

MIRBUD

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 8,90 PLN

11 KWIECIEŃ 2023, 11:30 CEST

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji Mirbudu. Uważamy, że rośnie prawdopodobieństwo, że wyniki 2023 roku mogą pozytywnie zaskoczyć rynek. Spółka, pomimo ostatniego wzrostu kursu, nadal jest atrakcyjnie wyceniana wskaźnikowo. Uważamy, że znacznej poprawie powinna ulegać pozycja gotówkowa (wraz ze spadkiem udziału w portfelu kontraktów magazynowych), czego może nie doceniać konsensus. Ożywienie popytu kredytowego powinno także odwrócić negatywne trendy w segmencie deweloperskim spółki, gdzie oferta spółki koncentruje się na rynkach regionalnych, które relatywnie mocniej odczuły trudne otoczenie w 2022 roku. Backlog spółki na koniec marca wyniósł 5,25 mld PLN, co wskazuje na możliwość utrzymania sprzedaży w segmencie budowlanym na poziomach zbliżonych do rekordowego 2022 roku 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=3,3x. Podtrzymujemy zalecenie Kupuj, podwyższając cenę docelową do poziomu 8,90 PLN.

Szacunkowe wyniki za 4Q'22 odbieramy pozytywnie. Spółka po raz pierwszy przekroczyła kwartalnie 1,0 mld PLN przychodów. Na poziomie marży brutto wynik był nieznacznie powyżej naszych założeń ze stycznia (8,3% vs 7,9%), nieco niższy od naszych założeń zysk netto to efekt prawdopodobnie przeszacowania aktywów w segmencie najmu w związku z wyższymi stopami dyskonta (wynik netto był jednocześnie o 3% wyższy od konsensusu).

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. Pozwala to podchodzić obecnie spółce do ofertowania bardzo ostrożnie i nie uczestniczyć w nadmiernej walce cenowej – przy blisko 80% r/r wyższym ofertowaniu w 1Q'23, nowa kontraktacja jest dość niska a wartość portfela po marcu spadła do 5,25 mld PLN.

Spodziewamy się, że obserwowane już spowolnienie w obszarze budowlanym powinno mieć swoje przełożenie na ustabilizowanie się sytuacji kosztowej (stopniowe już hamowanie wskaźnika dynamiki cen w budownictwie). Niższe obecnie r/r jak i YTD są ceny stali czy asfaltów; wyższe są natomiast ceny kruszyw czy cementu, ale przy niższej presji ze strony kosztów energetycznych także tu spodziewamy się zahamowania negatywnej tendencji. Podkreślamy także mniejszą presję ze strony podwykonawców (dynamika wynagrodzeń w budownictwie spadła w I-II'23 do 8% r/r, przy spadku zatrudnienia w branży).

Rentowność segmentu budowlanego w 2022 roku w Mirbudzie spadła z 7,5% notowanych w 2020-21 w okolice 6,0-6,5% w 2022 roku. Uważamy, że otoczenie daje spółce szansę pozytywne zaskakiwanie marżą w 2023 roku. W 2022 roku Mirbud wypracował blisko 3,32 mld PLN przychodów (+32% r/r) i 119 mln PLN zysku netto (-7% r/r). W 2023 roku na poziomie skonsolidowanym zakładamy wypracowanie 3,31 mld PLN przychodów oraz 134 mln PLN zysku netto (+13% r/r). Nasze prognozy na 2023 rok są o średnio 10% wyższe niż konsensus Bloomberg na poziomie EBIT/netto. Oczekujemy także wyraźnej poprawy sytuacji gotówkowej, czego nie uwzględnia naszym zdaniem w pełni konsensus (spółka sygnalizowała już w raporcie za 3Q'22 spływ dużej części należności przeterminowanych z obszaru logistyki). W latach 2024-25 spodziewamy się spadku przychodów w ujęciu r/r (przy czym spółka ma jeszcze sporo czasu na budowę portfela na lata 2025+ i widzimy tu potencjał do rewizji naszych prognoz w górę).

Spółka wyceniana jest na 2023 rok na EV/EBITDA z 26% dyskontem do branży i 47% 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). Jednocześnie dobre wyniki oraz lepsza sytuacja bilansowa mogą skłaniać spółkę do wyjścia na szczytę akwizycji.

Wycena DCF [PLN]	8,48
Wycena porównawcza [PLN]	9,89
Wycena końcowa [PLN]	8,90
Potencjał do wzrostu / spadku	15,6%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	7,70
Kapitalizacja [mln PLN]	706,4
Ilość akcji [mln. szt.]	91,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,70
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,07
Stopa zwrotu za 3 mc	58,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	142,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	153,3%
Struktura akcjonariatu:	
Mirgos Jerzy	45,3%
OFE NN	10,1%
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

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1 242,9	2 505,6	3 319,0	3 307,2	3 004,5	2 766,3
EBITDA [mln PLN]	98,4	187,9	195,4	214,3	197,8	155,9
EBIT [mln PLN]	84,4	174,5	179,7	198,2	181,3	139,2
Zysk netto [mln PLN]	58,2	128,0	119,0	134,1	124,6	93,3
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	83,8	-10,7	38,4	8,3	-102,9	-141,6
P/BV	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8
P/E	12,1	5,5	5,9	5,3	5,7	7,6
EV/EBITDA	8,0	3,7	3,8	3,3	3,1	3,6
EV/EBIT	9,4	4,0	4,1	3,6	3,3	4,1
DPS [PLN/akcję]	0,02	0,08	0,20	0,25	0,44	0,48



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	7
DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA ORAZ NAJEM	9
STRONA KOSZTOWA.....	11
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	13
DANE FINANSOWE	18

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	25,1	12,1	5,5	5,9	5,3	5,7	7,6
P/BV	1,7	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	13,5	8,0	3,7	3,8	3,3	3,1	3,6
EV/EBIT	16,5	9,4	4,0	4,1	3,6	3,3	4,1
EV/S	0,9	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	4,4	5,0	6,3	7,4	8,7	9,6	10,1
EPS	0,3	0,6	1,4	1,3	1,5	1,4	1,0
DPS (w danym roku)	0,00	0,02	0,08	0,20	0,25	0,44	0,48
Payout ratio	---	7%	13%	14%	19%	30%	35%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	949	1 243	2 506	3 319	3 307	3 004	2 766
budowlanka	908	1 153	2 344	3 270	3 164	2 835	2 622
deweloperka	93	115	146	131	161	255	148
najem	47	33	42	54	58	61	63
inne	10	15	72	45	45	45	45
wyłączenia	-109	-73	-99	-182	-121	-191	-111
Zysk brutto ze sprzedaży	101	137	232	270	276	261	220
budowlanka	59	88	174	206	209	182	158
deweloperka	19	28	34	38	40	51	30
najem	19	6	23	34	35	37	38
inne	2	1	3	2	0	0	0
wyłączenia	3	15	-2	-10	-8	-10	-6
SG&A	54	59	66	77	78	79	81
PPO/PKO	6	6	8	-14	0	0	0
EBITDA	64	98	188	195	214	198	156
EBIT	52	84	174	180	198	181	139
Zysk brutto	37	70	156	153	168	156	117
Zysk netto	28	58	128	119	134	125	93
Dług netto	154	84	-11	38	8	-103	-142

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-17%	31%	102%	32%	0%	-9%	-8%
EBITDA zmiana r/r	2%	54%	91%	4%	10%	-8%	-21%
Zysk netto zmiana r/r	14%	107%	120%	-7%	13%	-7%	-25%
Marża brutto na sprzedaży	10,6%	11,0%	9,2%	8,1%	8,4%	8,7%	8,0%
Marża EBITDA	6,7%	7,9%	7,5%	5,9%	6,5%	6,6%	5,6%
Marża netto	3,0%	4,7%	5,1%	3,6%	4,1%	4,1%	3,4%
ROE	6,9%	12,6%	22,0%	17,4%	16,9%	14,2%	10,1%
ROA	2,5%	3,8%	6,3%	5,1%	6,0%	5,7%	4,4%

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	1 549	1 503	1 444
Zapasy	261	283	316	467	450	379	370
Należności krótkoterminowe	257	288	498	714	720	671	618
Środki pieniężne	108	289	468	383	333	409	412
Pozostałe aktywa obrotowe	2	2	44	45	45	45	44
Aktywa razem	1 146	1 539	2 041	2 317	2 252	2 202	2 138
Kapitał własny	405	462	582	683	794	878	928
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania i rezerwy	741	1 078	1 458	1 635	1 458	1 324	1 210
Rezerwy na zobowiązania	41	36	34	34	34	34	34
Oprocentowane zobowiązania	263	373	457	422	341	306	270
Zobowiązania pozostałe	438	669	967	1 178	1 082	983	905
Pasywa razem	1 146	1 539	2 041	2 317	2 252	2 202	2 138
Dług netto	154	84	-11	38	8	-103	-142
Dług netto / Kapitał własny	0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Dług netto / EBITDA	2,4	0,9	-0,1	0,2	0,0	-0,5	-0,9

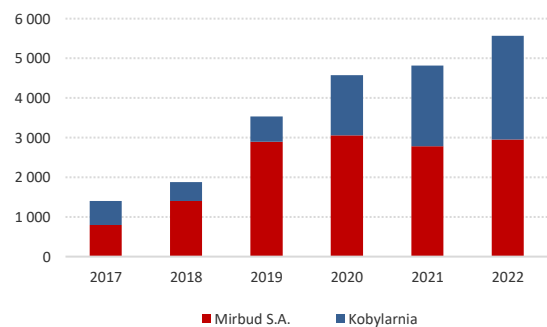
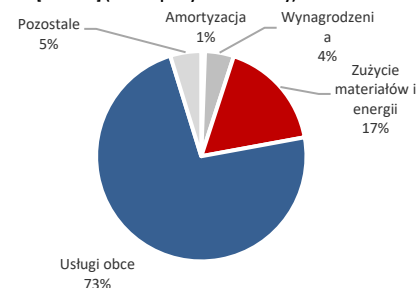
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	28	248	205	3	85	179	108
CFI	-20	0	-54	-14	-17	-17	-17
CFF	36	-67	28	-73	-118	-86	-87
- w tym dywidenda	0	2	7	18	23	40	44
Przepływy pieniężne netto	44	181	179	-85	-50	76	3
CAPEX / Amortyzacja	176%	69%	22%	91%	107%	104%	103%

MIRBUD

Rekomendacja	Kupuj	www: www.mirbud.pl
Wycena końcowa [PLN]	8,90	
Potencjał do wzrostu /	15,6%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	7,70	4Q'22: 26 kwi
Ilość akcji [mln. szt.]	91,7	1Q'23: 25 maj
Kapitalizacja [mln PLN]	706,4	

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody	775	858	502	849	952	1 016
budowlanka	741	793	496	859	943	973
deweloperka	33	49	12	18	44	58
najem	12	13	13	14	13	14
inne	15	39	4	10	16	15
wyłączenia	-27	-35	-24	-51	-64	-43
Zysk brutto ze sprzedaży	71	71	42	61	82	85
budowlanka	55	49	31	51	63	62
deweloperka	8	11	3	6	12	18
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	22
PPO/PKO	2	-5	-1	-1	-2	-10
EBITDA	60	51	29	44	66	56
EBIT	56	48	25	41	62	52
Zysk brutto	52	43	20	34	60	39
Zysk netto	43	36	15	24	48	31
Dług netto	111	-11	125	236	257	38

Wskaźniki	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody zmiana r/r	134%	80%	68%	48%	23%	18%
EBITDA zmiana r/r	132%	15%	-29%	22%	10%	9%
Zysk netto zmiana r/r	171%	12%	-45%	9%	13%	-12%
Marża brutto na sprzedaży	9,2%	8,3%	8,3%	7,2%	8,7%	8,3%
Marża EBITDA	7,7%	6,0%	5,7%	5,2%	6,9%	5,5%
Marża netto	5,5%	4,1%	3,0%	2,9%	5,1%	3,1%

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 8,48 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 9,89 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 8,90 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	8,48
Wycena metodą porównawczą	30%	9,89
Wycena 1 akcji [PLN]		8,90

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 utrzymanie zbliżonego r/r poziomu przychodów skonsolidowanych w 2022 roku (ok 3,3 mld PLN). Obecny portfel zleceń daje naszym zdaniem perspektywę do utrzymania poziomu >3,0 mld PLN w 2024 roku, mimo słabszego otoczenia makroekonomicznego. Jednocześnie wspomniane słabsze otoczenie powinno przyczynić się do pozytywnych zaskoczeń na poziomie marż na generalnym wykonawstwie w 2023 roku.
- 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 uczestnictwa 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 4-5%. Średnia ważona marża na sprzedaży spółki za ostatnie 5 lat to blisko 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 11.04.2023 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 778 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 8,48 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	3 307,2	3 004,5	2 766,3	2 767,7	2 808,9	2 837,2	2 865,8	2 894,6	2 923,8	2 953,2
EBIT [mln PLN]*	198,2	181,3	139,2	131,8	131,0	129,8	128,5	127,2	125,9	124,5
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]	39,6	36,3	27,8	26,4	26,2	26,0	25,7	25,4	25,2	24,9
NOPLAT [mln PLN]	158,6	145,0	111,3	105,4	104,8	103,8	102,8	101,8	100,7	99,6
Amortyzacja [mln PLN]	16,0	16,5	16,7	17,0	17,2	17,3	17,5	17,7	17,8	18,0
CAPEX [mln PLN]	-17,2	-17,2	-17,3	-17,5	-17,7	-17,9	-18,0	-18,1	-18,3	-18,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-85,3	25,3	-13,5	-6,3	-2,9	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6
FCF [mln PLN]	72,1	169,6	97,3	98,7	101,3	99,1	98,0	96,9	95,8	94,6
DFCF [mln PLN]	66,2	138,0	70,2	63,0	57,2	49,4	43,2	37,6	32,7	28,5
Suma DFCF [mln PLN]	586,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	766,4									
Zdykontowana wart. rezydualna [mln PLN]	230,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	816,7									
Dług netto 2022P [mln PLN]	38,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	778,4									
Ilość akcji [mln szt.]	91,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8,48									

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

Przychody zmiana r/r	-0,4%	-9,2%	-7,9%	0,1%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	10,3%	-8,5%	-23,2%	-5,3%	-0,6%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,1%
FCF zmiana r/r	-	135,1%	-42,6%	1,4%	2,7%	-2,2%	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,2%
Marża EBITDA	6,5%	6,6%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%
Marża EBIT	6,0%	6,0%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
Marża NOPLAT	4,8%	4,8%	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	106,9%	104,4%	103,2%	103,1%	103,2%	103,3%	102,9%	102,7%	102,5%	102,4%
Zmiana KO / Przychody	2,6%	-0,8%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-723,2%	8,4%	-5,7%	435,9%	7,1%	14,8%	15,0%	15,2%	15,4%	15,6%

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	84,9%	86,1%	87,4%	89,1%	90,8%	92,5%	94,2%	95,8%	96,2%	96,5%
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	15,1%	13,9%	12,6%	10,9%	9,2%	7,5%	5,8%	4,2%	3,8%	3,5%
WACC	12,6%	12,7%	12,8%	12,9%	13,1%	13,2%	13,3%	13,5%	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	9,06	9,34	9,68	5,5%	9,00	9,27	9,60	5,5%	9,69	9,27	8,89		
	1,1	8,65	8,89	9,18	6,0%	8,62	8,86	9,14	6,0%	9,27	8,86	8,48		
	1,2	8,27	8,48	8,73	Premia za ryzyko	6,5%	8,27	8,48	8,73	Premia za ryzyko	6,5%	8,89	8,48	8,11
	1,3	7,93	8,11	8,32	7,0%	7,96	8,14	8,35	7,0%	8,54	8,14	7,78		
	1,4	7,62	7,78	7,96	7,5%	7,66	7,83	8,01	7,5%	8,22	7,83	7,47		

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%.

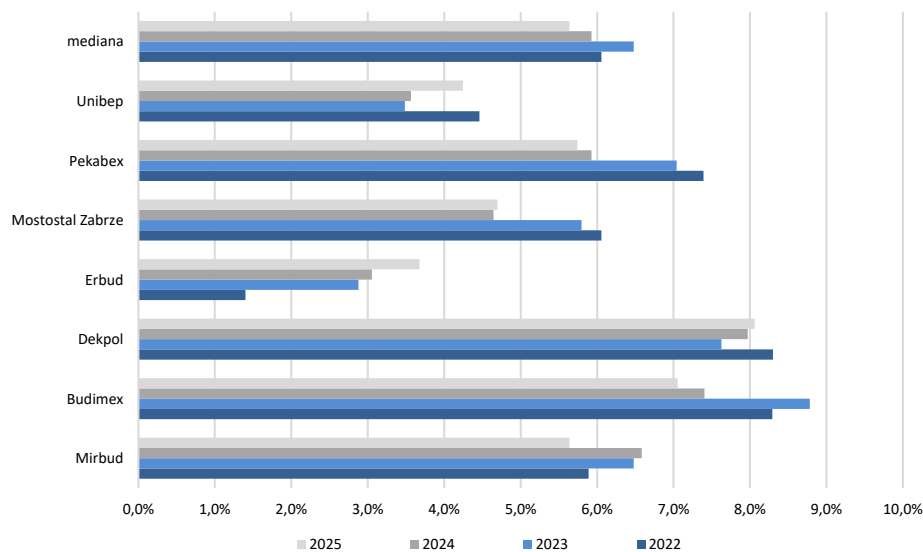
Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 9,89 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty, różna ekspozycja na sprzedaż segmentu deweloperskiego).

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	12,2	13,8	14,6	6,3	6,5	6,3
Dekpol	5,4	5,0	4,1	4,3	3,6	2,9
Erbud	17,3	13,5	8,5	5,0	4,8	3,6
Mostostal Zabrze	6,0	9,7	10,1	2,2	2,8	2,7
Pekabex	6,8	8,3	7,7	4,3	4,4	4,0
Unibep	7,8	7,9	5,5	4,7	4,2	3,2
Mediana	7,3	9,0	8,1	4,5	4,3	3,4
Mirbud	5,3	5,7	7,6	3,3	3,1	3,6
Premia / dyskonto	-27,8%	-37,2%	-6,4%	-25,7%	-29,5%	6,8%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	10,7	12,3	8,2	10,4	10,5	7,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		10,39			9,39	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	9,89					

Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

Porównanie rentowności EBITDA



Źródło:

DM BDM S.A., prognozy własne

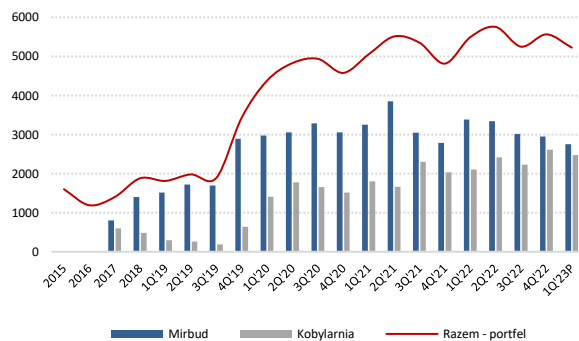
PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

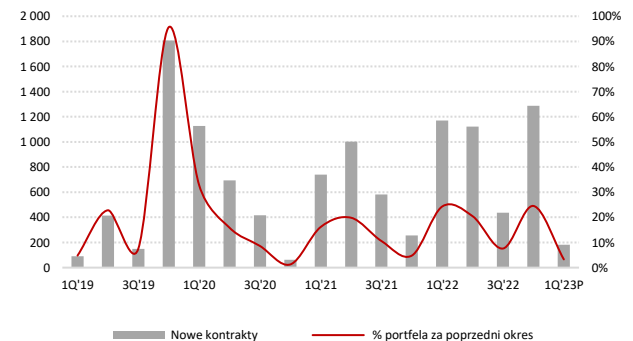
Data zawarcia umowy	Kontrahent	Kontrakt	Wartość netto kontraktu [mln PLN]*	Termin zakończenia	Stopień zaawansowania**
2022					
2022-09-30	GDDKiA	Budowa S6 Koszalin – Słupsk (odc 1, Sianów - Sławno)	535	2025-08	1%
2022-07-08	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Gorzowie	151	b.d.	71%
2022-05-24	Accolade PL	Budowa hal magazynowych w Pile	118	b.d.	41%
2022-05-23	Panattoni Europe	Budowa hal magazynowych w Tarnowie Podgórnym	128	b.d.	100%
2022-05-16	Latea	Budowa hal magazynowych w Krakowie (Wężerów)	146	b.d.	84%
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 Przełom/Miniów – Kielce	437	2025-12	4%
2021					
2021-12-14	ZK w Opolu	Budowa Stadionu Miejskiego w Opolu	170	2024-12	29%
2021-06-24	Gmina Olsztyn	Rozbudowa hali Urania w Olsztynie	158+25	2023-02	49%
2021-06-30	GDDKiA	Obwodnicy miejscowości Gostynia	201	2025-06	7%
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	60%
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	99%
2020-04-23	GDDKiA	Kontynuacja S-5 Dworzysko – Aleksandrowo	474	2022-08	92%
2020-03-13	GDDKiA	Kontynuacja S-5 Białe Błota - Szubin	292	2021-11	89%
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	66%
2019					
2019-12-23	GDDKiA	Obwodnica Poręby i Zawiercia (DK 78)	337	2023-06	28%
2019-11-29	Miasto Płock	Rozbiórka i budowa stadionu miejskiego w Płocku	135	2022-11	87%
2019-11-14	GDDKiA	A18 Olszyna – Golnice (przebudowa jezdnii południowej)	207	2022-05	100%
2019-10-10	GDDKiA	S1 Przybędza-Milówka (obejście Węgierskiej Górki)	1 121	2023-08	62%
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	86%
2019-04-18	GDDKiA	A-1 Bełchatów - Kamieńsk	697	2022-09	97%

Źródło: DM BDM S.A., spółka, nko – najkorzystniejsza oferta, no – najwyższa cena, * w części przypadającej na grupę Mirbud, ** na marzec 2023

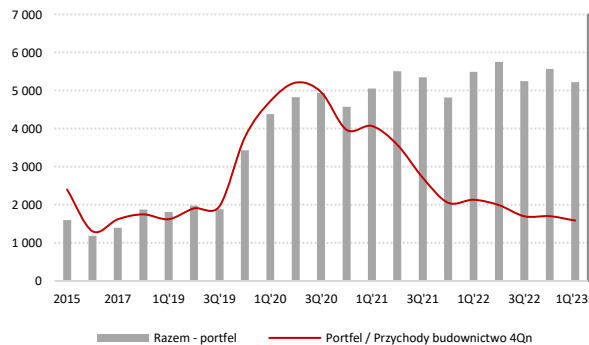
Wartość portfela zamówień na koniec danego okresu [mln PLN]



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

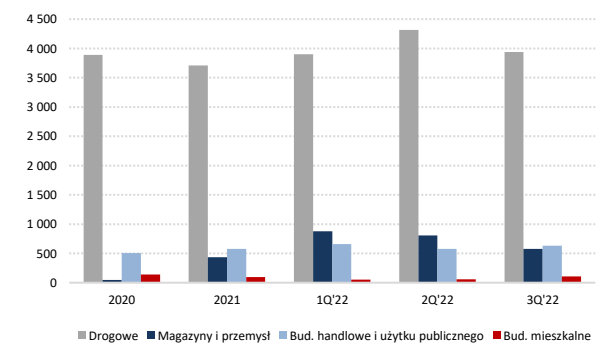


Portfel / przychody za ostatnie 4Q



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela



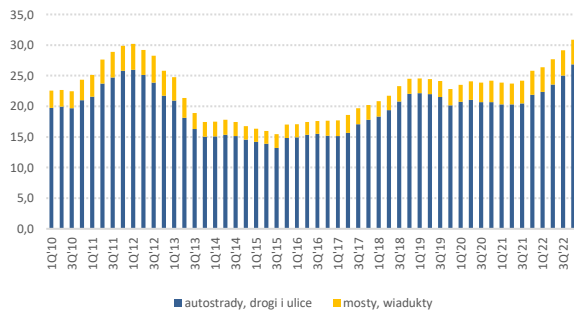
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Rekordowy poziom portfel osiągnął po 2Q'22 - 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). Na koniec 4Q'22 backlog wynosił 5,6 mld PLN, z tego 2,6 mld PLN przypadało na spółkę zależną Kobylarnia. Po 1Q'23 portfel spadł do 5,25 mld PLN (ze znaczących kontraktów w styczniu spółka podpisała umowę na obwodnicę Chojnic za 46 mln PLN, a w marcu kontrakt na budynek magazynowy za 18 mln EUR). 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). Nie dysponujemy na razie świeższymi danymi, ale ta struktura nie powinna ulec większej zmianie w ostatnich miesiącach.

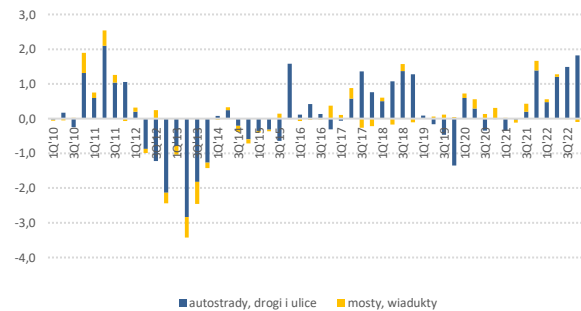
W 3Q'22 spółka zawarła aneksy z GDDKiA aneksy zwiększające limit waloryzacyjny (z 5% do 10%) dla 13 kontraktów drogowych (największy kontrakt na S1 z 2019 roku waloryzowany jest bez limitu, który dotyczy późniejszych kontraktów). Na ostatniej konferencji wynikowej zarząd sygnalizował, że stara się także o waloryzację kontraktów podpisanych z samorządami (głównie kubatura i obiekty sportowe). W marcu'23 spółka uzyskała waloryzację jednego z większych kontraktów – na budowę hali Urania w Olsztynie (25 mln PLN do pierwotnej wartości 158 mln PLN netto). Po 3Q'22 spółka miała zawiązane ok 230 mln PLN rezerw, z czego zarząd oczekiwał, że nawet ok. 100 mln PLN uda się rozwiązać.

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 (poza kontraktami pozyskanymi tuż przez wybuchem wojny w Ukrainie, które zostały obciążone przez nagły wzrost kosztów), 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]

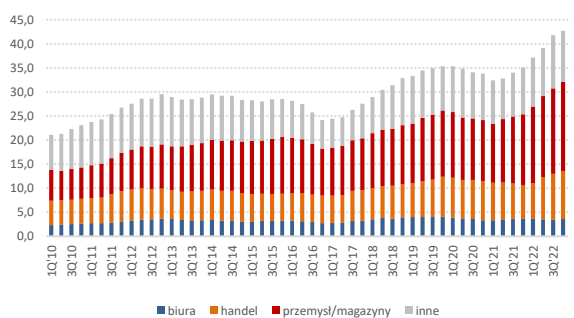


Nakłady na autostrady, drogi oraz mosty i wiadukty zmiana r/r [mld PLN]



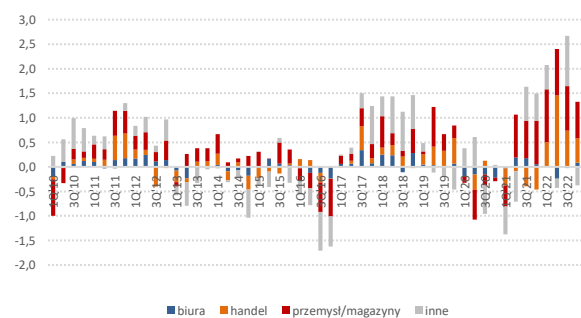
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



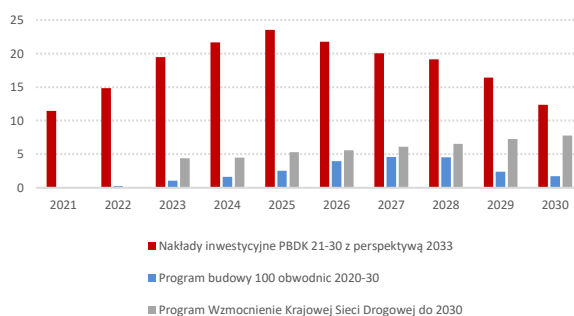
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

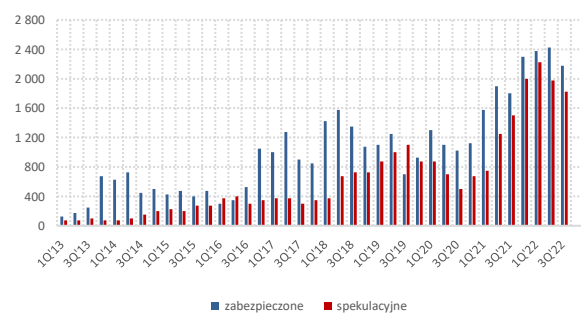
Programy inwestycyjne w obszarze drogowym do 2030 roku [mld PLN netto]



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

Źródło: DM BDM S.A., GUS

Powierzchnie magazynowe w budowie [tys mkw]



Źródło: DM BDM S.A., JLL

DZIAŁALNOŚĆ DEWELOPERSKA ORAZ NAJEM

Inwestycje mieszkaniowe w toku/ukończone** (stan na koniec)

projekt	termin zakończenia	postęp prac po 1Q'23	liczba lokali	liczba lokali dostępnych*	postęp sprzedaży*
Bydgoszcz Fordońska (Aura Towers)	Ukończony	100%	311	98	68%
Bydgoszcz Bohaterów Kragujewca	3Q'23	88%	119	68	43%
Gdańsk Wielkopolska I	Ukończony	100%	108	24	78%
Gdańsk Wielkopolska II	4Q'23	74%	188	152	19%
Katowice Mikusińskiego	4Q'23	29%	43	38	12%
Łódź Smugowa/Źródłowa (Helenów Park)	4Q'23	59%	180	125	31%
Skierniewice Armii Krajowej I	1Q'24	33%	144	102	29%
Zakopane Szymony	2Q'23	95%	241	64	73%
Żyrardów Legionów Polskich	2Q'23	95%	179	106	41%

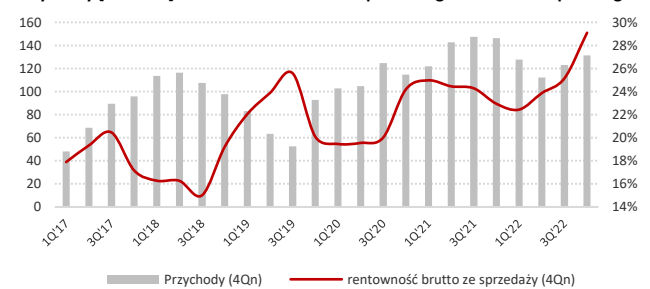
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *wg danych ze strony www z 06/04/2023, liczba może nie uwzględniać dostępnych lokali użytkowych ** na koniec 1Q'23 spółka miała także w ofercie po kilka-kilkanaście mieszkań z inwestycji zakończonych w poprzednich okresach (m.in. w Koninie, Rumii)

Inwestycje mieszkaniowe planowane na lata 2023-27

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
Skierniewice Armii Krajowej II	1Q'26	165
Skierniewice Sobieskiego	1Q'25	117
Skierniewice Nowobelańska	1Q'27	90

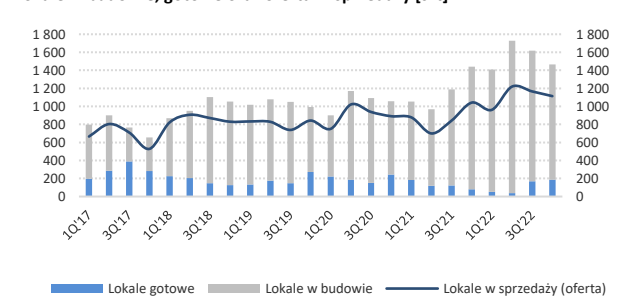
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka, JHM

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



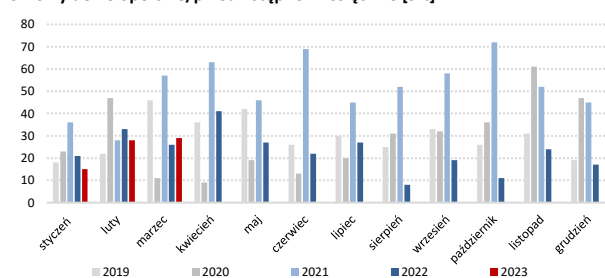
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



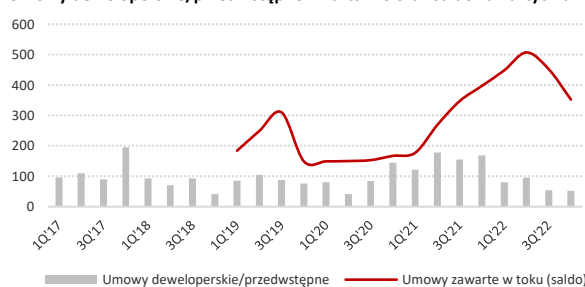
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

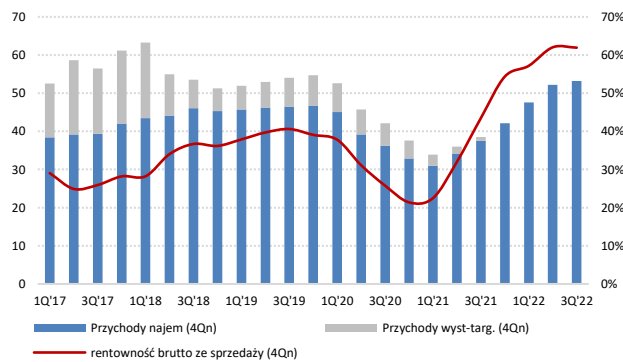
W segmencie deweloperskim przekazania mieszkań klientom w 2022 roku przypadają głównie na 3Q'22 (zakończenie budowy w Bydgoszczy - Aura Towers) i 4Q'22 (w Gdańsku I etap os. Skandinavia na ul. Wielkopolskiej). Na etapie uzyskiwania pozwolenia jest inwestycja w Zakopanem (241 apartamentów, z tego ponad 2/3 jest sprzedane; uzyskanie PnU nieco się opóźnia, wcześniej zakładano jego uzyskanie w 1Q'23, obecnie w 2Q'23). W 2023 ukończone powinny zostać jeszcze kilka projektów na łącznie 716 mieszkań (Żyrardów w 2Q'23, Bydgoszcz w 3Q'23 oraz w końcówce roku Gdańsk, Katowice i Łódź, dla których przekazania mogą odbywać się już bardziej w 2024 roku).

W ofercie na koniec marca 2023 spółka miała 1042 lokali (z tego 175 było ukończonych). Sprzedanych było 406 lokali w toku (umowy przedwstępne i deweloperskie na lokale w budowie). W budowie było 1273 lokali. Sprzedaż lokali w 2H'22 była słaba – spółka sprzedała w tym okresie średnio 17-18 lokali miesięcznie (np. w całym 2021 sprzedawano średnio po 52 lokale miesięcznie). Na początku 2023 sytuacja poprawiła się – w lutym i marcu spółka sprzedała 28 oraz 29 lokali. W stosunku do oferty sprzedaż jednak nadal jest dość słaba i spółka nie rozpoczyna na razie nowych inwestycji. Dotychczasowe są dość mocno zdywersyfikowane 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	2022	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody	147,5	164,6	131,5	12,3	17,9	43,6	57,8
deweloperka	114,6	146,4	131,0	12,1	17,8	43,4	57,7
najem	32,9	18,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
pozostałe	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
Zysk brutto ze sprzedaży	33,3	41,9	38,3	3,0	5,8	11,5	18,0
deweloperka	27,7	33,6	38,0	2,9	5,7	11,4	17,9
najem	5,6	8,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
pozostałe	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
EBITDA	25,0	26,9	23,7	0,6	3,1	9,0	11,1
EBIT	23,9	26,3	23,2	0,4	3,0	8,8	10,9
deweloperka	18,3	20,7	25,1	1,2	2,4	7,9	13,6
najem	6,0	3,3	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1
pozostałe	0,0	1,4	-0,5	0,8	0,6	0,8	-2,7
wyłączenia	-0,5	1,0	-1,7	-1,7	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	19,6	20,6	16,1	0,1	2,5	8,6	4,9
Zysk netto	15,8	17,1	12,8	0,1	2,6	6,6	3,5
Amortyzacja	1,1	0,6	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
KW	459,4	399,1	407,0	395,7	396,9	403,5	407,0
Gotówka	24,5	82,8	31,5	82,2	66,8	39,7	31,5
Dług	218,0	120,8	96,2	112,6	102,0	92,4	96,2
Dług netto	193,5	38,0	64,8	30,4	35,3	52,7	64,8

Źródło: DM BDM S.A., spółka, JHM – spółka opublikowała już raport roczny za 2022

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


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki Marywilska 44 za ostatnie okresy [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody	42,5	44,1	30,6	39,9	54,4
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	-0,4
Amortyzacja	0,2	0,3	0,3	0,2	---
Aktywa	185,2	186,9	421,2	521,0	506,2
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	319,4
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, JHM

Część grupy stanowi także spółka Marywilska 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”).

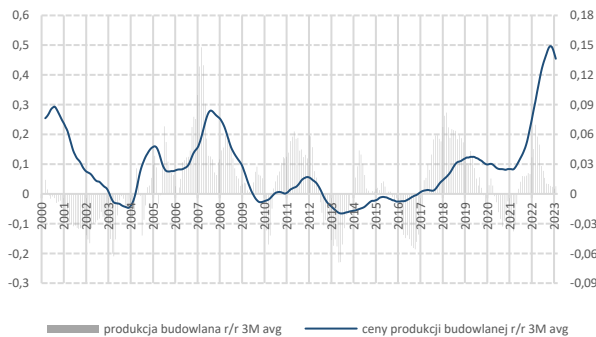
STRONA KOSZTOWA

Produkcja budowlana w Polsce r/r



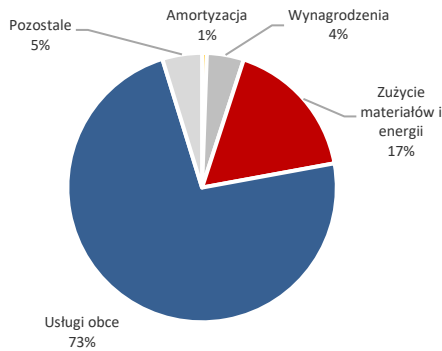
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



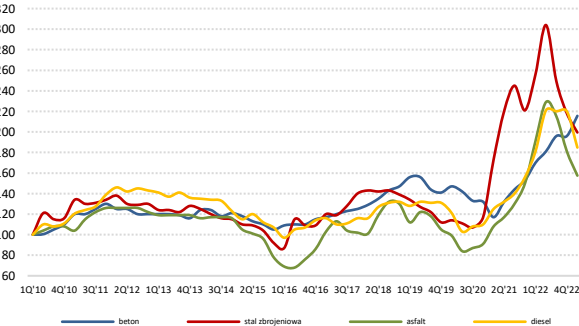
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Mirbud - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



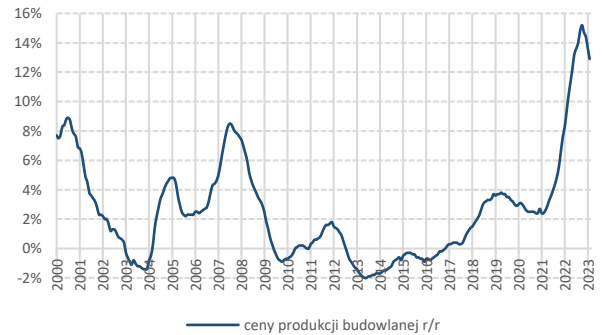
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Indeksy cen podstawowych materiałów budowlanych oraz ON



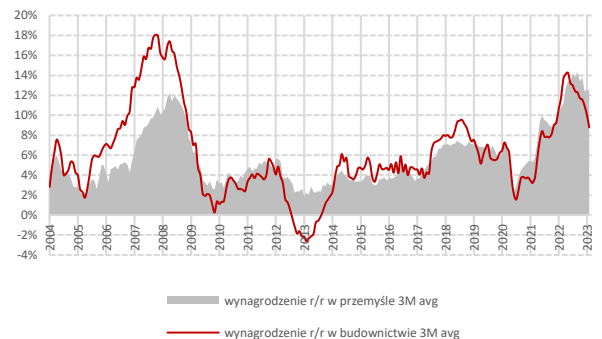
Źródło: DM BDM S.A., Budimex, 1Q'23 – szacunki DM BDM

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



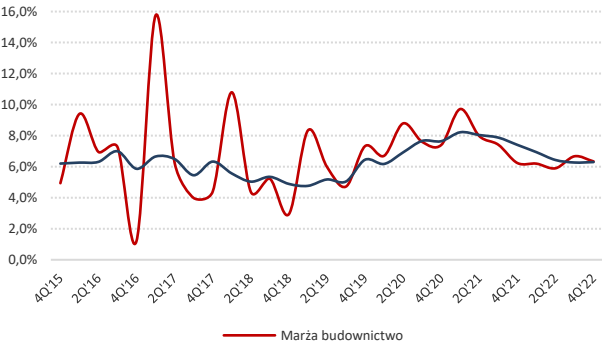
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Raportowana marża w segmencie budowlanym

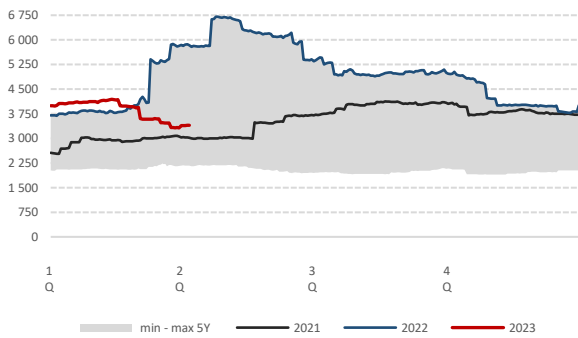


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych 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 (od listopada w ujęciu realnym spada r/r obszar kubatury, dobrze trzyma się nadal infrastruktura), 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 marżę).

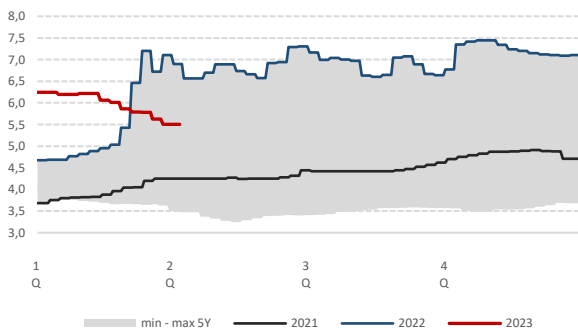
Zwracamy uwagę, że od 2Q'22 zarysowuje się stabilizacja a nawet spadek presji ze strony podstawowych surowców używanych w budownictwie, co z czasem przełoży się też na potencjalnie niższe koszty bardziej przetworzonych wyrobów czy ceny tych wyrobów zaszytych w kosztach usług podwykonawców.

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



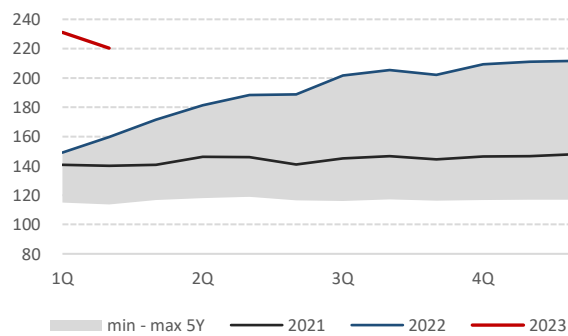
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

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



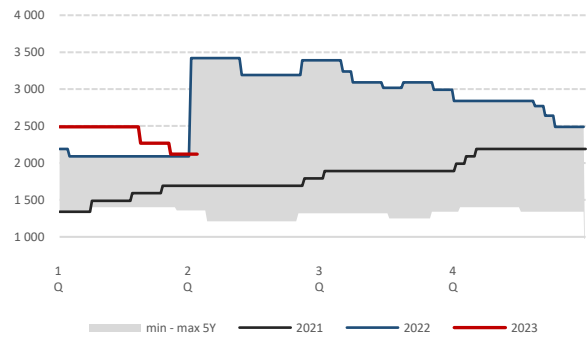
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Cement – indeks PSB*



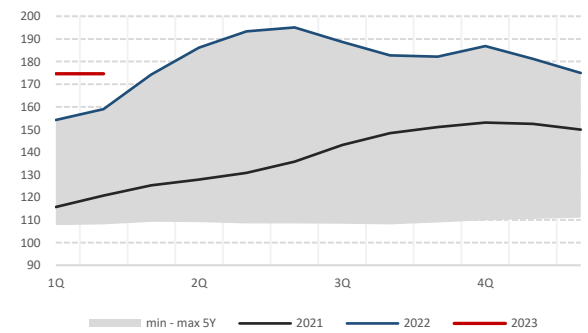
Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, *100= koniec 2010 roku

Asfalt – ceny w Polsce [PLN/t]



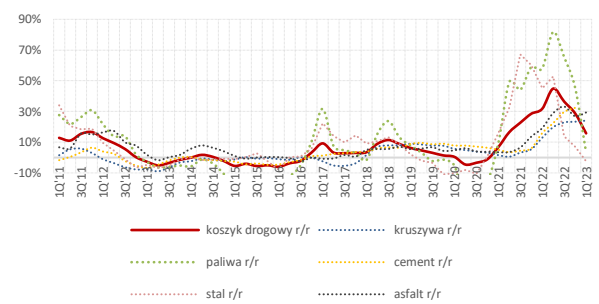
Źródło: DM BDM S.A., Uni-Bitumen (wcześniej Lotos Asfalt)

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

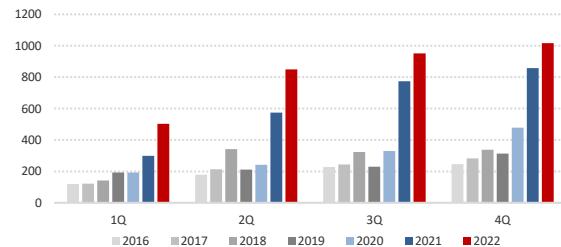
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

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	4Q'22P*
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	1 016,1
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	972,8
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	57,7
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	13,9
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	15,0
Wylączenia	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	-43,3
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	84,7
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	61,7
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	17,9
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	8,5
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	0,0
Wylączenia	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	-3,4
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	22,4
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	62,3
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	-10,0
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	56,2
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	52,3
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	38,7
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	31,3
Przekazane mieszkania	49	39	27	237	81	40	80	130	111	86	77	119	29	34	109	152
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	5 564
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	206,1
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	38,4
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%	8,3%
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%	6,3%
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%	31,1%
Najem	35,2%	41,5%	42,0%	43,8%	31,1%	-10%	22,2%	13,3%	42,7%	43,1%	62,5%	61,8%	57,4%	66,4%	62,1%	61,0%
Inne	39,5%	24,6%	37,3%	-28%	23,2%	22,0%	21,9%	-4,9%	-5,0%	3,7%	12,2%	3,0%	31,3%	-6,9%	11,9%	0,0%
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%	2,2%
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%	5,5%
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%	5,1%
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%	3,1%

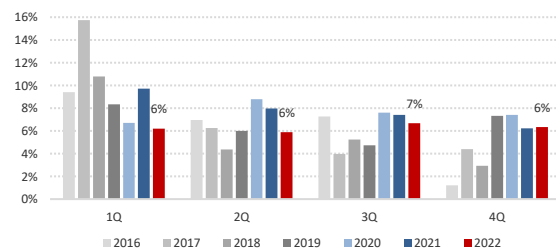
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *prognozy na bazie wyników szacunkowych Mirbudu oraz wyników rocznych za 2022 JHM Development

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



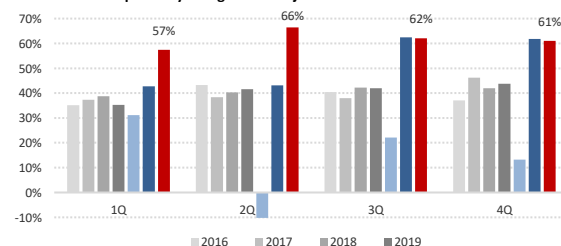
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym



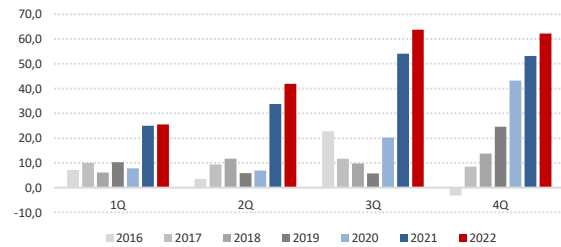
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża brutto ze sprzedaży w segmencie najmu



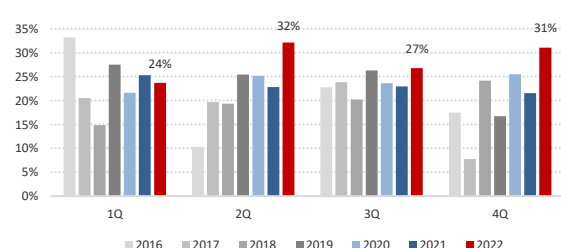
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zysk na sprzedaży wg kwartałów [mln PLN]



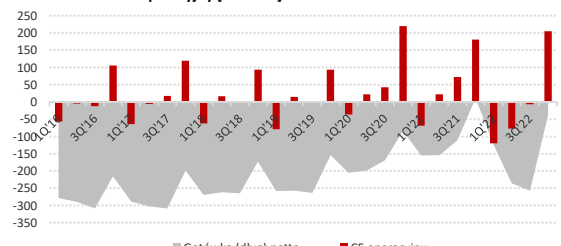
Źródło: BDM S.A., spółka

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, 4Q'22 – prognoza BDM

Podsumowanie wyników za poprzednie okresy i szacunków za 4Q'22

- 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 w innych liniach wyników niż przychody.
- 30 marca spółka opublikowała szacunkowe wyniki skonsolidowane i jednostkowe za 2022 rok, a także opublikowany został raport roczny JHM Development. Publikacja pełnego raportu rocznego Mirbudu planowana jest na 26 kwietnia.
- Wyniki skonsolidowane Mirbudu za 4Q'22 na poziomie przychodów były zgodne z naszymi oczekiwaniami - spółka pierwszy raz w historii przekroczyła 1,0 mld PLN przychodów kwartalnie.
- Lekko powyżej naszych oczekiwań marża brutto ze sprzedaży na poziomie skonsolidowanym: 8,3% (vs 7,9% nasze prognozy). Pozytywne zaskoczenie jest prawdopodobnie efektem wysokiej marży w segmencie deweloperskim w 4Q'22 (>31%).
- Na poziomie jednostkowym Mirbud marża brutto ze sprzedaży w 4Q'22 wyniosła 6,2% (vs 3,9% rok temu). W całym segmencie budowlanym (łącznie z Kobyłarnią) oczekiwaliśmy marży w 4Q'22 na poziomie 6,3%.
- Na poziomie skonsolidowanego zysku netto Mirbud wypracował 31,3 mln PLN w 4Q'22 - lekko poniżej naszych oczekiwań (ale zgodnie z konsensusem, który z kolei był niedoszacowany na poziomie przychodów). Zakładamy, że mógł pojawić się większy niż zakładaliśmy odpis na aktywach w segmencie najmu, spółka sygnalizowała taką możliwość w związku ze wzrostem stopy dyskontowej na ostatniej konferencji wynikowej (w naszych prognozach zakładaliśmy -5 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej).
- Konsensus PAP na 4Q'22 wyniósł 938 mln PLN przychodów oraz 30 mln PLN zysku netto. Wg Bloomberg'a oczekiwania na 4Q'22 kształtowały się na poziomie 905 mln PLN przychodów oraz 27,4 mln PLN zysku netto (dwie prognozy).
- 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). Spółka nie podała w szacunkach poziomu długu netto na koniec roku. Zakładamy, że spadł do 30-40 mln PLN. Sezonowo 4Q zwykle przynosi duży wpływ gotówki. Zwracamy także uwagę, że 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.

Wyniki szacunkowe za 4Q'22 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22P kons	odchyl.	4Q'22P BDM	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	858,4	1 016,1	18,4%	937,6	8,4%	1 002,5	1,4%	2 505,6	3 319,0	32,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,2	84,7	18,8%	---	---	79,2	6,9%	231,6	270,0	16,6%
Zysk na sprzedaży	53,2	---	---	---	---	57,8	---	166,1	---	---
EBITDA	51,4	---	---	---	---	56,6	---	187,9	---	---
EBIT	47,8	---	---	---	---	52,8	---	174,5	---	---
Zysk brutto	42,6	---	---	---	---	44,8	---	156,1	---	---
Zysk netto	35,6	31,3	-11,9%	30,4	3,1%	36,3	-13,7%	128,0	119,0	-7,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,3%	8,3%	---	---	---	7,9%	---	9,2%	8,1%	---
Marża EBITDA	6,2%	---	---	---	---	5,8%	---	6,6%	---	---
Marża EBIT	5,6%	---	---	---	---	5,3%	---	7,0%	---	---
Marża zysku netto	4,1%	3,1%	---	3,2%	---	3,6%	---	5,1%	3,6%	---

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki kwartalnie [mln PLN] skonsolidowane

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	2021	2022
Przychody ze sprzedaży	298,3	574,2	774,6	858,4	501,8	849,3	951,8	1 016,1	2 505,6	3 319,0
Zysk brutto ze sprzedaży	38,4	50,9	71,1	71,2	41,5	61,3	82,5	84,7	231,6	270,0
EBITDA	40,0	36,6	59,9	51,4	28,6	44,5	66,1	---	187,9	---
EBIT	36,9	33,3	56,5	47,8	24,9	40,5	62,0	---	174,5	---
Zysk (strata) brutto	32,6	28,4	52,4	42,6	20,1	34,3	60,3	---	156,1	---
Zysk (strata) netto	27,5	22,2	42,7	35,6	15,2	24,3	48,2	31,3	128,0	119,0
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,9%	8,9%	9,2%	8,3%	8,3%	7,2%	8,7%	8,3%	9,2%	8,1%
Marża EBITDA	13,4%	6,4%	7,7%	6,0%	5,7%	5,2%	6,9%	---	7,5%	---
Marża EBIT	12,4%	5,8%	7,3%	5,6%	5,0%	4,8%	6,5%	---	7,0%	---
Marża zysku netto	9,2%	3,9%	5,5%	4,1%	3,0%	2,9%	5,1%	3,1%	5,1%	3,6%

jednostkowe

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	2021	2022
Przychody ze sprzedaży	200,3	401,9	556,7	589,0	365,8	600,7	665,4	693,1	1 747,9	2 325,0
Zysk brutto ze sprzedaży	21,7	37,8	51,5	23,1	25,0	40,1	53,0	42,9	134,1	161,0
EBITDA	18,0	31,1	46,5	15,5	20,4	32,8	47,7	---	111,2	---
EBIT	16,5	29,5	44,8	13,7	18,5	30,9	45,7	---	104,5	---
Zysk (strata) brutto	13,3	30,3	44,8	10,8	20,5	49,8	46,9	---	99,2	---
Zysk (strata) netto	10,8	24,1	35,3	10,1	16,2	40,7	37,9	25,2	80,4	120,0
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,8%	9,4%	9,2%	3,9%	6,8%	6,7%	8,0%	6,2%	7,7%	6,9%
Marża EBITDA	9,0%	7,7%	8,4%	2,6%	5,6%	5,5%	7,2%	---	6,4%	---
Marża EBIT	8,2%	7,3%	8,1%	2,3%	5,1%	5,1%	6,9%	---	6,0%	---
Marża zysku netto	5,4%	6,0%	6,3%	1,7%	4,4%	6,8%	5,7%	3,6%	4,6%	5,2%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy na 1Q'23

Prognozy wyników na 1Q'23 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	501,8	529,7	5,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	41,5	46,3	11,5%
Zysk na sprzedaży	25,5	29,8	17,0%
EBITDA	28,6	33,8	18,3%
EBIT	24,9	29,8	19,9%
Zysk (strata) brutto	20,1	22,2	10,2%
Zysk (strata) netto	15,2	17,8	17,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,3%	8,7%	
Marża EBITDA	5,7%	6,4%	
Marża EBIT	5,0%	5,6%	
Marża zysku netto	3,0%	3,4%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Sezonowo 1Q jest najśłabszy przychodowo w roku. Baza przychodowa z ubiegłego roku jest już wymagająca (przychody wzrosły wtedy o 68% r/r). Spodziewamy się 541 mln PLN sprzedaży (+7% r/r).
- Na poziomie marży brutto oczekujemy poprawy z 8,3% do 8,7% - efekt m.in. poprawy marży w budownictwie,
- W segmencie budowlanym spodziewamy się 509 mln PLN przychodów marży brutto ze sprzedaży w okolicy 7,1% (vs 6,2% w 1Q'22, 9,7% w 1Q'21; zwracamy uwagę m.in. na aneks do kontraktu na halę Urania podpisany w 1Q'23, który powinien podnieść marżę na dotychczas wykonanych pracach).
- W segmencie deweloperskim spółka przekazała 18 lokali w 1Q'23 (ukończone są inwestycje w Bydgoszczy i Gdańsku, przy czym większość przekazania nastąpiła w 2H'22) vs 29 w 1Q'22 i 152 w 4Q'22. Zakładamy 7 mln PLN przychodów przy 25% marży brutto ze sprzedaży.
- W segmencie najmu spodziewamy się 14 mln PLN przychodów przy 60% marży brutto ze sprzedaży.
- Zakładamy lekko ujemną kontrybucją z sumy przychodów w działalności pozostałej oraz wyłączeń konsolidacyjnych. Wpływ na wynik brutto ze sprzedaży z tych dwóch pozycji zakładamy na poziomie 0 do -1 mln PLN.
- Na poziomie salda PPO/PKO zakładamy neutralny wynik. Na poziomie EBIT oczekujemy 30 mln PLN, co implikuje 18 mln PLN zysku netto (przy 20% stopie podatku i -8 mln PLN na saldzie finansowym)
- Spodziewamy się sezonowo lekko ujemnego CF operacyjnego. Zakładamy 72 mln PLN długu netto na koniec 1Q'23 (razem z zobowiązaniami wg MSSF 16).

Perspektyw 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	951,8	1 016,1	529,7	894,4	938,9	944,1	492,6	804,5	860,7	846,7
Budownictwo	264,9	545,1	741,3	792,6	495,8	858,5	943,2	972,8	509,3	858,5	896,1	899,8	445,7	772,7	806,5	809,9
Deweloperka	30,9	33,2	32,9	49,4	12,1	17,7	43,8	57,7	7,2	44,6	51,7	57,5	110,3	25,6	94,2	24,9
Najem	8,0	9,0	12,4	12,6	13,5	13,7	13,4	13,9	14,5	14,7	14,4	14,9	15,2	15,4	15,1	15,7
Inne	6,5	12,1	14,6	38,7	4,1	10,0	15,5	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	-43,3	-5,4	-33,5	-38,8	-43,1	-82,7	-19,2	-70,6	-18,7
Zysk brutto ze sprzedaży	38,4	50,9	71,1	71,2	41,5	61,3	82,5	84,7	46,3	73,7	77,4	79,1	58,2	63,6	74,8	64,1
Budownictwo	25,7	43,5	55,0	49,4	30,7	50,6	62,9	61,7	36,2	55,8	58,2	58,5	31,2	50,2	50,4	50,6
Deweloperka	7,8	7,6	7,6	10,6	2,9	5,7	11,7	17,9	1,8	11,2	12,9	14,4	22,1	5,1	18,8	5,0
Najem	3,4	3,9	7,8	7,8	7,7	9,1	8,3	8,5	8,7	8,8	8,6	8,9	9,1	9,3	9,1	9,4
Inne	-0,3	0,5	1,8	1,2	1,3	-0,7	1,8	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	-3,4	-0,3	-2,1	-2,4	-2,7	-4,1	-1,0	-3,5	-0,9
SG&A	13,3	17,1	17,0	18,0	16,0	19,4	18,7	22,4	16,5	19,9	19,1	22,8	16,8	20,2	19,4	23,0
Zysk na sprzedaży	25,0	33,7	54,1	53,2	25,5	41,9	63,8	62,3	29,8	53,7	58,3	56,4	41,5	43,4	55,4	41,0
PPO/PKO	11,9	-0,4	2,3	-5,4	-0,6	-1,4	-1,8	-10,0	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	56,2	33,8	57,7	62,3	60,4	45,6	47,5	59,5	45,2
EBIT	36,9	33,3	56,5	47,8	24,9	40,5	62,0	52,3	29,8	53,7	58,3	56,4	41,5	43,4	55,4	41,0
Zysk brutto	32,6	28,4	52,4	42,6	20,1	34,3	60,3	38,7	22,2	46,1	50,6	48,7	35,1	37,1	49,0	34,7
Zysk netto	27,5	22,2	42,7	35,6	15,2	24,3	48,2	31,3	17,8	36,9	40,5	39,0	28,1	29,6	39,2	27,7
Przekazane mieszkania	111	86	77	119	29	34	109	152	18	101	122	138	276	58	223	60
Portfel	5 053	5 510	5 351	4 815	5 491	5 755	5 249	5 564	5 254	5 168	5 079	4 989	4 955	4 897	4 837	4 776
CFO	-68,9	21,8	72,0	180,5	-120,1	-76,7	-6,1	206,1	-30,0	0,0	40,0	74,6	-30,0	20,0	50,0	139,2
Dług (gotówka) netto	155,3	154,2	111,4	-10,7	125,3	236,1	256,8	38,4	72,4	76,4	63,3	8,3	42,4	26,5	21,1	-102,9
Marża brutto ze sprzedaży	12,9%	8,9%	9,2%	8,3%	8,3%	7,2%	8,7%	8,3%	8,7%	8,2%	8,2%	8,4%	11,8%	7,9%	8,7%	7,6%
Budownictwo	9,7%	8,0%	7,4%	6,2%	6,2%	5,9%	6,7%	6,3%	7,1%	6,5%	6,5%	6,5%	7,0%	6,5%	6,3%	6,3%
Deweloperka	25,3%	22,8%	23,0%	21,5%	23,7%	32,2%	26,8%	31,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Najem	42,7%	43,1%	62,5%	61,8%	57,4%	66,4%	62,1%	61,0%	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%	11,9%	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%	2,0%	2,2%	3,1%	2,2%	2,0%	2,4%	3,4%	2,5%	2,3%	2,7%
Marża EBITDA	13,4%	6,4%	7,7%	6,0%	5,7%	5,2%	6,9%	5,5%	6,4%	6,5%	6,6%	6,4%	9,3%	5,9%	6,9%	5,3%
Marża EBIT	12,4%	5,8%	7,3%	5,6%	5,0%	4,8%	6,5%	5,1%	5,6%	6,0%	6,2%	6,0%	8,4%	5,4%	6,4%	4,8%
Marża netto	9,2%	3,9%	5,5%	4,1%	3,0%	2,9%	5,1%	3,1%	3,4%	4,1%	4,3%	4,1%	5,7%	3,7%	4,6%	3,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

- Na ostatnich konferencjach wynikowych 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 3,1-3,2 mld PLN w 2023 (vs 3,27 mld PLN w 2022) przy 6,6% marży brutto ze sprzedaży (6,3% w 2022). W kolejnych latach zakładamy spadek przychodów do okolic 2,6-2,7 mld PLN rocznie w tym segmencie, przy konserwatywnym założeniu obniżeniu marży do okolic 5,5-6%.
- W segmencie deweloperskim 2023 rok przynosi zakończenie kilku projektów deweloperskich (zakładamy rozpoczęcie przekazania z projektu Zakopane w 2Q'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 (500-600 lokali) – spółka może mieć wtedy dość sporą ofertę gotowych lokali a jednocześnie spodziewamy się poprawy sentymentu w branży deweloperskiej (efekt ustabilizowania się stóp procentowych oraz rządowego programu kredyt 2%). W dłuższym terminie oczekujemy przekazania na poziomie ok 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 3,3 mld PLN przychodów oraz 134 mln PLN zysku netto. W 2024 spodziewamy się 3,0 mld PLN przychodów oraz 125 mln PLN zysku netto. Na poziomie zadłużenia netto estymujemy 8 mln PLN na koniec 2023 (realnie oznacza to gotówkę netto po skorygowaniu pozycji o zobowiązania wynikające z MSSF związane z dzierżawą terenów przy Marywilskiej)

i ok 100 mln PLN gotówki netto rok później Zakładamy wypłatę 0,25 PLN/akcję dywidendy w 2023 oraz 0,44 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 2023 rok są na poziomie przychodów/EBIT o ok. 10% wyższe niż konsensus Bloomberg. Zakładamy natomiast istotnie niższy poziom długu netto niż rynek.
- Podobnie wyższe (3-6% na poziomie przychodów i EBIT) są nasze prognozy od konsensusu na 2024 roku. Nieco ostrożniej podchodzimy natomiast do 2025 roku. W każdym z tych lat zakładamy lepszą pozycję gotówkową spółki (być może rynek nie uwzględni poprawy kapitału obrotowego przy spadku ekspozycji na kontrakty logistyczne).

Zmiana prognoz w stosunku do ostatniej rekomendacji* [mln PLN]

	2022	2022	zmiana	2023	2023	zmiana	2024	2024	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	3 305,3	3 319,0	0,4%	3 224,0	3 307,2	2,6%	2 909,8	3 004,5	3,3%
EBITDA	195,8	195,4	-0,2%	200,4	214,3	6,9%	180,7	197,8	9,4%
EBIT	180,3	179,7	-0,3%	184,3	198,2	7,5%	164,2	181,3	10,4%
Zysk netto	124,0	119,0	-4,0%	123,1	134,1	8,9%	111,1	124,6	12,2%
Dług (gotówka) netto	107,6	38,4	-64,3%	91,1	8,3	-90,9%	7,6	-102,9	-
Marża EBITDA	5,9%	5,9%		6,2%	6,5%		6,2%	6,6%	
Marża EBIT	5,5%	5,4%		5,7%	6,0%		5,6%	6,0%	
Marża zysku netto	3,8%	3,6%		3,8%	4,1%		3,8%	4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 16/01/2023

Prognozy BDM vs konsensus rynkowy [mln PLN]

	2023	2023	odchylenie	2024	2024	odchylenie	2025	2025	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	3 307	3 135	5,5%	3 004	3 078	-2,4%	2 766	3 261	-15,2%
EBITDA	214	192	11,6%	198	186	6,3%	156	187	-16,6%
EBIT	198	177	11,8%	181	171	5,8%	139	170	-18,1%
Zysk netto	134	124	8,2%	125	121	3,3%	93	121	-22,9%
Dług (gotówka) netto	8	164	-95,0%	-103	77	-233,1%	-142	-10	1301,5%
Marża EBITDA	6,5%	6,1%		6,6%	6,0%		5,6%	5,7%	
Marża EBIT	6,0%	5,7%		6,0%	5,6%		5,0%	5,2%	
Marża zysku netto	4,1%	4,0%		4,1%	3,9%		3,4%	3,7%	

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	3 319,0	3 307,2	3 004,5	2 766,3	2 767,7	2 808,9	2 837,2	2 865,8	2 894,6	2 923,8	2 953,2
Budownictwo	908,4	1 153,2	2 344,0	3 270,4	3 163,8	2 834,7	2 622,1	2 622,1	2 661,4	2 688,0	2 714,9	2 742,0	2 769,5	2 797,1
Deweloperka	92,7	114,6	146,4	131,4	161,0	255,0	147,6	150,9	153,1	155,4	157,8	160,1	162,5	165,0
Najem	46,6	32,9	42,1	54,4	58,5	61,4	62,6	63,3	63,9	64,5	65,2	65,8	66,5	67,2
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	-181,9	-120,8	-191,2	-110,7	-113,1	-114,8	-116,6	-118,3	-120,1	-121,9	-123,7
Zysk brutto ze sprzedaży	100,6	137,3	231,6	270,0	276,5	260,7	219,9	212,6	213,0	212,6	212,2	211,8	211,3	210,8
Budownictwo	58,6	88,1	173,6	206,0	208,7	182,4	158,4	155,9	155,7	154,7	153,6	152,6	151,5	150,3
Deweloperka	18,6	27,7	33,6	38,2	40,3	51,0	29,5	30,2	30,6	31,1	31,6	32,0	32,5	33,0
Najem	19,0	5,6	22,9	33,6	35,1	36,8	37,6	37,9	38,2	38,5	38,8	39,2	39,5	39,8
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	-10,2	-7,5	-9,6	-5,5	-11,3	-11,5	-11,7	-11,8	-12,0	-12,2	-12,4
SG&A	54,1	59,2	65,5	76,6	78,3	79,4	80,8	80,8	82,0	82,8	83,7	84,5	85,4	86,2
Zysk na sprzedaży	46,5	78,1	166,1	193,5	198,2	181,3	139,2	131,8	131,0	129,8	128,5	127,2	125,9	124,5
PPO/PKO	5,7	6,3	8,4	-13,8	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	195,4	214,3	197,8	155,9	148,8	148,2	147,1	146,1	144,9	143,7	142,5
EBIT	52,2	84,4	174,5	179,7	198,2	181,3	139,2	131,8	131,0	129,8	128,5	127,2	125,9	124,5
Zysk brutto	37,0	70,3	156,1	153,4	167,7	155,8	116,6	113,5	114,5	115,1	115,8	116,4	116,3	115,5
Zysk netto	28,1	58,2	128,0	119,0	134,1	124,6	93,3	90,8	91,6	92,1	92,6	93,1	93,0	92,4
Przekazane mieszkania	352	331	393	324	379	617	348	350	350	350	350	350	350	350
Portfel	3 430	4 578	4 815	5 564	4 989	4 776	4 776	5 349	5 403	5 457	5 511	5 567	5 622	5 678
CFO	28,2	247,9	205,4	3,2	84,6	179,2	107,9	111,4	114,6	112,4	111,4	110,4	109,4	108,5
Dług (gotówka) netto	154,4	83,8	-10,7	38,4	8,3	-102,9	-141,6	-190,7	-244,8	-297,7	-351,1	-404,9	-458,5	-511,6
Marża brutto ze sprzedaży	10,6%	11,0%	9,2%	8,1%	8,4%	8,7%	8,0%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%
Budownictwo	6,5%	7,6%	7,4%	6,3%	6,6%	6,4%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%
Deweloperka	20,1%	24,2%	22,9%	29,1%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Najem	40,6%	16,9%	54,4%	61,7%	60,0%	60,0%	60,0%	59,9%	59,8%	59,7%	59,6%	59,5%	59,4%	59,3%
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%	2,6%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża EBITDA	6,7%	7,9%	7,5%	5,9%	6,5%	6,6%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%
Marża EBIT	5,5%	6,8%	7,0%	5,4%	6,0%	6,0%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
Marża netto	3,0%	4,7%	5,1%	3,6%	4,1%	4,1%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%

Źródło: DM BDM S.A.

DANE FINANSOWE

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Bilans [mln PLN]	715	708	704	699	694	689	684	679	674	669	664	659
Aktywa trwałe	6	6	7	7	7	7	7	8	8	8	8	8
Wartości niematerialne i prawne	153	151	152	152	153	153	153	154	154	155	155	155
Rzeczowe aktywa trwałe	506	501	495	490	484	479	473	468	463	457	452	446
Nieruchomości inwestycyjne	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Pozostałe aktywa trwałe	1326	1610	1549	1503	1444	1465	1501	1532	1563	1595	1656	1718
Aktywa obrotowe	316	467	450	379	370	376	383	390	397	404	411	418
Zapasy	498	714	720	671	618	618	627	634	640	647	653	660
Należności krótkoterminowe	508	423	373	449	452	466	486	504	522	540	588	635
Inwestycje krótkoterminowe	468	383	333	409	412	426	446	464	482	500	548	595
- w tym środki pieniężne*	4	5	5	5	4	4	4	4	4	4	5	5
Pozostałe aktywa obrotowe	2 041	2 317	2 252	2 202	2 138	2 153	2 185	2 211	2 237	2 264	2 321	2 377
Aktywa razem	582	683	794	878	928	978	1 030	1 082	1 134	1 187	1 240	1 292
Kapitał (fundusz) własny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kapitał mniejszości	1 458	1 635	1 458	1 324	1 210	1 175	1 155	1 129	1 103	1 077	1 080	1 085
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Rezerwy na zobowiązania	639	608	435	382	334	298	267	263	259	255	252	248
Zobowiązania długoterminowe	367	331	251	215	180	144	111	106	100	95	89	84
- w tym zobowiązania oprocentowane	784	992	989	907	842	842	854	831	809	787	794	802
Zobowiązania krótkoterminowe	90	90	90	90	90	90	90	60	30	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inne	2 041	2 317	2 252	2 202	2 138	2 153	2 185	2 211	2 237	2 264	2 321	2 377
Pasywa razem	<i>*łącznie z lokatami,</i>											
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2 506	3 319	3 307	3 004	2 766	2 768	2 809	2 837	2 866	2 895	2 924	2 953
Przychody netto ze sprzedaży	232	270	276	261	220	213	213	213	212	212	211	211
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	66	77	78	79	81	81	82	83	84	85	85	86
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	166	193	198	181	139	132	131	130	129	127	126	125
Zysk (strata) na sprzedaży	8	-14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	188	195	214	198	156	149	148	147	146	145	144	142
EBITDA	174	180	198	181	139	132	131	130	129	127	126	125
EBIT	-18	-26	-31	-25	-23	-18	-17	-15	-13	-11	-10	-9
Saldo działalności finansowej	156	153	168	156	117	113	114	115	116	116	116	115
Zysk (strata) brutto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto mniejszości	128	119	134	125	93	91	92	92	93	93	93	92
Zysk (strata) netto**	<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>											
CF [mln PLN]	205	3	85	179	108	111	115	112	111	110	109	109
Przepływy z działalności operacyjnej	-54	-14	-17	-17	-17	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Przepływy z działalności inwestycyjnej	28	-73	-118	-86	-87	-82	-78	-79	-78	-76	-46	-45
Przepływy z działalności finansowej	179	-85	-50	76	3	14	21	17	18	18	48	48
Przepływy pieniężne netto	289	468	383	333	409	412	426	446	464	482	500	548
Środki pieniężne na początek okresu	468	383	333	409	412	426	446	464	482	500	548	595
Środki pieniężne na koniec okresu	Wskaźniki											
Przychody zmiana r/r	102%	32%	0%	-9%	-8%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	91%	4%	10%	-8%	-21%	-5%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Zysk netto zmiana r/r	120%	-7%	13%	-7%	-25%	-3%	1%	1%	1%	1%	0%	-1%
Marża brutto na sprzedaży	9,2%	8,1%	8,4%	8,7%	8,0%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%
Marża EBITDA	7,5%	5,9%	6,5%	6,6%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%
Marża EBIT	7,0%	5,4%	6,0%	6,0%	5,0%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
Marża netto	5,1%	3,6%	4,1%	4,1%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%
SG&A / przychody	2,6%	2,3%	2,4%	2,6%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
ROE	22,0%	17,4%	16,9%	14,2%	10,1%	9,3%	8,9%	8,5%	8,2%	7,8%	7,5%	7,1%
ROA	6,3%	5,1%	6,0%	5,7%	4,4%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%
Dług / D+(E)	457	422	341	306	270	235	201	166	130	95	89	84
D / E	78,5%	61,7%	43,0%	34,8%	29,1%	24,0%	19,5%	15,3%	11,5%	8,0%	7,2%	6,5%
Dług / kapitał własny	78,5%	61,7%	43,0%	34,8%	29,1%	24,0%	19,5%	15,3%	11,5%	8,0%	7,2%	6,5%
Dług netto	-11	38	8	-103	-142	-191	-245	-298	-351	-405	-459	-512
Dług netto / kapitał własny	-18,31	56,23	10,43	-117,13	-152,55	-194,93	-237,65	-275,18	-309,52	-341,03	-369,75	-395,86
Dług netto / EBITDA	-0,1	0,2	0,0	-0,5	-0,9	-1,3	-1,7	-2,0	-2,4	-2,8	-3,2	-3,6
EV	696	745	715	604	565	516	462	409	355	302	248	195
Dług / EV	65,7%	56,6%	47,7%	50,7%	47,8%	45,5%	43,6%	40,6%	36,7%	31,5%	35,9%	42,9%
CAPEX / Przychody	0,1%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	21,7%	91,5%	106,9%	104,4%	103,2%	103,1%	103,2%	103,3%	102,9%	102,7%	102,5%	102,4%
Zmiana KO / Przychody	-15,8%	-1,7%	5,0%	2,6%	-0,8%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-66,9%	-3,3%	20,2%	-723,2%	8,4%	-5,7%	435,9%	7,1%	14,8%	15,0%	15,2%	15,4%
P/E*	5,5	5,9	5,3	5,7	7,6	7,8	7,7	7,7	7,6	7,6	7,6	7,6
P/BV*	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA*	3,7	3,8	3,3	3,1	3,6	3,5	3,1	2,8	2,4	2,1	1,7	1,4
EV/EBIT*	4,0	4,1	3,6	3,3	4,1	3,9	3,5	3,1	2,8	2,4	2,0	1,6
EV/S*	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,08	0,20	0,25	0,44	0,48	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Payout ratio	12,6%	14,3%	19,3%	30,2%	35,0%	43,2%	44,0%	43,8%	43,6%	43,4%	43,2%	43,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 7,70 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	8,90	kupuj	6,30	11.04.2023	11:30 CEST	7,70	59 275
kupuj	6,30	---	---	16.01.2023	08:58 CEST	5,00	61 566

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'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: 2023-04-11

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-04-11 (11:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-04-18 (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 instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 2023-04-11:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.