

Flash Note

CEE | Equity Research

MIRBUD (MRB PW; UNDER REVIEW)

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q26 [neutralne]

#Budownictwo

- W 1H26 rozliczono łącznie 196mln PLN doszacowań kontraktów długoterminowych, w dużej części o charakterze waloryzacyjnym. W Kobyłarni rozliczono roszczenia na Gostyniu oraz Obwodnicy Trójmiasta S6 (łącznie >130mln PLN), a w Mirbudzie ok. 30mln PLN na S1 Węgierska Góra 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 Kobyłarni 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 Góra: 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).

Flash Note

CEE | Equity Research

#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 inżynierski 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.

Flash Note

CEE | Equity Research

#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 ZRIID.
- 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 okolicach 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.

Komentarz: 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 zera 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.

Flash Note

CEE | Equity Research

Podsumowując**, czekamy na wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie, który zostanie ogłoszony w piątek 4 września. Kontrakcja 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. **(David Sharma)

PLNm	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,951	-	-	-
EBITDA	243	204	199	-	-	-
EBIT	224	182	168	-	-	-
Net profit	135	121	112	-	-	-
EPS (PLN)	1.5	1.1	1.0	-	-	-
P/E (x)	8.8	11.8	12.7	-	-	-
EV/EBITDA (x)	5.0	6.8	8.1	-	-	-
FCFF Yield (%)	-1.8%	-11.4%	-9.7%	-	-	-
DY (%)	2.2%	1.3%	0.8%	0.9%	-	-

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.