TRIGON

9 September 2026

Research

CEE | Equity Research

Mirbud

W poszukiwaniu nowych silników wzrostu

Hold

(Previous: Under Review)

Target Price: PLN 13.5

Upside: +13%

Kiedy w maju b.r. nadawaliśmy naszej rekomendacji status UNDER REVIEW zwracaliśmy uwagę, że długo oczekiwany wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie, związany ze złożoną przez konsorcjum Mirbud x Torpol skargą na odrzucenie oferty konsorcjum na przetargu na budowę Rail Baltica, pozwoli nam na lepsze zrozumienie trajektorii kontraktacji Grupy Mirbud w najbliższych kwartałach. Ww. sąd odrzucając skargę konsorcjum niejako wyklarował blisko terminową przyszłość segmentu kolejowego Grupy Mirbud – od przeprowadzonej emisji akcji minęły ponad 2 lata, a jednak dotychczas Grupie nie udało zbudować się materialnego portfela w tej części biznesu. Wydaje się więc, że Grupa stoi obecnie przed kluczowymi decyzjami dotyczącymi dalszego rozwoju zarówno przejętego Transkolu jak i całego segmentu kolejowego.

Dochodzimy więc do wniosku, że ambitne plany M&A Grupy (na ostatniej konferencji Zarząd wskazał, że Spółka negocjuje obecnie z dwoma podmiotami w segmencie kolejowym oraz jednym podmiotem w segmencie elektroenergetycznym) są naturalną próbą budowy nowych silników wzrostu, szczególnie, że FY27E prawdopodobnie przyniesie peak podaży zamówień drogowych przez GDDKiA, a późniejsze lata przyniosą coraz mniejszą liczbę nowych projektów greenfield uruchamianych przez tego zamawiającego. Jednocześnie jesteśmy świadomi, że Grupa cały czas znajduje się w okresie wzmożonych inwestycji (grunt w Poznaniu, wytwornie mas bitumicznych, potencjalne M&A), co powinno wywrzeć dalszą presję na FCF. W obecnej sytuacji preferujemy Spółki, które są liderami najważniejszych segmentów budownictwa, a więc kolejówki (#TOR) czy energetyki (#PXM). Jednocześnie biorąc pod uwagę obecną falę cyklu skłaniamy się ku Spółkom dysponujących wyraźną rezerwą gotówkową oraz materialnym footprint w każdym segmencie branży (#BDX). Otwartą kwestią pozostaje również procedura „samooczyszczenia", którą Grupa będzie przechodzić w najbliższym czasie, a której harmonogram niejako „nakłada się" z rozstrzygnięciami na największych przetargach, w tym na budowę Terminala CPK (szerszy opis na str. 6).

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, wznawiamy wydawanie rekomendacji od zalecenia HOLD oraz ceny docelowej 13.5PLN, implikującej 13% upside. Nasze prognozy EPS na lata FY26/27E są odpowiednio o 43/16% wyższe od konsensusu, a sama Grupa wyceniana jest obecnie z 7/21% premią na lata FY27-28E na EV/EBITDA do grupy porównawczej.

Momentum wynikowe. Spodziewamy się utrzymania dobrego momentum wynikowego w 2H26E, choć wyniki raportowane będą poruszać się na zupełnie innej trajektorii niż skorygowane (przypominamy, że w 4Q25 Grupa rozpoznała 74mln PLN zysku z pozostałej działalności operacyjnej, głównie na rewaluacji akcji Torpolu). Spodziewamy się więc, skorygowana EBITDA wzrośnie w 2H26E aż o 71% r./r., natomiast wzrost wyników raportowanych wyniesie ok. 3%. Szerszy opis założeń modelowych prezentujemy na str. 10.

Wycena. Naszą wycenę Mirbudu opieramy w 100% na modelu DCF – przyjmujemy RFR 5.5% i premię rynkową 5.5%. W okresie rezydualnym zakładamy średnioroczne przychody na poziomie 5.7mld PLN oraz 8.7% marży brutto (vs. 3.0mld PLN i 7.7% w FY25). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 13.5 PLN. Dodatkowo, prezentujemy analizę scenariuszową (szerszy opis na str. 13): scenariuszu optymistycznym wyceniamy akcje Mirbudu na 18.5 PLN, w pesymistycznym zaś na 9 PLN – co istotne we wszystkich prezentowanych scenariuszach zakładamy dodatnią dynamikę kontraktacji oraz rentowność wyższą od tej zaraportowanej w FY25. Wycena porównawcza zwraca wartość 12.3 PLN.

Czynniki ryzyka. Szerszy opis na str. 25.

PLNm	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,951	3,541	4,078	5,003
adj. EBITDA	249	211	130	203	224	247
EBIT	224	182	168	183	180	199
adj. Net profit	140	126	58	111	125	144
EPS (PLN)	1.5	1.1	0.5	1.0	1.1	1.3
adj. P/E (x)	7.8	10.5	22.7	11.9	10.6	9.1
adj. EV/EBITDA (x)	4.5	6.1	11.6	7.4	7.0	5.7
FCFF Yield (%)	-1.9%	-12.4%	-10.4%	3.3%	-1.1%	13.4%
DY (%)	2.3%	1.5%	0.8%	1.7%	1.9%	1.9%

Source: Company, Trigon

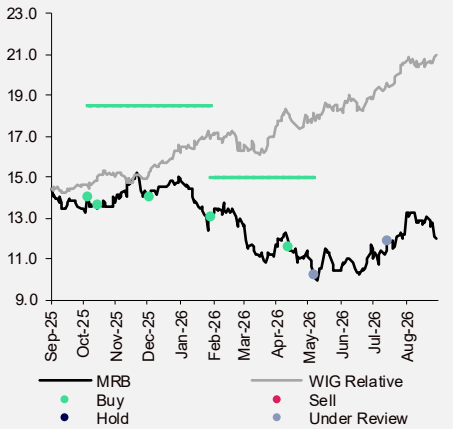
Raport w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW

FACT SHEET

Ticker	**MRB**
Sector	**Construction**
Price (PLN)	**12.0**
52W range (PLN)	**9.765 / 15.48**
Shares outstanding (m)	**110.1**
Market Cap (PLNm)	**1,321**
Free-float	**62%**
3M Avg. Vol. (PLNm)	**1.9**

Price performance	1M	3M	1Y
	-8%	**-6%**	**-26%**

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Under Review	22.07.2026	
Under Review	14.05.2026	
Buy	21.04.2026	15.0
Buy	06.02.2026	15.0
Buy	10.12.2025	18.5
Buy	23.10.2025	18.5
Buy	13.10.2025	18.5

SHAREHOLDERS

	Share %
Jerzy Mirgos	37.9%
OFE Nationale-Nederlanden	10.0%
TFI PZU	7.0%
OFE PZU Złota Jesień	5.1%

INVESTOR CALENDAR

3Q26 Earnings	26.11.2026

ANALYST

David Sharma, CFA

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	13.5	100%	-	-	-
Multiples	12.3	0%	-	-	-

Estimates chng	2026E			2027E			2028E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	**3,541**	**-**	**-**	**4,078**	**-**	**-**	**5,003**	**-**	**-**
EBITDA	**221**	**-**	**-**	**224**	**-**	**-**	**247**	**-**	**-**
margin	6.3%	-	-	5.5%	-	-	4.9%	-	-
EBIT	**183**	**-**	**-**	**180**	**-**	**-**	**199**	**-**	**-**
margin	5.2%	-	-	4.4%	-	-	4.0%	-	-
Net profit	**126**	**-**	**-**	**125**	**-**	**-**	**144**	**-**	**-**
margin	3.6%	-	-	3.1%	-	-	2.9%	-	-

Trigon vs. cons	2026E			2027E			2028E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Revenues	**3,541**	**3,406**	**4%**	**4,078**	**3,676**	**11%**	**5,003**	**---**	**-**
EBITDA	**221**	**---**	**-**	**224**	**---**	**-**	**247**	**---**	**-**
margin	6.3%	-	-	5.5%	-	-	4.9%	-	-
EBIT	**183**	**145**	**27%**	**180**	**169**	**6%**	**199**	**---**	**-**
margin	5.2%	4.3%	0.9pp	4.4%	4.6%	-0.2pp	4.0%	-	-
Net profit	**126**	**88**	**43%**	**125**	**106**	**18%**	**144**	**---**	**-**
margin	3.6%	2.6%	1.0pp	3.1%	2.9%	0.2pp	2.9%	-	-

KPIs (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	CAGR
Shares outstanding	91.7	110.1	110.1	110.1	110.1	110.1	4%
DPS (PLN)	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	-4%
adj. EPS (PLN)	1.5	1.1	0.5	1.0	1.1	1.3	-3%
BVPS (PLN)	8.6	9.9	10.8	11.8	12.7	13.8	10%
ND / EBITDA (x)	0.0	-0.2	0.9	0.8	1.1	0.4	
ND / Equity (x)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	
FCFF	-21	-159	-155	49	-17	190	-255%
NWC	91	492	743	897	976	917	
Net Debt	9	-41	177	176	242	96	
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	
adj. Net Debt	9	-41	177	176	242	96	

Ratios	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	Avg.
adj. EBITDA yoy	18%	-15%	-38%	56%	10%	11%	
EBIT yoy	26%	-19%	-7%	9%	-2%	11%	
adj. EPS yoy	6%	-25%	-54%	91%	13%	16%	
Gross margin	10.1%	9.0%	7.7%	9.2%	8.7%	7.8%	8.7%
adj. EBITDA margin	7.5%	6.5%	4.4%	5.7%	5.5%	4.9%	5.7%
EBIT margin	6.7%	5.6%	5.7%	5.2%	4.4%	4.0%	5.3%
adj. Net profit margin	4.2%	3.9%	2.0%	3.1%	3.1%	2.9%	3.2%
ROE (%)	17%	11%	9%	10%	9%	10%	11%
ROA (%)	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%

Company specific KPIs	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	CAGR
Backlog	4,622	7,992	8,465	10,108	11,430	12,775	23%
New orders signed	2,186	6,367	3,427	5,100	5,300	6,200	23%
Residential	73	101	210	200	200	200	22%
Public Utility and I&L	1,205	999	892	2,400	2,600	3,000	20%
Roads	907	5,267	2,220	2,500	2,500	3,000	27%
Railways	0	0	104	0	0	0	-

Source: Company, Trigon

Multiples at PLN 12	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	8.1	10.9	11.8	10.5	10.6	9.1
adj. P/E (x)	7.8	10.5	22.7	11.9	10.6	9.1
EV/EBITDA (x)	4.6	6.3	7.5	6.8	7.0	5.7
adj. EV/EBITDA (x)	4.5	6.1	11.6	7.4	7.0	5.7
P/BV (x)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
FCFF Yield (%)	-2%	-12%	-10%	3%	-1%	13%
DY (%)	2.3%	1.5%	0.8%	1.7%	1.9%	1.9%

Multiples at Target Price	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	9.1	12.2	13.2	11.8	11.9	10.3
adj. P/E (x)	8.8	11.8	25.6	13.4	11.9	10.3
EV/EBITDA (x)	5.1	7.1	8.3	7.5	7.7	6.4
adj. EV/EBITDA (x)	5.0	6.9	12.8	8.2	7.7	6.4
P/BV (x)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
FCFF Yield (%)	-2%	-11%	-9%	3%	-1%	12%
DY (%)	2.1%	1.3%	0.7%	1.5%	1.7%	1.7%

P&L Statement (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	**3,322**	**3,252**	**2,951**	**3,541**	**4,078**	**5,003**
COGS	2,987	2,961	2,724	3,217	3,722	4,612
Gross Profit	**336**	**291**	**227**	**325**	**356**	**391**
Selling costs	7	8	7	9	10	13
G&A costs	88	95	121	151	166	179
Other operating items, net	-10	105	77	19	0	0
EBITDA	**243**	**204**	**199**	**221**	**224**	**247**
adj. EBITDA	**249**	**211**	**130**	**203**	**224**	**247**
D&A	19	22	31	38	44	48
EBIT	**224**	**182**	**168**	**183**	**180**	**199**
Net financial costs	-54	-30	-24	-26	-24	-18
EBT	**170**	**152**	**145**	**157**	**156**	**181**
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	**135**	**121**	**112**	**126**	**125**	**144**
adj. net profit	**140**	**126**	**58**	**111**	**125**	**144**

Balance Sheet (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Non-current Assets	**845**	**830**	**1,002**	**952**	**1,038**	**1,070**
Current Assets	**1,439**	**1,583**	**1,867**	**2,301**	**2,406**	**2,597**
Inventories	390	361	397	803	938	1,047
Receivables	596	795	1,166	1,193	1,229	1,165
Cash and cash equivalents	396	397	273	274	208	354
Assets	**2,284**	**2,414**	**2,869**	**3,253**	**3,444**	**3,667**
Equity	**794**	**1,095**	**1,193**	**1,297**	**1,397**	**1,517**
Non-current Liabilities	**496**	**495**	**733**	**733**	**733**	**733**
Long-term borrowings	314	218	341	341	341	341
Current Liabilities	**994**	**824**	**942**	**1,222**	**1,313**	**1,417**
Short-term borrowings	91	138	108	108	108	108
Payables	895	664	820	1,099	1,191	1,294
Equity and Liabilities	**2,284**	**2,414**	**2,869**	**3,253**	**3,444**	**3,667**

CF Statement (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Operating CF	**148**	**-48**	**-58**	**16**	**113**	**270**
Change in NWC	-30	-335	-273	-154	-79	59
D&A	19	22	31	38	44	48
Investing CF	**-146**	**-85**	**-73**	**63**	**-100**	**-50**
CAPEX	-150	-150	-97	-95	-100	-50
Financing CF	**-114**	**134**	**6**	**-78**	**-79**	**-73**
Lease payments	-23	-25	-25	-30	-30	-30
Dividend/Buy-back	-26	-19	-11	-22	-25	-25
Net change in cash	**-112**	**1**	**-124**	**1**	**-66**	**147**

Table of contents

Podsumowanie inwestycyjne 4

Wycena 10

Założenia modelowe 10

Historyczne poziomy wyceny 11

Wycena dochodowa 12

Analiza scenariuszowa 13

Wycena porównawcza 14

Otoczenie rynkowe 15

Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie 18

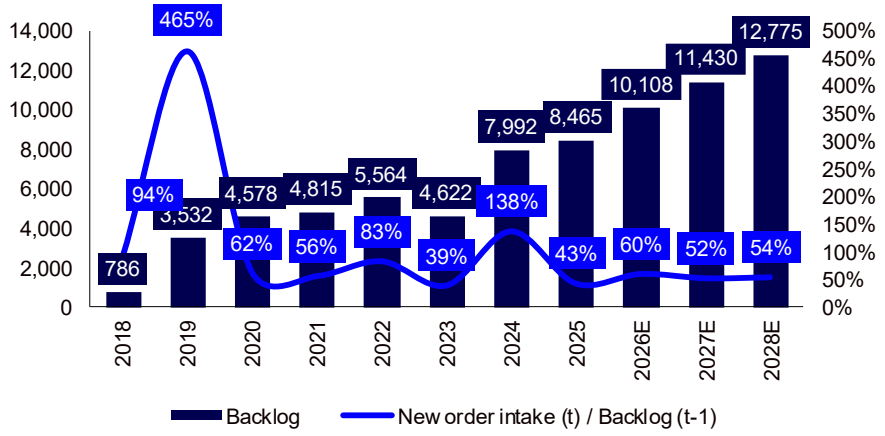
Podsumowanie wyników 2Q26 20

Czynniki ryzyka 25

Podsumowanie inwestycyjne

Rekordowy portfel zamówień kwestią czasu. Backlog Grupy na koniec czerwca wynosił rekordowe 8.9mld PLN (+9% r/r.), z czego aż 7.4mld PLN stanowiły kontrakty infrastrukturalne. Biorąc pod uwagę, że w samym lipcu i sierpniu Grupa podpisała umowy na kolejne 300mln PLN, a kolejne blisko 3mld PLN znajdowały się w „poczekalni" spodziewamy się, że portfel zamówień na koniec roku przekroczy poziom 10mld PLN (+19% r./r.). **Zakładamy również, że z uwagi na rosnącą średnią duracje największych kontraktów portfel zamówień powinien rosnąć w latach FY27-29E osiągając swój „peak" na poziomie 13.2mld PLN.**

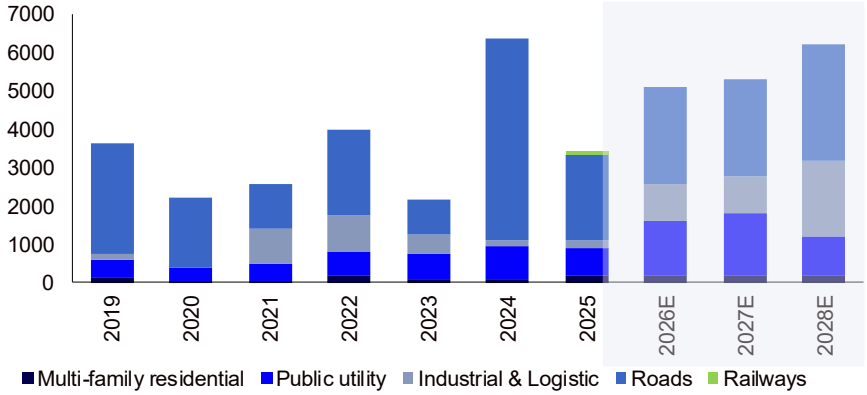
#MRB: Backlog evolution (PLNm)



Source: Trigon, Company

Biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia związane z kontraktami kolejowymi zdecydowaliśmy się na „wyzerowanie" kontraktacji w tym segmencie. Grupa posiada obecnie dwie aktywne „najniższe" oferty na przetargach szynowych (LK nr 8 o wartości 402mln PLN netto oraz torowisko tramwajowe w Bydgoszczy o wartości 87mln PLN netto), natomiast potencjalne podpisanie tych umów traktujemy w kategorii upside risk. **Zwracamy natomiast uwagę, że w FY26E Grupa podpisała/ złożyła najniższą ofertę na przetargach o wartości 2.7mld PLN, w związku z czym spodziewamy się, że to właśnie ta część biznesu będzie dominować w tegorocznej kontraktacji.** W kolejnych latach oczekujemy wzrostu na znaczeniu kontraktów kubaturowych, szczególnie, że szczyt kontraktacji w segmencie drogowym powinien być tożsamy z cyklem przetargowym GDDKiA i osiągnąć szczyt w FY28E.

#MRB: New order intake (PLNm)



Source: Trigon, Company

Rok ostrożniejszej kontraktacji? W ostatnich latach Grupa dość agresywnie wyceniała swoje oferty na przetargach, co ostatecznie znalazło swoje odzwierciedlenie w niższej rentowności szczególnie widocznej w latach FY24-26E. **Na bazie naszych szacunków wydaje się jednak, że tegoroczne oferty Mirbudu są znacznie bardziej konserwatywne – średnie odchylenie zwycięskiej oferty Mirbudu wyniosło w tym okresie raptem 5% vs. 9% w FY25**. Zwracamy również uwagę, że to właśnie odchylenie zwycięskiej oferty od drugiej najniższej, a nie budżetu inwestora jest dla nas najlepszym proxy dla śledzenia konkurencji cenowej na przetargach.

#MRB: Road tenders won

	Tender launched		Bid chosen/contract signed		PLNm	PLNm		PLNm				
Num.	Month	Year	Month	Year	MRB bid	2nd lowest	diff.	Inv. budget	diff.	Segment	Investor	Status
1	12	2025	8	2026	213	225	6%	325	53%	Roads	GDDKiA	Lowest bid
2	12	2025	8	2026	368	376	2%	458	24%	Roads	GDDKiA	Lowest bid
3	5	2026	7	2026	59	59	1%	44	-25%	Roads	ZDW Zielona Góra	Lowest bid
4	1	2026	8	2026	58	59	1%	67	15%	Roads	GDDKiA	Signed
5	2	2026	5	2026	556	577	4%	504	-9%	Roads	GDDKiA	Lowest bid
6	8	2025	6	2026	372	417	12%	315	-15%	Roads	GDDKiA	Signed
7	6	2025	1	2026	121	122	0%	187	55%	Roads	GDDKiA	Signed
8	12	2024	3	2026	111	121	9%	166	49%	Roads	Powiat Słupecki	Signed
9	11	2025	5	2026	73	74	2%	46	-37%	Roads	GDDKiA	Signed
10	12	2025	5	2026	44	47	6%	64	45%	Roads	GDDKiA	Lowest bid
11	12	2025	3	2026	294	306	4%	474	61%	Roads	GDDKiA	Lowest bid
12	5	2025	3	2026	464	489	5%	548	18%	Roads	GDDKiA	Lowest bid
2026 TOTAL					2,735	2,874	**5%**	3,198	**17%**			
1	7	2025	9	2025	107	139	30%	116	9%	Roads	Powiat Inowrocław	Signed
2	2	2025	10	2025	153	159	4%	211	38%	Roads	Gmina Olsztyn	Signed
3	7	2025	11	2025	54	69	28%	50	-8%	Roads	Powiat Inowrocław	Signed
4	8	2024	9	2025	226	227	0%	232	2%	Roads	GDDKiA	Signed
5	12	2024	9	2025	129	146	13%	156	21%	Roads	GDDKiA	Signed
6	1	2025	7	2025	154	168	9%	125	-19%	Roads	Gmina Sławków	Signed
7	9	2024	7	2025	447	459	3%	408	-9%	Roads	GDDKiA	Signed
8	11	2024	7	2025	99	111	12%	119	21%	Roads	GDDKiA	Signed
9	8	2024	6	2025	217	242	11%	179	-17%	Roads	GDDKiA	Signed
10	5	2024	5	2025	109	116	6%	126	15%	Roads	MZDW w Warszawie	Signed
11	8	2024	3	2025	226	227	0%	232	2%	Roads	GDDKiA	Signed
12	10	2023	2	2025	35	56	59%	56	60%	Roads	GDDKiA	Signed
13	10	2023	2	2025	94	108	16%	139	48%	Roads	GDDKiA	Signed
14	8	2024	1	2025	93	104	12%	107	16%	Roads	Gmina Miękinia	Signed
2025 TOTAL							**9%**		**5%**			
2024 TOTAL									**25%**			
2023 TOTAL									**16%**			
2022 TOTAL									**50%**			

Source: Trigon, Bloomberg

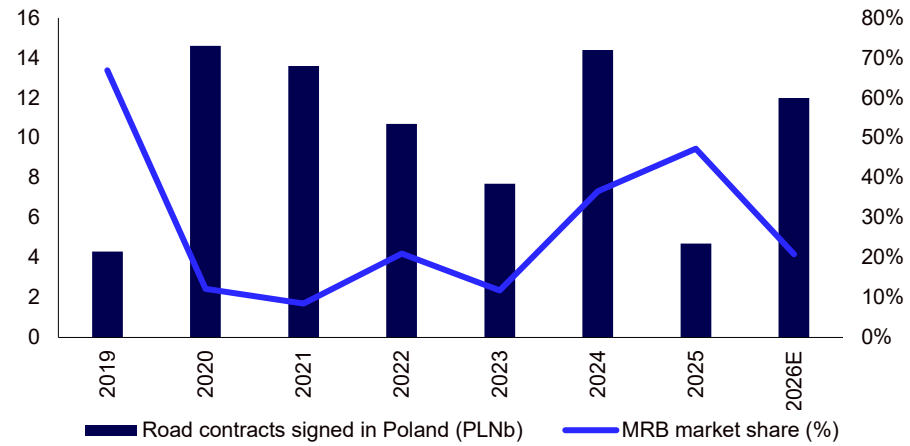
#MRB: Rail tenders won

	Tender launched		Bid chosen/contract signed		PLNm	PLNm		PLNm				
Num.	Month	Year	Month	Year	MRB bid	2nd lowest	diff.	Inv. budget	diff.	Segment	Investor	Status
1	9	2025	6	2026	87	91	4%	88	2%	Trams	ZDMiK Bydgoszcz	Signed
2	11	2025	5	2026	402	433	8%	464	15%	Rails	PKP PLK	Lowest bid
2026 TOTAL					402	433	**8%**	464	**15%**			

Source: Trigon, Bloomberg

Szacujemy, że udziały rynkowe Mirbudu w segmencie kontraktów dla GDDKiA mogą wynieść ok 21%. W ostatnich latach udział kontraktów podpisanych przez Mirbud w masie wszystkich kontraktów drogowych wahał się od 9 do 67%.

#MRB: Road contracts signed in Poland and MRB's market share

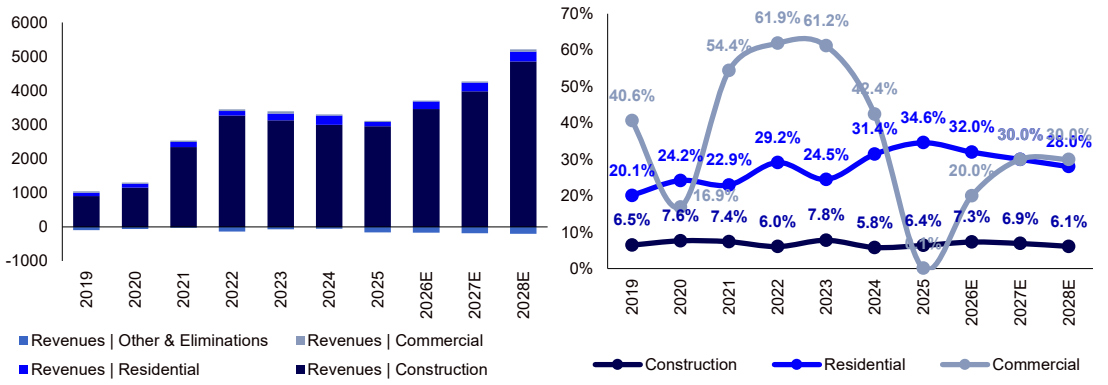


Source: Trigon, Company

Jako samooczyszczenie może wpłynąć na kontrakcje? Po piątkowym wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie Mirbud S.A. jest zobowiązany do przejścia procedury samooczyszczenia. Zwracamy uwagę, że procedura ta jest relatywnie trudna do proaktywnego zaadresowania przez spółki budowlane – sam proces nie jest centralną procedurą, co oznacza, że Spółka musi wdrożyć pewne zmiany niejako „w ciemno" i dopiero na etapie odwołań konkurenci na kolejnych przetargach decyzja KIO pokaże, czy Spółce udało się skutecznie przejść proces. **Warto przywołać case Budimeksu, który dopiero przy czwartej iteracji procesu 'self-cleaningu' w pełni zaadresował problem. Niemniej, KIO zakwalifikowała zachowanie Mirbudu jako 'lekkomyślność lub niedbalstwo z art. 109 ust. 1 pkt 10', a nie umyślne działanie (pkt 8) co naszym zdaniem powinno pozytywnie wpływać na timeline całego procesu. Ryzykiem jest natomiast harmonogram rozstrzygnięć na dużych przetargach, w tym na terminal CPK – jako, że to właśnie Mirbud S.A. jest liderem kilku konsorcjów, które przeszły proces pre-kwalifikacji, konkurencji na ww. przetargach mogą mieć kolejne argumenty prawne pozwalające na wykluczenie ofert MRB z przetargów**.

Dołek marży już za nami. Na ostatniej konferencji Grupa zauważalnie schłodziła nasze oczekiwania dotyczące trajektorii marż wskazując, że pole do rozszerzenia rentowności z obecnych poziomów jest „ograniczone" – zakładamy więc, że FY26E przyniesie pewną poprawę pierwszej marży, a w kolejnych latach rosnące koszty wykonawstwa skonsumują część przychodów. **Niemniej, dołek rentowności jest już za nami – na poziomie raportowanym Grupa przeszła ten okres relatywnie suchą stopą (raportowany EPS w FY25 -8% r./r.), natomiast gdyby skorygować wyniki o przeszacowanie akcji Torpolu do wartości rynkowej, erozja wyniosłą by aż 54% r./r.** Mamy również nadzieję, że kolejne okresy przyniosą poprawę jakości wyników – saldo aktywów kontraktowych nadal pozostaje bardzo wysokie, szczególnie na tle konkurentów oraz generalnie momentum w cyklu budowlanym.

#MRB: P&L projections for FY26-28E



Source: Trigon, Company

Sytuacja bilansowa nie wygląda optymalnie. Tak jak pisaliśmy w naszej majowej notce, wg obowiązującego standardu IFRS 15, Spółki budowlane posiadają pewną dyskrecję w zakresie zarządzania wynikiem, co w dużym uproszczeniu, z jednej strony umożliwia wygładzenie wyników pomiędzy okresami (w przypadku stosowania bardziej konserwatywnej polityki), natomiast z drugiej pozwala niejako „przypudrować" faktyczną rentowność osiąganą na realizowanych kontraktach. Po publikacji wyników za 2Q26 podtrzymujemy nasze zdanie, że większość z nich (Budimex, Polimex, Torpol) prowadzi swój P&L dość konserwatywnie. Jednocześnie w przypadku Mirbudu zwracamy uwagę na stosowanie dość agresywnego podejścia, które w rezultacie przełożyło się na skokowy wzrost aktywów kontraktowych na bilansie Spółki.

Sytuacja w przypadku Mirbudu jest zgoła odmienna niż dla pozostałych pokrywanych przez nas Spółek. Portfel zamówień Mirbudu wzrósł z 4.6mld PLN na koniec FY23, do 8mld PLN na koniec FY24 oraz 8.5mld PLN na koniec FY25. Pomimo rosnącego udziału wieloletnich, wolnorotujących kontraktów „Projektuj i Buduj" oraz kontraktów finansowanych w ramach Polskiego Ładu (realnie formuła „Finansuj i Buduj", tj.

faktura dopiero na koniec kontraktu), rosnąca dysproporcja aktywami, a zobowiązanymi kontraktowymi wydaje się być dość wysoka. We wspomnianym wyżej okresie aktywa kontraktowe Mirbudu wzrosły z raptem 98mln PLN w FY23, do 337mln PLN w FY24 i aż do 705mln PLN na koniec FY25, natomiast zobowiązania kontraktowe pozostawały stabilne (48mln PLN na koniec FY25 vs. 69mln PLN na koniec FY23). W rezultacie, aktywa kontraktowe na koniec ubiegłego roku posiadały wartość ok. 24% przychodów Mirbudu w segmencie **budowlanym w FY25, natomiast wartość aktywów wynosiła jedynie 2% przychodów. Sytuacja na koniec czerwca przyniosła pierwsze oznaki poprawy, tj. widoczny spadek wyceny kontraktów budowlanych po stronie aktywów, przy jednoczesnym wzroście należności handlowych,** co naszym zdaniem jasno wskazuje, że część kluczowych, nierozliczanych, a wykazanych już w P&L robót, przeszłą do fazy fakturowania, a więc została „odebrana" przez zamawiających. Niemniej, sytuacja pozostaje daleka od optymalnych – **na koniec czerwca aktywa kontraktowe netto stanowiły aż 14% przychodów budowlanych z ostatnich 12 miesięcy. Dla porównania w przypadku Budimeksu/Polimeksu/Torpolu wskaźnik ten wynosi odpowiednio +5/+11/-1%, gdzie optymalnym poziomem są wartości dodatnie.**

#MRB: Balance sheet decomposition

MIRBUD	1H21	FY21	1H22	FY22	1H23	FY23	1H24	FY24	1H25	FY25	1H26
AKTYWA OBROTOWE	**570**	**498**	**912**	**1,518**	**741**	**1,437**	**669**	**1,583**	**1,035**	**1,867**	**2,291**
Należności handlowe	360	398	751	439	527	384	386	458	505	284	571
Naliczenie należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych	49	0	58	50	99	98	156	337	415	705	568
Pozostałe	161	100	102	1,029	115	955	126	788	115	878	1,152
ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	**534**	**673**	**942**	**847**	**856**	**892**	**664**	**657**	**681**	**812**	**700**
Zobowiązania handlowe	392	376	455	352	281	452	266	363	410	471	320
Zobowiązania z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych	0	90	179	136	162	69	60	4	28	48	107
Zaliczki otrzymane króterminowe	73	108	196	188	227	190	145	87	90	126	67
Pozostałe	69	100	112	171	186	181	193	204	152	167	206
Rezerwy na naprawy gwarancyjne	1	1	1	2	2	2	2	2	2	5	5
Rezerwy na naprawy gwarnacyjne jako %LTM przychodów	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.2%*
Rezerwy na naprawy gwarnacyjne jako % portfela zamówień	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.1%*
Przychody segmentu budowlanego	**810**	**1,534**	**1,354**	**1,912**	**1,196**	**1,931**	**1,329**	**1,668**	**1,206**	**1,747**	**1,440**
Wycena kontraktów (AKTYWA) jako %LTM przychodów	*3%*	*0%*	*2%*	*2%*	*3%*	*3%*	*5%*	*11%*	*14%*	*24%*	*18%*
Wycena kontraktów (PASYWA) jako %LTM przychodów	*0%*	*4%*	*6%*	*4%*	*5%*	*2%*	*2%*	*0%*	*1%*	*2%*	*3%*
Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)	*-3%*	*4%*	*4%*	*3%*	*2%*	*-1%*	*-3%*	*-11%*	*-13%*	*-22%*	*-14%*
Portfel zamówień	**4,815**	**4,815**	**5,755**	**5,564**	**4,817**	**4,622**	**6,092**	**7,992**	**8,115**	**8,465**	**8,879**
Wycena kontraktów (AKTYWA) jako % portfela zamówień	*1%*	*0%*	*1%*	*1%*	*2%*	*2%*	*3%*	*4%*	*5%*	*8%*	*6%*
Wycena kontraktów (PASYWA) jako % portfela zamówień	*0%*	*2%*	*3%*	*2%*	*3%*	*1%*	*1%*	*0%*	*0%*	*1%*	*1%*
Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)	*-1%*	*2%*	*2%*	*2%*	*1%*	*-1%*	*-2%*	*-4%*	*-5%*	*-8%*	*-5%*

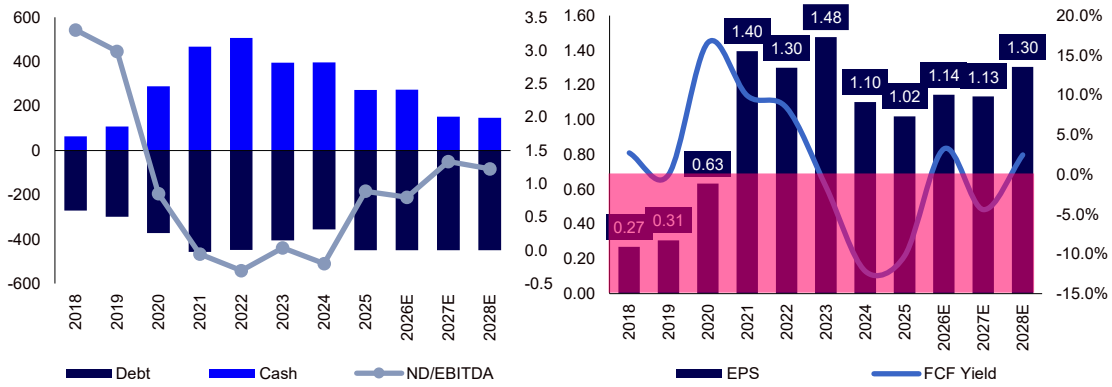
Source: Trigon, Company

Trajektoria FCF poniżej średniej dla sektora. Ostatnie lata Grupa relatywnie agresywnie zarządzała swoim P&L, dodatkowo przeprowadziła szereg inwestycji (m.in. nabycie akcji Torpolu, Transkolu czy wytwórni mas bitumicznych) przez co w latach FY23-25E FCF był wyraźnie ujemny (łącznie -335mln PLN). Ocena przepływów pieniężnych jest naszym zdaniem absolutnie kluczowa z punktu widzenia atrakcyjności inwestycyjnym w segmencie budowlanym. Do tej pory mieliśmy cichą nadzieję, że Mirbud będzie w stanie „rozliczyć" kilka historycznych kontraktów, takich jak Węgierska Górka czy Obwodnica Metropolitarna Trójmiasta, a OCF w samym FY26E wyniesie 200-300mln PLN, na co wpływ mieć miało m.in. 200mln PLN otrzymanych od GDDKiA po podpisaniu aneksów waloryzacyjnych. Ostatecznie **Zarząd wyraźnie schłodził nasze oczekiwania co do drugiej połowy roku – historyczne kontrakty rozliczają się wolniej od założeń, a zakładane przez nas wpływy waloryzacyjne są wpływami brutto, tj. przed rozliczeniem z podwykonawcami. Obecnie spodziewamy się, że OCF w FY26E wyniesie kilkanaście mln PLN, a dodatni FCF (yield 3%) będzie wygenerowany dzięki sprzedaży akcji Torpolu oraz sprzedaży jednego z pawilonów JHM.**

Na bazie naszych szacunków Grupa zakończy FY26E z dodatnim długiem netto, co naszym zdaniem jest nieoptymalną sytuacją w kontekście nadchodzącego spiętrzenia aktywności budowlanej w Polsce. Ponadto, FY27E może nie być dużo lepszy pod kątem generacji gotówki. O ile OCF powinien być dodatni, o tyle Grupa planuje nabycie jeszcze kilku wytwórni mas bitumicznych, co ograniczy FCF. **Otwartą kwestią pozostaje również odbudowa Marywilskiej 44, która może pochłonąć nawet 130mln PLN – Rada Miasta zaakceptowała plan wydłużenia dzierżawy**

gruntu, a sama M44 otrzymała już pozwolenie na budowę. **Trudno do skwantyfikowania będzie jeszcze timing kolejnych transz płatności za grunt w Poznaniu (jeszcze ok. 300mln PLN)** oraz gotówkowy „koszt" rosnącego portfela zamówień, który standardowo dla dużych kontraktów infra, w pierwszych kwartałach realizacji wiąże się z ujemnym FCF.

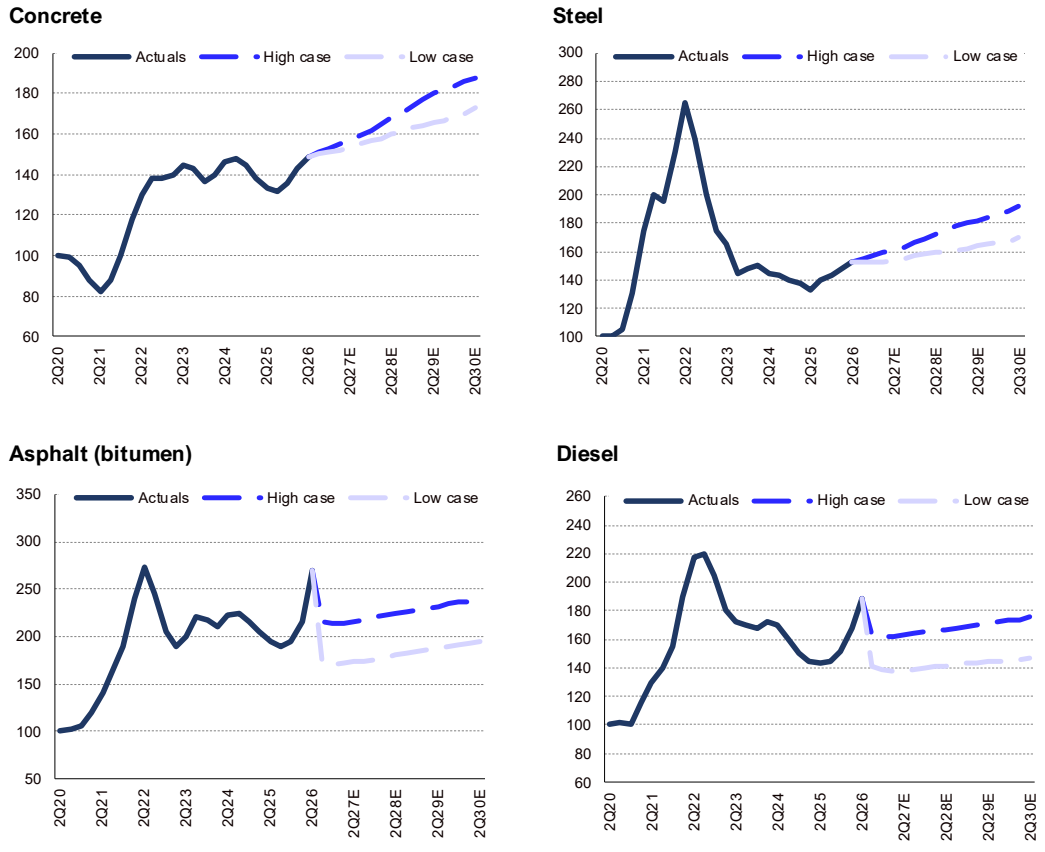
#MRB: Cash flow projections for FY26-28E



Source: Trigon, Company

Lata FY27-28E powinny znacząco zmienić środowisko kosztowe w branży budowlanej. Spodziewamy się, że do FY29E koszty wykonawstwa w branży budowlanej wzrosną o min. 20%, a szczególnie istotny powinien być wzrost cen stali. Jednocześnie, waloryzacja prawdopodobnie zrekompensują wykonawcom część marży, natomiast wchodząc w okres spiętrzenia robót preferujemy spółki z historycznym track-record konserwatywnej kontraktacji oraz posiadających duży bufor cashowy (gotówka netto) jak i ofertowy (niewykorzystane linie gwarancyjne).

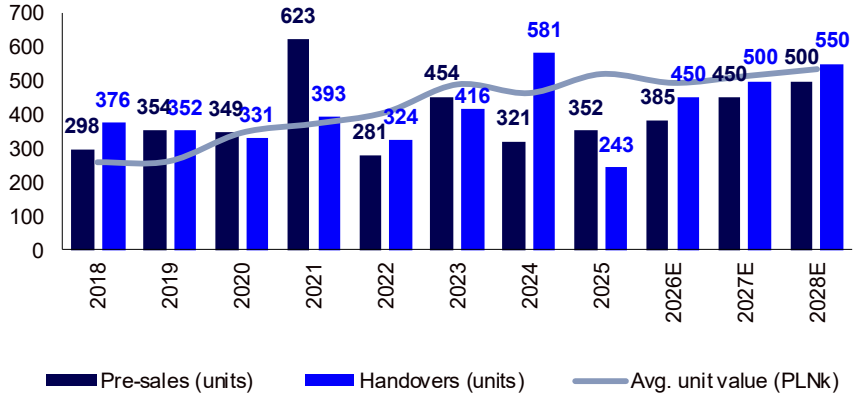
#MRB: Raw materals prices forecast



Source: Trigon, BDX Presentation

JHM wsparciem wyników. Spodziewamy się, że w kolejnych latach Grupa powinna gradualnie zwiększać zarówno poziom przekazań jak i sprzedaży. Większych wzrostów skali spodziewamy się dopiero po FY30E, kiedy to widoczne zaczną być projekty dewelopowane na Osiedlu Maltańskim w Poznaniu.

#MRB: JHM projections for FY26-28E



Source: Trigon, Company

Wycena

Założenia modelowe

Założenia modelowe. W scenariuszu bazowym spodziewamy się, że Grupa osiągnie na koniec FY26E swój strategiczny cel, tj. portfel zamówień przekroczy 10mld PLN. **Od początku roku Grupa podpisała kontrakty o wartości 2.3mld PLN, a bieżąca „poczekalnia" opiewa na blisko 3mld PLN. Czujemy się więc relatywnie komfortowo z oczekiwanymi przez nas 5.1mld PLN nowych kontraktów w FY26E (+49% r./r.),** uważamy również, że w najbliższych 2 latach Grupa będzie w stanie utrzymać zbliżone tempo kontraktacji (zakładamy odpowiednio 5.3/6.2mld PLN w FY27-28E). Jednocześnie jesteśmy dość konserwatywnie nastawieni do marż w segmencie budowlanym. Po rozczarowujących pod tym kątem latach FY24-25 (raportowana marża brutto w segmencie budowlanym wyniosła odpowiednio 5.8/6.4%) oczekujemy kontynuacji lepszych rentowności w 2H26E (w całym roku widzimy 7.3%). Jednocześnie bieżąca kontraktacja Mirbudu cały czas wydaje się nam być relatywnie agresywna, co skłania nas do założenia niższej marży w kolejnych latach, szczególnie w FY28E, kiedy w otoczeniu zakładanych przez nas wyższych kosztów wykonawstwa, może ona spaść do 6.1%. **W rezultacie pomimo oczekiwanego przez nas bardzo mocnego wzrostu przychodów w latach FY27-28E (odpowiednio 4.1/5.0mld PLN vs. 3.5mld PLN w tym roku) spodziewamy się wzrostu adj. EBITDA o 10/11%, co plasuje się poniżej średniej naszych prognoz dla innych spółek z sektora.**

#MRB: FY26-35E estimates

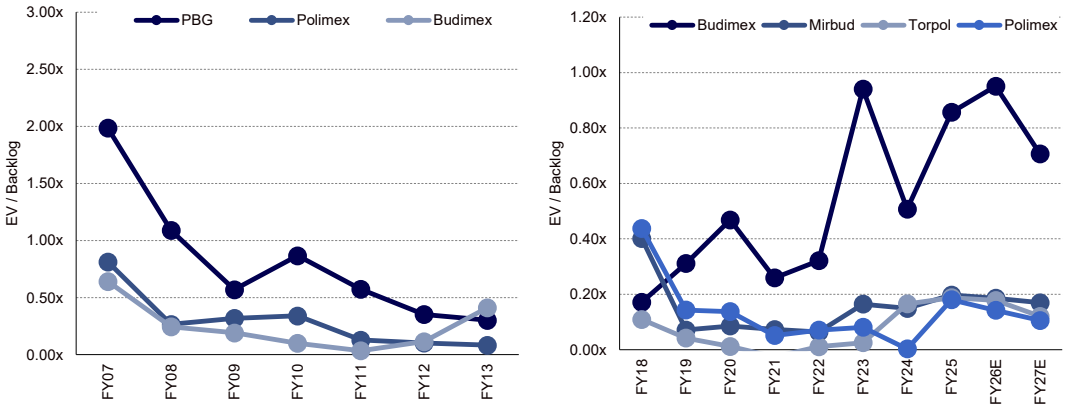
PLNm	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Revenues	**2,506**	**3,319**	**3,322**	**3,252**	**2,951**	**3,541**	**4,078**	**5,003**	**4,877**	**5,602**	**5,594**	**5,555**	**5,187**	**5,199**	**5,664**
yoy	*102%*	*32%*	*0%*	*-2%*	*-9%*	*20%*	*15%*	*23%*	*-3%*	*15%*	*0%*	*-1%*	*-7%*	*0%*	*9%*
Construction	2,344	3,266	3,127	2,997	2,953	3,457	3,978	4,855	4,729	5,440	5,418	5,363	4,978	4,973	5,420
yoy	*103%*	*39%*	*-4%*	*-4%*	*-1%*	*17%*	*15%*	*22%*	*-3%*	*15%*	*0%*	*-1%*	*-7%*	*0%*	*9%*
Residential	146	132	203	269	126	222	256	293	305	317	329	343	356	371	385
yoy	*28%*	*-10%*	*54%*	*32%*	*-53%*	*76%*	*16%*	*14%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*
Rental	42	54	62	36	29	31	32	58	61	63	65	68	71	74	77
yoy	*28%*	*29%*	*13%*	*-42%*	*-19%*	*5%*	*5%*	*81%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*
Other & Elimination	-27	-132	-69	-50	-157	-168	-189	-204	-218	-218	-218	-218	-218	-218	-218
Gross Profit	**232**	**270**	**336**	**291**	**227**	**325**	**356**	**391**	**406**	**470**	**473**	**474**	**452**	**457**	**492**
Gross Margin	**9.2%**	**8.1%**	**10.1%**	**9.0%**	**7.7%**	**9.2%**	**8.7%**	**7.8%**	**8.3%**	**8.4%**	**8.5%**	**8.5%**	**8.7%**	**8.8%**	**8.7%**
Construction	7.4%	6.0%	7.8%	5.8%	6.4%	7.3%	6.9%	6.1%	6.5%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
Residential	22.9%	29.2%	24.5%	31.4%	34.6%	32.0%	30.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
Rental	54.4%	61.9%	61.2%	42.4%	0.1%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
EBITDA	**188**	**194**	**243**	**204**	**199**	**221**	**224**	**247**	**254**	**308**	**304**	**308**	**301**	**307**	**329**
EBITDA margin (%)	*7.5%*	*5.9%*	*7.3%*	*6.3%*	*6.8%*	*6.3%*	*5.5%*	*4.9%*	*5.2%*	*5.5%*	*5.4%*	*5.5%*	*5.8%*	*5.9%*	*5.8%*
EBIT	**174**	**178**	**224**	**182**	**168**	**183**	**180**	**199**	**204**	**256**	**249**	**250**	**239**	**241**	**260**
EBIT margin (%)	*7.0%*	*5.4%*	*6.7%*	*5.6%*	*5.7%*	*5.2%*	*4.4%*	*4.0%*	*4.2%*	*4.6%*	*4.5%*	*4.5%*	*4.6%*	*4.6%*	*4.6%*
Net financial costs	**-18**	**-27**	**-54**	**-30**	**-24**	**-26**	**-24**	**-18**	**-15**	**-15**	**-5**	**-5**	**-13**	**-11**	**-10**
Interest income	5	10	1	9	6	5	5	4	7	8	18	17	10	11	13
Interest costs	23	37	55	39	30	31	29	22	22	22	22	22	22	22	22
Net profit	**128**	**119**	**135**	**121**	**112**	**126**	**125**	**144**	**151**	**193**	**195**	**195**	**181**	**184**	**200**
Net profit margin (%)	*5.1%*	*3.6%*	*4.1%*	*3.7%*	*3.8%*	*3.6%*	*3.1%*	*2.9%*	*3.1%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*	*3.5%*
Backlog	**4,815**	**5,564**	**4,622**	**7,992**	**8,465**	**10,108**	**11,430**	**12,775**	**13,245**	**12,555**	**11,838**	**11,775**	**12,198**	**12,725**	**12,905**
Contracts signed	**2,581**	**4,014**	**2,186**	**6,367**	**3,427**	**5,100**	**5,300**	**6,200**	**5,200**	**4,750**	**4,700**	**5,300**	**5,400**	**5,500**	**5,600**
Residential buildings	58	189	73	101	210	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Public utility	455	592	704	871	673	1,400	1,600	1,000	1,000	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
Industrial buildings	910	986	502	129	219	1,000	1,000	2,000	2,000	2,050	1,500	1,600	1,700	1,800	1,900
Roads	1,158	2,247	907	5,267	2,220	2,500	2,500	3,000	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Railways	0	0	0	0	104	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OCF	**205**	**133**	**148**	**-48**	**-58**	**16**	**113**	**270**	**155**	**621**	**96**	**261**	**284**	**258**	**275**
CAPEX	**-57**	**-8**	**-150**	**-150**	**-97**	**-95**	**-100**	**-50**	**-50**	**-50**	**-50**	**-50**	**-50**	**-66**	**-70**
DY	**0.7%**	**1.7%**	**2.3%**	**1.5%**	**0.8%**	**1.7%**	**1.9%**	**1.9%**	**2.2%**	**2.3%**	**2.9%**	**3.0%**	**3.0%**	**2.7%**	**2.8%**
FCF Yield	**10.1%**	**8.5%**	**-1.6%**	**-12.4%**	**-10.4%**	**3.3%**	**-1.1%**	**13.4%**	**5.4%**	**60.8%**	**1.8%**	**23.2%**	**32.5%**	**31.7%**	**45.8%**

Source: Trigon

Historyczne poziomy wyceny

Brak argumentów za widocznym reratingiem. Prezentowany poniżej wskaźnik EV / backlog nie jest optymalnym proxy dla jakości Spółek oraz trajektorii kontraktacji, ale w relatywnie zunifikowany sposób pozwala na znalezienie zależności pomiędzy różnicami w tempie wzrostu. Zwracamy uwagę, że w okresie ostatniej mocnej hossy budowlanej, Spółki budowlane osiągnęły maksymalne wyceny mnożnikowe w FY07, tj. na przededniu maksymalnych kontraktacji, ale już po ogłoszeniu największych przetargów (szukając analogii wskazywalibyśmy na podobny timing w FY27E). Kluczowi wykonawcy tamtej hossy, tj. Budimex, Polimex oraz PBG wyceniani byli na EV/ backlog 0.5-2.0x, a więc znacznie wyżej ponad obecne poziomy (dzisiaj poza Budimeksem branża wycenia się <0.2x). **Dochodzimy do wniosku, że skoro Mirbud nie jest tak dobre spozycjonowany na hosse kolejową jak Torpol, ani na wydatki energetyczne jak Polimex, to z czego mogłaby wynikać wyraźna premia wskaźnikowa do tych Spółek – szczególnie, że zarówno pod kątem EV/EBITDA jak i P/E Mirbud traduje się obecnie z wyraźną premią.**

#MRB: EV / Backlog - prior-cycle leaders (2007–2013) and current leaders (2018–2027E)



Source: Trigon, Companies, historical data based on EOP EV, estimates based on current MC

Wycena dochodowa

DCF. Naszą wycenę akcji Mirbudu opieramy w 100% na modelu DCF. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 13.5 PLN na akcję, 13% powyżej ostatniej ceny zamknięcia.

Założenia wyceny DCF:

i) Stopa wolna od ryzyka 5.5%.

ii) Premia rynkowa 5.5% (metodologia Trigon dla Spółek z mWIG40).

iii) Nielewarowana beta 1.0x.

iv) Rezydualna stopa wzrostu 2.5%.

#MRB: DCF valuation

PLNm	2025
Loans and borrowings (+)	450
Cash and cash equivalents (-)	273
Cash adjustment (+)	585
Cash gain on Torpol divestment (-)	73
ND	**689**

DCF (PLNm)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	>2035E
adj. EBIT	**165**	**180**	**199**	**204**	**256**	**249**	**250**	**239**	**241**	**260**	
Tax rate	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	
NOPLAT	**132**	**144**	**159**	**163**	**205**	**199**	**200**	**191**	**193**	**208**	
D&A	38	44	48	50	52	55	58	62	66	70	
CAPEX	-95	-100	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-66	-70	
Change in NWC	-154	-79	59	-61	361	-159	2	29	-3	-4	
FCF	**-79**	**8**	**216**	**102**	**568**	**45**	**210**	**232**	**190**	**204**	**209**
Relevered beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Cost of equity	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	11.1%
After-tax cost of debt	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	4.8%
Debt ratio	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
WACC	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**9.5%**
DFCF	**-77**	**7**	**170**	**72**	**362**	**26**	**109**	**108**	**80**	**77**	

Risk-free rate	**5.5%**
Market premium	**5.5%**
PV FCF 2026-2035E	934
Residual growth rate	**2.5%**
Terminal Value	2,960
Discounted TV	**1,118**
EV	**2,052**
Net Debt	689
Dividend paid-out	22
Equity Value	**1,341**
Shares outstanding (m)	110.1
Equity Value per share (PLN) as of 09/09	12.2
12M Target Price (PLN)	**13.5**
Upside / (Downside)	*13%*

g \ WACC	10.0%	10.5%	**11.0%**	11.5%	12.0%
1.5%	14.9	13.3	12.0	10.8	9.7
2.0%	15.9	14.2	12.7	11.4	10.2
2.5%	17.1	15.2	**13.5**	12.1	10.8
3.0%	18.4	16.3	14.4	12.9	11.5
3.5%	20.1	17.6	15.5	13.8	12.2

Source: Trigon

Analiza scenariuszowa

Scenariusze. Z uwagi na rekordową falę inwestycji w rodzimej branży budowlanej i wynikające z tego ograniczone „visibility" dotyczące sytuacji polskich wykonawców w następnych kilku latach, oprócz podstawowej wyceny DCF prezentujemy również analizę scenariuszową, wyceniającą dwie różne „ścieżki" wynikowe Grupy Mirbud.

W scenariuszu optymistycznym (założenia w tabeli poniżej) wyceniamy Grupę Mirbud na 18.5 PLN na akcję, 54% powyżej obecnych poziomów. W scenariuszu tym uwzględniamy:

1) bardzo dobrze wyceniony portfel kontraktów drogowych (marża brutto 1.1p.p. rezydualnie powyżej naszych oczekiwań)
2) Partycypacje w wąskiej grupie wykonawców projektów (drogowych, kolejowych, lotniskowych) dla CPK
3) przeskalowanie JHM do poziomu ~800 lokali rocznie (efekt gruntu w Poznaniu).

W scenariuszu pesymistycznym (założenia w tabeli poniżej) wyceniamy Grupę Mirbud na 9 PLN na akcję, a więc 25% poniżej bieżącej ceny rynkowej. W scenariuszu tym uwzględniamy:

1) agresywnie wyceniony portfel kolejowy oraz drogowy (marża brutto 0.8p.p. rezydualnie poniżej naszych oczekiwań)
2) marginalną rolę w projekcie budowy CPK (również ze względu na kryteria poza cenowe)
3) brak wejścia Marywilskiej 44 na „pełne obroty".

#MRB: Bull / Base / Bear Case assumptions

FY25-30E	BEAR CASE	BASE CASE	BULL CASE
Backlog CAGR	**5.8%**	**8.2%**	**11.9%**
avg. Gross margin	**7.5%**	**8.3%**	**9.4%**
avg. EBITDA margin	**4.7%**	**5.6%**	**6.8%**
Target Price	**9.0 PLN**	**13.5 PLN**	**18.5 PLN**
Upside	**-25%**	**13%**	**54%**

Annual Order Intake

adj. EBIT margi	3,810	4,560	**5,310**	6,060	6,810
2.4%	9.4	10.0	10.6	11.2	11.7
3.4%	10.4	11.2	12.0	12.9	13.7
4.4%	11.4	12.4	**13.5**	14.6	15.6
5.4%	12.4	13.7	15.0	16.3	17.6
7.4%	13.3	14.9	16.4	18.0	19.6

Risk-free rate (bps)

Beta	350	450	**550**	650	750
1.4	11.9	10.2	8.8	7.5	6.5
1.2	14.9	12.7	10.9	9.3	8.0
1.0	18.9	15.9	**13.5**	11.6	9.9
0.9	21.5	17.9	15.1	12.9	11.0
0.8	24.8	20.4	17.0	14.4	12.3

Source: Trigon

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza. Naszą wycenę akcji Mirbudu opieramy w 100% na modelu DCF, natomiast prezentujemy również wycenę porównawczą. W grupie porównawczej uwzględniamy głównie mocno zdywersyfikowane grupy budowlane, posiadające również odnogę deweloperską (Skanska, Budimex). Podejście to zwraca cenę docelową na poziomie 12.3 PLN. Z uwagi na fazę cyklu oraz rekordowe wydatki na rodzimą infrastrukturę, wycena porównawcza nie wnosi, naszym zdaniem, kontekstu wycenowego dla Mirbudu.

#MRB: relative-based valuation

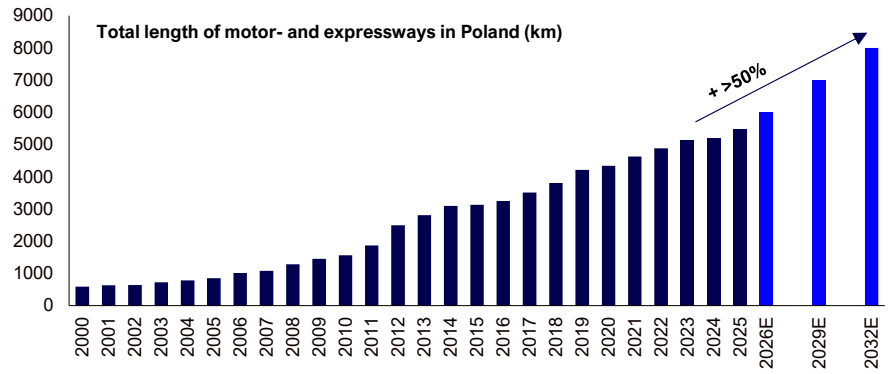
	Kraj	MC (EUR)	P/E			EV/EBITDA			FCF Yield		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Mirbud		306	10.5	10.6	9.1	6.8	7.0	5.7	3.3%	-1.1%	13.4%
Peers											
Porr Ag	AUSTRIA	1,461	11.3	10.2	9.4	2.8	2.6	2.4	5.6%	6.2%	7.4%
Polimex-Mostostal SA	POLAND	429	12.0	10.3	9.0	4.7	3.2	2.5	-	-	-
Budimex SA	POLAND	4,325	24.5	19.9	17.9	14.3	11.7	10.6	5.8%	9.5%	8.8%
Skanska AB	SWEDEN	10,324	16.0	14.2	13.4	8.7	7.9	7.5	10.5%	7.2%	7.4%
Peab AB	SWEDEN	2,650	12.7	11.2	10.4	8.1	7.3	6.8	4.7%	6.3%	7.2%
Torpol SA	POLAND	372	17.0	7.1	6.7	8.6	6.5	4.7	-6.3%	12.1%	13.7%
Median			12.7	10.3	9.4	8.1	6.5	4.7	5.3%	8.4%	8.1%
premium/(discount)			*-18%*	*3%*	*-2%*	*-16%*	*7%*	*21%*	*-2pp*	*-9pp*	*5pp*
Implied valuation per share (PLN)			**14.6**	**11.7**	**12.3**	**14.7**	**11.1**	**9.7**			
applied weight (year)			33%	33%	33%	33%	33%	33%			
applied weight (multiple)				50%			50%				
Valuation per share (PLN)			**12.3**								

Source: Trigon, Bloomberg

Otoczenie rynkowe

Rozbudowa sieci trwa, ale kontraktacja nie będzie rosła liniowo. Na koniec FY25 łączna długość autostrad i dróg ekspresowych w Polsce wynosiła ok. 5.5tys. km. Zakładamy, że w FY26E sieć osiągnie ok. 6.0tys. km, a w FY29E/FY32E odpowiednio 7/8 tys. km. Oznaczałoby to wydłużenie sieci o ok. 2.5tys. km względem FY25. Przestrzeń dla aktywności wykonawców drogowych pozostaje więc istotna, ale o tempie napływu nowych zamówień nie decyduje sama rozbudowa sieci, a rozkład przetargów w czasie i ich konwersja na podpisane umowy – i to ten drugi element uznajemy dziś za wąskie gardło.

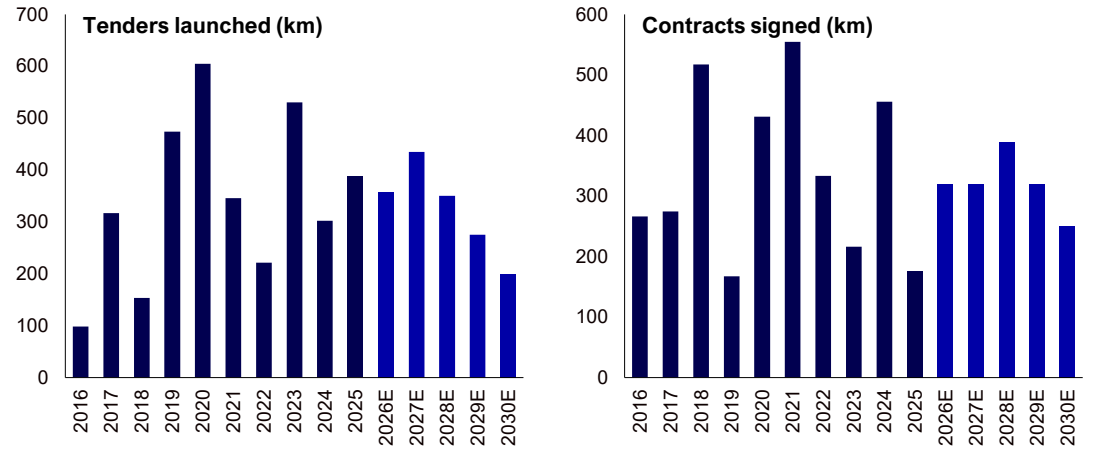
#MRB: Total length of motor-and expressways in Poland (km)



Source: GDDKiA, Trigon estimates

Drogi coraz mniej istotnym komponentem segmentu infra. W FY25 GDDKiA ogłosiła przetargi na budowę ok. 390km dróg, przy podpisanych umowach na ok. 175km. Dla FY26E zakładamy odpowiednio ok. 360km oraz 320km, a więc wyraźne odbicie kontraktacji przy nieco mniejszej podaży nowych postępowań. Szczyt aktywności przetargowej powinien przypaść na FY27E (ok. 435km), natomiast podpisywania umów na FY28E (ok. 390km). W dalszym horyzoncie nasze założenia wskazują na stopniowe wyhamowanie obu kategorii, do ok. 200/250km w FY30E – najwięksi wykonawcy drogowi staną więc przed problemem topniejącego rynku, a na znaczeniu powinny zyskiwać kompetencje związane z utrzymaniem czy remontami nawierzchni.

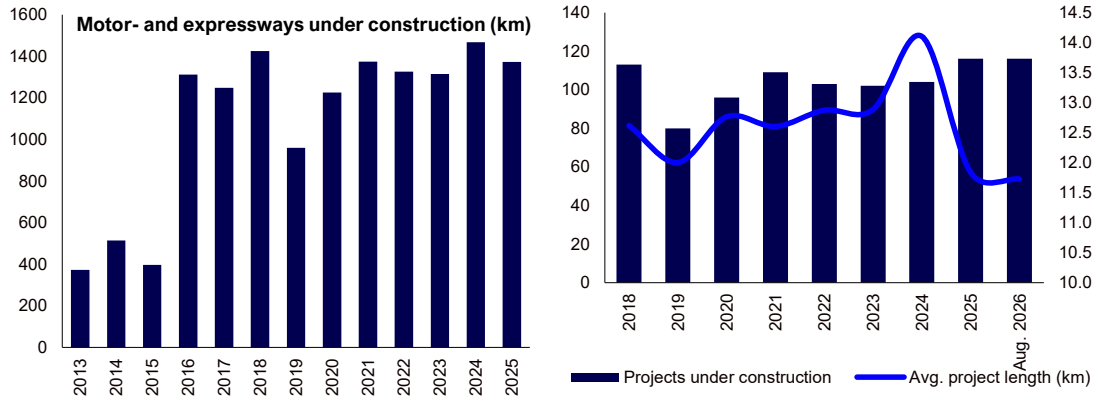
#MRB: Road tenders launched (lhs) and signed (rh) by GDDKiA



Source: GDDKiA, Trigon estimates

Front robót szeroki, ale coraz bardziej rozdrobniony. W sierpniu ’26 w realizacji pozostawało ok. 116 zadań o łącznej długości ok. 1.36tys. km, wobec 104 zadań i ok. 1.47tys. km na FY24. Średnia długość zadania spadła zatem do ok. 11.7km, z ok. ok. 14.1km w FY24. Front inwestycyjny pozostaje więc szeroki w ujęciu liczby kontraktów, ale rozdrabnia się kilometrowo - co podnosi presję konkurencyjną w przetargach średniej wielkości. Dla dynamiki przychodów GW istotniejsze od samej liczby aktywnych kontraktów pozostaje tempo ich przechodzenia do fazy robót i stopień zaawansowania prac; samo rozdrobnienie traktujemy jako czynnik ryzyka dla marż w segmencie drogowym, a nie dla wolumenów.

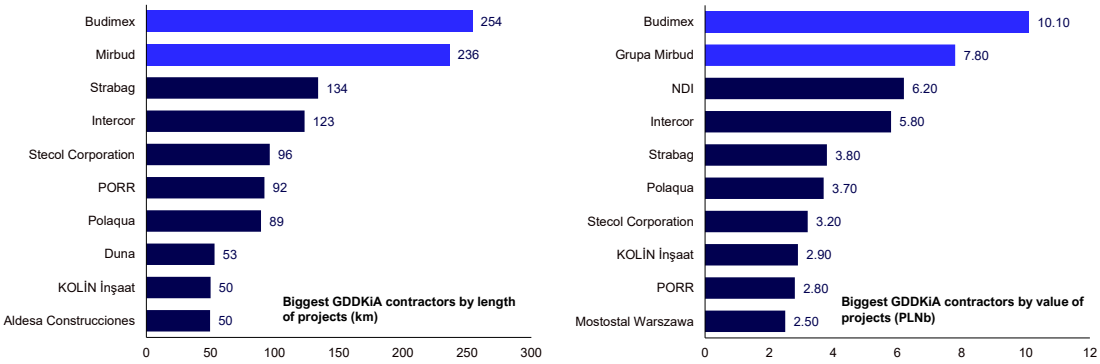
#MRB: Motor-and expressways under construction (km)



Source: GDDKiA, Trigon estimates

Mirbud pozostaje jednym z dwóch głównych rozgrywających. Wg stanu na sierpień ’26 Grupa realizowała dla GDDKiA projekty o łącznej długości 236km i wartości 7.8mld PLN, zajmując drugie miejsce zarówno pod względem długości, jak i wartości inwestycji. Liderem pozostawał Budimex z 254km oraz 10.1mld PLN. Dystans Mirbudu do lidera w ujęciu kilometrowym wynosił więc zaledwie 18km, przy ponad 100km przewagi nad trzecim Strabagiem. Skala realizowanych inwestycji potwierdza mocną pozycję MRB w segmencie drogowym, ale nie przesądza o rentowności kolejnych zleceń. Przy takiej skali działalności za ważniejszą od samego wzrostu udziałów rynkowych uznajemy jakość nowej kontraktacji i dyscyplinę ofertowania.

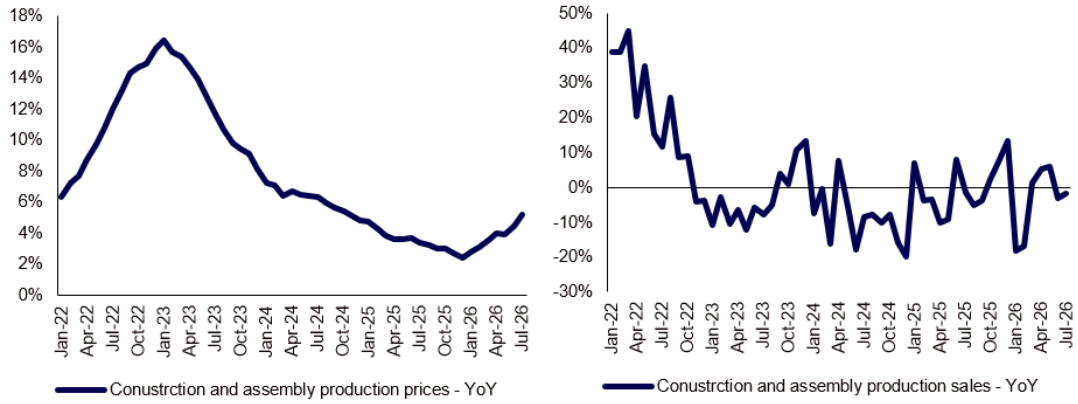
#MRB: Biggest contractors for GDDKiA



Source: GDDKiA, Budimex, Trigon, data as of August 2026

Na trwałe odbicie produkcji trzeba jeszcze poczekać. Dane GUS do lipca ’26 nadal pokazują dużą zmienność sprzedaży produkcji budowlano-montażowej. Po dwucyfrowych spadkach na początku roku i krótkim odbiciu wiosną, dynamika r./r. ponownie znalazła się nieznacznie poniżej zera. Jednocześnie roczna dynamika cen produkcji przyspieszyła z ok. 3.5% pod koniec FY25 do ok. 6% w lipcu ’26. To nadal znacznie poniżej ok. 13.5% obserwowanych na początku FY23, ale trend spadkowy dynamiki cen uległ odwróceniu. Wskaźnika cen produkcji nie utożsamiamy przy tym z dynamiką kosztów materiałowych GW: przy spokojnych cenach stali za przyspieszeniem stoją naszym zdaniem przede wszystkim robocizna i pochodne ropy.

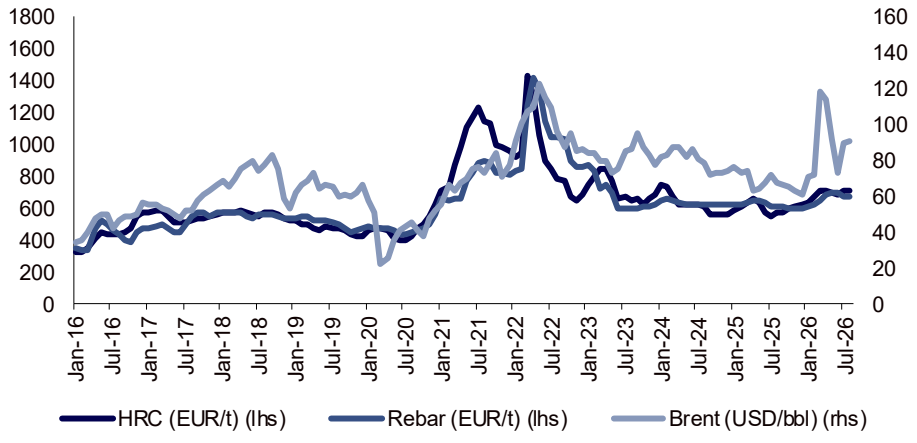
#MRB: Construction and assembly production prices and sales



Source: Statistics Poland, Trigon

Stal relatywnie spokojna, więcej niepewności po stronie ropy. W ostatnich miesiącach notowania HRC i prętów zbrojeniowych kształtowały się w okolicach 650–700 EUR/t, nadal znacznie poniżej szczytów z FY22. Na ten moment nie wskazuje to na powrót do skali szoku cenowego obserwowanego w tamtym okresie. Odmiennie wygląda sytuacja na rynku ropy Brent - po przejściowym wzroście powyżej 110 USD/bbl notowania latem ’26 utrzymywały się w okolicach 90 USD/bbl, wobec ok. 60 USD/bbl na przełomie FY25/26. Naszym zdaniem uzasadnia to większą ostrożność przy ocenie kosztów paliw i asfaltu. Relatywnie stabilna stal nie oznacza więc automatycznie poprawy marż GW - istotne pozostaną moment zakupów materiałów, wycena kontraktów oraz zakres ochrony waloryzacyjnej.

#MRB: Steel and crude oil prices



Source: Bloomberg, Trigon

Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie [negatywne]

#Wyrok
- Sąd Okręgowy odrzucił skargę złożoną przez konsorcjum, co jak rozumiemy kończy dyskusję na temat wykonawcy, który podpisze umowę z PKP PLK na realizację polskiego odcinka Rail Baltica.
- Obecnie najbliżej podpisania umowy jest konsorcjum Track Tec x Intop x Unibep, którego oferta o wartości 5.22mld PLN brutto została już wybrana przez PKP PLK.

#Konwekwencje
- W wyniku odrzucenia skargi Mirbud S.A. jest obecnie zobowiązany do przejścia procedury samooczyszczenia.
- Dla Torpolu sytuacja nie ma ww. konsekwencji prawno-biznesowych.

#Zarys sytuacji
- Przypominamy, że cała sprawa dotyczyła pośrednio oferty konsorcjum Mirbud x Torpol o wartości 4.6mld PLN brutto w przetargu na budowę pierwszego odcinka polskiej części Rail Baltica.
- KIO odrzuciło ofertę konsorcjum ze względu na domniemane zatajenie przez Mirbud otrzymania 15 tys. PLN kary środowiskowej związanej z realizację jednego z kontraktów dla GDDKiA.

Odrzucenie skargi, a więc wyrok ZGODNY z naszymi oczekiwaniami, ma naszym zdaniem wielowątkowe konsekwencje dla Mirbudu, Torpolu oraz całej branży budowlanej.
*W przypadku **#TOR** sytuacja jest jednak klarowna – nie zakładaliśmy, że Spółka będzie realizować Rail Baltica, a biorąc pod uwagę bardzo konserwatywne ofertowanie Grupy ostateczne odrzucenie skargi waliduje nasze założenia modelowe, szczególnie wzrostową trajektorię marzy brutto w kolejnych latach.*

*W kontekście **#MRB** patrzymy na sytuacje kilku torowo:*

i) z jednej strony jednoznacznie negatywnie odbieramy brak możliwości pozyskania tak dużego kontraktu kolejowego, który naszym zdaniem mógł jakkolwiek uwiarygodnić ambitne plany biznesowy Grupy w tym segmencie. Od SPO minęły już ponad 2 lata, a środki pozyskane z emisji, który miały zostać przeznaczone na przejęcia i budowanie masy w segmencie kolejowym, realnie zostały wykorzystane do bieżącego zaangażowania w kapitał obrotowy. Od tamtej pory, pomimo przejęcia Transkolu, Grupa nie wygrała ani jednego materialnego przetargu kolejowego (w ub.r. Transkol podpisał kontrakt o wartości 104mln PLN, a sama spółka na koniec czerwca posiadała ujemne kapitały własne), a na kilku z nich, m.in. na Rail Baltica, oferta konsorcjum, mimo bardzo agresywnej wyceny, została finalnie odrzucona. Jednocześnie Grupa, a raczej spółka Mirbud S.A., będzie zmuszona do przejścia procedury samooczyszczenia, która jak pokazał tegoroczny przykład Budimex, jest relatywnie problematyczna w polskim reżimie prawnym/PZP i może materialnie ograniczyć możliwość kontraktacji Grupy w najbliższych miesiącach, co jest o tyle negatywne biznesowo, że w najbliższym czasie czeka nas m.in. wybór wykonawcy Terminala CPK. Samooczyszczenie nie jest procedurą centralną, a każdy zamawiający ocenia skuteczność pakietu zmian osobno, co sprawia, że Grupa będzie zmuszona dokonywać zmian niejako w „ciemno" bez pewności, że sytuacja została już odpowiednio zaadresowana. Co istotne natomiast, samo wykroczenie, którego dopuścił się Mirbud, zostało zakwalifikowane przez KIO jako „lekkomyślność lub niedbalstwo z art. 109 ust. 1 pkt 10", a nie jak w przypadku Budimeksu „zawarcie porozumienia ograniczającego konkurencje" co obiektywnie jest znacznie „lżejszym" wykroczeniem i może przełożyć się na szybsze wdrożenie rozwiązania akceptowalnego przez zamawiających. Zakładamy, że Mirbud powinien skutecznie przejść samooczyszczenie do końca FY26E co częściowo może wpłynąć na odrzucenie ofert Spółki z przetargów, ale i tak powinno pozwolić na przekroczenie 10mld PLN portfela zamówień na koniec roku.

ii) z drugiej zaś dostrzegamy pozytywne konsekwencje tego wyroku. Na ostatniej konferencji wynikowej Zarząd materialnie schłodził nasze oczekiwania co do trajektorii FCF w drugiej połowie roku – wg wypowiedzi CFO przepływy z działalności operacyjnej powinny być bliskie zeru w FY26E, co oznaczałoby 4 kolejny rok bez dodatniego OCF. Biorąc pod uwagę, że Mirbud wciąż posiada ponad 500mln PLN aktywów NETTO z tyt. wyceny kontraktów budowlanych, w najbliższych 3 latach będzie zmuszony zapłacić kolejne transzę za grunt w Poznaniu (ok. 300mln PLN), Marywilska otrzymała już zgodę Rady Miasta na wydłużenie dzierżawy oraz pozwolenie na budowę (koszty odbudowy szacujemy na 130mln PLN), a inwestycje nowe wytwórnie mas bitumicznych

będą kosztować Grupę blisko 80mln PLN w latach FY26-27E, tak duży kontrakt jak Rail Baltica (ok. 2mld PLN przypadające na Mirbud) budżetowane po relatywnie niskiej marży (5% marży brutto, przy ofercie składanej ponad rok temu) wiązałoby się z kolejnych mocnym odpływem gotówki w latach FY26-27E. W powyższych kalkulacjach nie poruszamy nawet tematu potencjalnych przejęć w kolejówce / elektroenergetyce, które również mogłyby się wiązać z 300-500mln PLN nakładów. Ostatecznie więc sytuacja, w której Mirbud nie będzie realizować Rail Baltica, mając na uwadze rosnący portfel zamówień oraz wciąż słabą generację gotówki może być dla Spółki pozytywną informacją z punktu widzenia odlewarowania bilansu – szczególnie, że w FY27E oczekujemy mocnego wzrostu produkcji budowlano-montażowej i idącej za tym inflacji cen materiałów i surowców.

***Podsumowując**, według obecnego stanu rzeczy skłaniamy się do „wyzerowania" segmentu kolejowego w naszym modelu. Otwartą kwestią pozostaje jak problematyczne dla Spółki okaże się nawigowanie procedury samooczyszczenia, choć z punktu widzenia trajektorii FCF (zakładamy FCF bliski zeru w FY26E) brak Rail Baltici w portfelu może wspierać krótkoterminową konwersję EBITDA/OCF. Pytanie również jak wyrok wpłynie na zachowanie konkurentów Mirbudu na przetargach – obecnie największe przetargi wiążą się z bardzo agresywną walką prawną / odwoławczą pomiędzy wykonawcami i pytanie czy wyrok Sądu Okręgowego nie da konkurentom Mirbudu kolejnych argumentów na tym polu. Jednocześnie zwracamy uwagę, że z punktu widzenia Torpolu wyrok jest neutralny/lekko pozytywny – nie uwzględnialiśmy kontraktu w naszych prognozach, a zabudżetowana marża brutto 5% (choć z uwagi na inny zakres robót w przypadku Torpolu mogła być trochę wyższa) jest zauważalnie niższa od tej zakładanej w naszych prognozach na lata FY26-28E.*

2Q26 Results Review + 2Q26 Conference call highlights [neutralne]

2Q26 Preliminary Results Review [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26E	Cons.
Revenues	720	732	1,002	547	910	26%	66%	857	861
EBITDA	39.5	28.4	99.1	32.9	n.a	-	-	58.1	57.7
adj. EBITDA	**31.1**	**32.9**	**36.3**	**33.9**	**n.a.**	**-**	**-**	**58.1**	
EBIT	31.8	20.4	90.9	23.5	n.a.	-	-	48.6	48.9
Net profit	21.1	14.1	62.0	9.7	35.3	67%	266%	30.3	31.4
Gross Margin	6.3%	7.5%	8.3%	10.2%	8.4%	2.1pp	-1.8pp	9.6%	
Backlog	8,115	8,865	8,465	8,279	8,878	9%	7%		
P/E12M trailing	13.9	13.4	12.7	13.4	11.8				
EV/EBITDA 12M trailing	9.9	9.6	8.1	9.5	-				
EBITDA margin	5.5%	3.9%	9.9%	6.0%	-	-	-	6.8%	6.7%
EBIT margin	4.4%	2.8%	9.1%	4.3%	-	-	-	5.7%	5.7%
Net profit margin	2.9%	1.9%	6.2%	1.8%	3.9%	1.0pp	2.1pp	3.5%	3.6%

Source: Company, Trigon

STANDALONE (PLNm)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Revenues	468	497	640	424	754
YoY	-1%	8%	58%	28%	61%
Gross Profit	35	45	55	36	60
Gross Margin	7.5%	9.1%	8.6%	8.5%	8.0%
Net profit	24	21	44	10	29
Net profit margin	5.1%	4.2%	6.9%	2.4%	3.8%

Source: Company, Trigon

Zysk netto 13% powyżej konsensusu oraz 17% powyżej naszych prognoz. Zwracamy uwagę, że na obecnym etapie pełna ocena wyników jest niemożliwa, stąd na obecnym etapie oceniamy je neutralnie – kluczowa w odbiorze czwartkowego pełnego raportu będzie, naszym zdaniem, trajektoria FCF (naszym zdaniem Grupa może zaraportować dodatni FCF)

.

#Budownictwo. *Zgodnie z naszymi założeniami Grupa z nawiązką „odpracowała" mroźny pierwszy kwartał (przychody jednostkowe aż +61% r./r.). Dobrze wypadła również jednostkowa marża brutto (8.0%, +50bps r./r.), niemniej, skonsolidowana marża brutto była 120bps niższa od naszych założeń, natomiast skonsolidowany zysk brutto na sprzedaży (w ujęciu nominalnym) okazał się być 8% niższy od naszych założeń.*

#Deweloperka. *Mocny kwartał – JHM przekazał aż 153 mieszkania (+350% r./r.), co naszym zdaniem przełożyło się na mocne wyniki oraz wzrost kontrybucji r./r., co w dużej mierze zostało już potwierdzone przez opublikowany przez JHM raport.*

#Niższe linie/grupa. *Z uwagi na fakt, że zysk brutto na sprzedaży okazał się niższy od naszych oczekiwań, natomiast zysk netto przebił nasze szacunki o 13%, kluczowa będzie analiza niższych linii. Spodziewaliśmy się, że SG&A wzrosną o ok. 55% r./r., pytanie natomiast czy z uwagi na przeprowadzoną w 3Q26 transakcje sprzedaży akcji Torpolu Grupa nie zdecydowała się na przecenienie swojego stake do wartości rynkowej, co podniosłoby wyniki w 2Q26 o kilka mln PLN.*

Podsumowując*, na obecnym etapie wyniki oceniamy neutralnie – kluczowa będzie analiza BS oraz CF - zwracamy uwagę, że w majowej notce (LINK) wskazywaliśmy na widoczny w księgach Mirbudu przyrost aktywów z tyt. wyceny kontraktów (pozycja ta na koniec marca wynosiła ponad 600mln PLN vs. 337mln PLN przed rokiem). Ponadto zwracamy uwagę, że do momentu ogłoszenia wyroku przez sąd w Warszawie w sprawie oferty konsorcjum Mirbud x Torpol w przetargu na budowę Rail Baltica visibility dotyczące kontraktacji pozostaje ekstremalnie ograniczone – na obecnym etapie spodziewamy się natomiast, że w perspektywie FY26E Grupa pokaże dodatni FCF, głównie ze względu na wpływy z waloryzacji oraz sprzedaż akcji Torpolu.*

2Q26 Results Review [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26P	2Q26E	Cons.
Revenues	720	732	1,002	547	910	26%	66%	910	857	861
Construction	731	731	1,016	505	935	28%	85%		812	
Residential	18	11	59	44	74	320%	66%		70	
Rental	5	12	8	9	8	71%	-7%		5	
Other & Eliminations	-33	-22	-51	-10	-107	-	-		-25	
Other operating activity, net	3.8	-3.8	74.2	-0.4	6.3	63%	-	0.0	0	
Revaluations	4.6	-0.6	-11.4	-0.6	0.1	-98%	-	0.0	0	
EBITDA	39.5	28.4	99.1	32.9	60.7	54%	85%	n.a.	58.1	57.7
adj. EBITDA	**31.1**	**32.9**	**36.3**	**33.9**	**54.3**	**75%**	**60%**	**n.a.**	**58.1**	
EBIT	31.8	20.4	90.9	23.5	51.4	62%	119%	n.a.	48.6	48.9
Net profit	21.1	14.1	62.0	9.7	35.2	67%	265%	35.3	30.3	31.4
Gross Margin	6.3%	7.5%	8.3%	10.2%	8.4%	2.1pp	-1.8pp	8.4%	9.6%	
Construction	5.2%	6.9%	6.6%	7.9%	6.6%	1.4pp	-1.3pp		7.5%	
Residential	34.6%	34.4%	33.4%	33.0%	31.1%	-3.4pp	-1.9pp		32.0%	
Rental	-22%	19.5%	5.2%	10.9%	16.6%	39.1pp	0.5pp		10.0%	
Backlog	8,115	8,865	8,465	8,279	8,879	9%	7%			
OCF	21	-1	251	-266	35	64%	-			
NWC	-52	-29	184	-294	-18	-	-			
FCF	-14	-10	208	-280	13	-	-			
Net Debt	343	365	177	462	436					
P/E12M trailing	12.8	12.3	11.8	12.4	10.9					
EV/EBITDA 12M trailing	9.3	9.0	7.5	8.9	7.9					
EBITDA margin	5.5%	3.9%	9.9%	6.0%	6.7%	-	0.1pp		6.8%	6.7%
EBIT margin	4.4%	2.8%	9.1%	4.3%	5.7%	-	0.3pp		5.7%	5.7%
Net profit margin	2.9%	1.9%	6.2%	1.8%	3.9%	0.9pp	2.1pp	3.9%	3.5%	3.6%

Source: Company, Trigon

Ostateczne wyniki Grupy okazały się być zbliżone do wstępnych (choć skor. EBITDA finalnie wypadła słabiej od naszych oczekiwań), które oceniliśmy neutralnie.

Względem wcześniejszych ujawnień zwracamy uwagę przede wszystkim na: 1) wyraźnie słabszą od naszych założeń marżę brutto w segmencie budowlanym (6.6% vs. 7.5%), choć wciąż lepszą r./r.,
2) 6mln PLN pozostałej działalności operacyjnej, która pozytywnie wpłynęła na EBITDA (EBITDA skor. ostatecznie okazała się być 6% słabsza od naszych założeń),
3) sprzedaż pawilonu handlowego w Starachowicach (do tej pory obiekt był wynajętemu operatorowi sklepu Bricomarche), która podbiła FCF w 2Q26 o 17mln PLN oraz przede wszystkim
4) dodatni OCF oraz kosmetyczny spadek aktywów z tyt. wyceny kontraktów budowanych (z 625mln PLN do 568mln PLN) przy jednoczesnym wyraźnym wzroście należności (z 371mln PLN do 571mln PLN) co naszym zdaniem wskazuje, że Grupa rozpoczęła „fakturowanie" dużych kontraktów drogowych.

***Podsumowując**, wyniki odbieramy neutralnie. Na obecnym etapie trudno nam oszacować realny, gotówkowy wpływ podpisanych aneksów waloryzacyjnych z GDDKiA na trajektorię FCF – aktywa kontraktowe nadal stanowią bardzo dużą pozycję aktywów (znetowane aktywa – zobowiązanie budowlane odpowiadają 14% LTM przychodów z segmentu budowlanego vs. 22% na koniec roku i 13% przed rokiem), natomiast widoczny wzrost należności dobrze rokuje na drugą połowę roku, kiedy zamawiający odbiorą gros kontraktów drogowych Grupy i wypłacą ostateczne wynagrodzenie za realizację zamówień. 4 września poznamy również wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie, który wraz ze wspomnianą wyżej trajektorią FCF, będzie mieć kluczowy wpływ na equity story Grupy. Zakładając, że druga połowa roku przyniesie dalsze przejście kontraktów z aktywów budowlanych do należności (oraz przy założeniu, że Grupa nie zdecyduje się na dokonanie dużego M&A) Mirbud może pozytywnie zaskoczyć tempem delewarowania bilansu, nawet pomimo słabszej, od naszych założeń, marżowości bieżącej produkcji. Sytuacja bilansowa pozostaje daleka od ideału (szczególnie w kontekście nadchodzącego spiętrzenia inwestycji w rodzimej budowlance), natomiast na obecnym etapie, mając na uwadze, że aneksy z GDDKiA zostały podpisane w połowie czerwca i ich wpływ na FCF Grupy powinien być mocniej widoczny w 2H26E, spodziewamy się, że druga połowa roku przyniesie dodatni FCF.*

2Q26 Conference call highlights [neutralne]

#Budownictwo
- W 1H26 rozliczono łącznie 196mln PLN doszacowań kontraktów długoterminowych, w dużej części o charakterze waloryzacyjnym. W Kobylarni rozliczono roszczenia na Gostyniu oraz Obwodnicy Trójmiasta S6 (łącznie >130mln PLN), a w Mirbudzie ok. 30mln PLN na S1 Węgierska Górka i ok. 30mln PLN na pozostałych kontraktach.
- Wzrost marży brutto w segmencie budowlanym r./r. wynikał głównie ze wzrostu rentowności w segmencie magazynowym (o prawie 2p.p. r./r.).
- Zdaniem Zarządu środki z KPO zaczęły już być realnie wydawane w branży budowlanej, co obecnie wspiera przychody Grupy.
- Sytuacja na rynku magazynowym uległa w ostatnim czasie poprawie.
- Na Obwodnicy Trójmiasta (OMT) rozliczono w 1H26 ok. 120mln PLN doszacowań, pozostało ok. 100mln PLN (roboty dodatkowe oraz waloryzacja) – całość powinna zostać rozliczona do końca FY26E. W Kobylarni do rozliczenia pozostaje jeszcze ok. 150-200mln PLN roszczeń.
- Aneksy waloryzacyjne podpisane z GDDKiA nie przełożą się wprost na wyniki, ponieważ część waloryzacji jest już ujęta w aktywowanych roszczeniach. Przychód z waloryzacji Zarząd szacuje na 180-200mln PLN (częściowo już rozpoznany), z czego ok. połowa wpłynęła gotówkowo w 2Q26, a pozostała część powinna wpłynąć w 3-4Q26E. Ok. połowę tych płatności Grupa odda podwykonawcom.
- Podane kwoty stanowią wartości maksymalne możliwe do uzyskania; część dotyczy trwającego kontraktu S74, który nie przekroczył jeszcze limitów waloryzacyjnych, więc rozliczenie nastąpi tam dopiero pod koniec kontraktu, tj. w FY27E.
- S1 Węgierska Górka: roszczenie złożone na 412mln PLN, aktywowano ok. 1/3 (ok. 130mln PLN), z czego 30mln PLN zapłacono w czerwcu tytułem kosztów ogólnych budowy. Do rozliczenia pozostaje ok. 100mln PLN – druga część kosztów ogólnych (prawdopodobnie ok. 30mln PLN) ma zostać zamknięta jeszcze w FY26E, natomiast część dotycząca odmienności geologicznej w 1Q27E.
- S1 Suchy Potok / Dankowice: roszczenie wyceniane powyżej 100mln PLN, warunkiem naliczenia waloryzacji jest aneks terminowy, którego zawarcia Grupa oczekuje w 3Q26E.
- Grupa realizuje obecnie 26 aktywnych kontraktów kubaturowych, ze stale rosnącym udziałem obiektów użyteczności publicznej (cykl budowy ok. 3 lat), postrzeganych przez Zarząd jako korzystne. Obiektów przemysłowych wciąż niewiele na tle poprzednich lat, choć rynek nieznacznie odżywa (cykl realizacji ok. 10-12 miesięcy). Obiekty mieszkaniowe realizowane są niemal wyłącznie dla JHM Development – wyjątkiem jest jeden kontrakt dla zewnętrznego dewelopera (apartamentowce w centrum Wrocławia).

#Portfel zamówień
- Portfel zamówień wyniósł 8.9mld PLN, z czego 7.2mld PLN stanowią kontrakty infrastrukturalne, a 1.3mld PLN budownictwo kubaturowe. Portfel netto rozłożony jest do 2030 r. – kontrakty infrastrukturalne trwają nawet 5-6 lat, a kubaturowe znacznie krócej, dlatego przy ponad 80% udziale infrastruktury w portfelu drogi odpowiadają za ok. 50-60% przychodów.
- W 1H26 Grupa podpisała umowy o wartości 1.98mld PLN. W lipcu i sierpniu Grupa podpisała umowy o wartości >300mln PLN.
- W poczekalni (oferty wybrane oraz najkorzystniejsze oferty) Grupa posiada obecnie 3.1mld PLN (vs. 2.5mld PLN kwartał temu).
- W 1H26 podpisano 11 umów: 5 kubaturowych o wartości 550mln PLN (736mln PLN łącznie z dwiema umowami zawartymi po okresie sprawozdawczym) oraz 6 infrastrukturalnych, łącznie z dwiema kolejnymi na 1 244mln PLN.
- Na poczekalnię składa się 832mln PLN ofert oczekujących oraz 2.2mld PLN najkorzystniejszych ofert; 8 najkorzystniejszych ofert nie jest objętych postępowaniami przed KIO.
- Rail Baltica nie została uwzględniona w wartościach ofert w poczekalni. Przy korzystnym wyroku Grupa chciałaby realizować kontrakt na warunkach złożonej oferty, mimo niskiej wyceny (ok. 5% marży brutto) oraz wzrostu kosztów materiałów i podwykonawstwa, traktując go jako wejście w rozwój segmentu.
- Sprzedaż akcji Torpolu nie wyklucza dalszego startowania w konsorcjum z tym podmiotem w przetargach PKP PLK.
- Skuteczność kontraktacji (hit ratio) wyniosła w 1H26 12% (1.6mld PLN podpisanych umów wobec 14mld PLN złożonych ofert) vs. 7% w FY25, 31% w FY24 oraz 4% w FY23. Zarząd oczekuje dalszego wzrostu skuteczności do końca roku.
- Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie (dot. kary środowiskowej) spodziewany jest w piątek. Korzystne rozstrzygnięcie otwiera Grupie drogę do wygranej w przetargu na Rail Baltica i portfela zamówień powyżej 11mld PLN.
- Jedynym rozważanym nowym rynkiem geograficznym jest Ukraina – Grupa jest przed rozstrzygnięciem przetargu na obiekt inżynieryjny o wartości ok. 30mln EUR na trasie Kijów-Lwów, traktowanego jako pierwszy krok. Nowymi obszarami biznesowymi mają być energetyka oraz kolej.

#JHM / Pozostałe
- Na koniec czerwca JHM posiadał 706 lokali w realizacji (łącznie 33k m2 PUM).
- Oferta na koniec czerwca opiewała na 563 mieszkań, z czego 248 stanowiły lokale gotowe.
- Park Magazynowy w Bolesławcu jest obecnie skomercjalizowany w 72%.
- Na dzień dzisiejszy Marywilska nadal nie porozumiała się z M. St. Warszawa w sprawie wydłużenia dzierżawy gruntu.
- W 1H26 JHM oddał do użytkowania trzy inwestycje i przekazał aktami notarialnymi 253 lokale mieszkalne – więcej niż w całym 2025 r. i wyraźnie więcej niż w 1H24 (w 2025 r. podpisano jednak ponad 300 umów sprzedaży).
- W 1H26 JHM realizował pięć inwestycji, a na projektach zakończonych pozostawały 94 umowy przedwstępne i deweloperskie. W 1H26 podpisano 304 umowy przedwstępne i deweloperskie, a ich stan na koniec czerwca wyniósł 288.
- Bank ziemi pozwala na realizację 8,300 lokali do 2045 r. W przypadku gruntu w Poznaniu harmonogram uwzględnia trwającą fazę przygotowania gruntu, więc na dziś nie ma opóźnień – Grupa liczy na zakończenie procesu w FY26E lub na początku FY27E.
- Poziom najmu w Ostródzie wyniósł 95%, a w miasteczku kontenerowym w Warszawie 100% (pełne wynajęcie); w Bolesławcu Grupa widzi szansę na dojście do ok. 90% już w kolejnym kwartale. Docelowo rozważane jest wyjście z segmentu najmu i sprzedaż nieruchomości w Ostródzie i Bolesławcu, przy koncentracji na core biznesie budowlano-montażowym.
- Marywilska pozostaje bez przełożenia na finanse Grupy – trwają uzgodnienia warunków umownych z miastem, a rozbudowa nie została rozpoczęta.
- W 2H26E JHM planuje przekazać 150-200 lokali.

#Outlook
- Portfel zamówień na koniec FY26E powinien przekroczyć 10mld PLN.
- Cel przychodów skonsolidowanych na FY26E to 3.3mld PLN i Zarząd nie widzi zagrożenia dla jego realizacji; możliwe jest nawet ok. 3.5mld PLN, w zależności od tempa fakturowania kontraktów oczekujących na ZRiD.
- W FY26E Grupa planuje budowę jeszcze czterech wytwórni mas bitumicznych Kobylarni w Reczu (pod budowę S10) oraz w Poznaniu i Opolu (pod budowę S11).
- Marża brutto na sprzedaży części budowlanej w 2H26E oczekiwana jest w okolicach 7-7.5%, tj. lepiej niż w 1H26 (1Q26: 7.9%, 2Q26: 6.6%). W części drogowej Zarząd widzi pole do poprawy marżowości w okolice 7.5-8%, ale głównie od FY27E, gdy nowe kontrakty wejdą w fazę intensywnej realizacji.
- Odbudowa Marywilskiej wymaga decyzji administracyjnych oraz ustalenia zmian w umowie dzierżawy – do czasu ich uzyskania Grupa wstrzymuje się z decyzją o dalszych krokach, ruch pozostaje po stronie miasta. Zarząd spodziewa się decyzji do końca FY26E, nie znając jej kierunku (proces utrudniają zbliżający się rok wyborczy i inne priorytety miasta). Jeżeli budowa nie ruszy jesienią, nie uda się jej zamknąć przed zimą, co przesunęłoby cały projekt o rok.
- Grupa spodziewa się dodatniego cash flow operacyjnego w kolejnych kwartałach; narastająco koniec FY26E powinien zamknąć się w okolicach zera.
- Równolegle prowadzone są dwa procesy akwizycyjne: w segmencie kolejowym oraz w budownictwie elektroenergetycznym. Sprzedaż akcji Torpolu wynikała, zdaniem Zarządu, z warunków rynkowych i możliwości wyjścia z zyskiem i nie zamyka drogi do przejęcia podmiotu z branży kolejowej – rozmowy toczą się z więcej niż jedną dużą spółką powiązaną ze Skarbem Państwa (co wydłuża proces decyzyjny), a Zarząd zakłada zamknięcie procesu i uzgodnienie ceny do końca FY26E.
- W części elektroenergetycznej wytypowano jeden podmiot; Zarząd ocenia szanse na finalizację jako duże i liczy na rozszerzenie grupy o ten segment w FY27E.

Przekaz płynący z konferencji oceniamy neutralnie, choć tak naprawdę mamy ambiwalentne odczucia. Z jednej strony (pozytywnie) odbieramy rozpoczęcie rozliczania i fakturowania największych kontraktów budowlanych Grupy, w tym Obwodnicy Metropolitarnej Trójmiasta, co z naszego punktu widzenia strukturalnie zmniejsza ryzyko bilansowe i potencjalnie może przełożyć się na zdelewarowanie Grupy. Z drugiej natomiast (negatywnie) odbieramy bardziej szczegółowy guidance co do wpływów gotówkowych związanych z aneksami waloryzacyjnymi, które wprawdzie wyniosą zakładane przez nas ca. 200mln PLN, ale nie będą one tożsame z wpływami przypadającymi dla Grupy – ok. połowę ww. kwoty Mirbud będzie musiał przekazać podwykonawcom, z którymi współpracował na kontraktach. Ostatecznie OCF w całym FY26E może być bliski zeru vs. zakładane przez nas wcześniej 150-250mln PLN – po uwzględnieniu sprzedaży akcji Torpolu FCF może wynieść 40-80mln PLN vs. -335mln PLN łącznie w ostatnich 3 latach. Otwartą kwestią pozostaje więc jak Grupa planuje sfinansować zapowiadane przejęcia – szczególnie, że jasna deklaracja co do dwóch targetów w segmencie kolejowym (tj. spółki należące do Skarbu Państwa) implikuje relatywnie duże transakcje z ticketami >500mln PLN, a kwota ta nie uwzględnia chociażby potencjalnego przejęcia w segmencie elektroenergetycznym.

***Podsumowując**, czekamy na wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie, który zostanie ogłoszony w piątek 4 września. Kontraktacja Grupy powinna przekroczyć w FY26E 5mld PLN, a portfel zamówień na koniec grudnia może wynieść ok. 10.2mld PLN i to przy założeniu, że Rail Baltica ostatecznie „trafi" do konsorcjum TrackTec. Guidance marży w segmencie budowlanym (7-7.5%) na 2H26E również kształtuje się poniżej naszych dotychczasowych założeń modelowych (widzieliśmy 7.5-8%), choć naszym zdaniem to nie wyniki drugiego półrocza są obecnie kluczowe z punktu widzenia sentymentu do Mirbudu, a raczej trajektoria FCF i rozstrzygnięcie kontraktu Rail Baltica.*

Czynniki ryzyka

Ryzyko cen materiałów i surowców. Przyspieszenie inflacji cen kluczowych materiałów (stal, kruszywa, cement, asfalt) może wpłynąć in minus na nasze prognozy, szczególnie z uwagi na fakt, że mechanizm waloryzacyjny nie rekompensuje w pełni wzrostu kosztów generalnym wykonawcom.

Ryzyko odpływu pracowników. Po wybuchu wojny w Ukrainie ok. 66% pracowników z tego kraju opuściło polską branżę budowlaną. Budownictwo, szczególnie w segmencie kubaturowym, w przeszłości borykało się z problemem niedostatecznej liczby wykwalikowanych pracowników i nie można wykluczyć, że analogiczna sytuacja nie powtórzy się w przyszłości—np. w przypadku przyspieszenia inwestycji w Niemczech.

Ryzyko konkurencji. Historycznie firmy drogowe i kolejowy mierzyły się z wojną cenową na przetargach wywołaną agresywną kontraktacją spółek zagranicznych (m.in. włoskich, chińskich czy tureckich). Widząc rekordowe plany GDDKiA, PKP PLK czy CPK w zakresie podaży kontraktów w ciągu najbliższych 10 lat nie można wykluczyć zmiany otoczenia konkurencyjnego w branży.

Ryzyko opóźnienia w rozstrzyganiu przetargów. W ostatnich latach zarówno GDDKiA, PKP PLK, CPK jak i projekty PEJ napotkały duże opóźnienie względem pierwotnych harmonogramów. Dalsze opóźnienie w rozpisywaniu nowych przetargów może doprowadzić do zintensyfikowanej walki konkurencyjnej.

Ryzyko kursu walutowego. Kurs EUR/PLN czy USD/PLN jest kluczowy z punktu widzenia przede wszystkim dostawców materiałów i surowców spółek budowlanych i potencjalnego osłabienie PLN może wpłynąć na podwyżkę cen.

Ryzyko płynności. Rosnąca skala działalności oraz jednoczesna realizacja wielu dużych kontraktów zwiększają zapotrzebowanie Grupy na kapitał obrotowy. Opóźnienia w płatnościach lub pogorszenie cyklu konwersji gotówki mogą wymagać zwiększenia finansowania zewnętrznego i negatywnie wpływać na płynność.

Ryzyko regulacyjne i administracyjne. Realizacja części projektów wymaga uzyskania decyzji środowiskowych, ZRID, pozwoleń na budowę oraz innych zgód administracyjnych. Przedłużające się procedury lub zaskarżenie wydanych decyzji mogą prowadzić do opóźnień realizacji inwestycji i wzrostu kosztów.

Ryzyko kar umownych i roszczeń. Kontrakty realizowane przez Grupę zawierają rygorystyczne harmonogramy oraz zobowiązania gwarancyjne. Opóźnienia, wady wykonawcze lub spory z zamawiającymi mogą skutkować naliczeniem kar, roszczeniami lub wykorzystaniem gwarancji, negatywnie wpływając na rentowność i płynność Grupy.

Ryzyko błędnej wyceny kontraktów. Długoterminowy charakter realizowanych projektów powoduje, że rzeczywiste koszty wykonania mogą odbiegać od założeń przyjętych na etapie ofertowania. Niedoszacowanie kosztów lub zakresu prac może prowadzić do spadku marży, a nawet strat na poszczególnych kontraktach.

Ryzyko realizacji akwizycji i ekspansji w nowych segmentach. Rozwój działalności m.in. w budownictwie kolejowym oraz potencjalne przejęcia zwiększają ryzyko integracyjne i operacyjne. Brak oczekiwanych synergii lub niższa rentowność nowych obszarów mogą obniżyć zwrot z zaangażowanego kapitału.

Ryzyko procedury samooczyszczenia. Po prawomocnym oddaleniu skargi w sprawie Rail Baltica Spółka będzie musiała przeprowadzić procedurę samooczyszczenia, aby ograniczyć ryzyko wykluczenia z kolejnych przetargów. Uznanie zastosowanych środków naprawczych za niewystarczające przez zamawiających mogłoby skutkować odrzucaniem ofert Spółki i negatywnie wpływać na pozyskiwanie nowych kontraktów.

TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
recepcja@trigon.pl

LinkedIn
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	*Head of Research*	**Dominik Niszcz, CFA** TMT, E-commerce	*Senior Analyst*
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	*Deputy Head of Research*	**Łukasz Rudnik** Strategy, Foreign Markets, Industrials	*Senior Analyst*
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	*Analyst*	**David Sharma, CFA** Construction, Real Estate, Building Materials	*Senior Analyst*
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	*Analyst*	**Piotr Chodyra** FMCG, Defence, Deep tech	*Analyst*
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	*Senior Analyst*	**Kacper Mazur**	*Assistant Analyst*

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	*Managing Director*

SALES TRADING

Paweł Szczepański	*Head of Sales*	**Paweł Czupryński**	*Senior Sales Trader*
Michał Sopiński, CFA	*Deputy Head of Sales*	**Hubert Kwiecień**	*Sales Trader*

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski") odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW"), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa"). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.
Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE* („Rozporządzenie MAR"), oraz 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* „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji").

Objaśnienia używanej terminologii fachowej

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów
ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
NWC – kapitał obrotowy netto
Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.
Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji
RFR - stopa wolna od ryzyka
WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski
Emitent – MIRBUD S.A.
KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument sporządził: David Sharma

Stosowane metody wyceny
Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.
- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.
- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.
Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.
- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.
- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.
SOTP - metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.
zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejęcia lub restrukturyzacji.
wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.
rNPV (*risk-adjusted net present value*)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto
zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.
wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.
Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych
wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów
Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend
wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend
Metoda wartości aktywów netto (NAV)
zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny
wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych
Mnożnik docelowy
zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki
wady: metoda ta jest bardzo subiektywna
Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa
zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych
wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał
Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa
zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa
wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.
Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.
Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.
Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych
Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl/zestawienie-rekomendacji.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka
W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.
Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.
Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.
Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.
O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.
Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.
Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A." Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie www.trigon.pl.
Dom Maklerski 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 Domu Maklerskim lub innymi osobami.
W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.
Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.
Na datę sporządzenia Dokumentu:
pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów
Dom Maklerski posiada akcje Emitenta
Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora rynku
Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta
Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich
Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem
- sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta
- oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu
- nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego
- nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe

z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług
wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu
członkowie władz Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.
żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiejkolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.
Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzani rekomendacji:

nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski

nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechniane może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem") oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawne, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: 09.09.2026 godz. 7:29

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 09.09.2026 godz. 7:30