 lokali na kwartał. Spodziewamy się możliwej kumulacji przekazania w 2024 (>500 lokali) – spółka może mieć wtedy dość sporą ofertę gotowych lokali a jednocześnie spodziewamy się poprawy sentymentu w branży deweloperskiej (kontrakty forward wskazują na perspektywę obniżek stóp procentowych w średnim terminie). W dłuższym terminie oczekujemy przekazania na poziomie ok 300-350 mieszkań (ze względu na posiadany bank ziemi uważamy, że ambicje spółki mogą być wyższe).

- W segmencie najmu oczekujemy 58 mln PLN przychodów w 2023 (zakładamy kontynuację współpracy z Ikea w Ostródzie) oraz 60% marży brutto. W średnim terminie zakładamy inflacyjne wzrosty przychodów oraz utrzymanie zbliżonej rentowności.
- W sumie w 2023 na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 3,2 mld PLN przychodów oraz 123 mln PLN zysku netto. W 2024 spodziewamy się 2,9 mld PLN przychodów oraz 111 mln PLN zysku netto. Na poziomie zadłużenia netto estymujemy 91 mln PLN na koniec 2023 i 8 mln PLN rok później (realnie oznacza to gotówkę netto po skorygowaniu pozycji o zobowiązania wynikające z MSSF związane z dzierżawą terenów przy Marywilskiej). Zakładamy wypłatę 0,25 PLN/akcję dywidendy w 2023 oraz 0,41 PLN/akcję w 2024. Uważamy, że spółka może w średnim terminie budować dalszą dywersyfikację grupy na bazie przejęć (grupie na dziś brakuje kompetencji np. w budownictwie energetycznym czy kolejowym).
- Nasze prognozy na 2022 rok są na poziomie przychodów/EBIT o ok. 4% wyższe niż konsensus Bloomberg. Zakładamy natomiast istotnie niższy poziom długu netto niż rynek.
- Podobnie wyższe (3-4% na poziomie przychodów i EBIT) są nasze prognozy od konsensusu na 2023 roku. Nieco ostrożniej podchodzimy natomiast do 2024 roku. W każdym z tych lat zakładamy niższy poziom zadłużenia spółki (być może rynek nie uwzględni poprawy kapitału obrotowego przy spadku ekspozycji na kontrakty logistyczne).

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2022	2022	odchylenie	2023	2023	odchylenie	2024	2024	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	3 305	3 173	4,2%	3 224	3 135	2,8%	2 910	3 078	-5,5%
EBITDA	196	187	4,7%	200	192	4,4%	181	186	-2,8%
EBIT	180	173	4,4%	184	177	3,9%	164	171	-4,2%
Zysk netto	124	115	8,1%	123	124	-0,7%	111	121	-7,9%
Dług (gotówka) netto	108	231	-53,4%	91	164	-44,5%	8	77	-90,1%
Marża EBITDA	5,9%	5,9%		6,2%	6,1%		6,2%	6,0%	
Marża EBIT	5,5%	5,4%		5,7%	5,7%		5,6%	5,6%	
Marża zysku netto	3,8%	3,6%		3,8%	4,0%		3,8%	3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognoza wyników roczna [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	949,1	1 242,9	2 505,6	3 305,3	3 224,0	2 909,8	2 529,8	2 604,3	2 643,0	2 669,7	2 696,6	2 723,8	2 751,2	2 779,0
Budownictwo	908,4	1 153,2	2 344,0	3 257,6	3 047,1	2 654,4	2 455,4	2 455,4	2 492,2	2 517,1	2 542,3	2 567,7	2 593,4	2 619,3
Deweloperka	92,7	114,6	146,4	140,6	176,9	242,7	147,9	166,2	168,7	171,2	173,8	176,4	179,0	181,7
Najem	46,6	32,9	42,1	53,9	58,0	60,9	62,1	62,7	63,3	64,0	64,6	65,3	65,9	66,6
Inne	9,8	15,4	72,0	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7	45,3	45,8	46,3	46,7	47,2	47,7
Wyłączenia	-108,5	-73,2	-98,9	-191,4	-102,6	-92,9	-180,2	-124,7	-126,5	-128,4	-130,3	-132,3	-134,3	-136,3
Zysk brutto ze sprzedaży	100,6	137,3	231,6	264,6	261,4	242,4	200,0	196,5	195,2	194,4	193,6	192,7	191,8	190,8
Budownictwo	58,6	88,1	173,6	204,8	198,1	168,7	147,3	143,6	142,1	141,0	139,8	138,7	137,4	136,2
Deweloperka	18,6	27,7	33,6	33,7	33,5	40,9	22,2	24,9	25,3	25,7	26,1	26,5	26,9	27,3
Najem	19,0	5,6	22,9	33,2	34,8	36,5	37,3	37,3	37,4	37,4	37,5	37,5	37,6	37,6
Inne	1,7	1,2	3,1	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	2,7	14,7	-1,6	-9,5	-4,9	-3,7	-6,8	-9,3	-9,5	-9,6	-9,8	-9,9	-10,1	-10,2
SG&A	54,1	59,2	65,5	75,5	77,1	78,2	79,2	81,5	82,7	83,6	84,4	85,2	86,1	87,0
Zysk na sprzedaży	46,5	78,1	166,1	189,0	184,3	164,2	120,8	115,0	112,5	110,9	109,2	107,5	105,7	103,9
PPO/PKO	5,7	6,3	8,4	-8,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	63,9	98,4	187,9	195,8	200,4	180,7	137,6	132,0	129,6	128,2	126,7	125,1	123,5	121,8
EBIT	52,2	84,4	174,5	180,3	184,3	164,2	120,8	115,0	112,5	110,9	109,2	107,5	105,7	103,9
Zysk brutto	37,0	70,3	156,1	159,5	153,9	138,9	98,7	96,3	95,6	95,7	95,9	96,0	95,4	94,1
Zysk netto	28,1	58,2	128,0	124,0	123,1	111,1	79,0	77,0	76,4	76,6	76,7	76,8	76,4	75,3
Przekazane mieszkania	352	331	393	324	388	524	316	350	350	350	350	350	350	350
Portfel	3 430	4 578	4 815	5 564	5 171	4 972	4 972	5 009	5 059	5 110	5 161	5 213	5 265	5 317
CFO	28,2	247,9	205,4	-71,6	71,0	148,3	67,3	103,8	98,5	96,1	94,7	93,3	92,0	90,8
Dług (gotówka) netto	154,4	83,8	-10,7	107,6	91,1	7,6	4,5	-41,8	-85,2	-127,9	-170,6	-213,3	-255,4	-296,6
Marża brutto ze sprzedaży	10,6%	11,0%	9,2%	8,0%	8,1%	8,3%	7,9%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%
Budownictwo	6,5%	7,6%	7,4%	6,3%	6,5%	6,4%	6,0%	5,9%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%
Deweloperka	20,1%	24,2%	22,9%	24,0%	18,9%	16,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Najem	40,6%	16,9%	54,4%	61,5%	60,0%	60,0%	60,0%	59,5%	59,0%	58,5%	58,0%	57,5%	57,0%	56,5%
Inne	16,9%	7,7%	4,3%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SG&A/przychody	5,7%	4,8%	2,6%	2,3%	2,4%	2,7%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Marża EBITDA	6,7%	7,9%	7,5%	5,9%	6,2%	6,2%	5,4%	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%
Marża EBIT	5,5%	6,8%	7,0%	5,5%	5,7%	5,6%	4,8%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%
Marża netto	3,0%	4,7%	5,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%

Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	715	708	704	699	694	689	684	679	674	669	664	660
Wartości niematerialne i prawne	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	8
Rzeczowe aktywa trwałe	153	151	152	152	153	153	154	154	155	155	156	156
Nieruchomości inwestycyjne	506	501	495	490	484	479	473	468	463	457	452	446
Pozostałe aktywa trwałe	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Aktywa obrotowe	1326	1610	1515	1456	1341	1377	1404	1425	1447	1469	1520	1571
Zapasy	316	494	482	447	452	460	468	476	484	493	501	510
Należności krótkoterminowe	498	757	738	666	579	596	605	611	617	624	630	636
Inwestycje krótkoterminowe	508	354	290	338	306	317	327	334	341	348	385	420
- w tym środki pieniężne*	468	314	250	298	266	277	287	294	301	308	345	380
Pozostałe aktywa obrotowe	4	5	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Aktywa razem	2 041	2 318	2 219	2 154	2 035	2 066	2 088	2 104	2 121	2 138	2 184	2 231
Kapitał (fundusz) własny	582	688	788	862	902	944	987	1 030	1 074	1 117	1 160	1 203
Kapitał mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 458	1 630	1 431	1 293	1 133	1 122	1 101	1 074	1 047	1 021	1 024	1 028
Rezerwy na zobowiązania	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Zobowiązania długoterminowe	639	607	430	377	320	289	258	254	250	246	242	238
- w tym zobowiązania oprocentowane	367	331	251	215	180	144	111	106	100	95	89	84
Zobowiązania krótkoterminowe	784	989	966	881	778	798	809	786	763	741	748	755
- w tym zobowiązania oprocentowane	90	90	90	90	90	90	90	60	30	0	0	0
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	2 041	2 318	2 219	2 154	2 035	2 066	2 088	2 104	2 121	2 138	2 184	2 231
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	2 506	3 305	3 224	2 910	2 530	2 604	2 643	2 670	2 697	2 724	2 751	2 779
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	232	265	261	242	200	197	195	194	194	193	192	191
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	66	76	77	78	79	82	83	84	84	85	86	87
Zysk (strata) na sprzedaży	166	189	184	164	121	115	113	111	109	107	106	104
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	8	-9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	188	196	200	181	138	132	130	128	127	125	123	122
EBIT	174	180	184	164	121	115	113	111	109	107	106	104
Saldo działalności finansowej	-18	-21	-30	-25	-22	-19	-17	-15	-13	-11	-10	-10
Zysk (strata) brutto	156	160	154	139	99	96	96	96	96	96	95	94
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	128	124	123	111	79	77	76	77	77	77	76	75
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	205	-72	71	148	67	104	98	96	95	93	92	91
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-54	-14	-17	-17	-17	-16	-16	-17	-17	-17	-17	-17
Przepływy z działalności finansowej	28	-68	-118	-83	-82	-77	-72	-72	-71	-69	-39	-38
Przepływy pieniężne netto	179	-154	-64	48	-32	11	10	7	7	7	36	36
Środki pieniężne na początek okresu	289	468	314	250	298	266	277	287	294	301	308	345
Środki pieniężne na koniec okresu	468	314	250	298	266	277	287	294	301	308	345	380
Wskaźniki	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	102%	32%	-2%	-10%	-13%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	91%	4%	2%	-10%	-24%	-4%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Zysk netto zmiana r/r	120%	-3%	-1%	-10%	-29%	-2%	-1%	0%	0%	0%	-1%	-1%
Marża brutto na sprzedaży	9,2%	8,0%	8,1%	8,3%	7,9%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%
Marża EBITDA	7,5%	5,9%	6,2%	6,2%	5,4%	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%
Marża EBIT	7,0%	5,5%	5,7%	5,6%	4,8%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%
Marża netto	5,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%
SG&A / przychody	2,6%	2,3%	2,4%	2,7%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
ROE	22,0%	18,0%	15,6%	12,9%	8,8%	8,2%	7,7%	7,4%	7,1%	6,9%	6,6%	6,3%
ROA	6,3%	5,3%	5,5%	5,2%	3,9%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%
Dług	457	422	341	306	270	235	201	166	130	95	89	84
D / (D+E)	44,0%	38,0%	30,2%	26,2%	23,1%	19,9%	16,9%	13,9%	10,8%	7,8%	7,1%	6,5%
D / E	78,5%	61,3%	43,3%	35,5%	30,0%	24,9%	20,4%	16,1%	12,1%	8,5%	7,7%	7,0%
Dług / kapitał własny	78,5%	61,3%	43,3%	35,5%	30,0%	24,9%	20,4%	16,1%	12,1%	8,5%	7,7%	7,0%
Dług netto	-11	108	91	8	4	-42	-85	-128	-171	-213	-255	-297
Dług netto / kapitał własny	-18,31	156,48	115,65	8,86	4,94	-44,29	-86,36	-124,15	-158,90	-190,91	-220,11	-246,61
Dług netto / EBITDA	-0,1	0,5	0,5	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-1,0	-1,3	-1,7	-2,1	-2,4
EV	448	566	550	466	463	417	373	331	288	245	203	162
Dług / EV	102,0%	74,4%	62,0%	65,6%	58,4%	56,3%	53,9%	50,1%	45,3%	38,7%	43,8%	51,6%
CAPEX / Przychody	0,1%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	21,7%	92,6%	106,5%	104,0%	102,5%	102,7%	102,8%	103,0%	103,2%	103,5%	103,8%	104,0%
Zmiana KO / Przychody	-15,8%	-1,7%	7,2%	2,7%	-0,3%	1,5%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-66,9%	-3,3%	29,8%	-107,4%	2,6%	-10,1%	2,1%	11,9%	21,6%	21,8%	22,1%	22,3%
P/E*	3,6	3,7	3,7	4,1	5,8	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,1
P/BV*	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA*	2,4	2,9	2,7	2,6	3,4	3,2	2,9	2,6	2,3	2,0	1,6	1,3
EV/EBIT*	2,6	3,1	3,0	2,8	3,8	3,6	3,3	3,0	2,6	2,3	1,9	1,6
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,08	0,20	0,25	0,41	0,42	0,38	0,37	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
Payout ratio	12,6%	14,3%	18,5%	30,3%	34,8%	44,2%	43,9%	43,7%	43,5%	43,3%	43,2%	43,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 5,00 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl[gry komputerowe](#)**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	6,30	---	---	16.01.2023	08:58 CEST	5,00	61 566

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'23*	, 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	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	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: 2023-01-16

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-01-16 (08:58 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-01-23 (00:01 CEST).

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

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

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2023-01-16:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.