Millennium bank
Biuro maklerskie

4 listopada 2026
Program Wsparcia Analitycznego GPW

Archicom

kupuj
poprzednia rekomendacja: -

Cena rynkowa[1]: 49,0
Cena docelowa: 60,7

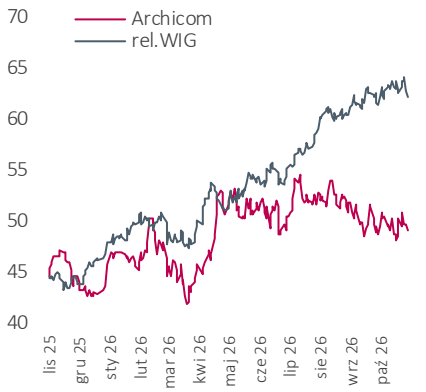
Ambicje na więcej

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Archicomu od zalecenia „kupuj" z ceną docelową 60,7 PLN za akcję, co oznacza potencjał wzrostu kursu w wysokości 23,9%[1]. Archicom wchodzi w okres skokowej poprawy wyników. Realizując ambicję wejścia do ścisłej czołówki największych deweloperów w kraju, spółka uruchomiła w ostatnich latach dużą liczbę projektów, które obecnie wchodzą w fazę przekazań. Zakładamy, że wyniki znacząco poprawią się już w roku bieżącym, a apogeum osiągną w 2028 r. wraz z przekazaniami na drugim, największym etapie Towarowej 22 – sztandarowego projektu premium spółki. Dzisiejszy Archicom to jednak nie tylko segment premium. Spółka ma szeroką ofertę również w segmencie średnim i popularnym, a w tym ostatnim upatruje dziś głównego źródła nowych projektów.

Archicom chce znaleźć się w pierwszej trójce deweloperów na każdym z rynków, na których jest obecny, oraz osiągnąć już w przyszłym roku sprzedaż na poziomie 4 tys. lokali rocznie, co plasowałoby spółkę na podium również w skali kraju. Cel ten Archicom komunikował już w 2023 r. (wówczas planował osiągnąć go w 2025 r.), a następnie przesuwał termin jego realizacji na kolejne lata, co w naszej ocenie wynikało z przeciągających się procedur administracyjnych dotyczących posiadanych gruntów i słabszej od założeń koniunktury na rynku mieszkaniowym. Sprzedaż jednak regularnie rośnie, a według zarządu spółka zbudowała już struktury i bazę kosztową dostosowane do sprzedaży 4 tys. lokali rocznie. W naszej ocenie główną przeszkodą może być wielkość oferty. Aby w przyszłości nie mieć tego typu problemów, spółka według nas musi rozbudowywać bank gruntów, którego ograniczona wielkość była piętą achillesową Archicomu w ostatnich latach. Nie wykluczamy jednak, że spółka będzie w stanie w najbliższych kwartałach zakupić grunty umożliwiające szybkie wprowadzenie projektów do sprzedaży, co przybliżyłoby ją do osiągnięcia komunikowanego celu sprzedażowego.

Spółka realizuje dziś bardzo dobre marże na przekazywanych projektach, a dzięki przekazaniom lokali na Towarowej w najbliższych latach zakładamy wręcz ich wzrost. W okresie po 2029 r. oczekujemy jednak stopniowego spadku rentowności. Duże, wieloetapowe projekty przejęte od Echo Investment będą się prawdopodobnie kończyć w latach 2029-2030, a do realizacji wchodzić będą inwestycje na gruntach kupowanych obecnie na wysoce konkurencyjnym rynku. Nie zakładamy również, że Archicom będzie w stanie powtarzać projekty premium takie jak Towarowa, której wyjątkowość wynika z bardzo długiego przygotowania i okazyjnego zakupu gruntu wiele lat temu, jeszcze przez Echo Investment.

W banku ziemi obejmującym 13,2 tys. lokali (włącznie z zabezpieczonymi) dominują projekty we Wrocławiu (4,5 tys.) i Warszawie (4 tys.), mniejsze są plany budowy w Poznaniu i Łodzi (odpowiednio 2,1 tys. i 1,5 tys.), a najmniejsze w Krakowie (1,2 tys. lokali). Taką strukturę banku ziemi oceniamy dobrze – szczególnie wysoki udział Warszawy i Wrocławia, które obok Trójmiasta są obecnie najmocniejszymi rynkami mieszkaniowymi. Choć w Warszawie średnia oferta i bank ziemi nie są tak wysokie jak we Wrocławiu, to w stolicy realizowane są wyłącznie projekty segmentu średniego i premium, których wartość jest dla grupy bardzo istotna. Spółka ma też w planie wejście do Trójmiasta – jedynego z dużych rynków, na którym ciągle nie jest obecna.



Podstawowe informacje

Sektor	Nieruchomości
Kapitalizacja (mln PLN)	2 866,3
Free float (mln PLN)	511,1
Średni obrót (mln PLN)	0,27

Akcjonariat (% akcji)

Echo Investment S.A.	73,40%
▪ Bezpośrednio	28,64%
▪ Pośrednio przez DKR Echo Investment sp. z o.o.	44,76%
Allianz Polska OFE	8,77%

Analityk

Seweryn Żołyniak, CFA
Doradca Inwestycyjny
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV / EBIT	EV / EBITDA	ROE (%)
2025	961,7	142,6	152,7	141,6	84,0	1,4	21,3	34,1	2,3	4,0%	25,3	23,7	6,7%
2026p	2 239,1	516,2	525,9	497,9	404,9	6,9	24,8	7,1	2,0	7,0%	7,0	6,9	30,0%
2027p	2 227,4	519,4	529,3	509,1	412,3	7,0	26,9	7,0	1,8	10,1%	7,0	6,8	27,3%
2028p	3 047,4	915,8	926,0	923,5	748,1	12,8	30,7	3,8	1,6	18,3%	3,9	3,9	44,4%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium, mln PLN
[1] - cena rynkowa z dnia 03.11.2026 r., godz. 17:00

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Kluczowe wnioski

- Archicom jest jednym z największych deweloperów mieszkaniowych w Polsce, prowadzącym działalność we Wrocławiu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Poznaniu i Katowicach oraz planującym wejście do Trójmiasta. Spółka wywodzi się z Wrocławia, jednak jej obecny kształt jest wynikiem połączenia biznesów wrocławskiego Archicomu i części mieszkaniowej Echo Investment, która została wniesiona do spółki w 2023 r. Archicom buduje mieszkania na sprzedaż w segmentach popularnym, średnim i premium.
- W ostatnich latach poza sprzedażą własnych projektów Archicom zajmował się również obsługą 5 projektów, które pozostały w aktywach Echo Investment po wniesieniu biznesu mieszkaniowego do Archicomu w 2023 r., za co pobierał wynagrodzenie. Wraz z zakończeniem budów i sprzedażą ostatnich lokali działalność ta zostanie jednak w najbliższych miesiącach niemal całkowicie wygaszona, co ułatwi analizę działalności spółki.
- W banku ziemi obejmującym 13,2 tys. lokali (włącznie z zabezpieczonymi) dominują projekty we Wrocławiu (4,5 tys.) i Warszawie (4 tys.), mniejsze są plany budowy w Poznaniu i Łodzi (odpowiednio 2,1 tys. i 1,5 tys.), a najmniejsze w Krakowie (1,2 tys. lokali). Taką strukturę banku ziemi oceniamy dobrze – szczególnie wysoki udział Warszawy i Wrocławia, które obok Trójmiasta są obecnie najmocniejszymi rynkami mieszkaniowymi w Polsce. Choć w Warszawie średnia oferta i bank ziemi nie są tak wysokie jak we Wrocławiu, to w stolicy realizowane są wyłącznie projekty segmentu średniego i premium, których wartość jest dla grupy bardzo istotna.
- Ambicją spółki jest znalezienie się w pierwszej trójce największych deweloperów na każdym z rynków, na których jest obecna. Cel szybkiego osiągnięcia sprzedaży 4 tys. lokali spółka komunikowała już w 2023 r. (wówczas planowała osiągnąć go w 2025 r.), jednak termin ten był następnie przesuwany na kolejne lata. Choć poprzedni zarząd przecenił możliwości szybkiego wzrostu spółki, czemu nie sprzyjały przeciągające się procesy administracyjne i słabsza koniunktura na rynku, należy podkreślić, że sprzedaż regularnie rośnie, Archicom powiększa bank gruntów i jest coraz lepiej przygotowany organizacyjnie do osiągnięcia tak wysokiego poziomu sprzedaży.
- W celu zwiększenia poziomu sprzedaży oraz w odpowiedzi na warunki rynkowe Archicom zwiększał w ostatnich latach ofertę segmentu popularnego. Udział tego segmentu w sprzedaży wzrósł z 35% w 2024 r. do planowanych 50% w roku bieżącym.
- Według zarządu spółka zbudowała już struktury i bazę kosztową dostosowane do sprzedaży 4 tys. lokali rocznie. Przy planowanym dalszym wzroście sprzedaży koszty SG&A powinny więc rosnąć wyraźnie wolniej niż sprzedaż. W przeliczeniu na sprzedane mieszkanie powinny one, zgodnie z założeniami spółki, spaść z 74,4 tys. PLN w 2024 r. i 66,6 tys. PLN w 2025 r. do docelowego poziomu ok. 50 tys. PLN na lokal.
- Istotną częścią biznesu Archicomu jest dziś oferta lokali premium, a na potrzeby ich sprzedaży Archicom utworzył markę „Archicom Collection". Kluczowym projektem Archicom Collection jest 3-etapowy projekt na Towarowej w Warszawie, którego etapy będą oddawane w okresie 3Q'26-4Q'28. Spółka planuje wygenerować na nich łącznie aż 1,7 mld PLN przychodów ze sprzedaży ze średnią marżą brutto ze sprzedaży w wysokości prawie 53%.
- Zakładamy, że sprzedaż Archicomu osiągnie 3,5 tys. lokali w 2027 r., 3,65 tys. w 2028 r., a docelowo 3,8 tys. lokali od 2029 r. Głównej przeszkody w osiągnięciu ambitnych celów sprzedażowych upatrujemy w wielkości oferty, choć nie wykluczamy, że spółka będzie w stanie w najbliższych kwartałach zakupić grunty umożliwiające szybkie wprowadzenie projektów do sprzedaży. Zakładamy, że osiągnięcie poziomu sprzedaży bliskiego 4 tys. lokali będzie wymagało istotnych inwestycji w bank gruntów i docelowo zwiększenia jego wielkości do minimum 12,5 tys. lokali posiadanych na własność.
- Począwszy od bieżącego roku, zakładamy skokowy wzrost przychodów i zysków w porównaniu z latami poprzednimi dzięki dużej skali projektów uruchamianych w ostatnich latach, które wejdą w fazę przekazań. Oczekujemy, że lata 2028-2029 będą jeszcze lepsze, co będzie wynikało m.in. z przekazań 2 etapów projektu Towarowa 22.
- W kolejnych latach zakładamy spadek marż, ostatecznie do poziomu 27% od 2033 r. Marże będą w najbliższych latach wspierane przez realizację dużych, wieloetapowych projektów przejętych od Echo Investment, jednak z czasem projektów tych będzie coraz mniej, a do realizacji będą wchodzić inwestycje na gruntach kupowanych obecnie.
- Od stycznia 2022 r. Archicom i Echo Investment – akcjonariusz posiadający 73,4% udziału w kapitale zakładowym i 75,95% głosów – są stronami umowy o współpracy strategicznej, która od tego czasu była odnawiana i kilkukrotnie aneksowana. Na podstawie umowy Echo Investment świadczy na rzecz Archicomu usługi doradcze, za które pobiera wynagrodzenie w wysokości 0,26% wartości bilansowej aktywów Archicomu.

Wycena

Wycenę Archicomu przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą.

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 3 898 mln PLN, czyli 66,6 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 3 202 mln PLN (54,7 PLN na akcję). Wycenie porównawczej i DCF przypisaliśmy równą wagę po 50%.

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	3 898	66,6	50%
Wycena porównawcza	3 202	54,7	50%
Wycena Archicomu	**3 550**	**60,7**	

Źródło: BM Banku Millennium

Ostatecznie uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 3 550 mln PLN, czyli 60,7 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną wydajemy dla Archicomu rekomendację „kupuj".

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą Archicomu przeprowadziliśmy porównując go do innych deweloperów mieszkaniowych notowanych na polskiej giełdzie. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikami P/E, P/BV oraz stopą dywidendy.

	P/E			P/BV			Stopa dywidendy		
Spółka	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Atal	5,8	5,4	5,4	1,3	1,2	1,1	7,3%	10,4%	11,5%
Dom Development	9,0	8,5	8,2	2,7	2,4	2,2	6,3%	7,2%	7,8%
Develia	8,3	7,7	7,4	1,9	1,7	1,6	8,6%	8,6%	9,4%
Murapol	6,1	5,5	5,6	2,2	2,0	1,8	12,9%	13,3%	13,9%
Robyg	8,4	6,4	4,9	1,1	1,1	1,0	0,0%	9,6%	11,4%
Mediana	**8,3**	**6,4**	**5,6**	**1,9**	**1,7**	**1,6**	**7,3%**	**9,6%**	**11,4%**
Archicom zysk netto (mln PLN)	404,9	412,3	748,1						
Archicom BV (mln PLN)				1450,0	1573,7	1798,1			
Dywidenda (mln PLN)							200,6	288,6	523,6
Wycena Archicom na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	3363,6	2627,4	4176,9	2695,9	2708,3	2914,9	2730,6	2996,2	4602,0
Wycena					3201,7				
Liczba akcji (mln)					58,5				
Wycena na 1 akcję					54,7				

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium
Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-11-03 17:00

Wycena DCF

	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p	>2035p
Przychody	2 239,1	2 227,4	3 047,4	2 984,8	2 701,0	3 043,2	3 108,9	3 170,9	3 234,1	3 298,6	
EBIT	516,2	519,4	915,8	752,9	582,2	649,2	632,1	613,1	625,2	637,6	
Stopa podatkowa (T)	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
EBIT x (1-T)	418,1	420,7	741,8	609,9	471,6	525,8	512,0	496,6	506,4	516,5	
Amortyzacja	9,7	10,0	10,2	10,4	10,7	11,0	11,2	11,4	11,6	11,9	
Zmiana w kapitale obrotowym	-256,3	161,0	-43,6	-35,8	-107,7	-136,4	-76,4	-54,6	-50,3	-51,3	
CAPEX	-10,3	-11,2	-11,2	-11,6	-11,9	-12,1	-12,3	-12,5	-12,7	-13,0	
FCFF	161,2	580,5	697,2	572,9	362,7	388,2	434,5	440,9	455,0	464,1	
zmiana FCF		260,1%	20,1%	-17,8%	-36,7%	7,1%	11,9%	1,5%	3,2%	2,0%	2,0%
Stopa wolna od ryzyka	*3,9%*	*4,2%*	*5,0%*	*5,2%*	*5,6%*	*5,8%*	*5,9%*	*6,0%*	*6,2%*	*6,3%*	*6,3%*
Premia kredytowa	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Koszt długu	6,4%	6,7%	7,5%	7,7%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,8%
Koszt kapitału własnego	11,8%	11,1%	11,3%	11,1%	11,4%	11,6%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,3%
WACC	9,0%	9,3%	10,1%	10,2%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%	11,2%	11,3%	11,3%
PV (FCF)	159,0	523,7	566,8	421,6	238,8	228,5	230,1	208,7	191,9	174,0	1908,7

Wartość DCF (mln PLN)	4851,9
(Dług) Gotówka netto	-848,4
wypłacona dywidenda	-105,3
Wycena DCF (mln PLN)	**3898,3**
Liczba akcji (mln)	58,5
Wycena 1 akcji	**66,6**

Źródło: BM Banku Millennium

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na 10 lat tj. okres 2026 – 2035,
- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,3%,
- premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1,0,
- stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 r. na poziomie 2,0%,
- efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%.

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

		wzrost rezydualny				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
stopa RF rezydualna	5,3%	66,3	68,3	70,6	73,1	76,0
	5,8%	64,7	66,5	68,5	70,8	73,3
	6,3%	63,2	64,8	**66,6**	68,7	70,9
	6,8%	61,8	63,3	65,0	66,8	68,8
	7,3%	60,6	62,0	63,5	65,1	67,0
β nielewarowana	0,8	70,9	73,0	75,5	78,2	81,4
	1,0	63,2	64,8	**66,6**	68,7	70,9
	1,2	56,8	58,1	59,5	61,0	62,7

Źródło: BM Banku Millennium

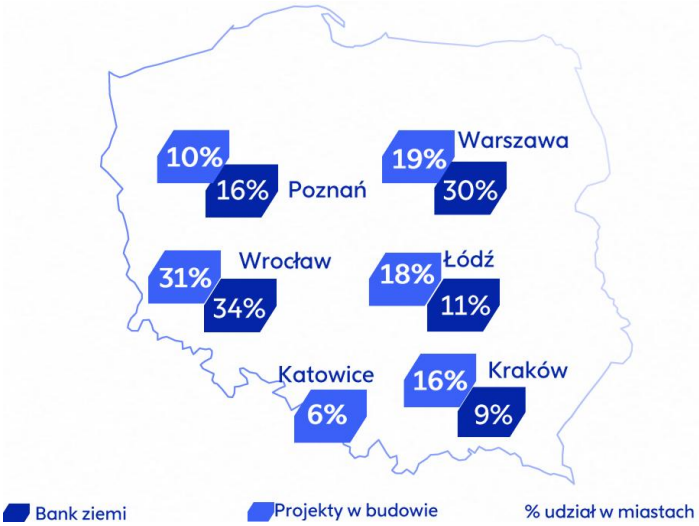
Wprowadzenie

Archicom jest jednym z największych deweloperów mieszkaniowych w Polsce, prowadzącym działalność we Wrocławiu, Warszawie, Łodzi, Krakowie, Poznaniu i Katowicach. Spółka wywodzi się z Wrocławia, jednak jej dzisiejsza forma powstała z połączenia biznesów wrocławskiego Archicomu i części mieszkaniowej Echo Investment, która została wniesiona do spółki w 2023 r. Archicom buduje mieszkania na sprzedaż zarówno w segmencie popularnym, średnim, jak i premium.

Na koniec 2Q'26 Archicom był w trakcie budowy 29 projektów na 6,1 tys. lokali (6. miejsce wśród deweloperów z GPW) oraz posiadał w banku ziemi grunty pozwalające na wybudowanie 68 projektów na łącznie 13,2 tys. lokali.

W 2025 r. spółka zatrudniała przeciętnie 342 osoby (+6,5% r/r).

Projekty w budowie i bank ziemi Archicom na koniec 2Q'26



Źródło: Archicom

W budowie	29	projektów
	6 109	lokali
Bank ziemi (własne)	44	projekty
	7 893	lokale
Bank ziemi (zabezpieczone)	24	projekty
	5 280	lokali

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Archicom

Przykładowy projekt segmentu premium - Towarowa 22, Warszawa



Przykładowy projekt segmentu średniego – Esencja, Poznań



Przykładowy projekt segmentu popularnego – Zenit, Łódź



Historia

Okres do 2021 r.

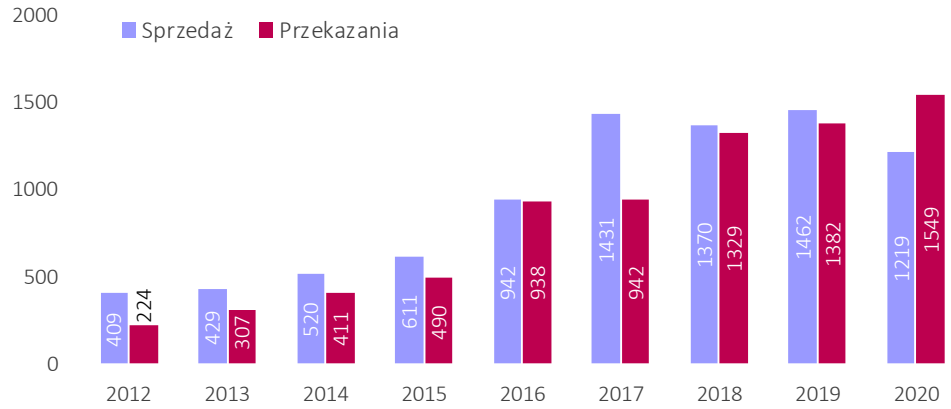
Archicom rozpoczął działalność w 1986 roku, tj. wraz z zawiązaniem Studio Projekt Sp. z o.o., początkowo działającej jako biuro architektoniczne. W kolejnych latach spółka rozwijała stopniowo zakres swoich usług kolejno o generalne wykonawstwo, zarządzanie procesem inwestycyjnym oraz od 1999 r. działalność deweloperską na rynku mieszkaniowym, a następnie w 2004 r. komercyjnym we Wrocławiu. Wśród najistotniejszych projektów deweloperskich spółki sprzed wejścia na GPW w 2016 r. wymienić można osiedla Cztery Pory Roku, Olimpia Port, Ogrody Hallera czy Słoneczne Stabłowice oraz kompleks biurowy West Forum i Quattro Forum.

Spółka zadebiutowała w 2016 r. na GPW jako największy deweloper mieszkaniowy we Wrocławiu, z planem rozszerzenia działalności mieszkaniowej o Kraków. Przed debiutem pośrednimi 100% właścicielami spółki były osoby fizyczne: Dorota Jarodzka-Śródka, Kazimierz Śródka, Rafał Jarodzki i Renata Jarodzka. Spółka zadebiutowała na GPW przy wycenie 361 mln PLN i cenie 15,5 PLN za akcję, emitując nowe akcje, dzięki czemu pozyskała 72 mln PLN na rozwój działalności, w tym wejście na rynek krakowski.

W kolejnych latach Archicom dynamicznie zwiększał skalę działalności, korzystając z bardzo dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym. W dynamicznym wzroście spółce pomogło przejęcie 80% spółki mLocum od mBanku (nazwa następnie zmieniona na Archicom Polska) w 2017 r. za kwotę 87,6 mln PLN, co pozwoliło na szybkie wejście do Łodzi, Poznania i Trójmiasta oraz rozszerzenie banku ziemi w Krakowie i Wrocławiu. Zdecydowanie największym rynkiem dla spółki nadal pozostawał jednak Wrocław.

W 2017 r. Archicom rozpoczął budowę kompleksu biurowego City Forum, składającego się z 2 budynków. Ich budowę skończono w 1Q'19 oraz 2Q'20. Pierwszy z budynków (City One) został sprzedany w 2020 r. jeszcze przed przejęciem przez Echo Investment.

Sprzedaż i przekazania lokali przez Archicom w latach 2012-2020



Źródło: BM Millennium na podstawie danych Archicom

Przejęcie przez Echo Investment (2021)

Nowy rozdział w historii Archicomu otworzył się w 1. połowie 2021 r., kiedy pakiet 66% akcji spółki przejęło Echo Investment za cenę 425 mln PLN. Transakcja była efektem prowadzonego przez Archicom przez ponad 1 rok przeglądu opcji strategicznych. Akcje zostały przejęte od założycieli, którzy po transakcji zostali z pakietem 8,3%, jednak Echo zachowało sobie opcję nabycia tego udziału do wiosny 2023 r. Z zakresu transakcji została wyłączona działalność deweloperska prowadzona poza Wrocławiem przez Archicom Polska (przejęty mLocum, bank ziemi na 2,9 tys. lokali w Krakowie, Łodzi, Poznaniu i Stegnie) oraz działalność w zakresie usług architektonicznych i projektowych, za co Archicom otrzymał od sprzedających zapłatę 133 mln PLN rozłożoną na raty. Nowym prezesem spółki został Waldemar Olbryk, wcześniej członek zarządu Echo Investment. Wyłączony z transakcji Archicom Polska rozpoczął niezależną działalność pod szyldem art.Locum.

Po dokonanym przejęciu założeniem Echo Investment i Archicomu było skupienie się Archicomu wyłącznie na rozwoju projektów mieszkaniowych zarówno we Wrocławiu, jak i poza nim, przy powstrzymaniu się Echo Investment od realizacji nowych projektów mieszkaniowych na terenie Wrocławia. Archicom był w dalszym ciągu właścicielem biurowca City 2 we Wrocławiu i poszukiwał na niego kupca.

Wniesienie biznesu mieszkaniowego Echo Investment do Archicomu i emisja akcji (2023)

W kwietniu 2023 r. Echo Investment skorzystało z opcji nabycia pakietu 8,3% akcji Archicomu, który pozostawał w dalszym ciągu w rękach poprzednich właścicieli.

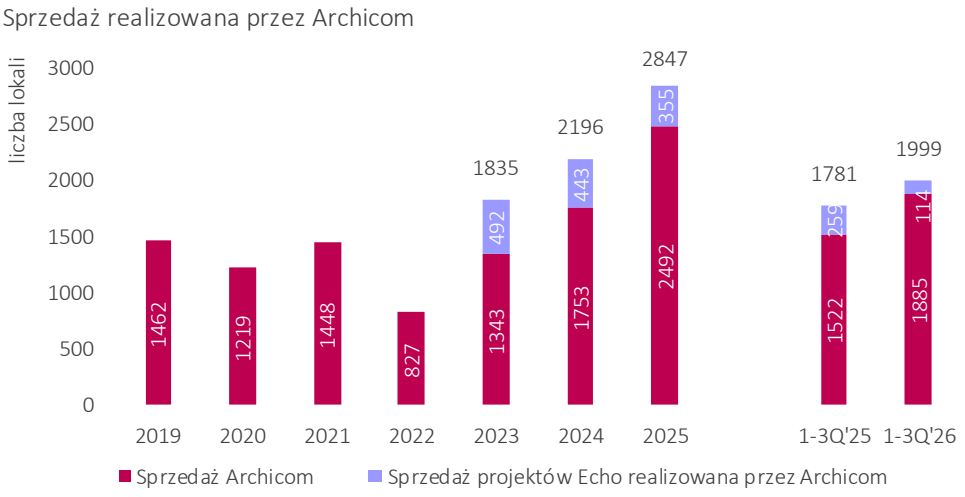
Po transakcji Grupa postanowiła o wniesieniu projektów mieszkaniowych Echo Investment do Archicomu, który od tej chwili skupił cały segment mieszkaniowy Grupy Echo-Archicom, a z kolei w Echo Investment pozostał biznes nieruchomości komercyjnych. Po połączeniu biznesów „nowy" Archicom miał w budowie i przygotowaniu 11,3 tys. mieszkań, na co składało się ponad 6,1 tys. wniesionych przez Echo i ponad 5,2 tys. lokali dotychczas prowadzonych przez Archicom.

Tym samym spółka, od przejęcia posiadająca biznes głównie we Wrocławiu, znów stała się deweloperem ogólnopolskim, z istotną liczbą projektów również w Warszawie, Poznaniu, Krakowie i Łodzi. Aport w postaci biznesu mieszkaniowego Echo wyceniono na blisko 830 mln PLN, za który Archicom wyemitował nowe akcje po cenie 36,34 PLN za akcję. Po dokonanej transakcji udział Echa w Archicomie wynosił 89,3%.

Z powodów technicznych (brak możliwości podziału gruntów, zaawansowanie projektów) część biznesu mieszkaniowego Echo Investment została w Echo, a w kolejnych latach projekty te były prowadzone usługowo przez Archicom, za co pobierał wynagrodzenie. Był to jeden z etapów projektu Modern Mokotów w Warszawie, Wita w Krakowie i 3 projekty w Łodzi (958 mieszkań w budowie i 355 na etapie przygotowania do budowy).

Parę tygodni po zakończeniu wniesienia biznesu mieszkaniowego Echa do Archicomu (początek sierpnia 2023) Archicom wyemitował 10 mln nowych akcji, które inwestorzy objęli po cenie 22 PLN, dzięki czemu do spółki trafiło 220 mln PLN. Celem emisji była inwestycja w bank ziemi. Dzięki transakcji istotnie zwiększyła się również liczba akcji Archicomu we free float – udział Echo Investment spadł z 89,3% do 74% i zbliżony utrzymuje się do dziś.

Archicom jednym z największych deweloperów mieszkaniowych w Polsce (2023-2026)



Źródło: BM Millennium na podstawie danych Archicom

Po przejęciu, wniesieniu biznesu mieszkaniowego Echo Investment oraz emisji akcji Archicom stał się jednym z największych deweloperów w Polsce pod względem sprzedaży (sprzedaż łączna Echo-Archicom w 2023 r. 1,8 tys. lokali, 7. miejsce wśród deweloperów na GPW; w 2024 r. 2,2 tys. i 4. miejsce wśród deweloperów na GPW), jednak miał ambicję, aby szybko wejść do ścisłej czołówki, ze sprzedażą ponad 4 tys. lokali rocznie. Zapowiedzi te początkowo zbiegły się z funkcjonowaniem programu Bezpieczny Kredyt 2%, który wydrenował z rynku ofertę nowych mieszkań i przyczynił się do istotnego wzrostu cen. Aby zrealizować cel szybkiego wzrostu sprzedaży, spółka w kolejnych kwartałach kupowała grunty z pozwoleniami lub blisko uzyskania pozwolenia na budowę.

Archicom rozwijał bank ziemi głównie w Warszawie, Wrocławiu i Krakowie, czyli na tamten moment najlepszych rynkach mieszkaniowych w kraju (wyłączając Trójmiasto, w którym spółka nie miała struktur). W 2Q'24 spółka zakupiła swój pierwszy grunt na Śląsku – w Katowicach.

W czerwcu 2025 r. Archicom sprzedał biurowiec City 2 za 31 mln EUR i od tego momentu 100% biznesu spółki skupione jest na segmencie mieszkaniowym.

W latach 2024-2026 spółka nie była w stanie spełnić celu ambitnego wzrostu, który zapowiadała po wniesieniu biznesu mieszkaniowego Echo do Archicomu, tj. szybkiego wejścia na poziom 4 tys. sprzedawanych lokali rocznie (na początku 2024 r. spółka zakładała, że na ten poziom wejdzie już w 2025 r.). Bardzo rozgrzana koniunktura na rynku mieszkaniowym wskutek działania Bezpiecznego Kredytu 2% w drugiej połowie 2023 wyraźnie ochłodziła się jednak w kolejnych kwartałach ze względu na wyraźny spadek popytu przy odbudowie podaży mieszkań. Z tego względu Archicom był zmuszony wstrzymywać się z uruchomieniem niektórych inwestycji. Jeszcze w połowie 2025 spółka podtrzymała plan sprzedaży 4 tys. lokali w 2026 r., choć dziś już wiemy, że również tego celu nie uda się spełnić i według założeń spółki wyniesie ona 3,2-3,5 tys. lokali. Niemniej skala działalności Archicomu z roku na rok wyraźnie rośnie.

W marcu 2026 Waldemar Olbryk zrezygnował z funkcji prezesa, a na stanowisko to został powołany Dawid Wrona, wcześniej członek zarządu odpowiedzialny za projekty mieszkaniowe.

Z końcem 2026 roku działalność usługowego prowadzenia inwestycji przez Archicom dla Echo Investment powinna niemal zupełnie wygasnąć ze względu na zakończenie budów i blisko 100% sprzedaż lokali w tych projektach.

Etapy rozwoju Archicomu 1986-2026

1986–2016 Od pracowni architektonicznej do dewelopera mieszkaniowego i komercyjnego we Wrocławiu

1986	Biuro architektoniczne Studio Projekt
1992	Początek działalności generalnego wykonawstwa i zarządzania inwestycjami
1999	Pierwszy projekt deweloperski mieszkaniowy
2004	Pierwszy projekt deweloperski biurowy
2001–2015	Budowa osiedli m.in. Olimpia Port, Cztery Pory Roku, Ogrody Hallera, Słoneczne Stabłowice oraz biurowców West Forum, Quattro Forum, Silver Forum

2016–2021 Debiut na GPW, ekspansja, zakup mLocum

2016	IPO na GPW. Pozyskanie 72 mln PLN
2017	Zakup mLocum od mBanku (80%, 87,6 mln PLN)
2016–2020	Kolejne etapy Olimpia Port, Cztery Pory Roku. Projekt Browary Wrocławskie, River Point, Forma
2017–2021	Budowa 2 biurowców City Forum. City One sprzedany w 2020 r. za 33,8 mln EUR
2020	Przegląd opcji strategicznych

2021–2022 Pod kontrolą Echo Investment

2021	Echo kupuje 66% akcji od założycieli za 425 mln PLN Biznes poza Wrocławiem i studio projektowe wraca do założycieli za 133 mln PLN Waldemar Olbryk zostaje prezesem Archicomu
2021–2022	Koncentracja na Wrocławiu, pierwsze grunty w Warszawie i Poznaniu

2023–2026 Wniesienie biznesu mieszkaniowego Echo i emisja akcji Archicom wśród największych deweloperów w Polsce

IV 2023	Echo odkupuje ostatnie 8,3% akcji od założycieli
VII 2023	Aport biznesu mieszkaniowego Echo Investment za ok. 830 mln PLN w zamian za akcje po cenie 36,34 PLN. Udział Echo Investment: 89,3%
IX 2023	Emisja 10 mln akcji po 22 PLN (220 mln PLN). Udział Echo spada do ok. 74%
2024	Plan wejścia do czołówki deweloperów mieszkaniowych w Polsce ze sprzedażą docelową 4 tys. lokali rocznie
2025	Sprzedaż biurowca City 2 Biznes w pełni skupiony na segmencie mieszkaniowym
III 2026	Zmiana na stanowisku Prezesa – Dawid Wrona zastępuje Waldemara Olbryka
2026/2027	Zakończenie usługowego prowadzenia inwestycji dla Echo Investment

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Archicom

Model biznesowy i strategia

Dzisiejszy Archicom jest klasycznym deweloperem mieszkaniowym, który zajmuje się organizacją całego procesu budowy nowych mieszkań – od zakupu gruntu i uzyskania niezbędnych pozwoleń po nadzór nad budową, marketing, sprzedaż i obsługę posprzedażową. Realizacja inwestycji odbywa się w ramach własnych struktur zarządzających realizacją (samodzielne generalne wykonawstwo przy wykorzystaniu podwykonawców) lub, w zależności od typu inwestycji i poziomu jej skomplikowania, poprzez zatrudnienie zewnętrznego generalnego wykonawcy.

Spółka jest obecna w Warszawie, Wrocławiu, Krakowie, Poznaniu, Łodzi oraz Katowicach i planuje wejście na rynek trójmiejski.

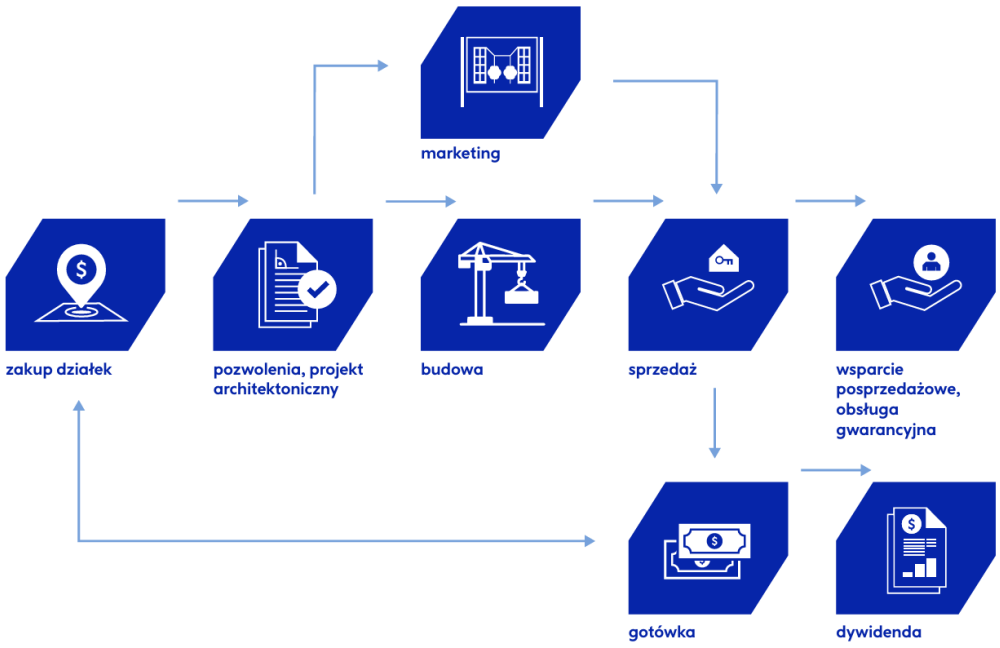
W ostatnich latach poza sprzedażą własnych projektów Archicom zajmował się również obsługą 5 projektów, które pozostały w aktywach Echo Investment po wniesieniu biznesu mieszkaniowego do Archicomu w 2023 r., za co pobierał wynagrodzenie. Wraz z końcem budów i sprzedażą ostatnich lokali działalność ta zostanie jednak w najbliższych miesiącach właściwie zupełnie wygaszona.

Archicom księguje przychody i koszty sprzedanych lokali dopiero w momencie przekazania lokalu nabywcy (zgodnie z MSSF, analogicznie do innych deweloperów mieszkaniowych). Wyniki są więc silnie uzależnione od kończenia budów, przekazywania lokali i marż realizowanych na projektach przekazywanych w danym kwartale – stąd mogą występować istotne wahania między kwartałami.

W skład Grupy Archicom wchodzą dziesiątki spółek celowych realizujących inwestycje mieszkaniowe, komplementariusze spółek celowych, spółki prowadzące obsługę posprzedażową, spółki realizujące funkcje finansowe oraz spółki nieaktywne, które zakończyły inwestycje.

W przeszłości Archicom był również deweloperem biurowym, jednak wraz z przejęciem przez Echo Investment i sprzedażą projektu City 2 w 2025 r. skupił się w pełni na budowie mieszkań na sprzedaż.

Model biznesowy Archicomu



Źródło: Archicom

Obecna strategia Archicomu zakłada:

- Dalszy systematyczny wzrost skali działalności Grupy na rynku nieruchomości mieszkaniowych.
- Utrzymanie atrakcyjnej polityki dywidendowej przy zachowaniu środków na finansowanie biznesu.
- Maksymalizację stopy zwrotu z kapitału własnego dla akcjonariuszy przy zachowaniu mocnego bilansu i płynności.
- Tworzenie wyjątkowych miejsc do życia, wpływających pozytywnie na rozwój miast i społeczności.
- Dążenie do działania zgodnie z zasadami ESG i wzmacniania roli lidera branży nieruchomości w obszarze zrównoważonego rozwoju.

Cel sprzedaży 4 tys. lokali



Źródło: Archicom, prezentacja po 2Q'26

Archicom w ostatnich latach istotnie zwiększa sprzedaż. Cel sprzedażowy po zakończonym 2Q'26 został przedstawiony na 3,2-3,5 tys. (podtrzymany z poprzednich kwartałów) w podziale ok. 0,8 tys. w 3Q'26 i 1,1-1,4 tys. w 4Q'26 i dotyczy to zarówno sprzedaży lokali własnych, jak i prowadzonych usługowo dla Echo Investment. Tych drugich w ofercie na koniec 2Q'26 pozostawało jednak już tylko 80.

Dziś już wiemy, że sprzedaż w 3Q'26 wyniosła 679 lokali, tj. ok. 120 poniżej celu. Wysoką sprzedaż w 4Q'26 powinno natomiast wspierać uruchomienie budów i wprowadzenie do sprzedaży wielu nowych projektów – w 2H'26 spółka zaplanowała start budowy ok. 2,3 tys. lokali. Na dziś zakładamy, że roczny cel sprzedaży prezentowany po 2Q'26 nie zostanie jednak osiągnięty i ostateczna sprzedaż w 2026 r. wyniesie ok. 3,1 tys. lokali.

W roku 2027 i kolejnych latach Archicom zakłada osiągnięcie sprzedaży 4 tys. lokali. Ambicją spółki jest być w top 3 największych deweloperów na każdym z rynków, na którym jest obecny. Cel szybkiego osiągnięcia 4 tys. sprzedanych lokali spółka komunikowała już w 2023 r. (wtedy dotyczyło to planu osiągnięcia tego celu w 2025 r.), co było następnie odkładane na kolejne lata. O ile poprzedni zarząd przecenił możliwości spółki do szybkiego wzrostu, czemu nie sprzyjała też słabsza koniunktura na rynku oraz przeciągające się procesy administracyjne, to należy też jednak podkreślić, że sprzedaż regularnie rośnie, Archicom powiększa bank gruntów i organizacyjnie jest coraz bardziej gotowy do wejścia na tak wysoki poziom sprzedaży. Na koniec 2Q'26 Archicom zakładał uruchomienie budowy 2,3 tys. lokali w 2H'26 i 3,7 tys. w 2027 r. i uruchomienie takiej liczby inwestycji istotnie poprawiłoby ofertę spółki.

50% udział segmentu popularnego

W celu zwiększenia poziomu sprzedaży oraz w odpowiedzi na warunki rynkowe Archicom zwiększał w ostatnich latach ofertę segmentu popularnego, tj. mieszkań z niższym poziomem cenowym. Sprzedaż segmentu doszła z 35% w 2024 r. do planowanego 50% w roku bieżącym i w założeniach spółki na tym poziomie powinna już się utrzymywać. W tym segmencie spółka nie jest dziś obecna w Warszawie, jednak również w stolicy planuje rozszerzenie swojej oferty o projekty z niższą ceną.

Jeden z projektów segmentu popularnego, tj. Zenit IV w Łodzi, został zrealizowany przez Archicom w systemie prefabrykacji, dzięki czemu czas realizacji wyniósł mniej niż 12 miesięcy. Spółka widzi potencjał, aby realizować w standardzie prefabrykacji również kolejne projekty segmentu. System ma potencjał do wykorzystania głównie w segmencie popularnym ze względu na mniej skomplikowane bryły budynków i powtarzalność lokali w tego typu inwestycjach.

Marża brutto: 30-40%

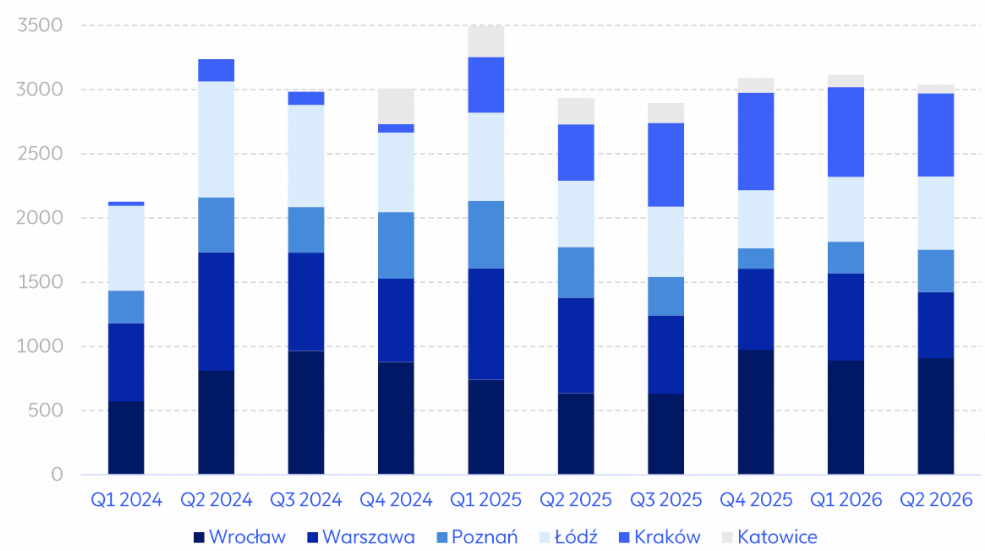
Celem Archicomu jest utrzymywanie marży brutto ze sprzedaży w zakresie 30-40% i był on bez problemu realizowany w ostatnich latach. Ostatnie 3 kwartały (4Q'25-2Q'26) przyniosły lekkie zmniejszenie marż, które oscylowały wokół 30%, tj. dolnej granicy przedziału. Jak wskazała na ostatniej konferencji CFO spółki, na obecnie realizowanych projektach oczekiwać należy marży bliższej 30%, choć projekty premium będą ją podbijać.

Analizując projekty w budowie i zakładane przez spółkę przychody i nakłady, oceniamy, że marża brutto ze sprzedaży w 2H'26 powinna oscylować wokół 32%. W przyszłym roku natomiast spółka zakłada zakończenie budów 3,2 tys. lokali, dla których średnia zakładana przez spółkę marża brutto ze sprzedaży to 32,7%. Najwyższe marże, przekraczające 50%, spółka planuje realizować na inwestycjach premium na Towarowej 22 w Warszawie.

Założenie malejących kosztów SG&A / lokal

Według zarządu spółka zbudowała już struktury i bazę kosztową pod sprzedaż 4 tys. lokali rocznie. Przy planowanej dalej rosnącej sprzedaży koszty SG&A powinny więc rosnąć wyraźnie wolniej, a ich poziom powinien spaść z 74,4 tys. PLN na sprzedane mieszkanie w 2024 i 66,6 tys. PLN w 2025 r. docelowo w założeniach spółki do poziomu ok. 50 tys. PLN na lokal.

Oferta i bank ziemi



Oferta Archicomu na koniec 2Q'26 była zdywersyfikowana pomiędzy miastami – najwyższa była we Wrocławiu (908 lokali), na niższym poziomie była w Krakowie, Łodzi i Warszawie (odpowiednio 647, 614 i 517 lokali), a najniższa była w Poznaniu i Katowicach (329 i 67).

Z 13,2 tys. lokali w banku ziemi (włącznie z zabezpieczonymi) dominują projekty we Wrocławiu (4,5 tys.) i Warszawie (4 tys.), mniejsze są plany budowy w Poznaniu i Łodzi (odpowiednio 2,1 tys. i 1,5 tys.), a najmniejsze w Krakowie (1,2 tys. lokali). Taką strukturę banku ziemi oceniamy dobrze – szczególnie wysoki udział Warszawy i Wrocławia, które obok Trójmiasta są obecnie najmocniejszymi rynkami mieszkaniowymi w Polsce.

Bank ziemi Archicom na 30 czerwca 2026

Miasto	# projektów		# lokali	
	Własne	Zabezpieczone	Własne	Zabezpieczone
Wrocław	14	8	2 396	2 084
Warszawa	10	12	1 614	2 351
Kraków	6	2	731	479
Łódź	6	-	1 456	-
Poznań	8	2	1 696	366
Razem	44	24	7 893	5 280

Źródło: Archicom

Wysoka wartość projektów w Warszawie

Choć w Warszawie średnia oferta i bank ziemi nie są tak wysokie jak we Wrocławiu, to w stolicy realizowane są wyłącznie projekty segmentu średniego i premium, których wartość jest dla grupy bardzo istotna. W projektach trwających oraz w banku ziemi posiadanym na własność planowane przychody z Warszawy to 4,6 mld PLN, z Wrocławia 3,2 mld PLN, z Poznania 1,6 mld PLN, z Łodzi 1,3 mld PLN, z Krakowa 1,1 mld PLN, a z Katowic 0,19 mld PLN (kończony projekt Mikato bez planu kolejnych inwestycji).

Szczególnie istotną inwestycją na rynku warszawskim jest wieloetapowy projekt premium na Towarowej 22 oraz kolejne etapy projektu Modern Mokotów i Rytm Kabaty.

Plany rozwoju banku ziemi i wejścia do Trójmiasta

Biorąc pod uwagę plany sprzedażowe Archicomu na poziomie 4 tys. lokali w 2027 r., oceniamy jednak, że bank ziemi spółki wymaga rozbudowy do poziomu 12-13 tys. lokali w gruntach posiadanych na własność. Marże brutto ze sprzedaży planowane przez Archicom w zakresie 30-40% są natomiast dość wysokie, porównując do innych deweloperów, a uzyskiwanie takich zwrotów z reguły wymaga zakupów gruntów, których zabudowa nie jest możliwa w krótkim czasie.

Obecnie grupa koncentruje się na zwiększaniu banku ziemi w segmencie popularnym ze szczególnym uwzględnieniem Warszawy i Wrocławia.

Archicom ma plan wejścia do Trójmiasta, przy czym jak informowała spółka na początku 2026 r. nie chce budować tam swojej obecności od pojedynczych projektów, a rozważa przejęcie dewelopera lub zakup większej ilości gruntów tak aby móc sprzedawać rocznie przynajmniej ok. 200 lokali, co wymaga posiadania banku ziemi na przynajmniej ok. 1000 lokali. Spółka podkreślała, że nie ma konkretnego terminu wejścia do Trójmiasta i do dziś nie podała żadnych konkretów.

W naszej ocenie Trójmiasto będące obecnie drugim obok Warszawy najlepszym rynkiem mieszkaniowym jest obecnie obszarem zainteresowania wielu deweloperów, w związku z czym zakładamy, że pozyskanie atrakcyjnych gruntów na tym rynku może nie być zadaniem łatwym. Przykładem transakcji dokonanej na tym rynku w ostatnich miesiącach jest przejęcie spółek celowych Grupy Budner przez Atal za cenę 100,9 mln PLN.

Łódź i Katowice nie są problemem dla Archicomu

Nie uważamy, aby problemem Archicomu była istotna oferta i bank ziemi w Łodzi, która obecnie jest jednym z najsłabszych rynków dla deweloperów mieszkaniowych ze względu na wysoką podaż. Oferta i plany Archicomu na tym rynku skupiają się wyłącznie w dwóch dobrze sprzedających się dotychczas projektach wieloetapowych: Flow i Zenit. Spółka nie posiada na tym rynku kolejnych zabezpieczonych do zakupu projektów.

Archicom nie planuje też kolejnych inwestycji w Katowicach poza kończoną w 1Q'27 inwestycją Mikato. Poziom przedsprzedaży na tej inwestycji na koniec 2Q'26 był bardzo dobry i wynosił 81%.

Doświadczenie przy „Lex Deweloper" zaprocentuje przy ZPI?

Archicom ma duże doświadczenie w przeprowadzaniu projektów przez specustawę mieszkaniową tzw. „Lex Deweloper". W tym trybie spółka uzyskała zgodę Rady Warszawy na budowę projektu Kabaty przy al. KEN w Warszawie (410 mieszkań) oraz Postępu (409 lokali) i również w tym trybie planuje pozyskać pozwolenia na kolejne projekty: Astra West we Wrocławiu (608 lokali) oraz Modern Mokotów (426 lokali). Łącznie to 1,85 tys. lokali, z czego 1,25 tys. w Warszawie.

Tryb „Lex Deweloper" wygasł jednak 31 sierpnia 2026 r., choć wnioski złożone przed tą datą będą normalnie rozpatrywane. Następcą specustawy jest Zintegrowany Plan Inwestycyjny (ZPI): szczególna forma planu miejscowego uchwalana na wniosek inwestora. W odróżnieniu od uchwały lokalizacyjnej ZPI musi być zgodny z planem ogólnym gminy. Wymaga też umowy urbanistycznej, w której inwestor zobowiązuje się do realizacji inwestycji uzupełniających (np. drogi publicznej, przedszkola czy szkoły). Szacujemy, że Archicom, dzięki doświadczeniu przy specustawie, ma szansę pozyskiwać grunty również w tym trybie.

Projekty miastotwórcze („destinations")

Istotną częścią oferty Archicomu są projekty, które spółka określa jako „destinations", tj. miastotwórcze, dobrze zlokalizowane, duże, wieloetapowe projekty z istotnym komponentem przestrzeni publicznej, zapewniające dostęp do transportu publicznego, handlu, usług, szkół, zgodne z ideą miasta 15-minutowego. Projekty powstają najczęściej na terenach poprzemysłowych czy wcześniej zabudowanych np. przez biurowce, fabryki, supermarkety. Koncepcję zapoczątkowało Echo Investment projektem Browary Warszawskie.

Flagowe projekty tego typu to etapy Towarowej 22, Modern Mokotów, Rytm Kabaty w Warszawie czy poznańska Wieża Jeżyce.

Projekty te często powstają we współpracy z Echo Investment (np. część mieszkaniowa budowana przez Archicom, część biurowa przez Echo Investment, jak w Towarowej 22) i ich duża część została przejęta w 2023 r. od Echo.

Projekt Nowy Rytm Kabaty, Warszawa



Źródło: Archicom

Segment premium (Archicom Collection)

Istotną częścią biznesu Archicomu stała się oferta lokali premium ze sztandarowym projektem na Towarowej 22 (3 etapy), ale też projektami Flare w Warszawie i Powstańców 7D we Wrocławiu. Na potrzeby sprzedaży lokali premium Archicom utworzył markę „Archicom Collection".

Projekty Archicom Collection poza wyjątkową lokalizacją wyróżniają się architekturą i jakością wykonania, ogromnymi oknami oraz wyjątkowymi udogodnieniami, jak np. dziełami sztuki w częściach wspólnych, w projekcie M7: siłownią, strefą SPA, prywatną salą kinową, symulatorem Lamborghini czy salą klubową, a w projekcie Gutenberga przykładowo również: basenem, salonem literackim czy mediateką.

Kluczowym projektem Archicom Collection jest 3-etapowy projekt na Towarowej w Warszawie. Ogromna działka w ścisłym centrum Warszawy jeszcze w 2016 r. zakupiona została przez Echo Investment (30%) i EPP (70%). W 2022 r. 70% należące do EPP przejęło AFI Europe, a część mieszkaniowa została w całości przy Echo. W 2023 r. projekt został wniesiony do Archicomu, razem z całym biznesem mieszkaniowym Echo.

Projekty Archicom Collection

	PUM* (tys. m2)	Liczba lokali	Planowane przychody	Planowana marża brutto ze sprzedaży	Zakończenie budowy	Sprzedane na koniec 2Q'26	Przychody na PUM**
Warszawa							
Flare ul. Grzybowska	4,3	77	172,6	25,8%	III kw. 2026	42%	40,1 tys. PLN
Apartamenty M7 ul. Towarowa 22	12,3	143	515,0	51,4%	III kw. 2026	55%	41,9 tys. PLN
Apartamenty Gutenberga ul. Towarowa 22	18,2	170	814,2	53,3%	I kw. 2028	21%	44,7 tys. PLN
Towarowa22 D ul. Towarowa 22	7,9	71	346,9	53,0%	IV kw. 2028	0%	43,9 tys. PLN
Wrocław							
Powstańców 7D	11,5	228	223,2	25,3%	III kw. 2027	62%	19,4 tys. PLN

** – PUM – powierzchnia użytkowa mieszkalna*
*** – planowane przychody / PUM*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Archicom

Na 3 etapach projektu na Towarowej 22 oddawanych w okresie 3Q'26-4Q'28 spółka planuje wygenerować łącznie aż 1,7 mld PLN przychodów ze sprzedaży ze średnią marżą brutto ze sprzedaży w wysokości prawie 53% i planowanym zyskiem brutto ze sprzedaży w wysokości niecałych 0,9 mld PLN. Oznacza to, że tylko te 3 etapy na Towarowej 22, na łącznie 384 lokale, będą w najbliższych 2,5 roku odpowiadać za ok. 20% przychodów i 30% zysku brutto ze sprzedaży z wszystkich 48 projektów na 8,8 tys. lokali planowanych do zakończenia w tym okresie.

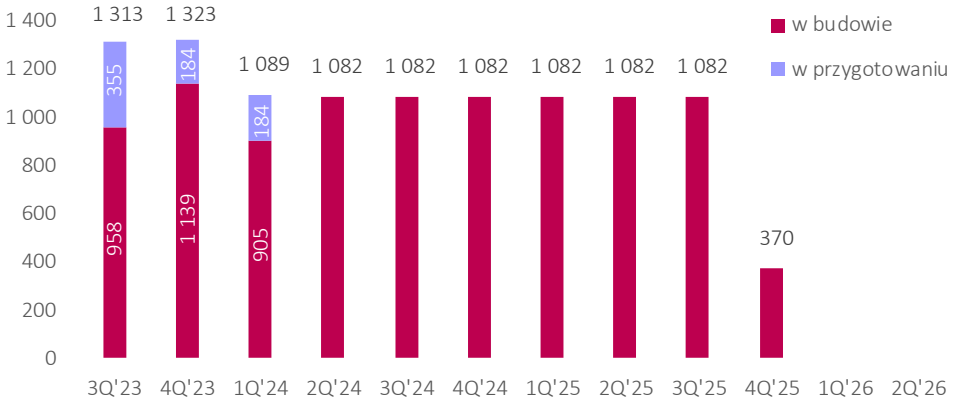
Sprzedaż 2 projektów kończonych w 3Q'26, tj. Flare i Apartamentów M7, wynosiła na koniec 2Q'26 odpowiednio 42% i 55%, a więc w porównaniu do innych projektów z bliskim terminem oddania była dość niska. W naszej ocenie nie stanowi to jednak problemu, gdyż normalnym jest, że produkt premium sprzedaje się wolniej, a do tego klient na tego typu produkt może nie być skłonny do zakupu bez możliwości zobaczenia lokalu na żywo.

Analizując bank ziemi Archicomu, nie zakładamy, że projekty o skali i planowanych zyskach jak na Towarowej 22 spółka będzie w stanie powtarzać, a wyjątkowość Towarowej wynika z przejęcia projektu przygotowywanego przez wiele lat przez Echo Investment.

Prowadzenie inwestycji dla Echo Investment

Poza inwestycjami na własny rachunek Archicom od 2023 r. zajmuje się także prowadzeniem usługowo, za wynagrodzenie, inwestycji, które z powodów technicznych (brak możliwości podziału gruntów, zaawansowanie projektów) nie zostały wniesione przez Echo Investment do Archicomu w 2023 r. Była to część projektu Modern Mokotów w Warszawie, Wita w Krakowie i 3 projekty w Łodzi. Dzięki takiej organizacji segment mieszkaniowy całej Grupy Echo-Archicom był prowadzony przez Archicom.

Projekty Echo Investment prowadzone usługowo przez Archicom



Źródło: BM Millennium na podstawie danych Archicom

Budowa ostatniego z projektów Echo Investment prowadzonych przez Archicom zakończyła się w 1Q'26. W 1Q-3Q'26 Archicom prowadził przekazania tych lokali i sprzedaż jednostek, które przed końcem budowy nie znalazły nabywców, a w ofercie na koniec 2Q'26 było już tylko 80 lokali z tych projektów. Z końcem bieżącego roku działalność usługowego prowadzenia inwestycji przez Archicom dla Echo Investment powinna niemal zupełnie wygasnąć.

Szacujemy, że wpływ tej działalności na wyniki Archicomu nie był istotny. Oceniamy, że dla Archicomu współpraca była jednak korzystna, gdyż organizacyjnie przygotowywała spółkę do wyższej sprzedaży i prowadzenia większej liczby projektów własnych.

Pozostała współpraca z Echo Investment

Bycie w Grupie Echo Investment w istotny sposób wpływa na działalność Archicomu. Poza przejęciem projektów Echo w 2023 r. i usługami świadczonymi dla Echo w ostatnich latach (opisane powyżej) spółki współpracują na wielu płaszczyznach – wspólnie prowadzą projekty (np. Towarowa 22), optymalizują koszty administracyjne, wymieniają wiedzę. Według zarządu bycie w większej Grupie stawia Archicom w lepszej pozycji, jeśli chodzi o negocjacje z wykonawcami, daje większą elastyczność w zakresie alokacji ekip budowlanych i specjalistów między projektami. W najbliższych latach Archicom planuje obniżyć koszty SG&A w przeliczeniu na mieszkanie m.in. dzięki optymalizacji struktur i funkcji w ramach Grupy Echo.

Nie wykluczamy, że w przyszłości spółki będą realizować wspólnie nowe projekty, z funkcjami zarówno mieszkalnymi (Archicom), jak i komercyjnymi (Echo). Może to stawiać obie spółki w lepszej pozycji negocjacyjnej w kwestii zabezpieczania gruntów na nowe projekty.

Umowa o współpracy strategicznej

Od stycznia 2022 r. Archicom i Echo Investment mają zawartą umowę o współpracy strategicznej, która do dziś była odnawiana i kilkukrotnie aneksowana. Na podstawie umowy Echo Investment wstrzymuje się od realizacji nowych projektów mieszkaniowych na sprzedaż oraz świadczy na rzecz Archicomu usługi konsultingowe i doradcze oraz inne usługi strategiczne – m.in.:

- doradztwo strategiczne,
- wsparcie w zakresie zarządzania i rozwoju projektów dotyczących nieruchomości mieszkaniowych,
- wsparcie w optymalizacji struktury kosztów,
- usługi doradztwa strategicznego w celu optymalizacji struktury finansowania i bilansu,
- doradztwo strategiczne w zakresie identyfikacji i oceny potencjalnych inwestycji w nieruchomości w celu stworzenia najlepszego i najbardziej efektywnego banku gruntów,
- usługi wsparcia związane z nabyciem nieruchomości inwestycyjnych,
- wsparcie związane z IR,

i inne.

Z tytułu świadczenia ww. usług Echo Investment otrzymuje od Archicomu wynagrodzenie w wysokości kwoty równej 0,26% wartości bilansowej aktywów Archicomu – zgodnie z aneksem z września 2026 r. Oznacza to obecnie płatności w wysokości 843 tys. PLN miesięcznie. Przed podpisaniem wrześniowego aneksu opłata wynosiła 0,40% wartości bilansowej aktywów Archicomu (w okresie od stycznia 2024 r. do września 2026 r.).

Prognoza 3Q’26

	3Q'26P	3Q'25	zmiana r/r	1-3Q'26P	1-3Q'25	zmiana r/r
Przychody	**461,9**	198,5	132,7%	**1 086,5**	523,4	107,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	**130,5**	77,9	67,5%	**318,9**	194,1	64,2%
EBITDA	**86,5**	13,4	543,7%	**190,8**	46,3	311,8%
EBIT	**84,0**	11,0	660,3%	**183,6**	39,5	365,4%
Zysk netto	**65,6**	5,9	1013,5%	**140,1**	4,8	2794,2%
Marże						
Marża brutto ze sprzedaży	**28,2%**	39,2%		**29,3%**	37,1%	
Marża EBITDA	**18,7%**	6,8%		**17,6%**	8,9%	
Marża EBIT	**18,2%**	5,6%		**16,9%**	7,5%	
Marża zysku netto	**14,2%**	3,0%		**12,9%**	0,9%	

mln PLN

Archicom w 3Q’26 przekazał 658 lokali własnych (+99,4% r/r) i 44 lokale (-88,6%) z portfela projektów prowadzonych dla Echo Investment. Prognozujemy, że przychody spółki wyniosą 461,9 mln PLN i będą wyższe o 132,7% r/r, co poza wzrostem liczby przekazywanych lokali wynika też z przekazywania lokali na droższych projektach, w tym szczególnie z przekazań w segmencie Archicom Collection na projekcie Flare, ze średnim przychodem za m2 PUM w wysokości ok. 40 tys. PLN.

Prognozujemy, że marża brutto wyniesie 28,2%, tj. będzie o 11 p.p. niższa niż przed rokiem oraz niższa od deklarowanego przez spółkę poziomu 30-40%. Niższa marża wynikać będzie z miksu przekazywanych projektów, w tym m.in. relatywnie niskomarżowych projektów Flow w Łodzi i wspomnianego Flare.

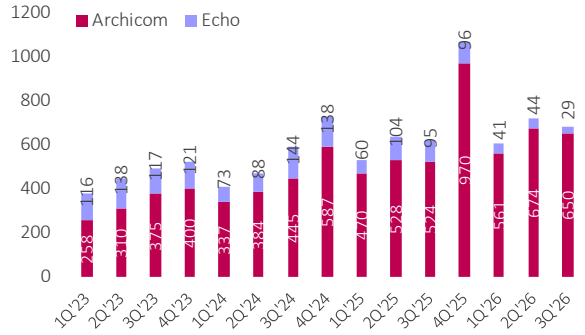
W kwartale porównywalnym 3Q’25 spółka zaksięgowała w kosztach ogólnego zarządu jednorazowy koszt programu motywacyjnego w wysokości 20,9 mln PLN, dzięki czemu zakładamy spadek kosztów SG&A o 31,5% r/r, a wyłączając zdarzenie jednorazowe, zakładamy, że koszty SG&A będą zbliżone. Ostatecznie EBIT spółki wyniesie według nas ok. 84 mln PLN, a zysk netto 65,6 mln PLN.

Raport za 3Q’26 spółka opublikuje 24 listopada 2026 r.

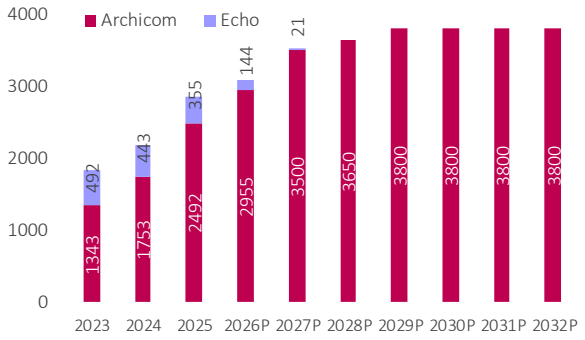
Wyraźnie wyższej rentowności niż w 3Q’26 spodziewamy się w kolejnym kwartale, w którym oczekujemy przekazań na pierwszym etapie wysokomarżowego projektu na Towarowej 22 oraz na projekcie Modern Mokotów. Kolejny kwartał powinien też dać najwyższą w całym roku liczbę przekazanych lokali (cel spółki: 1,1-1,3 tys. lokali).

Nasze założenia na kolejne okresy

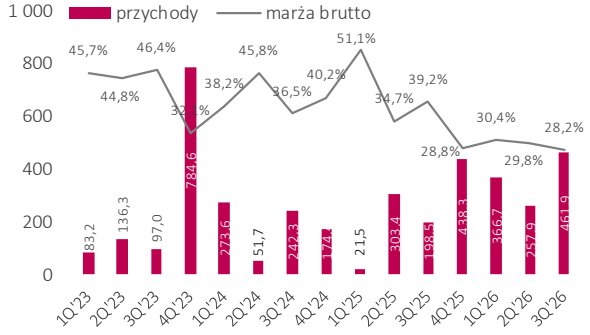
Sprzedaż kwartalna Archicom-Echo



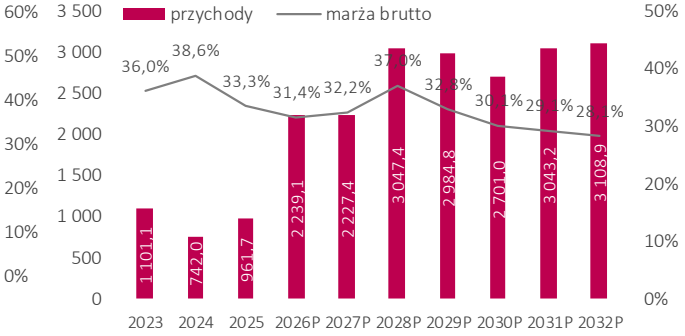
Sprzedaż roczna Archicom-Echo



Przychody i marża Archicom kwartalne



Przychody i marża Archicom rocznie



Źródło: BM Millennium na podstawie danych Archicom

Nasze główne założenia na kolejne lata:

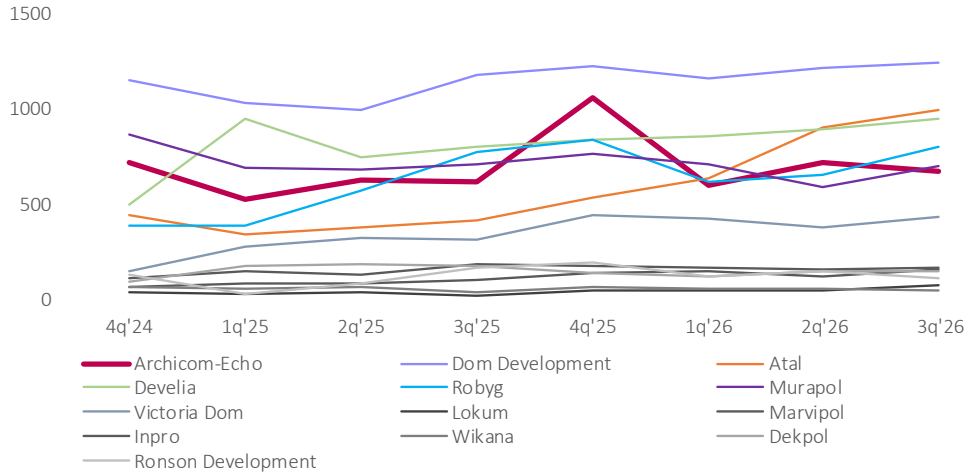
- sprzedaż Archicomu osiągnie 3,5 tys. lokali w 2027 r. Główną przeszkodą w osiągnięciu celu w wysokości 4 tys. lokali będzie wielkość oferty. Na posiadanych gruntach spółka planuje w 2027 r. uruchomić budowy 3,8 tys. lokali, jednak w naszym scenariuszu bazowym zakładamy przesunięcia części projektów ze względu na opóźnienia administracyjne w pozyskiwaniu pozwoleń. Nie można jednak wykluczyć, że Archicom zakupi nowe grunty, na których mógłby uruchomić nowe projekty już w 2027 r.
- docelowo zakładamy wzrost sprzedaży do poziomu 3,8 tys. lokali od 2029 r. Zakładamy, że osiągnięcie takiego poziomu będzie wymagało od Archicomu dalszych istotnych inwestycji w bank gruntów i docelowo zwiększenia jego wielkości do 12,5 tys. lokali,
- od bieżącego roku zakładamy skokowy wzrost przychodów i zysków w porównaniu do lat poprzednich dzięki istotnej skali projektów uruchamianych w ostatnich latach, które wejdą w fazę przekazań. W przyszłym roku oczekujemy podobnych wyników do 2026 r. ze względu na harmonogram kończenia budów. Oczekujemy za to bardzo dobrego 2028 roku, co będzie wynikało m.in. z przekazań na największym etapie projektu Towarowa 22, z marżą brutto w okolicy 50%. Lokale z Towarowej będą również przekazywane w 2029 r.
- w kolejnych latach zakładamy spadek marż, ostatecznie do poziomu 27% od 2033 r. Marże będą w najbliższych latach wspierane przez budowę dużych, wieloetapowych projektów przejętych od Echo Investment, jednak z czasem projektów tych będzie coraz mniej, a do realizacji będą wchodzić inwestycje na gruntach kupowanych obecnie.

Rynek

Konkurencja

Archicom jest jednym z największych deweloperów mieszkaniowych w Polsce, choć rynek jest mocno rozdrobniony. Na każdym z lokalnych rynków Archicomu (Warszawa, Wrocław, Kraków, Poznań, Łódź, Katowice) funkcjonuje od kilkudziesięciu (np. Łódź) do ponad 100 (np. Warszawa) podmiotów oferujących nowe mieszkania na sprzedaż. Rynek się jednak konsoliduje, zarówno organicznie (mniejsze podmioty wstrzymują się z nowymi inwestycjami), jak i dochodzi do przejęć małych i średnich deweloperów lub ich banków ziemi przez większe spółki. Oczekujemy, że trend ten będzie kontynuowany, gdyż duże spółki notowane na GPW zapowiadają wzrost sprzedaży i skali działalności (szczególnie Develia, Archicom i Robyg), przy rynku, którego wielkość jest względnie stabilna.

Sprzedaż kwartalna deweloperów mieszkaniowych z GPW i Catalyst



Źródło: BM Millennium na podstawie komunikatów spółek

Wśród spółek z GPW i Catalyst największymi w Polsce pod względem liczby sprzedanych mieszkań są Dom Development ze sprzedażą kwartalną ponad 1200 lokali, następnie Develia oraz Atal ze sprzedażą kwartalną zbliżającą się do 1 tys. Archicom ze sprzedażą kwartalną na poziomie średnio ok. 750 lokali pod względem liczby sprzedanych lokali jest zbliżony skalą do Robyg i Murapolu (który operuje jednak w niższym segmencie cenowym). Osiągnięcie celu sprzedaży Archicomu w liczbie ok. 4 tys. lokali oznaczałoby, że spółka weszłaby na poziom dzisiejszy Develii i Atalu, czyli obecnego numeru 2 i 3 w Polsce.

Właściwie wszyscy najwięksi deweloperzy w Polsce są notowani na GPW lub mają obligacje notowane na Catalyst i raportują kwartalną sprzedaż. Wśród nieuwzględnionych na wykresie spółek wymienić można Spravię, Yareal, YIT Polska, Okam, Cordia, TDJ Estate czy Invest Komfort, jednak skala ich działalności prawdopodobnie nie zbliża się do 6 największych spółek z GPW.

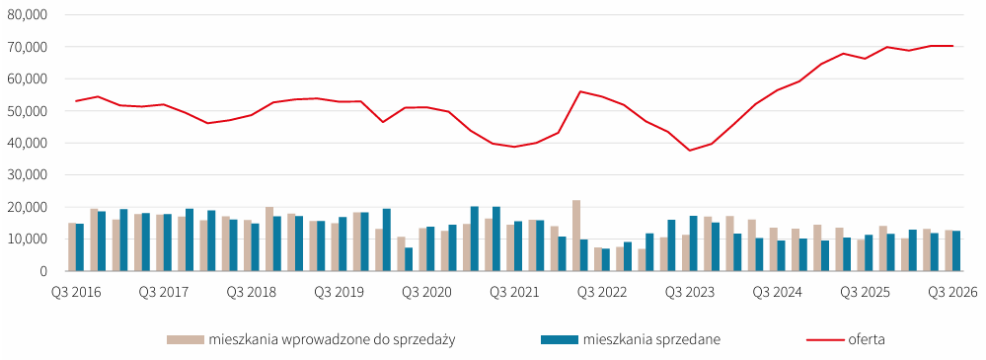
Bieżąca sytuacja na rynku mieszkaniowym

Według danych JLL na rynku nowych mieszkań na sprzedaż od kilku kwartałów utrzymuje się historycznie wysoka oferta na poziomie ok. 70 tys. lokali na największych 7 rynkach (Archicomu nie ma jedynie w Trójmieście). Taki stan wynika z wprowadzania dużej ilości inwestycji w okresie po programie „Bezpieczny Kredyt 2%", który wydrenował rynek z oferty nowych mieszkań, w sytuacji zapowiedzi kolejnych programów pomocowych dla kupujących mieszkania. Ostatecznie żaden nowy program nie został wprowadzony, a równocześnie RPP utrzymywało wysokie stopy procentowe na poziomie 5,75-6,75% w okresie od września 2022 r. do kwietnia 2025 r., co skutecznie ograniczało popyt.

Liczba sprzedanych mieszkań i nowo wprowadzonych do oferty zrównoważyły się dopiero w bieżącym roku, dzięki czemu oferta przestała rosnąć.

Kwartalna relacja popytu i podaży (dane JLL)

(*agregacja dla 7 rynków: Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź i Katowice)

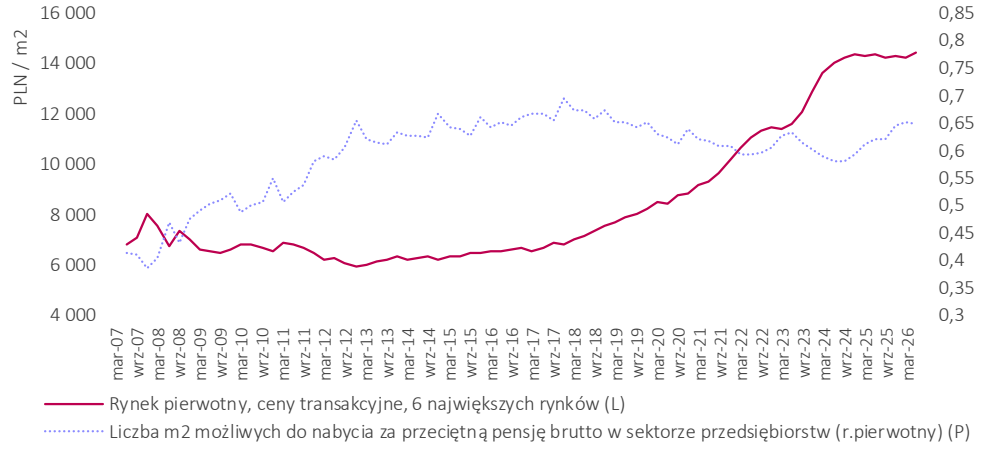


Źródło: JLL, „Rynek mieszkaniowy w Polsce III kwartał 2026"

Nadpodaż oferty jest szczególnie problematyczna dla deweloperów w Łodzi i Katowicach. Sytuacja jest umiarkowana we Wrocławiu, Poznaniu i Krakowie, a najlepszymi rynkami dla deweloperów są Warszawa i Trójmiasto.

Sama sprzedaż wyraźnie odbiega od wysokich poziomów z lat przedpandemicznych czy okresu Bezpiecznego Kredytu 2%, kiedy kwartalnie wynosiła na największych rynkach 15-20 tys. lokali. W bieżącym roku sprzedaż jednak rośnie w ujęciu r/r, co w naszej ocenie wynika ze spadku stóp procentowych, dobrej ogólnej koniunktury gospodarczej, wzrostu zarobków i poprawiających się nastrojów konsumentów przy stabilnych cenach mieszkań.

Ceny transakcyjne mieszkań na 6 największych rynkach a wynagrodzenia



Źródło: GUS, NBP, BM Banku Millennium

Dzięki stabilizacji cen mieszkań stosunek zarobków do cen wyraźnie się w ostatnich kwartałach poprawił i jest na poziomie przeciętnym porównując historycznie do okresu ostatnich 20 lat. Ceny mieszkań pozostają względnie stabilne od 2 lat i w naszej ocenie w krótkim okresie takie pozostaną, a w średnim powrócą do spokojnych wzrostów.

W krótkim okresie w naszej ocenie kluczowym czynnikiem wpływającym na popyt na mieszkania i ceny będzie kwestia cen ropy, która wpływa na inflację, a tym samym oczekiwania co do kształtowania się stóp procentowych, które są kluczowe dla popytu na mieszkania. W ostatnich tygodniach rośnie ryzyko wzrostu stóp, co byłoby niekorzystne dla rynku mieszkaniowego, gdyż wpływałoby niekorzystnie zarówno na zdolność, jak i skłonność klientów do zaciągania kredytu hipotecznego z jednej strony, z drugiej zwiększałby atrakcyjność inwestycyjną alternatyw dla inwestycji w mieszkania na wynajem (choć wpływ tego czynnika na popyt zdecydowanie zmalał w ostatnich latach).

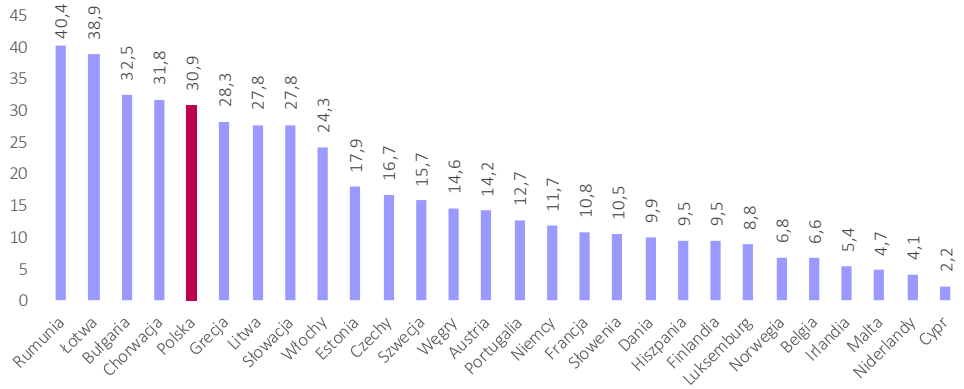
Pomimo stabilizacji cen mieszkań marże deweloperów mieszkaniowych pozostają dobre, co wynika ze stabilnych kosztów budowy. Wysokie ceny ropy mogą jednak wpłynąć na wzrost cen materiałów budowlanych, co otwiera pewne ryzyko dla planowanych przez deweloperów marż. W dłuższym terminie ryzykiem dla marż jest też wysoka konkurencja o grunty, skutkująca rosnącymi cenami.

Czynniki podtrzymujące popyt w średnim okresie

Malejąca liczba ludności w Polsce jest z pewnością negatywnym trendem dla deweloperów mieszkaniowych w długim okresie. Uważamy jednak, że w krótkim i średnim okresie popyt na nowe mieszkania w największych aglomeracjach pozostanie stabilny, czemu sprzyjać powinny inne czynniki:

- spadek liczby ludności w największych aglomeracjach będzie prawdopodobnie niższy niż w małych i średnich miastach, czemu sprzyjać będzie zarówno migracja wewnętrzna, jak i wzrost liczby imigrantów,
- ogromna część zasobu mieszkaniowego w Polsce, uwzględniając największe rynki, wybudowana była przed 1990 r. i ich jakość znacząco odbiega od dzisiejszych standardów i oczekiwań klientów, w szczególności w zakresie części wspólnych, braku parkingów podziemnych i efektywności energetycznej,
- polskie mieszkania są jednymi z najbardziej przeludnionych w UE. Wskaźnik przeludnienia w Polsce wynosi aż 30,9 i gorszy poziom notują jedynie Rumunia, Łotwa, Bułgaria i Chorwacja. Równocześnie Polacy są relatywnie mało zadłużeni w porównaniu do innych krajów UE.

Wskaźnik przeludnienia mieszkań w krajach UE w 2025 r.

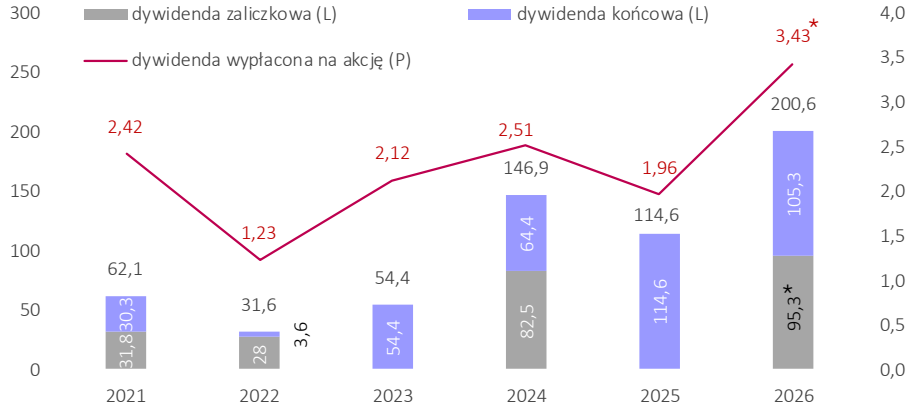


Źródło: BM Banku Millennium na podstawie danych Eurostat

Polityka dywidendowa

Archicom nie posiada oficjalnie uchwalonej polityki dywidendowej choć spółka wypłaca dywidendę corocznie od wejścia na GPW w 2016 r. i deklaruje utrzymanie wypłat (na wykresach prezentujemy dywidendy od 2021 r. tj. od przejęcia przez Echo Investment).

Wypłacone dywidendy i zaliczki lata 2021-2026* (ujęcie cash flow)



Źródło: BM Millennium na podstawie danych Archicom

**- 95,3 mln PLN tj. 1,63 PLN na akcję - dywidenda zaliczkowa zostanie wypłacona 30 listopada 2026*

30 listopada Archicom wypłaci zaliczkę na poczet dywidendy za 2026 r. w kwocie 95,4 mln PLN (1,63 PLN na akcję).

ESG

Zarząd Archicomu deklaruje, że kwestie ESG są dla spółki bardzo istotne i kieruje się ona odpowiedzialnością wobec otoczenia. Dążenie do działania zgodnie z zasadami ESG i wzmacnianie roli lidera branży nieruchomości w obszarze zrównoważonego rozwoju to jeden z pięciu filarów strategii spółki. Archicom chce realizować projekty, które nie tylko odpowiadają na potrzeby mieszkaniowe, ale też współtworzą tkankę miejską i wpływają na jakość życia lokalnych społeczności.

Działania w obszarze ESG porządkuje strategia ESG Echo-Archicom 2030, wspólna dla całej Grupy, której najważniejsze cele to:

- od 2030 r. wszystkie nowe budynki mają być zeroemisyjne w trakcie użytkowania,
- 100% zielonej energii w biurach i na placach budów,
- zapewnienie wskaźnika zastępowalności usuwanych drzew na minimalnym poziomie 2 (pod względem liczby i wartości przyrodniczej),
- osiągnięcie równowagi w wysokości wynagrodzeń pomiędzy pracownikami różnych płci,
- zero wypadków śmiertelnych na budowach,
- 50% inwestycji realizowanych w ramach dużych wieloetapowych przedsięwzięć „destinations",
- wyrównanie wynagrodzeń kobiet i mężczyzn na porównywalnych stanowiskach do 2029 r.,
- większy udział kobiet we władzach spółki.

Inne istotne obszary i osiągnięcia Archicomu w zakresie ESG:

- Większość emisji CO2 związanych z działalnością Archicomu powstaje poza samą spółką. Pochodzą one z produkcji materiałów budowlanych i prac na budowach, a później z ogrzewania i zużycia energii w mieszkaniach. Archicom nie ma na razie liczbowych celów ograniczenia emisji. Spółka przygotowuje strategię dekarbonizacji, czyli plan stopniowego ograniczania emisji.
- Biura Archicomu, z wyjątkiem biur sprzedaży, w całości korzystają z energii ze źródeł odnawialnych. Na placach budów udział zielonej energii wzrósł z 0% w 2024 r. do 42% w 2025 r. Celem spółki jest 100% do 2030 r.
- Archicom kupuje przede wszystkim grunty wcześniej zabudowane, np. po zakładach przemysłowych, biurowcach czy sklepach, i buduje wyłącznie w granicach miast. Cel strategii Echo-Archicom zakłada, że w latach 2023–2030 co najmniej 90% kupowanych działek będzie spełniać te warunki.
- Na budowach Archicomu pracują przede wszystkim pracownicy firm wykonawczych, a spółka nadzoruje przestrzeganie zasad BHP.
- Od 2025 r. umowy z wykonawcami wymagają segregacji co najmniej 75% odpadów z budów.
- W 2025 r., podobnie jak rok wcześniej, na budowach Archicomu nie doszło do żadnego wypadku śmiertelnego. Nowe budowy spełniają jednolity standard zaplecza socjalnego dla pracowników.
- Archicom nie posiada polityki różnorodności wobec zarządu oraz rady nadzorczej. Kobiety stanowią jednak ok. 53% kadry zarządzającej, uwzględniając dyrektorów i kierowników.

Grupa przygotowuje się do nadchodzących zmian regulacyjnych w obszarze zrównoważonego rozwoju, które będą miały istotny wpływ na sektor nieruchomości, poprzez monitorowanie wymagań prawnych, budowanie gotowości organizacyjnej oraz zapewnienie zgodności z nowymi obowiązkami raportowymi i środowiskowymi.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
przychody ze sprzedaży	**1 101,1**	**742,0**	**961,7**	**2 239,1**	**2 227,4**	**3 047,4**	**2 984,8**	**2 701,0**	**3 043,2**	**3 108,9**	**3 170,9**	**3 234,1**	**3 298,6**
zysk (strata) brutto ze sprzedaży	**396,1**	**286,6**	**320,6**	**703,1**	**717,4**	**1 126,6**	**977,7**	**812,6**	**884,9**	**873,0**	**858,7**	**875,8**	**893,2**
marża brutto ze sprzedaży	*36,0%*	*38,6%*	*33,3%*	*31,4%*	*32,2%*	*37,0%*	*32,8%*	*30,1%*	*29,1%*	*28,1%*	*27,1%*	*27,1%*	*27,1%*
koszty SG&A	93,8	163,4	189,6	180,8	193,0	205,7	219,5	225,0	230,2	235,2	239,9	244,7	249,6
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	7,4	37,2	11,6	-6,2	-5,0	-5,1	-5,2	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-6,0
EBIT	**309,7**	**160,4**	**142,6**	**516,2**	**519,4**	**915,8**	**752,9**	**582,2**	**649,2**	**632,1**	**613,1**	**625,2**	**637,6**
marża EBIT	*28,1%*	*21,6%*	*14,8%*	*23,1%*	*23,3%*	*30,1%*	*25,2%*	*21,6%*	*21,3%*	*20,3%*	*19,3%*	*19,3%*	*19,3%*
EBITDA	**314,0**	**168,7**	**152,7**	**525,9**	**529,3**	**926,0**	**763,4**	**592,9**	**660,1**	**643,3**	**624,5**	**636,9**	**649,5**
marża EBITDA	*28,5%*	*22,7%*	*15,9%*	*23,5%*	*23,8%*	*30,4%*	*25,6%*	*22,0%*	*21,7%*	*20,7%*	*19,7%*	*19,7%*	*19,7%*
saldo przychodów i kosztów finansowych	-2,9	-5,7	-2,1	-16,9	-10,3	-7,3	-7,4	-9,5	-11,2	-10,2	-8,3	-6,3	-4,2
zysk przed opodatkowaniem	**306,8**	**155,3**	**141,6**	**497,9**	**509,1**	**923,5**	**765,5**	**592,7**	**638,0**	**622,0**	**604,7**	**618,9**	**633,4**
podatek dochodowy	53,9	35,0	31,9	93,0	96,7	175,5	145,5	112,6	121,2	118,2	114,9	117,6	120,3
zysk netto z działalności zaniechanej	2,9	-13,0	-25,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**255,8**	**107,2**	**84,0**	**404,9**	**412,3**	**748,1**	**620,1**	**480,1**	**516,8**	**503,8**	**489,8**	**501,3**	**513,0**
marża zysku netto	*23,2%*	*14,5%*	*8,7%*	*18,1%*	*18,5%*	*24,5%*	*20,8%*	*17,8%*	*17,0%*	*16,2%*	*15,4%*	*15,5%*	*15,6%*
liczba akcji (mln)	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**	**58,5**
EPS	6,79	1,83	1,44	6,92	7,05	12,79	10,60	8,21	8,83	8,61	8,37	8,57	8,77

Źródło: Archicom, prognozy BM Banku Millennium

Bilans (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
aktywa trwałe	**214,1**	**790,8**	**712,7**	**692,6**	**450,9**	**405,4**	**284,1**	**241,5**	**243,5**	**245,3**	**247,1**	**248,9**	**250,8**
wartość firmy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
wartości niematerialne	9,7	3,6	5,2	6,3	6,5	6,6	6,8	6,9	7,1	7,3	7,4	7,6	7,7
rzeczowe aktywa trwałe	20,7	37,8	39,5	39,0	40,1	40,9	42,0	43,0	44,0	45,0	45,9	46,8	47,7
pozostałe	183,6	749,2	667,8	647,1	404,2	357,6	235,2	191,4	192,2	193,0	193,7	194,4	195,2
aktywa obrotowe	**2 232,5**	**2 035,6**	**3 026,9**	**3 440,2**	**3 925,9**	**3 994,9**	**4 076,0**	**4 457,0**	**4 648,5**	**4 764,6**	**4 865,6**	**4 957,5**	**5 062,6**
zapasy	1 260,6	1 646,0	2 615,0	3 030,7	3 483,8	3 549,2	3 608,1	3 936,6	4 120,0	4 239,2	4 329,7	4 416,3	4 504,6
należności handlowe	184,7	153,0	111,4	130,0	138,1	147,6	157,8	168,5	172,5	176,2	179,7	183,3	187,0
środki pieniężne i ekwiwalenty	511,0	113,6	136,2	147,1	138,1	135,5	160,0	187,6	189,1	179,7	184,0	183,0	193,5
pozostałe	276,2	123,1	164,3	132,4	165,8	162,6	150,1	164,3	167,0	169,6	172,2	174,9	177,6
aktywa razem	**2 446,6**	**2 826,4**	**3 739,6**	**4 132,8**	**4 376,8**	**4 400,3**	**4 360,1**	**4 698,5**	**4 892,0**	**5 009,9**	**5 112,7**	**5 206,4**	**5 313,4**
kapitał własny	**1 268,2**	**1 255,5**	**1 245,7**	**1 450,0**	**1 573,7**	**1 798,1**	**1 984,2**	**2 128,2**	**2 283,2**	**2 434,4**	**2 581,3**	**2 731,7**	**2 885,6**
zobowiązania razem	**1 178,4**	**1 570,9**	**2 493,8**	**2 682,8**	**2 803,1**	**2 602,1**	**2 375,9**	**2 570,4**	**2 608,8**	**2 575,6**	**2 531,4**	**2 474,7**	**2 427,8**
zobowiązania długoterminowe	459,8	739,7	821,3	825,4	827,7	526,5	528,4	142,2	146,3	147,5	148,7	149,4	150,1
kredyty pożyczki i inne instrumenty dłużne	269,7	612,8	677,8	689,0	691,5	384,0	384,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania z tytułu leasingu	48,7	53,9	45,1	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3
pozostałe	141,4	73,0	98,4	99,1	98,8	105,2	106,6	104,8	109,0	110,2	111,4	112,1	112,8
zobowiązania krótkoterminowe	718,6	831,2	1 672,5	1 857,4	1 975,5	2 075,6	1 847,5	2 428,2	2 462,5	2 428,1	2 382,8	2 325,3	2 277,7
zobowiązania z tytułu umów z klientami	382,4	461,3	976,4	1 120,2	1 430,6	1 384,2	1 310,7	1 447,0	1 477,9	1 507,4	1 537,6	1 568,3	1 599,7
zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	138,8	182,8	384,3	377,5	480,2	501,8	472,1	539,6	559,0	578,0	589,6	601,3	613,4
kredyty pożyczki i inne instrumenty dłużne	148,1	113,7	243,7	295,0	0,0	125,0	0,0	377,0	361,0	278,0	191,0	91,0	0,0
zobowiązania z tytułu leasingu	11,4	12,8	18,0	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
pozostałe	**37,8**	**60,6**	**50,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**	**46,2**
pasywa razem	**2 446,6**	**2 826,4**	**3 739,6**	**4 132,8**	**4 376,8**	**4 400,3**	**4 360,1**	**4 698,5**	**4 892,0**	**5 009,9**	**5 112,7**	**5 206,4**	**5 313,4**
BVPS	21,7	21,5	21,3	24,8	26,9	30,7	33,9	36,4	39,0	41,6	44,1	46,7	49,3

Źródło: Archicom, prognozy BM Banku Millennium

Cash flow (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
wynik brutto z dz. kontyn. i zaniech.	311,0	139,7	118,0	497,9	509,1	923,5	765,5	592,7	638,0	622,0	604,7	618,9	633,4
amortyzacja	4,3	8,3	10,1	9,7	10,0	10,2	10,4	10,7	11,0	11,2	11,4	11,6	11,9
zmiana kapitału obrotowego	-179,5	-183,3	-70,0	-246,2	161,0	-89,6	-81,8	-153,7	-136,4	-76,4	-54,6	-50,3	-51,3
pozostałe	-23,2	-85,0	-2,3	-75,1	-86,4	-168,2	-138,0	-103,1	-110,0	-108,0	-106,6	-111,3	-116,1
przepływy z działalności operacyjnej	**112,6**	**-120,4**	**55,8**	**186,3**	**593,6**	**675,9**	**556,1**	**346,6**	**402,5**	**448,7**	**455,0**	**468,9**	**477,8**
inwestycje (capex)	-11,9	-148,0	-77,2	-10,3	-11,2	-11,2	-11,6	-11,9	-12,1	-12,3	-12,5	-12,7	-13,0
pożyczki udzielone	0,0	-160,5	1,4	-10,1	0,0	46,0	46,0	46,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
pozostałe	44,6	5,4	49,0	15,1	14,0	12,2	8,5	4,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
przepływy z działalności inwestycyjnej	**32,7**	**-303,2**	**-26,8**	**-5,3**	**2,9**	**47,0**	**42,9**	**38,9**	**-9,1**	**-9,3**	**-9,5**	**-9,7**	**-10,0**
zmiana zadłużenia	202,3	257,4	201,0	62,5	-292,5	-182,5	-124,5	-7,5	-16,0	-83,0	-87,0	-100,0	-91,0
zapłacone odsetki i inne koszty finansowe	-41,1	-74,4	-78,3	-32,0	-24,4	-19,5	-15,9	-14,4	-14,2	-13,2	-11,3	-9,3	-7,2
wypłata dywidendy	-54,4	-146,8	-114,7	-200,6	-288,6	-523,6	-434,1	-336,1	-361,7	-352,7	-342,9	-350,9	-359,1
pozostałe	-4,8	-9,9	-14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
przepływy z działalności finansowej	**102,0**	**26,3**	**-6,5**	**-170,1**	**-605,5**	**-725,6**	**-574,5**	**-357,9**	**-391,9**	**-448,8**	**-441,2**	**-460,2**	**-457,4**
zmiana gotówki netto	**246,5**	**-397,4**	**22,6**	**10,9**	**-9,0**	**-2,7**	**24,5**	**27,6**	**1,4**	**-9,4**	**4,3**	**-1,0**	**10,5**
DPS	2,12	2,51	1,96	3,43	4,93	8,95	7,42	5,75	6,18	6,03	5,86	6,00	6,14
CEPS	4,45	1,97	1,61	7,09	7,22	12,96	10,78	8,39	9,02	8,80	8,57	8,77	8,97
FCFPS	1,14	-1,10	0,84	2,76	9,92	11,92	9,79	6,20	6,64	7,43	7,54	7,78	7,93

Źródło: Archicom, prognozy BM Banku Millennium

Wskaźniki

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p
zmiana sprzedaży	120,4%	-32,6%	29,6%	132,8%	-0,5%	36,8%	-2,1%	-9,5%	12,7%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
zmiana EBITDA	165,3%	-46,3%	-9,4%	244,3%	0,7%	74,9%	-17,6%	-22,3%	11,3%	-2,5%	-2,9%	2,0%	2,0%
zmiana EBIT	168,5%	-48,2%	-11,1%	261,8%	0,6%	76,3%	-17,8%	-22,7%	11,5%	-2,6%	-3,0%	2,0%	2,0%
zmiana zysku netto	132,1%	-58,1%	-21,7%	382,2%	1,8%	81,4%	-17,1%	-22,6%	7,6%	-2,5%	-2,8%	2,3%	2,3%
marża EBITDA	28,5%	22,7%	15,9%	23,5%	23,8%	30,4%	25,6%	22,0%	21,7%	20,7%	19,7%	19,7%	19,7%
marża EBIT	28,1%	21,6%	14,8%	23,1%	23,3%	30,1%	25,2%	21,6%	21,3%	20,3%	19,3%	19,3%	19,3%
marża netto	23,2%	14,5%	8,7%	18,1%	18,5%	24,5%	20,8%	17,8%	17,0%	16,2%	15,4%	15,5%	15,6%
sprzedaż/aktywa	0,45	0,26	0,26	0,54	0,51	0,69	0,68	0,57	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
dług netto / kapitał własny	0,02	0,54	0,68	0,62	0,39	0,24	0,14	0,12	0,10	0,06	0,02	-0,01	-0,05
odsetki / EBITDA	0,09	0,38	0,45	0,15	0,12	0,05	0,05	0,06	0,05	0,05	0,04	0,03	0,02
stopa podatkowa	17,6%	22,5%	22,5%	18,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	25,6%	8,5%	6,7%	30,0%	27,3%	44,4%	32,8%	23,3%	23,4%	21,4%	19,5%	18,9%	18,3%
ROA	13,6%	4,1%	2,6%	10,3%	9,7%	17,0%	14,2%	10,6%	10,8%	10,2%	9,7%	9,7%	9,8%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	21,1	679,6	848,4	892,6	609,1	429,2	280,2	245,1	227,7	154,1	62,7	-36,3	-137,8

Źródło: Archicom, prognozy BM Banku Millennium

Czynniki ryzyka

- **Stopy procentowe –** popyt na mieszkania jest silnie uzależniony od poziomu stóp procentowych, który wpływa na wielkość raty kredytu hipotecznego oraz zdolność kredytową klientów, jak i atrakcyjność inwestycyjną dla kupujących mieszkania na wynajem. Rosnące stopy zmniejszają skłonność obu grup do zakupu mieszkań. Wzrost stóp procentowych zwiększa również koszty finansowania dłużnego dla spółki. Przy dzisiejszej sytuacji geopolitycznej i rosnącej inflacji ryzyko wzrostu stóp procentowych jest w naszej ocenie wysokie.
- **Sytuacja makroekonomiczna –** popyt na mieszkania jest również uzależniony od innych czynników makroekonomicznych, takich jak np. wzrost płac, nastroje konsumentów, bezrobocie, inflacja, dostępność kredytu i warunki oferowane przez banki. Pogorszenie tych warunków może negatywnie wpływać na popyt na mieszkania oraz ceny.
- **Opóźnienia administracyjne** – Archicom ma w banku gruntów działki, z których istotna część jest w trakcie uzyskiwania pozwoleń niezbędnych przed uruchomieniem inwestycji. Szacunki spółki dotyczące uruchomień nowych budów mogą się w związku z tym nie zmaterializować ze względu na potencjalne opóźnienia. Opóźnienia administracyjne mogą również wpływać na przesunięcia terminów przekazywania lokali.
- **Koszty budowy i marże** – marże Archicomu są uzależnione od wielu zmiennych, takich jak koszty budowy, koszty zakupu gruntów, koszty sprzedaży i marketingu itp. Istnieje ryzyko, że faktyczne marże będą niższe od zakładanych przez spółkę. W najbliższych latach ryzyka upatrujemy zwłaszcza w kosztach budowy – głównie ze względu na potencjalny wzrost cen materiałów.
- **Rozbudowa banku ziemi** – istotnym atutem Archicomu jest posiadanie banku ziemi, który pozwala na realizację wysokich marż. Są to często duże, wieloetapowe, miastotwórcze projekty, które w istotnej części zostały przejęte od Echo Investment (m.in. projekty Towarowa 22, Modern Mokotów, Rytm Kabaty). Podaż tych gruntów będzie się w najbliższych latach kończyć, a Archicom będzie nabywać grunty na wysoce konkurencyjnym rynku, w związku z czym widzimy ryzyko spadku realizowanych marż i zbyt wolnego uzupełniania banku ziemi.
- **Projekt Towarowa 22** – 3 etapy projektu na Towarowej 22 są wyjątkowo istotne dla Archicomu w najbliższych latach. Równocześnie dotyczą one segmentu rynku premium, który w Polsce jest mały, a spółka ma na nim mniejsze doświadczenie niż w segmencie średnim i popularnym. Widzimy ryzyko, że realizowane przychody i marże będą niższe od zakładanych, a sprzedaż lokali w tych projektach może się przeciągać.
- **Relacje z akcjonariuszem dominującym** – Echo Investment jest bezpośrednio i pośrednio akcjonariuszem posiadającym 73,4% w kapitale zakładowym i 75,95% głosów, co daje mu kontrolę nad Archicomem. Między organami spółek istnieją powiązania osobowe, Archicom płaci Echo Investment za usługi doradcze i inne. Echo ma decydujący wpływ na działalność Archicomu, a tym samym istnieje potencjalne ryzyko, że interesy inwestorów mniejszościowych mogą być nie zawsze spójne z interesami największego akcjonariusza.
- **Konkurencja na rynku mieszkaniowym** – konkurencja wśród deweloperów w ostatnich kwartałach jest wysoka, co wynika z dużej podaży nowych mieszkań, i nie można wykluczyć, że będzie rosła, szczególnie w przypadku wzrostu stóp procentowych, co mogłoby poskutkować spadkiem popytu.
- **Rolowanie zadłużenia** – Archicom posiada istotne saldo wyemitowanych obligacji, które w przyszłości może chcieć rolować. Nie można jednak wykluczyć ryzyka mniejszego popytu na obligacje, co może skutkować niepełną alokacją lub pogorszeniem warunków.
- **Regulacje** – działalność Archicomu podlega licznym przepisom prawa i regulacjom, których zmiany mogą negatywnie wpływać na działalność spółki. W szczególności na działalność deweloperów mieszkaniowych obecnie i w najbliższych latach wpływ ma nowelizacja ustawy o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym, skutkująca wprowadzeniem planów ogólnych gmin. Na dziś spośród rynków Archicomu plany wprowadziły jedynie Wrocław i Poznań. Istotne jest też, że w nowym systemie zamknięta została ścieżka uzyskiwania pozwoleń na podstawie przepisów lex deweloper, a zastępuje ją zintegrowany plan inwestycyjny, którego uchwalenie jest procesem bardziej czasochłonnym i droższym. Istotną regulacją dla deweloperów jest też ustawa schronowa, która dla wniosków złożonych po 1 stycznia 2026 r. wprowadza wymóg zaprojektowania miejsc doraźnego schronienia, co zwiększa koszty budowy inwestycji o kilka procent.
- **Demografia** – czynnikiem, który negatywnie będzie wpływać na popyt na mieszkania w dłuższym terminie, jest malejąca liczba ludności, choć w naszej opinii czynnik ten nie jest obecnie jeszcze istotny dla działalności deweloperów działających na największych rynkach mieszkaniowych. W dłuższym terminie może jednak wpłynąć na zmniejszenie popytu na nowe mieszkania.

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
VRG	Kupuj	4 gru 25	5,00	6,27	Seweryn Żołyniak
Ambra	Kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 kwi 26	5,71	9,50	Adam Zajler
Shoper	Kupuj	8 kwi 26	39,00	51,90	Seweryn Żołyniak
VRG	Akumuluj	8 maj 26	5,26	6,22	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	Neutralnie	12 maj 26	149,00	160,80	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	13 maj 26	1,97	2,87	Łukasz Bugaj
11 bit studios	Akumuluj	10 cze 26	145,00	167,00	Grzegorz Gawkowski
VRG	Kupuj	10 wrz 26	5,38	7,20	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	Akumuluj	16 wrz 26	129,10	145,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 wrz 26	6,37	9,91	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	6 paź 26	20,00	23,90	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	7 paź 26	2,77	3,71	Łukasz Bugaj
Archicom	Kupuj	4 lis 26	49,00	60,70	Seweryn Żołyniak

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IMS, Shoper, VRG, 11Bit Studios i Archicom uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	9	64%
Akumuluj	4	29%
Neutralnie	1	7%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

**ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora*

Biuro Analiz

Marcin Materna, CFA — Dyrektor
Doradca inwestycyjny — banki, ubezpieczenia
marcin.materna@bankmillennium.pl

Adam Zajler — Analityk
adam.zajler@bankmillennium.pl — przemysł, technologie, media

Łukasz Bugaj, CFA — Analityk
Doradca inwestycyjny — fundusze inwestycyjne
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski — Analityk
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl — fundusze inwestycyjne

Seweryn Żołyniak, CFA — Analityk
Doradca inwestycyjny — handel, deweloperzy
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Departament sprzedaży

Radosław Zawadzki — Dyrektor
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Ołdakowski
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry i GR media od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry i GR media.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy bądź tworzyło materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper, 11Bit Studios, Archicom i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 4 listopada 2026 r. o godzinie 8:15 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 4 listopada 2026 r. godzina 8:30.

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego