

Research

CEE | Equity Research

Mirbud

W poszukiwaniu nowych silników wzrostu

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 wzmoczonych inwestycji (grunt w Poznaniu, wytwornie mas bitumicznych, potencjalne M&A), co powinno wyrzucić 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

Hold

(Previous: Under Review)

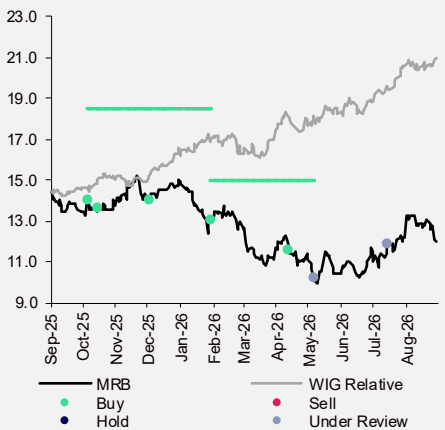
Target Price: PLN 13.5

Upside: +13%

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.  | Curr. | Prev. |
| 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. | Trigon | Cons. |
| 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   |

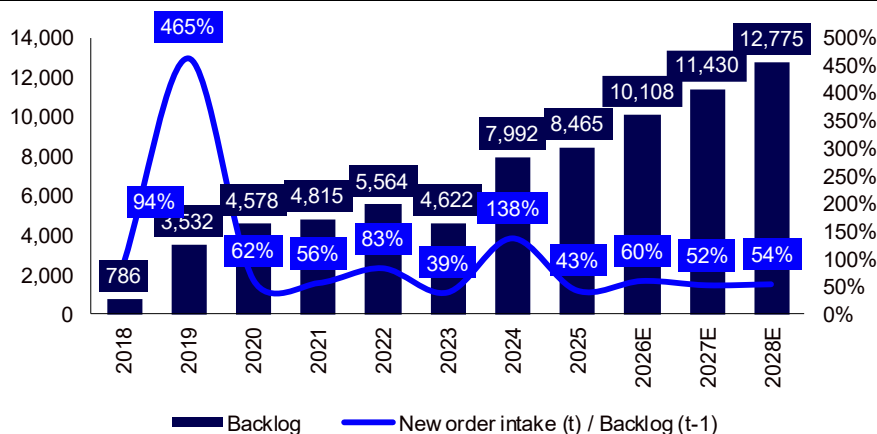
## Table of contents

|                                                |           |
|------------------------------------------------|-----------|
| <u>Podsumowanie inwestycyjne .....</u>         | <u>4</u>  |
| <u>Wycena .....</u>                            | <u>10</u> |
| <u>Założenia modelowe .....</u>                | <u>10</u> |
| <u>Historyczne poziomy wyceny .....</u>        | <u>11</u> |
| <u>Wycena dochodowa .....</u>                  | <u>12</u> |
| <u>Analiza scenariuszowa .....</u>             | <u>13</u> |
| <u>Wycena porównawcza .....</u>                | <u>14</u> |
| <u>Otoczenie rynkowe .....</u>                 | <u>15</u> |
| <u>Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie .....</u> | <u>18</u> |
| <u>Podsumowanie wyników 2Q26 .....</u>         | <u>20</u> |
| <u>Czynniki ryzyka .....</u>                   | <u>25</u> |

## 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 durację największych kontraktów portfel zamówień powinien rosnąć w latach FY27-29E osiągając swój „peak” na poziomie 13.2mld PLN.**

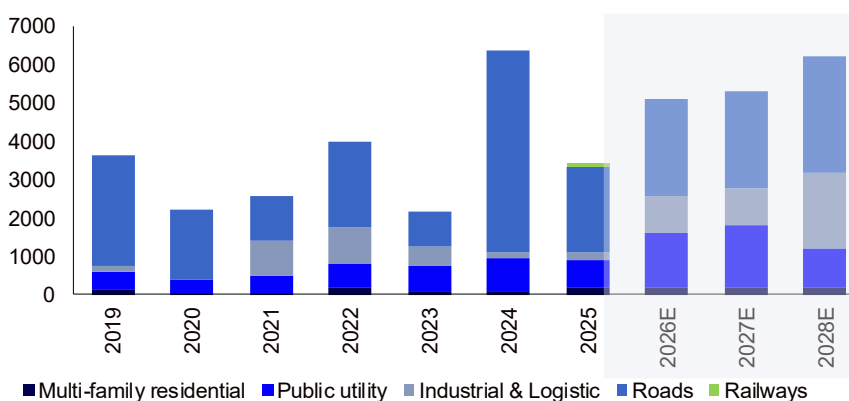
#MRB: Backlog evolution (PLNm)



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

| Num.       | Tender launched |      | Bid chosen/contract signed |      | PLNm<br>MRB bid | PLNm<br>2nd lowest | diff. | PLNm        |       | Segment | Investor          | Status     |
|------------|-----------------|------|----------------------------|------|-----------------|--------------------|-------|-------------|-------|---------|-------------------|------------|
|            | Month           | Year | Month                      | Year |                 |                    |       | Inv. budget | diff. |         |                   |            |
| 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 Słupski    | 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

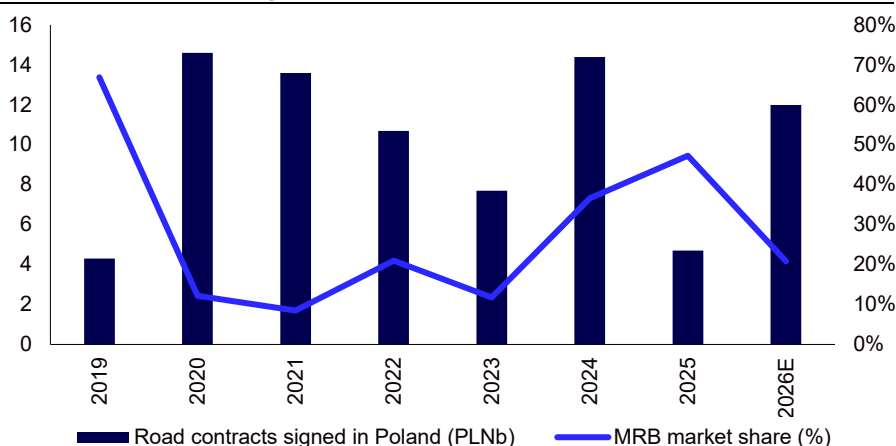
#### #MRB: Rail tenders won

| Num.       | Tender launched |      | Bid chosen/contract signed |      | PLNm<br>MRB bid | PLNm<br>2nd lowest | diff. | PLNm        |       | Segment | Investor        | Status     |
|------------|-----------------|------|----------------------------|------|-----------------|--------------------|-------|-------------|-------|---------|-----------------|------------|
|            | Month           | Year | Month                      | Year |                 |                    |       | Inv. budget | diff. |         |                 |            |
| 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

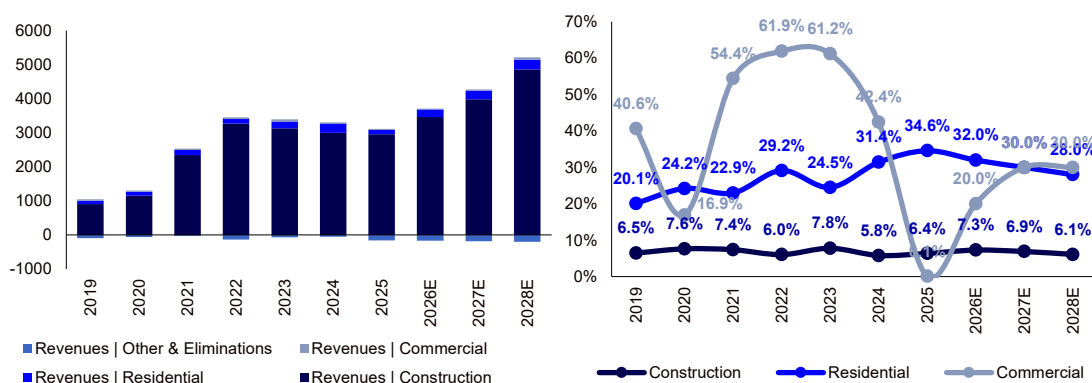


Source: Trigon, Company

**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 wyniosłaby 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 dyskreję 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, przeszła 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         |
|------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTYWA OBROTOWE</b>                                                 | <b>570</b>   | <b>498</b>   | <b>912</b>   | <b>1,518</b> | <b>741</b>   | <b>1,437</b> | <b>669</b>   | <b>1,583</b> | <b>1,035</b> | <b>1,867</b> | <b>2,291</b> |
| 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        |
| <b>ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE</b>                                    | <b>534</b>   | <b>673</b>   | <b>942</b>   | <b>847</b>   | <b>856</b>   | <b>892</b>   | <b>664</b>   | <b>657</b>   | <b>681</b>   | <b>812</b>   | <b>700</b>   |
| 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 krótkoterminowe                                     | 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 gwarancyjne 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 gwarancyjne 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%         |
| <b>Przychody segmentu budowlanego</b>                                  | <b>810</b>   | <b>1,534</b> | <b>1,354</b> | <b>1,912</b> | <b>1,196</b> | <b>1,931</b> | <b>1,329</b> | <b>1,668</b> | <b>1,206</b> | <b>1,747</b> | <b>1,440</b> |
| 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%         |
| <b>Portfel zamówień</b>                                                | <b>4,815</b> | <b>4,815</b> | <b>5,755</b> | <b>5,564</b> | <b>4,817</b> | <b>4,622</b> | <b>6,092</b> | <b>7,992</b> | <b>8,115</b> | <b>8,465</b> | <b>8,879</b> |
| 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%          |

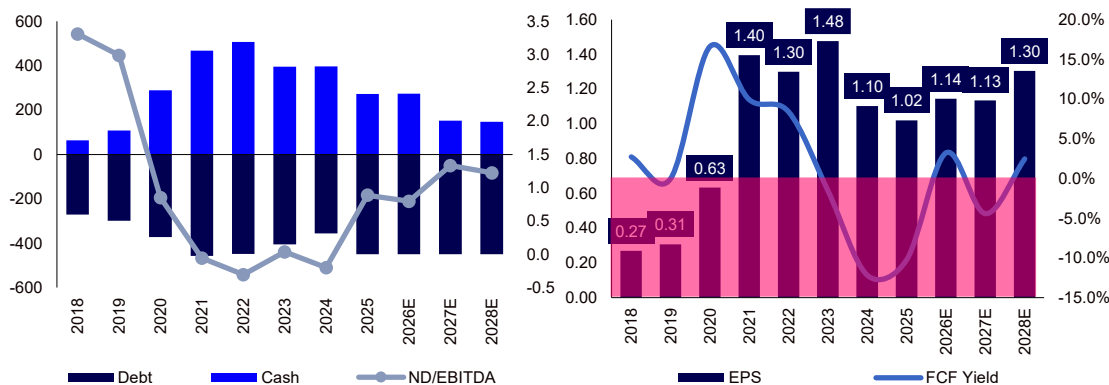
Source: Trigon, Company

**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

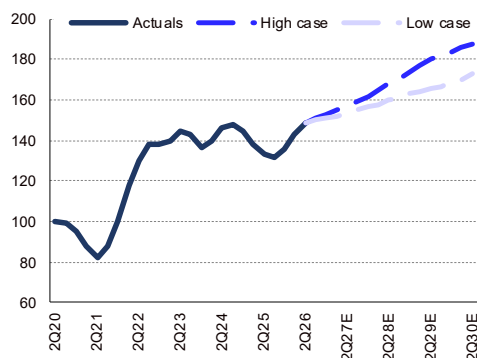


Source: Trigon, Company

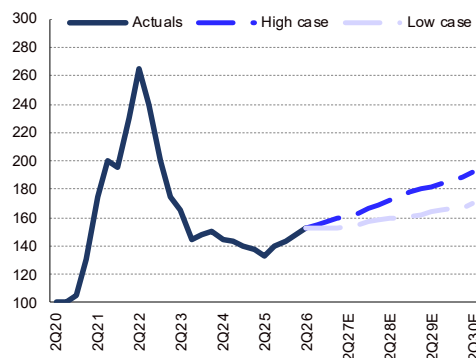
Lata FY27-28E powinny znacząco zmienić środowisko kosztowe w branży budowlanej. Spodziewamy się, że do FY29E koszty wykonawstwa w branży budowlanej wzrosną o min. 20%, a szczególnie istotny powinien być wzrost cen stali. Jednocześnie, waloryzacja prawdopodobnie zrekompensują wykonawcom część marży, natomiast 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 materials prices forecast

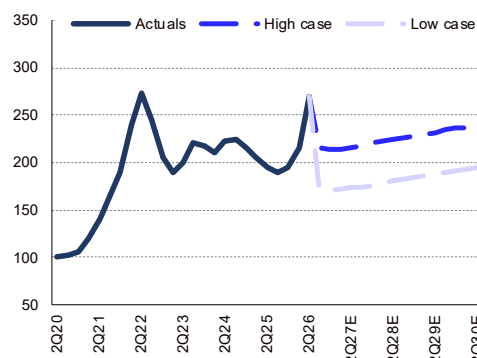
##### Concrete



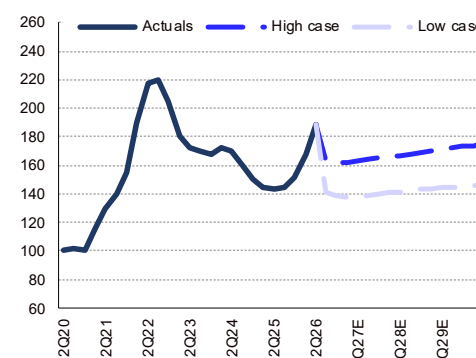
##### Steel



##### Asphalt (bitumen)



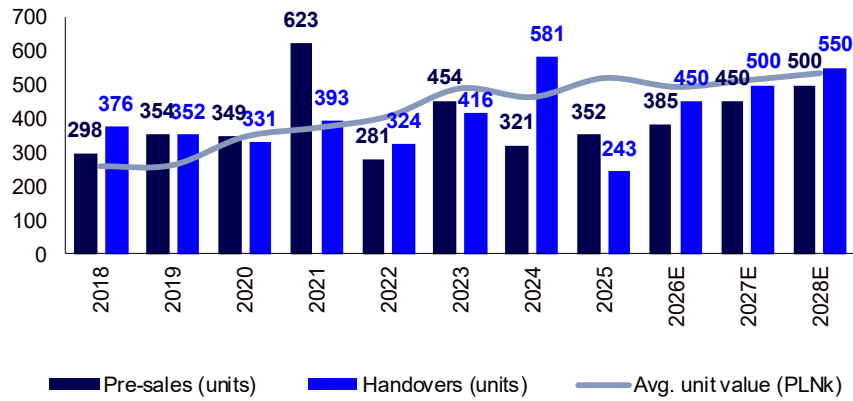
##### Diesel



Source: Trigon, BDX Presentation

**JHM wsparciem wyników.** Spodziewamy się, że w kolejnych latach Grupa powinna gradualnie zwiększać zarówno poziom przekazania 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

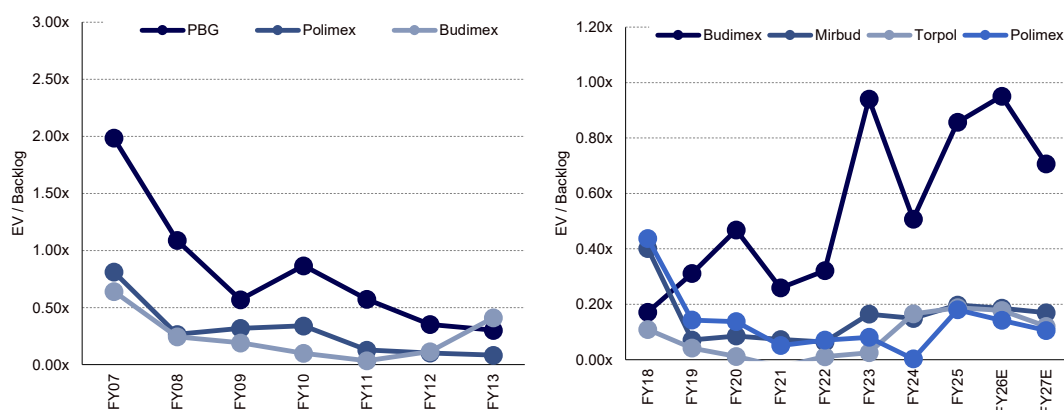
| PLNm                       | 2021         | 2022         | 2023         | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 2029E         | 2030E         | 2031E         | 2032E         | 2033E         | 2034E         | 2035E         |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Revenues</b>            | <b>2,506</b> | <b>3,319</b> | <b>3,322</b> | <b>3,252</b>  | <b>2,951</b>  | <b>3,541</b>  | <b>4,078</b>  | <b>5,003</b>  | <b>4,877</b>  | <b>5,602</b>  | <b>5,594</b>  | <b>5,555</b>  | <b>5,187</b>  | <b>5,199</b>  | <b>5,664</b>  |
| 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          |
| <b>Gross Profit</b>        | <b>232</b>   | <b>270</b>   | <b>336</b>   | <b>291</b>    | <b>227</b>    | <b>325</b>    | <b>356</b>    | <b>391</b>    | <b>406</b>    | <b>470</b>    | <b>473</b>    | <b>474</b>    | <b>452</b>    | <b>457</b>    | <b>492</b>    |
| <b>Gross Margin</b>        | <b>9.2%</b>  | <b>8.1%</b>  | <b>10.1%</b> | <b>9.0%</b>   | <b>7.7%</b>   | <b>9.2%</b>   | <b>8.7%</b>   | <b>7.8%</b>   | <b>8.3%</b>   | <b>8.4%</b>   | <b>8.5%</b>   | <b>8.5%</b>   | <b>8.7%</b>   | <b>8.8%</b>   | <b>8.7%</b>   |
| 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%         |
| <b>EBITDA</b>              | <b>188</b>   | <b>194</b>   | <b>243</b>   | <b>204</b>    | <b>199</b>    | <b>221</b>    | <b>224</b>    | <b>247</b>    | <b>254</b>    | <b>308</b>    | <b>304</b>    | <b>308</b>    | <b>301</b>    | <b>307</b>    | <b>329</b>    |
| 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%          |
| <b>EBIT</b>                | <b>174</b>   | <b>178</b>   | <b>224</b>   | <b>182</b>    | <b>168</b>    | <b>183</b>    | <b>180</b>    | <b>199</b>    | <b>204</b>    | <b>256</b>    | <b>249</b>    | <b>250</b>    | <b>239</b>    | <b>241</b>    | <b>260</b>    |
| 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%          |
| <b>Net financial costs</b> | <b>-18</b>   | <b>-27</b>   | <b>-54</b>   | <b>-30</b>    | <b>-24</b>    | <b>-26</b>    | <b>-24</b>    | <b>-18</b>    | <b>-15</b>    | <b>-15</b>    | <b>-5</b>     | <b>-5</b>     | <b>-13</b>    | <b>-11</b>    | <b>-10</b>    |
| 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            |
| <b>Net profit</b>          | <b>128</b>   | <b>119</b>   | <b>135</b>   | <b>121</b>    | <b>112</b>    | <b>126</b>    | <b>125</b>    | <b>144</b>    | <b>151</b>    | <b>193</b>    | <b>195</b>    | <b>195</b>    | <b>181</b>    | <b>184</b>    | <b>200</b>    |
| 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%          |
| <b>Backlog</b>             | <b>4,815</b> | <b>5,564</b> | <b>4,622</b> | <b>7,992</b>  | <b>8,465</b>  | <b>10,108</b> | <b>11,430</b> | <b>12,775</b> | <b>13,245</b> | <b>12,555</b> | <b>11,838</b> | <b>11,775</b> | <b>12,198</b> | <b>12,725</b> | <b>12,905</b> |
| <b>Contracts signed</b>    | <b>2,581</b> | <b>4,014</b> | <b>2,186</b> | <b>6,367</b>  | <b>3,427</b>  | <b>5,100</b>  | <b>5,300</b>  | <b>6,200</b>  | <b>5,200</b>  | <b>4,750</b>  | <b>4,700</b>  | <b>5,300</b>  | <b>5,400</b>  | <b>5,500</b>  | <b>5,600</b>  |
| 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             |
| <b>OCF</b>                 | <b>205</b>   | <b>133</b>   | <b>148</b>   | <b>-48</b>    | <b>-58</b>    | <b>16</b>     | <b>113</b>    | <b>270</b>    | <b>155</b>    | <b>621</b>    | <b>96</b>     | <b>261</b>    | <b>284</b>    | <b>258</b>    | <b>275</b>    |
| <b>CAPEX</b>               | <b>-57</b>   | <b>-8</b>    | <b>-150</b>  | <b>-150</b>   | <b>-97</b>    | <b>-95</b>    | <b>-100</b>   | <b>-50</b>    | <b>-50</b>    | <b>-50</b>    | <b>-50</b>    | <b>-50</b>    | <b>-50</b>    | <b>-66</b>    | <b>-70</b>    |
| <b>DY</b>                  | <b>0.7%</b>  | <b>1.7%</b>  | <b>2.3%</b>  | <b>1.5%</b>   | <b>0.8%</b>   | <b>1.7%</b>   | <b>1.9%</b>   | <b>1.9%</b>   | <b>2.2%</b>   | <b>2.3%</b>   | <b>2.9%</b>   | <b>3.0%</b>   | <b>3.0%</b>   | <b>2.7%</b>   | <b>2.8%</b>   |
| <b>FCF Yield</b>           | <b>10.1%</b> | <b>8.5%</b>  | <b>-1.6%</b> | <b>-12.4%</b> | <b>-10.4%</b> | <b>3.3%</b>   | <b>-1.1%</b>  | <b>13.4%</b>  | <b>5.4%</b>   | <b>60.8%</b>  | <b>1.8%</b>   | <b>23.2%</b>  | <b>32.5%</b>  | <b>31.7%</b>  | <b>45.8%</b>  |

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 dobrze 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 trąduje 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         |
| <b>ND</b>                          | <b>689</b> |

| 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%        |             |
| <b>NOPLAT</b>          | <b>132</b>   | <b>144</b>   | <b>159</b>   | <b>163</b>   | <b>205</b>   | <b>199</b>   | <b>200</b>   | <b>191</b>   | <b>193</b>   | <b>208</b>   |             |
| 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           |             |
| <b>FCF</b>             | <b>-79</b>   | <b>8</b>     | <b>216</b>   | <b>102</b>   | <b>568</b>   | <b>45</b>    | <b>210</b>   | <b>232</b>   | <b>190</b>   | <b>204</b>   | <b>209</b>  |
| 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%       |
| <b>WACC</b>            | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>11.0%</b> | <b>9.5%</b> |

|                                          |              |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
|------------------------------------------|--------------|----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|
| <b>DFCF</b>                              | <b>-77</b>   | <b>7</b> | <b>170</b> | <b>72</b> | <b>362</b> | <b>26</b> | <b>109</b> | <b>108</b> | <b>80</b> | <b>77</b> |
| <b>Risk-free rate</b>                    | <b>5.5%</b>  |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| <b>Market premium</b>                    | <b>5.5%</b>  |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| PV FCF 2026-2035E                        | 934          |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| <b>Residual growth rate</b>              | <b>2.5%</b>  |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| Terminal Value                           | 2,960        |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| <b>Discounted TV</b>                     | <b>1,118</b> |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| <b>EV</b>                                | <b>2,052</b> |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| Net Debt                                 | 689          |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| Dividend paid-out                        | 22           |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| <b>Equity Value</b>                      | <b>1,341</b> |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| Shares outstanding (m)                   | 110.1        |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| Equity Value per share (PLN) as of 09/09 | 12.2         |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| <b>12M Target Price (PLN)</b>            | <b>13.5</b>  |          |            |           |            |           |            |            |           |           |
| Upside / (Downside)                      | 13%          |          |            |           |            |           |            |            |           |           |

Source: Trigon

|   |      | WACC  |       |       |       |       |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   |      | 10.0% | 10.5% | 11.0% | 11.5% | 12.0% |
| β | 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  |

## 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 |       |       |       |       |
|-----------------|------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
|                 |      | 3,810               | 4,560 | 5,310 | 6,060 | 6,810 |
| adj. EBIT margi | 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) |      |      |      |      |
|------|-----|----------------------|------|------|------|------|
|      |     | 350                  | 450  | 550  | 650  | 750  |
| Beta | 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

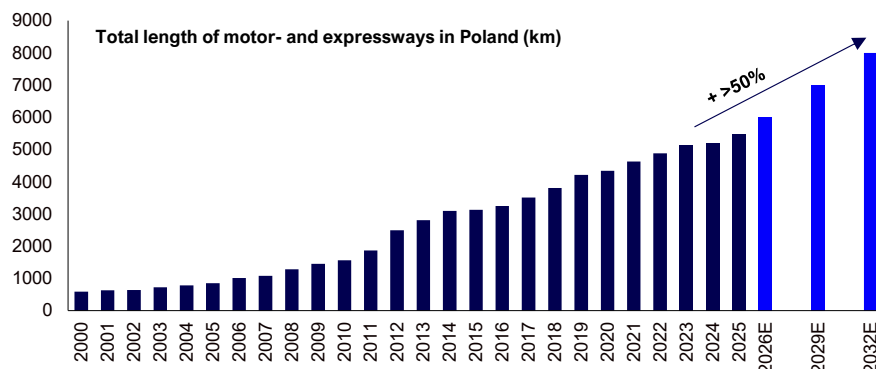
|                                          | Kraj    | MC (EUR) | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |            | FCF Yield |       |       |
|------------------------------------------|---------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-----------|-------|-------|
|                                          |         |          | 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   |
| <b>Implied valuation per share (PLN)</b> |         |          | <b>14.6</b> | <b>11.7</b> | <b>12.3</b> | <b>14.7</b> | <b>11.1</b> | <b>9.7</b> |           |       |       |
| applied weight (year)                    |         |          | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%        |           |       |       |
| applied weight (multiple)                |         |          |             | 50%         |             |             | 50%         |            |           |       |       |
| <b>Valuation per share (PLN)</b>         |         |          | <b>12.3</b> |             |             |             |             |            |           |       |       |

Source: Trigon, Bloomberg

## Otoczenie rynkowe

**Rozbudowa sieci trwa, ale kontrakcja 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.

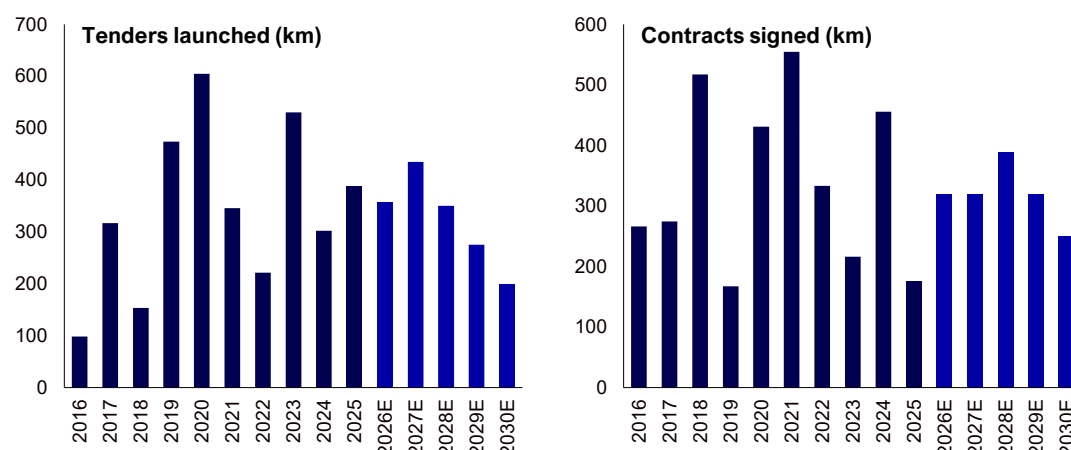
### #MRB: Total length of motor-and expressways in Poland (km)



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 kontrakcji 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 – największy wykonawcy drogowi staną więc przed problemem topniejącego rynku, a na znaczeniu powinny zyskiwać kompetencje związane z utrzymaniem czy remontami nawierzchni.

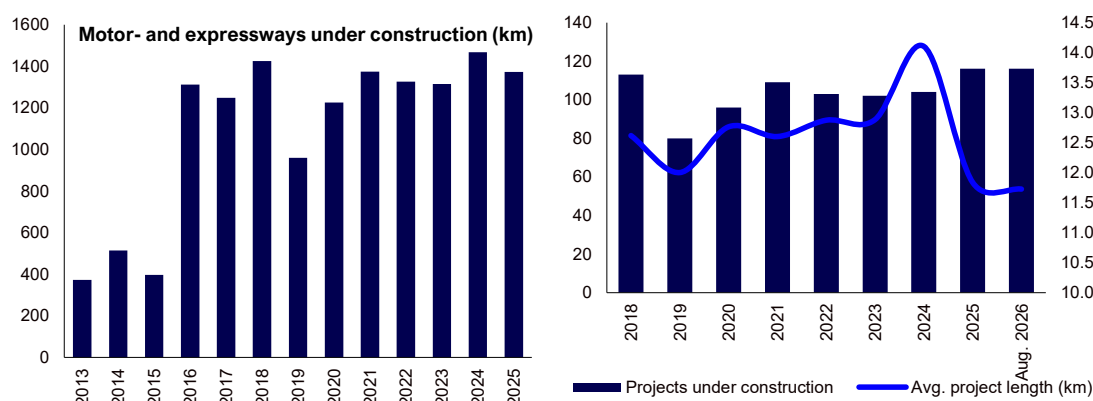
### #MRB: Road tenders launched (lhs) and signed (rh) by GDDKiA



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. 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.

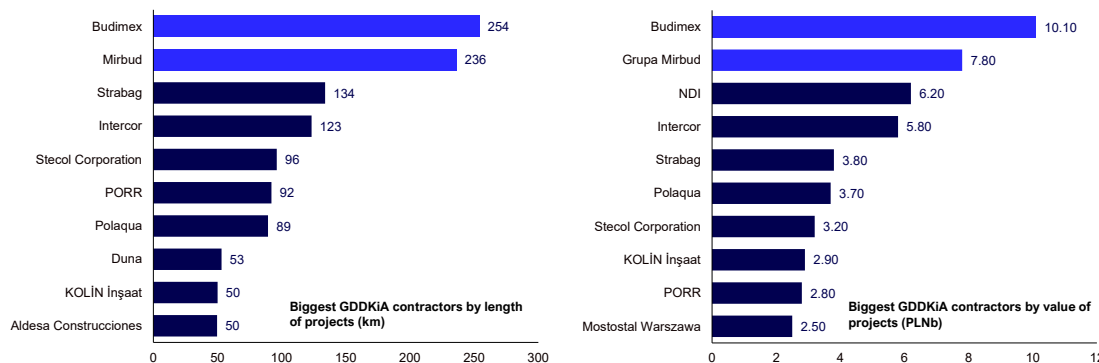
#### #MRB: Motor-and expressways under construction (km)



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 Strabagem. 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.

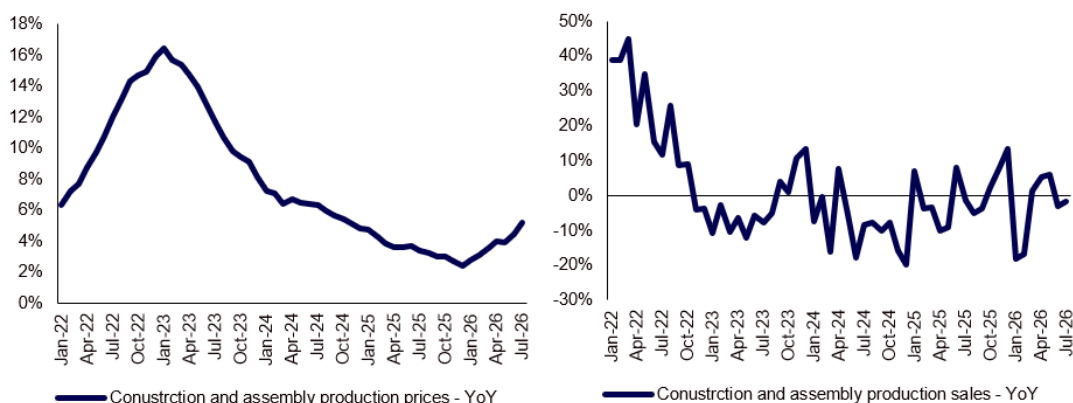
#### #MRB: Biggest contractors for GDDKiA



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.

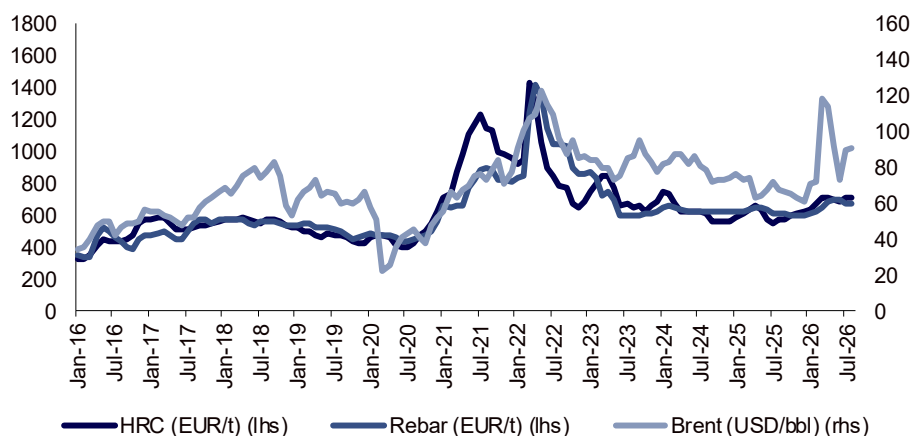
#### #MRB: Construction and assembly production prices and sales



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. Odmienne 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 najbliższej podpisania umowy jest konsorcjum Track Tec x Intop x Unibep, którego oferta o wartości 5.22mld PLN brutto została już wybrana przez PKP PLK.

### #Konsekwencje

- 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 realizacją 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 marży brutto w kolejnych latach.

W kontekście **#MRB** patrzymy na sytuacji 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 konkurencję” 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), Marywińska otrzymała już zgodę Rady Miasta na wydłużenie dzierżawy oraz pozwolenie na budowę (koszty odbudowy szacujemy na 130mln PLN), a inwestycje nowe wytwórnice 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  |
| <b>adj. EBITDA</b>     | <b>31.1</b> | <b>32.9</b> | <b>36.3</b> | <b>33.9</b> | <b>n.a.</b> | -     | -      | <b>58.1</b> |       |
| 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 transakcję 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  |
| <b>adj. EBITDA</b>            | <b>31.1</b> | <b>32.9</b> | <b>36.3</b> | <b>33.9</b> | <b>54.3</b> | <b>75%</b> | <b>60%</b> | <b>n.a.</b> | <b>58.1</b> |       |
| 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 budowlanych (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 Kobylni 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 Kobylni 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 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.

**#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 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.

*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.*

**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.

## 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 wykwalifikowanych 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 osłabienia 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 odrzuceniem ofert Spółki i negatywnie wpływać na pozyskiwanie nowych kontraktów.

## TRIGON DOM MAKLECKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)  
[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## CEE EQUITY RESEARCH

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

## EQUITY SALES

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

## SALES TRADING

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

**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 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 wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie 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 wartości 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](http://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 jakkolwiek 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](http://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:

między 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 subemisję 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 jakiegokolwiek 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 sporządzaniu 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 jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek 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 Dokumentcie 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 jakiegokolwiek 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 rozpowszechnianie 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](http://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 Dokumentcie 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, prawnej, 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