

Research

CEE | Equity Research

Mirbud

Najpierw masa... potem rzeźba

W ostatnich latach Mirbud był jednym z rozdających karty w rodzimej branży budownictwa drogowego. Ambicje skierniewickiej Grupy sięgają jednak wyżej i wraz z przejęciem pod koniec ubiegłego roku kieleckiego Transkola, Mirbud oficjalnie rozpoczął budowę swojej prezencji w prawdopodobnie najważniejszym, z punktu widzenia rodzimych inwestycji infrastrukturalnych, segmencie budownictwa – kolei. Efekty przyszły relatywnie szybko – w ostatnich tygodniach Mirbud złożył najniższe oferty na przetargach PKP PLK o wartości ponad 6mld PLN, w tym na prestiżowym postępowaniu na budowę Polskiego odcinka Rail Baltica. Jednocześnie, od szczytu notowań kurs spadł już 18%, a rynek w coraz większym stopniu wykazuje niecierpliwość związaną z, widoczną od 2 lat, spadkową trajektorią wyników Grupy.

Stawiamy jednak tezę, że obecna cena oferuje atrakcyjny poziom wejścia, a newsflow płynący zarówno z samej Spółki jak i sektora, ulegnie w najbliższym czasie dużej poprawie. Obiektywnie rozczarowujące wyniki FY25E są już, naszym zdaniem, rozegrane przed rynek, co rodzi okazję do pozytywnego zaskoczenia w końcówce roku – spodziewamy się, że na poziomie raportowanym wyniki 2H25 będą 7% lepsze r./r. Dodatkowo, w końcówce roku oczekujemy kontraktowej „ofensywy” zarówno PKP PLK jak i GDDKiA, a już na początku stycznia rynek może zostać zalany rekordowymi przetargami CPK – na bazie opublikowanych niedawno harmonogramów w samym 1H25 na rynek powinny trafić postępowania o wartości ponad 30mld PLN. Biorąc pod uwagę, że CPK, w najbliższych latach kluczowy inwestor dla rodzimych GW, w coraz większym stopniu realizuje projekty w formule dialogu konkurencyjnego, zdywersyfikowane kompetencje Mirbudu oraz generalnie mocny track-record powinny strukturalnie wspierać kontraktację w najbliższych latach – co z punktu widzenia equity story Grupy będzie, naszym zdaniem, kluczowe.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty podnosimy naszą cenę docelową o 23% do 18.5 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację KUPUJ. Na bazie naszych prognoz, CAGR EPS w latach FY25-27E wynosi 41%, najwyżej w sektorze. Bieżąca wycena Mirbudu implikuje 9.5x P/E na lata FY26-27E, 28% poniżej grupy porównawczej.

Wyniki 3Q25. Spodziewamy się słabego kwartału. Zwracamy uwagę na wysoką, ujemną bazę pozostałej działalności operacyjnej (-25mld PLN przed rokiem) – na poziomie skorygowanych wyników spodziewamy się aż 36% spadku EBITDA r./r. Na plus oceniamy dalszy wzrost portfela zamówień (+9% r./r., 8.9mld PLN), jak i rekordowe >4mld PLN kontraktów w „poczekalni”. [Szerszy opis na str. 18.](#) Ponadto, zakładamy 20mld PLN zysku na rewaluacji akcji Torpolu, choć dopiero w ostatnim kwartale roku.

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 7.2mld PLN oraz 7.3% marży brutto (vs. 6.5mld PLN i 8.1% po-przednio, efekt wyższej, choć bardziej agresywnej kontraktacji w segmencie kolejowym). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 18.5 PLN. Dodatkowo, wyceniamy analizę scenariuszową ([szerszy opis na str. 21](#)) - scenariuszu optymistycznym prezentujemy akcje Mirbudu na 22.8PLN, w pesymistycznym zaś na 14.8PLN. Wycena porównawcza zwraca wartość 15.9 PLN. Zwracamy uwagę, że Mirbud wyceniany jest obecnie z 24/33% dyskontem na P/E do grupy porównawczej w latach FY26/27E.

Czynniki ryzyka. Do czynników ryzyka zaliczamy m.in. ceny materiałów i surowców, kwestia braku środków na inwestycję infra-strukturalne, wzmożoną konkurencję czy dalsze opóźnienia w przetargach. [Szerszy opis na str. 25.](#)

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	3,319	3,322	3,252	2,959	3,306	4,054
EBITDA	194	243	204	189	229	276
EBIT	178	224	182	159	195	237
adj. Net profit	132	140	126	88	139	175
EPS (PLN)	1.4	1.5	1.1	0.8	1.3	1.6
adj. P/E (x)	9.2	8.7	11.6	16.7	10.6	8.4
EV/EBITDA (x)	6.0	5.1	7.0	7.9	6.6	4.9
FCFF Yield (%)	9.3%	-1.7%	-11.1%	-2.5%	1.2%	13.2%
DY (%)	1.5%	2.1%	1.3%	0.7%	0.7%	0.9%

Source: Company, Trigon

Buy

(Previous: Buy, 15 PLN)

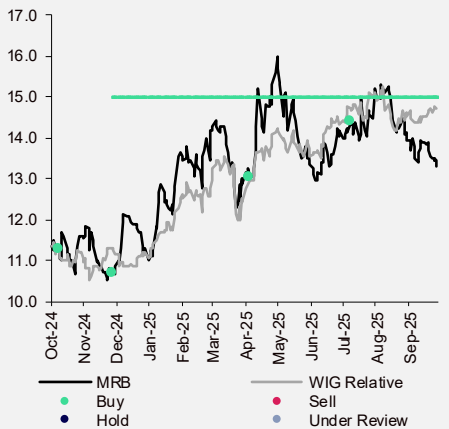
Target Price: PLN 18.5

Upside: +39%

FACT SHEET

Ticker	MRB		
Sector	Construction		
Price (PLN)	13.3		
52W range (PLN)	10.22 / 16.28		
Shares outstanding (m)	110.1		
Market Cap (PLNm)	1,464		
Free-float	62%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	3.0		
Price performance	1M	3M	1Y
	-7%	-7%	12%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Buy	21.07.2025	15.0
Buy	17.04.2025	15.0
Buy	10.12.2024	15.0
Buy	21.10.2024	20.0
Buy	19.07.2024	20.0
Buy	17.07.2024	20.0
Buy	19.04.2024	11.0

SHAREHOLDERS	Share %
Jerzy Mirgos	37.9%
OFE Nationale-Nederlanden	10.9%
TFI PZU	6.8%
OFE PZU Złota Jesień	5.0%

INVESTOR CALENDAR

3Q25 Earnings	27.11.2025
---------------	------------

ANALYST

David Sharma, CFA

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	18.5	100%	15.0	100%	23%
Multiples	15.9	0%	18.0	0%	-12%

Estimates chng	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	2,959	3,406	-13%	3,306	4,001	-17%	4,054	4,430	-8%
EBITDA	189	208	-9%	229	262	-12%	276	271	2%
margin	6.4%	6.1%	0.3pp	6.9%	6.5%	0.4pp	6.8%	6.1%	0.7pp
EBIT	159	183	-13%	195	230	-15%	237	236	0%
margin	5.4%	5.4%	0.0pp	5.9%	5.7%	0.2pp	5.8%	5.3%	0.5pp
Net profit	108	119	-9%	139	158	-12%	175	168	4%
margin	3.6%	3.5%	0.2pp	4.2%	3.9%	0.3pp	4.3%	3.8%	0.5pp

Trigon vs. cons	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Revenues	2,959	-	-	3,306	-	-	4,054	-	-
EBITDA	189	-	-	229	-	-	276	-	-
margin	6.4%	-	-	6.9%	-	-	6.8%	-	-
EBIT	159	-	-	195	-	-	237	-	-
margin	5.4%	-	-	5.9%	-	-	5.8%	-	-
Net profit	108	-	-	139	-	-	175	-	-
margin	3.6%	-	-	4.2%	-	-	4.3%	-	-

KPIs (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
Shares outstanding	91.7	91.7	110.1	110.1	110.1	110.1	4%
DPS (PLN)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	-9%
EPS (PLN)	1.3	1.5	1.1	0.8	1.3	1.6	4%
BVPS (PLN)	7.4	8.6	9.9	10.8	12.0	13.5	13%
ND / EBITDA (x)	-0.3	0.0	-0.2	0.2	0.2	-0.4	
ND / Equity (x)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	
FCFF	104	-26	-224	-38	18	180	12%
NWC	122	91	492	572	549	481	
Net Debt	-59	9	-41	31	46	-102	
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	
adj. Net Debt	-59	9	-41	31	46	-102	

Ratios	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Avg.
adj. EBITDA yoy	9%	18%	-15%	-22%	40%	20%	
EBIT yoy	2%	26%	-19%	-13%	22%	21%	
adj. EPS yoy	0%	14%	-25%	-28%	58%	26%	
Gross margin	8.1%	10.1%	9.0%	7.8%	9.1%	8.6%	8.8%
adj. EBITDA margin	6.4%	7.5%	6.5%	5.5%	6.9%	6.8%	6.6%
EBIT margin	5.4%	6.7%	5.6%	5.4%	5.9%	5.8%	5.8%
adj. Net profit margin	4.0%	4.2%	3.9%	3.0%	4.2%	4.3%	3.9%
ROE (%)	17%	17%	11%	9%	10%	12%	13%
ROA (%)	5%	6%	5%	4%	5%	5%	5%

Company specific KPIs	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
Backlog	5,564	4,622	7,992	8,783	12,877	14,323	21%
New orders signed	4,014	2,186	6,367	3,750	7,400	5,500	7%
Residential	189	73	101	200	200	200	1%
Public Utility and I&L	1,578	1,205	999	450	1,500	1,500	-1%
Roads	2,247	907	5,267	2,100	2,500	2,000	-2%
Railways	0	0	0	1,000	3,200	1,800	-

Source: Company, Trigon

Multiples at PLN 13.3	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	10.2	9.0	12.1	13.6	10.6	8.4
adj. P/E (x)	9.2	8.7	11.6	16.7	10.6	8.4
EV/EBITDA (x)	6.0	5.1	7.0	7.9	6.6	4.9
adj. EV/EBITDA (x)	5.5	4.9	6.8	9.1	6.6	4.9
P/BV (x)	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
FCFF Yield (%)	9%	-2%	-16%	-3%	1%	13%
DY (%)	1.5%	2.1%	1.3%	0.7%	0.7%	0.9%

Multiples at Target Price	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	14.2	12.5	16.8	18.9	14.7	11.7
adj. P/E (x)	12.8	12.1	16.1	23.2	14.7	11.7
EV/EBITDA (x)	8.4	7.0	9.8	10.9	9.1	7.0
adj. EV/EBITDA (x)	7.8	6.9	9.5	12.6	9.1	7.0
P/BV (x)	2.5	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
FCFF Yield (%)	6%	-2%	-11%	-2%	1%	9%
DY (%)	1.1%	1.5%	0.9%	0.5%	0.5%	0.7%

P&L Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	3,319	3,322	3,252	2,959	3,306	4,054
COGS	3,049	2,987	2,961	2,726	3,005	3,704
Gross Profit	270	336	291	232	301	350
Selling costs	6	7	8	7	8	10
G&A costs	67	88	95	90	98	104
Other operating items, net	-2	-10	105	20	0	0
EBITDA	194	243	204	189	229	276
adj. EBITDA	211	249	211	164	229	276
D&A	16	19	22	30	35	40
EBIT	178	224	182	159	195	237
Net financial costs	-27	-54	-30	-24	-22	-18
EBT	151	170	152	135	173	218
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	119	135	121	108	139	175
adj. net profit	132	140	126	88	139	175

Balance Sheet (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Non-current Assets	730	845	830	920	1,086	1,166
Current Assets	1,518	1,439	1,583	1,554	1,691	2,164
Inventories	393	390	361	347	399	508
Receivables	578	596	795	851	951	1,166
Cash and cash equivalents	508	396	397	325	310	458
Assets	2,248	2,284	2,414	2,474	2,777	3,330
Equity	682	794	1,095	1,193	1,321	1,482
Non-current Liabilities	649	496	495	495	495	495
Long-term borrowings	395	314	218	218	218	218
Current Liabilities	917	994	824	786	962	1,353
Short-term borrowings	53	91	138	138	138	138
Payables	848	895	664	626	801	1,193
Equity and Liabilities	2,248	2,284	2,414	2,474	2,777	3,330

CF Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating CF	133	148	-48	77	218	300
Change in NWC	-37	-30	-335	-80	23	67
D&A	16	19	22	30	35	40
Investing CF	-4	-146	-85	-85	-170	-90
CAPEX	-8	-150	-150	-85	-170	-90
Financing CF	-89	-114	134	-64	-62	-62
Lease payments	-22	-23	-25	-30	-30	-30
Dividend/Buy-back	-18	-26	-19	-10	-11	-14
Net change in cash	40	-112	1	-72	-14	148

Spis treści

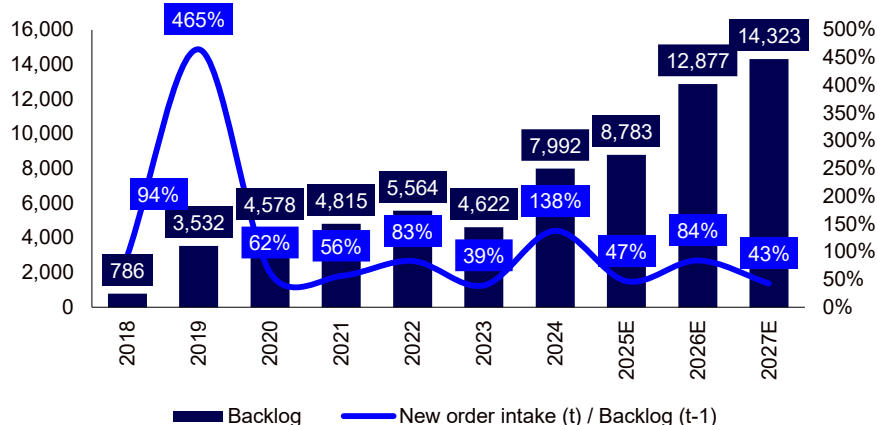
<u>Podsumowanie inwestycyjne</u>	<u>4</u>
<u>Otoczenie rynkowe i konkurencyjne</u>	<u>10</u>
<u>Prognoza wyników na 3Q25.....</u>	<u>18</u>
<u>Wycena</u>	<u>19</u>
<u>Założenia modelowe</u>	<u>19</u>
<u>Wycena DCF</u>	<u>20</u>
<u>Analiza scenariuszowa</u>	<u>21</u>
<u>Wycena porównawcza</u>	<u>22</u>
<u>Model biznesowy i strategia</u>	<u>23</u>
<u>Czynniki ryzyka</u>	<u>25</u>

Podsumowanie inwestycyjne

Ekspansja portfela zamówień

Rekordowy portfel zamówień... przed unikalną szansą na jeszcze szybszy wzrost. Ostatnie 2 lata stanowiły prawdziwy przełom w historii Grupy Mirbud. Jeszcze na koniec FY23 portfel zamówień, we wszystkich segmentach operacyjnych, zamykał się w kwocie ok. 4.6mld PLN, a więc podobnym do tego z FY20 (generalnie w latach FY19 – FY23 backlog utrzymywał się na zbliżonym poziomie). Rekordowa aktywność przetargowa GDDKiA (w ostatnich 3 latach agencja ogłosiła przetargi na budowę ponad 800km dróg szybkiego ruchu) umożliwiła Mirbudowi skokowe przeskalowanie biznesu w FY24 – od stycznia do grudnia tamtego roku Grupa podpisała kontraktowy drogowe o wartości ponad 5mld PLN, co pozwoliło na zwiększenie portfela całej Grupy do 8mld PLN. Biorąc pod uwagę rekordowe plany inwestycyjne, widoczne praktycznie we wszystkich kategoriach budownictwa inżynierskiego, zakładamy, że portfel zamówień Grupy Mirbud, na koniec FY27, przekroczy 17mld PLN – CAGR wzrostu w najbliższych 2 latach może wynieść prawie 30%.

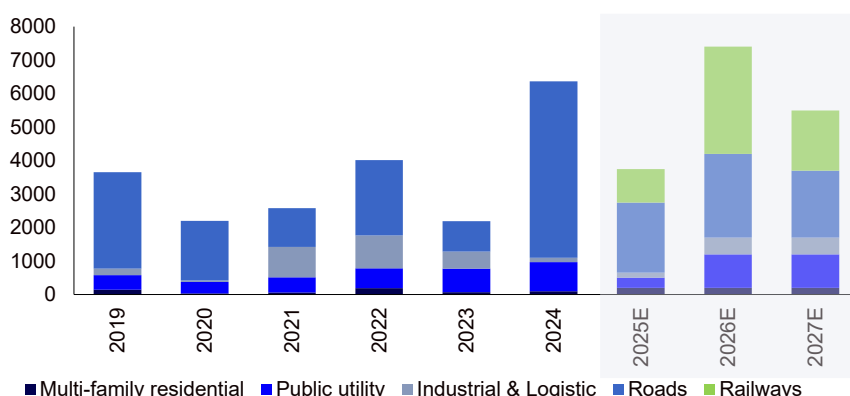
#MRB: Backlog evolution (PLNm)



Source: Trigon, GDDKiA, Company

Wysoka kontraktacja, pomimo konserwatywnego podejścia do budownictwa kolejowego. W naszych ostatnich rekomendacjach, jak i prognozach finansowych, zakładaliśmy relatywnie powolnego budowanie przez MRB prezencji w segmencie kolejowym i osiągnięcie poziomu rocznej kontraktacji na poziomie ok. 1mld PLN począwszy od FY27. Sytuacja okazała się jednak znacznie bardziej pozytywna, z punktu widzenia equity story Grupy, a złożenie najwyższej oferty na 3 istotnych kontraktach kolejowych, w tym na prestiżowym przetargu na budowę polskiego odcinka Rail Baltica, pozwoliło Spółce na zbudowanie tzw. „poczekalni” kontraktów w tym segmencie na poziomie ponad 4mld PLN. Biorąc pod uwagę, że PKP PLK jest de facto zobligowana do podpisania wszystkich rozstrzygniętych kontraktów/umów przed ogłoszeniem „nowych” kontraktów kolejowych, spodziewamy się, że Mirbud podpisze do końca '25 kontrakt na realizację projektu budowy linii kolejowej C-E 20, natomiast podpisane kontraktu na budowę ww. odcinka Rail Baltiki przesunie się na 2H26 (kwestia sposobu finansowania w tym wykorzystania instrumentu CEF). Spodziewamy się również, że po okresie „post-wyborczego” zamieszania i zmian kadrowych w GDDKiA, jak i idącego za tym opóźnienia w ogłoszeniu nowych kontraktów (w latach FY24-25E ma być to ok. 300km dróg rocznie vs. ponad 500km w samym FY23) kontraktacja w segmencie drogowym odbije począwszy od FY26, choć na bazie naszych założeń będą to poziomu relatywnie niższe od historycznych (średnio ok. 2mld PLN rocznie vs. >5mld PLN w FY24). Na poziomie zagregowanym, nie uwzględniając jakiegokolwiek większego odbicia w nowych zamówieniach kubaturowych, spodziewamy się, że kontraktacja Mirbudu wyniesie 3.8/7.4/5.5mld PLN w latach FY25-27, znacznie powyżej średniej z lat FY18-24.

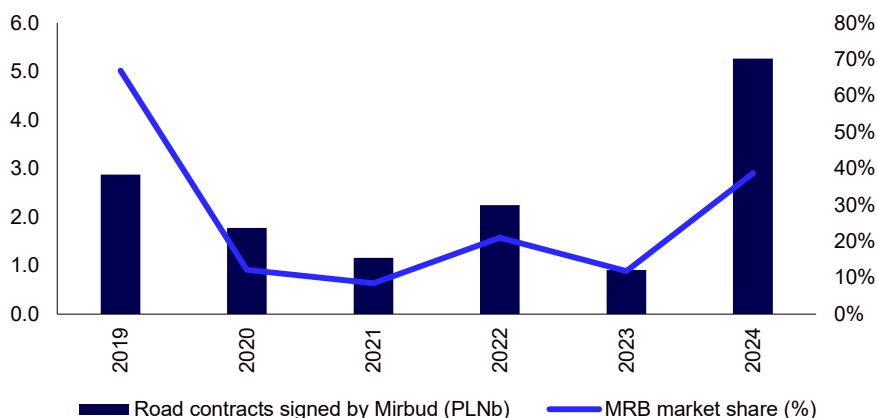
#MRB: New order intake (PLNm)



Source: Trigon, Company

Udziały rynkowe w segmencie do utrzymania... pytanie czy warto? W ostatnich latach Mirbud należał do wąskiej grupy „rozgrywających” w rodzimej branży budownictwa drogowego, a w niektórych okresach był nawet największym, pod kątem nominalnej długości realizowanych projektów ([więcej na str. 9](#)), wykonawcą robót dla GDDKiA. Obecnie MRB jest drugim, po Budimeksie, drogowym czempionem w Polsce, z udziałami rynkowymi (rozumianymi jako odsetek wszystkich kontraktów podpisanych przez GDDKiA) sięgającymi 39% w FY24 (lub 22% łącznie w ostatnich 6 latach). Biorąc pod uwagę, że szeroko pojęty portfel kontraktów infrastrukturalnych Mirbudu przekraczał poziom 7mld PLN (na koniec września), spodziewamy się większej ostrożności w kontraktacji drogowej MRB...

#MRB: road contracts signed by Mirbud and its market share



Source: Trigon, GDDKiA, Company

... co zresztą jest już mocno widoczne w wynikach tegorocznych przetargów.

Dochodzimy do wniosku, że w ostatnich latach (również w segmencie kolejowym) Mirbud postawił na zdobywanie udziałów rynkowych, kosztem lepszych marż. Wraz z rozpoczęciem realizacji kontraktów drogowych pozyskanych do mniej więcej przełomu FY22/23, marże w segmencie budowlanym zaczęły spadać – z 7.8% marży brutto w FY23, do 5.8/6.0% w FY24-25E. Rzecz jasna przyczyny są wielowątkowe, dużo „szkod” wyrządził relatywnie wiekowy kontrakt S1 Obejście Węgierskiej Górki (w modelu nie zakładamy wpływu dalszych roszczeń), natomiast granularna analiza portfela zamówień Mirbudu wskazuje dość jasno – w ubiegłych latach Mirbud ofertował relatywnie agresywnie, a łączne odchylenie zwycięskich ofert Grupy od budżetów inwestorskich wynosiło 16/25% w latach FY23/24. Skokowy wzrost portfela w ostatnim czasie umożliwił jednak, naszym zdaniem, zintensyfikowanie działań mających na celu poprawę uśrednionego portfela zamówień Grupy. W scenariuszu bazowym zakładamy rozszerzenie marż w segmencie budowlanym począwszy od przyszłego roku, a tegoroczna kontraktacja wydaje się wspierać naszą tezę – w

przypadku 14 kontraktów drogowych wygranych przez Mirbud w FY25, łączne odchylenie oferty Grupy od budżetu inwestora wynosiło jedynie 5%, co z naszego punktu widzenia powinno pozwolić na poprawę rentowności w segmencie drogowym w kolejnych latach, nawet w przypadku wzrostu produkcji budowlano-montażowej i idącej za tym inflacji cen materiałów.

#MRB: road tenders won in FY22—FY25

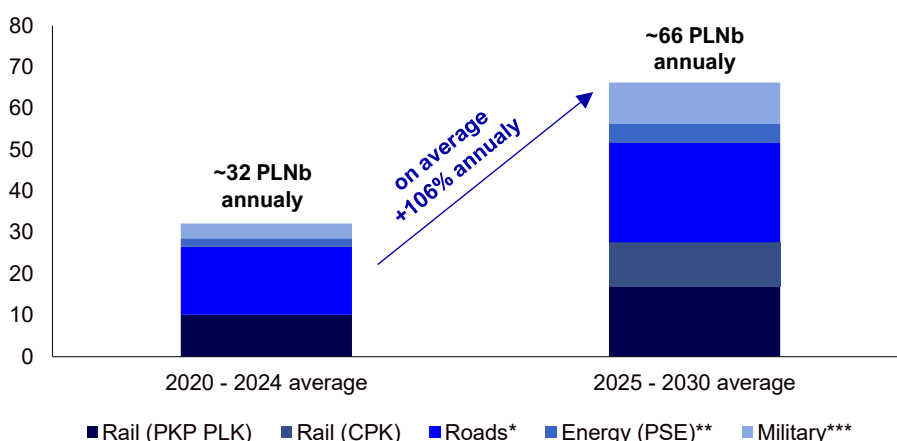
Num.	PLNm MRB bid	PLNm 2nd lowest	diff.	PLNm Inv. budget	diff.	Investor	Status
1	189	196	4%	260	38%	Gmina Olsztyn	Lowest bid
2	131	171	30%	143	9%	Powiat Inowrocław	Lowest bid
3	66	85	28%	61	-8%	Powiat Inowrocław	Lowest bid
4	279	280	0%	285	2%	GDDKiA	Signed
5	158	180	13%	192	21%	GDDKiA	Signed
6	190	207	9%	154	-19%	Gmina Sławków	Signed
7	549	564	3%	501	-9%	GDDKiA	Signed
8	121	136	12%	147	21%	GDDKiA	Signed
9	267	297	11%	221	-17%	GDDKiA	Signed
10	134	142	6%	155	15%	MZDW w Warszawie	Signed
11	279	280	0%	285	2%	GDDKiA	Signed
12	43	69	59%	69	60%	GDDKiA	Signed
13	115	133	16%	171	48%	GDDKiA	Signed
14	114	128	12%	132	16%	Gmina Miękinia	Signed
2025 TOTAL	2,636	2,867	9%	2,777	5%		
2024 TOTAL					25%		
2023 TOTAL					16%		
2022 TOTAL					50%		

Source: Trigon, Mirbud, GDDKiA, Powiat Inowrocław, Gmina Sławków, MZDW, Gmina Miękinia

Źródła nowych kontraktów

Wkraczamy w wyjątkowy okres dla rodzimej budowlanki. Kumulacja wydatków infrastrukturalnych finansowanych ze środków unijnych w połączeniu z realizacją projektu Centralnego Kompleksu Komunikacyjnego (CPK), tendencją do zwiększania wydatków wojskowych w regionie oraz doraźnym zwiększeniem mocy przesyłowych sieci energetycznej (jeden z czynników ograniczających rozwój OZE) spowodują, naszym zdaniem, znaczny wzrost podaży nowych zamówień w ciągu najbliższych 5 lat.

#MRB: comparison of annual expenditures in major segments of public infrastructure investments



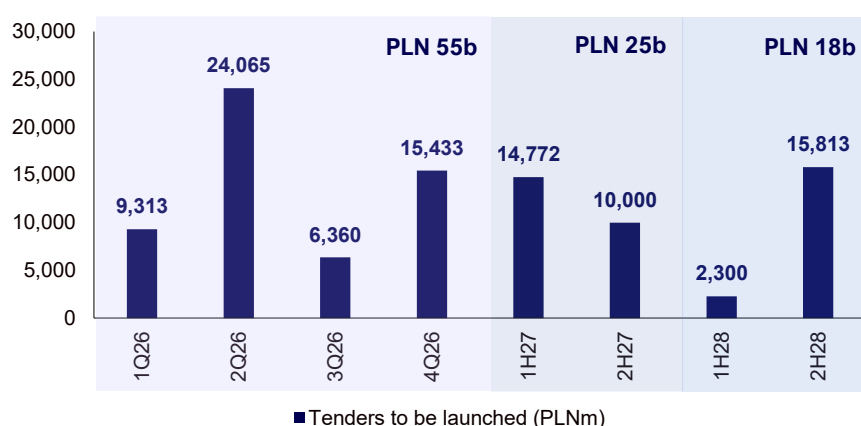
Source: own elaboration based on public data provided by: GDDKiA, PKP PLK, Ministry of National Defence, CPK, PSE, Ministry of Infrastructure, *includes ONLY investments on new roads/highways within PBDK

programme, ** includes ONLY PSE investments on distribution grid, ***includes ONLY construction investment expenditures of the Ministry of National Defence, data as of March 2025

Szacujemy, że wydatki na budownictwo w ramach programów realizowanych przez PKP PLK, GDDKiA, CPK, PSE i MON wyniosą około 66mld PLN rocznie, czyli ponad dwukrotnie więcej niż w latach 2020-2024. Szacunki te nie uwzględniają potencjału całego rynku, w tym zamówień od inwestorów prywatnych oraz rosnących wydatków na projekty hydroenergetyczne i OZE.

CPK motorem napędowym kontraktacji w przyszłym roku? W najbliższych 3 latach CPK planuje ogłosić przetargi o łącznej wartości prawie 100mld PLN, co z naszego punktu widzenia strukturalnie zmienia potencjał kontraktacji największych grup budowlanych w Polsce. Rekordowy pod kątem aktywności będzie szczególnie pierwsze półrocze przyszłego roku, kiedy to na rynek mają trafić kontrakty o wartości ponad 30mld PLN. Z planowanych na przyszły rok 49 zamówień, aż 17 ma mieć wartość min. 1mld PLN, co być może skłoni zamawiającego do realizacji przetargu w formule dialogu konkurencyjnego.

#MRB: CPK procedure plan for tenders over next 2 years

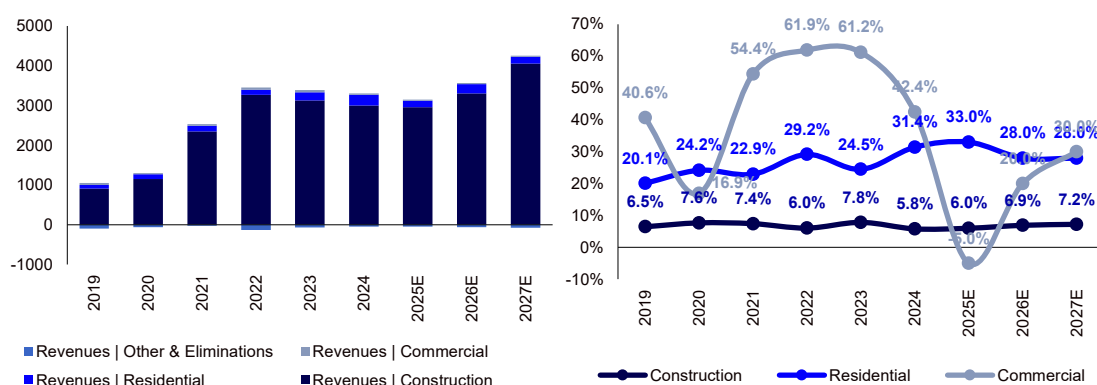


Source: Trigon, CPK

Generacja gotówki pod presją rosnącego portfela zamówień

Czas na wzrost przychodów. Pomimo praktycznie podwojenia portfela zamówień w ostatnich 2 latach, przychody Mirbudu, praktycznie od FY23, znajdują się w trendzie spadkowym. Istotna jest natomiast dekompozycja backlogu Grupy – udział kontraktów infrastrukturalnych wzrósł z 70% na koniec FY23 do ponad 80% na koniec 3Q25, co znacząco wydłuża proces realizacji projektów, m.in. z uwagi na formułę „projektuj i buduj”. Utrzymująca się słaba koniunktura w szeroko rozumianej branży kubaturowej (historycznie „core business” Mirbudu) ogranicza napływ na rynek nowych zamówień prywatnych, w tym magazynowych, w związku z czym konsumpcja portfela zamówień ulega znaczącemu wydłużeniu.

#MRB: P&L projections for FY25-27E

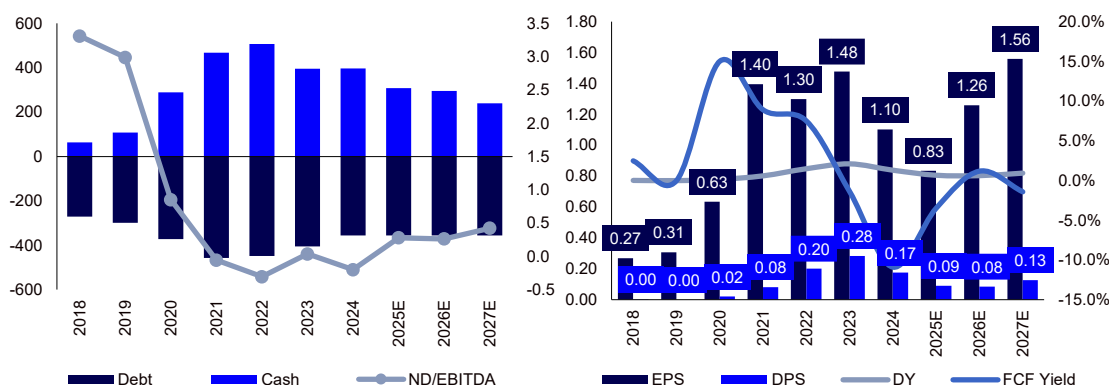


Source: Trigon, Company

Jesteśmy jednak zdania, że momentum przychodowe ulegnie na początku przyszłego roku odwróceniu – część dużych kontraktów drogowych, po otrzymaniu tzw. ZRiDów, wejdzie wreszcie do fazy realizacji, a wsparciem dla przychodów powinny być kontrakty kolejowe realizowane w formule „buduj”. Szacujemy, że przychody Mirbudu w segmencie drogowym wzrosną w latach FY26-28E odpowiednio o 12/23/24% - newralgiczny poziom 4mld PLN powinien zostać przekroczony na koniec FY27E.

Lepszy FCF yield dopiero za 2 lata. Wspomniane wcześniej strukturalne wydłużenie duracji kontraktów znajdujących się w portfolio zamówień Grupy ma konsekwencje nie tylko dla trajektorii przychodów, ale i dla generacji gotówki. Szacujemy, że w ostatnich 2 latach Grupa niejako zainwestowała ponad 500mln PLN w kapitał obrotowy – głównie w wyniku szybkiego wzrostu wolumenu kontraktów znajdujących się w fazie budowy, ale również ze względu na pozyskanie marżowych kontraktów z tzw. „Polskiego Ładu”, a realizowanych w formule „finansuj i buduj” (w tym portfolio kontraktów Grupa nadal posiada „zamrożone” ok. 150mln PLN). Dodatkowymi czynnikami ograniczającymi FCF w najbliższym czasie będzie również, naszym zdaniem, odbudowa Marywilskiej 44 (zakładamy ~100mln PLN CAPEX-u w najbliższych 2 latach) oraz powiększenie banku ziemi należącego do JHM-u.

#MRB: cash flow projections for FY25-27E



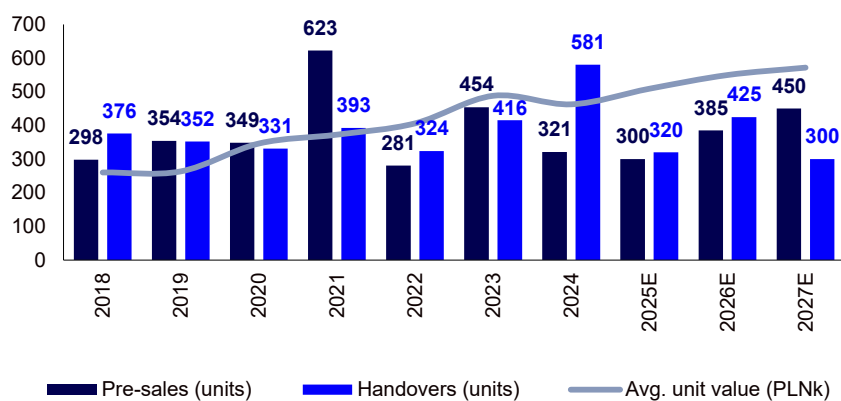
Source: Trigon, Company

Sytuacja powinna jednak częściowo odwrócić się w FY27E – szacujemy, że wraz z przejściem najważniejszych kontraktów do fazy budowy oraz generalnym wzrostem zaliczek związanych z realizacją kontraktów infrastrukturalnych, Mirbud wygeneruje w FY27E ponad 175mln PLN FCF – dla porównania, łączny „odpływ” FCF w latach FY23-26E wyniesie, naszym zdaniem, 200mln PLN. Z uwagi na ww. czynniki, nie spodziewamy się większego wzrostu DPS w najbliższych latach (DY ~1%).

JHM stabilizuje wyniki Grupy... choć FY27 może rozczarować

Chwilowa zadyszka. JHM był bardzo istotnym elementem Grupy Mirbud, odpowiadającym za 12-39% EBIT-u całej Grupy w ostatnich 5 latach. Kluczowy w układance był przede wszystkim ubiegły rok, kiedy to JHM przekazał klientom 581 mieszkań (+40% r./r.) i wygenerował rekordowe 71mln PLN EBIT-u – praktycznie tyle samo co segmenty budowlany i komercyjny (80mln PLN). W ostatnich kwartałach, podobnie z resztą jak większość mniejszych deweloperów, JHM złapał zadyszkę, rozumianą przede wszystkim jako erozja wolumenów sprzedażowych – w ubiegłym roku JHM sprzedał 321 lokali (-29% r./r.), a w FY25E spodziewamy się wolumenu kontraktacji na poziomie 300 lokali (po 3 kwartałach nabywców znalazły 242 mieszkania). W rezultacie gorszej sprzedaży, pomimo oczekiwanego mocniejszego odbicia wolumenów w FY25-26E (odpowiednio o 28/17%), zakładamy spadkową trajektorię wyników JHM w najbliższych latach. Na bazie naszych najnowszych prognoz, JHM powinien być w stanie przekazać klientom odpowiednio 320/425/300 lokali w najbliższych 3 latach vs. 581 w ub.r. Po zakończeniu rozpoznawania w wynikach mieszkań sprzedanych w trakcie obowiązywania programu „Bezpieczny Kredyt 2%” spodziewamy się również kompresji marży brutto do poziomu <30%.

#MRB: JHM projections for FY25-27E



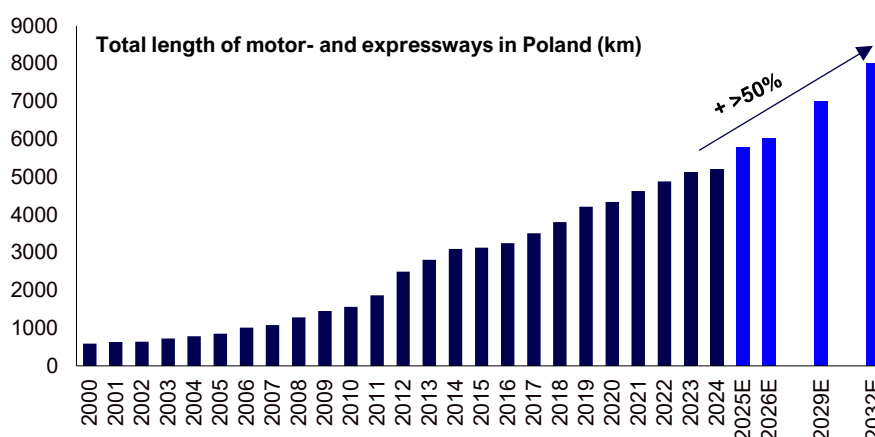
Source: Trigon, Company

Otoczenie rynkowe i konkurencyjne

Rynek drogowy

Na koniec 2025 długość autostrad i dróg ekspresowych w Polsce powinna wynieść ponad 5700km, 11% więcej niż przed rokiem. W ostatnich 11 latach długość dróg szybkiego ruchu praktycznie podwoiła się, a szacujemy, że kolejne 5 lata przyniosą wydłużenie nitki dróg tego typu o kolejne 1200km (+21%) – wg stanu na koniec września '25 w realizacji znajdowało się obecnie 108 zadań o łącznej długości 1414km, a ambitne, rządowe plany dotyczące realizacji Programu Budowy Dróg Krajowych oraz Programu Budowy 100 obwodnic znajdują, naszym zdaniem, odzwierciedlenie w relatywnie wysokiej aktywności przetargowej GDDKiA w perspektywie najbliższych 2-3 lat.

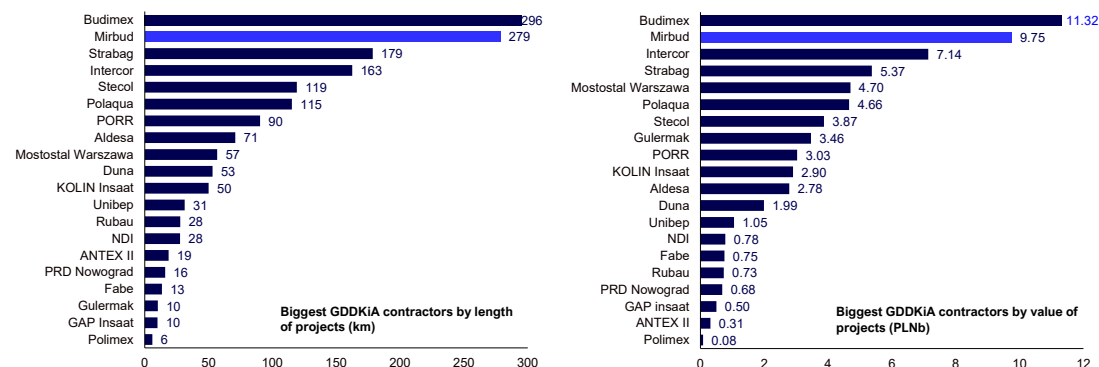
#MRB: total length of motor- and –expressways in Poland (km)



Source: Trigon, GDDKiA, Ministry of Infrastructure, data as of October 2025

Wg stanu na koniec marca 2025 Mirbud był drugim największym wykonawcą dla GDDKiA, realizującym budowę ponad 279 km nowych dróg (o wartości prawie 10mld PLN). Chociaż w roku obrotowym 2024 spółka podpisała kontrakty drogowe o rekordowej wartości 5.3mld PLN, uważamy, że w najbliższych latach segment drogowy straci na znaczeniu w strukturze nowych zamówień MRB, a prym będą wiodły kontrakty kolejowe i kubaturowe – zakładamy spadek udziału kontraktów drogowych w kontraktacji z 83% w FY24 do 34% w FY26E.

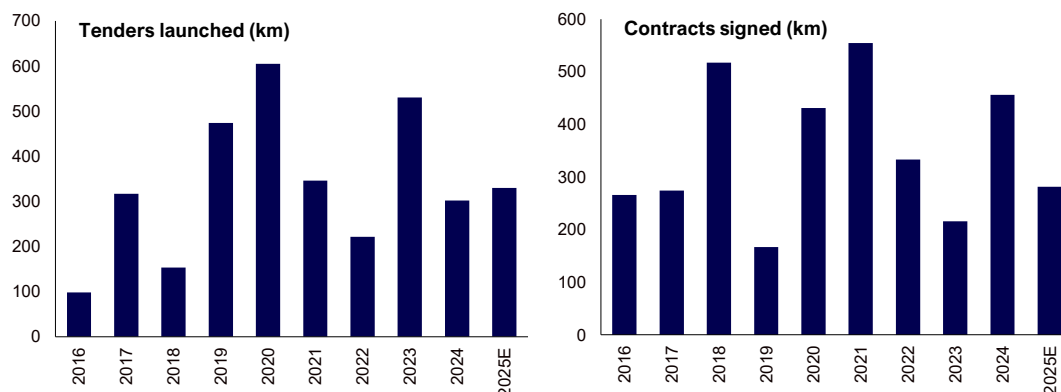
#MRB: biggest contractors for GDDKiA



Source: GDDKiA, PKP PLK, Budimex, Trigon, data as of March 2025

W całym 2025 GDDKiA powinna ogłosić przetargi o wartości ponad 14mld PLN.

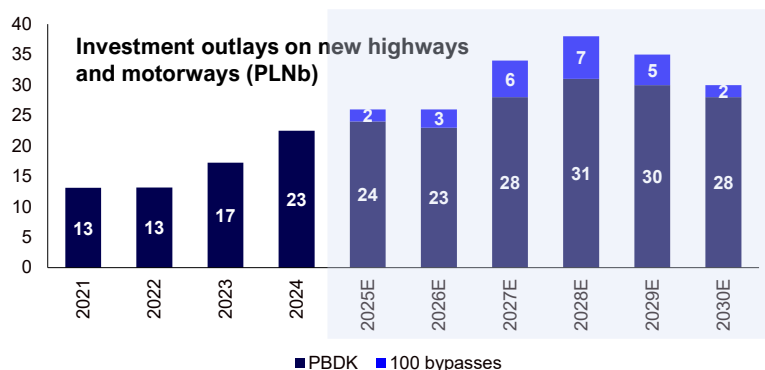
#MRB: road tenders launched (lhs) and signed (rhs) by GDDKiA



Source: GDDKiA, Trigon estimates

W najbliższych latach planowany jest wzrost nakładów inwestycyjnych na nowe autostrady i drogi ekspresowe. Biorąc pod uwagę wyłącznie PBDK (Program Budowy Dróg Krajowych) oraz Program 100 Obwodnic realizowany przez GDDKiA, oczekujemy, że nakłady inwestycyjne na nowe autostrady i drogi ekspresowe osiągną w 2028 poziom 38mld PLN, co stanowi wzrost o 120% w porównaniu z rokiem 2021. Mirbud i Kobyłarnia mogą potencjalnie być jednym z największych beneficjentów rekordowej fali wydatków, szczególnie biorąc pod uwagę obecną strukturę portfela Grupy.

#MRB: GDDKiA investments on new roads

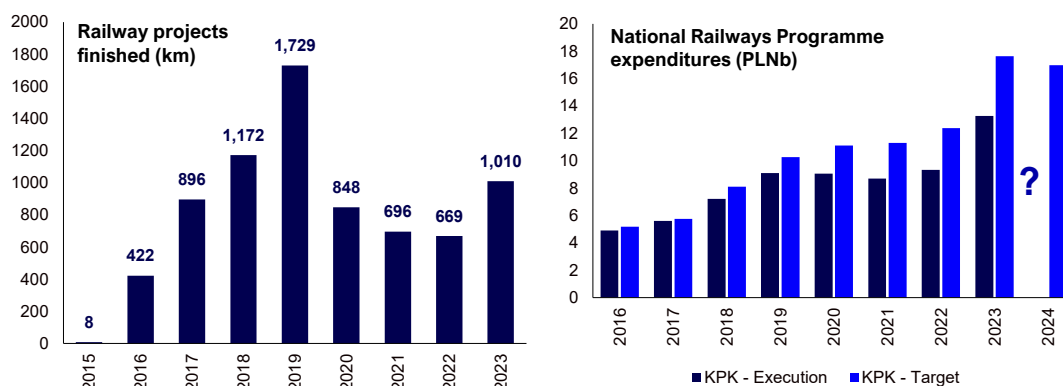


Source: Trigon, GDDKiA, Ministry of Infrastructure, data as of March 2025

Rynek kolejowy

Ministerstwo Infrastruktury nadal nie podzieliło się opinią publiczną sprawozdaniem z wykonania Krajowego Programu Kolejowego... w 2024 (sic!). W ostatnich latach „niedowieszenie” planów strategicznych było jednak zastanawiająco duże.

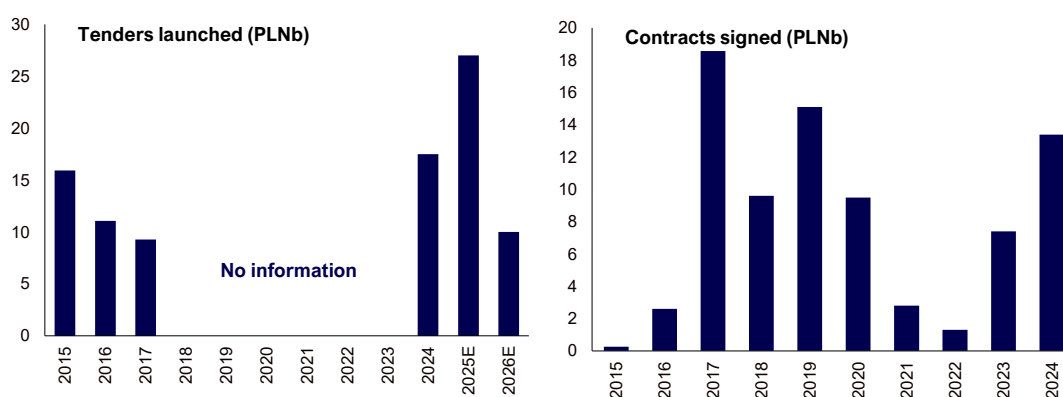
#MRB: railway projects finished by PKP PLK (lhs) and National Railways Programme execution (rhs)



Source: Ministry of Infrastructure, Trigon estimates

Quo vadis, PKP? Pod wieloma względami 2024 przyniósł długo oczekiwane ożywienie w branży kolejowej. Po kilkuletnim okresie rozczarowującego zawieszenia większość nowych inwestycji kolejowej, odblokowanie funduszy unijnych skutecznie pobudziło najważniejsze zamawiającego, dzięki czemu w ostatnich 2 latach na rynek trafiły przetargi o wartości ~40mld PLN. Pomimo spadku planowanej puli przetargowej na 2026, nie obawiamy się zastoju w rodzimej kolejówce – „lukę” powinny z nawiązką zasypać inwestycje kolejowe związane z CPK ([więcej na str. 6](#)).

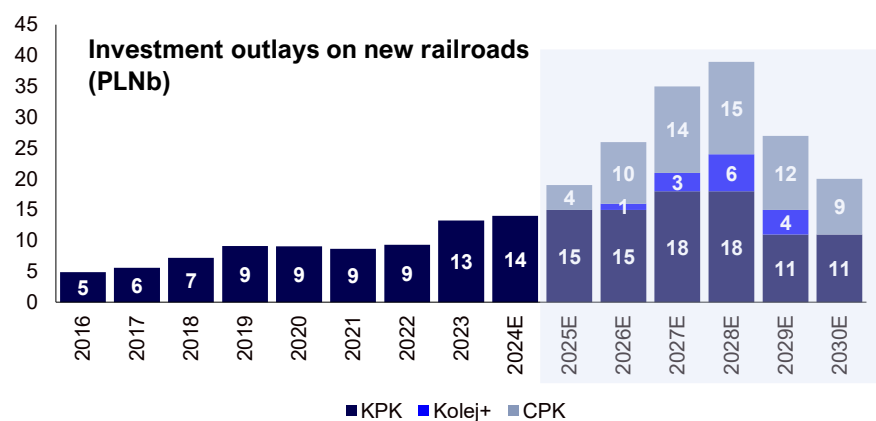
#MRB: rail tenders launched (lhs) and signed (rhs) by PKP PLK



Source: PKP PLK, Trigon estimates

Kolej, kolej i jeszcze raz kolej. Po kilku latach tzw. „luki inwestycyjnej” w branży (PKP PLK podpisało kontrakty o wartości zaledwie 11mld PLN w latach 2021-2023), uważamy, że projekty kolejowe będą dominującym „kołem zamachowym” rekordowych wydatków na infrastrukturę w Polsce. Nie tylko fundusze unijnych, podkreślające inwestycje PKP PLK, powinny poprawić sentyment w branży, ale równie ważnym elementem układanki będzie także część kolejowa projektu CPK, która doda kolejne ~80 mld PLN do puli przetargowej w ciągu najbliższych 6 lat. Podsumowując, przewidujemy, że roczne inwestycje kolejowe będą wynosić średnio 28mld PLN do roku obrotowego 2030, czyli o ponad 200% więcej niż średnia w latach 2016-2024.

#MRB: annual investment outlays on new railroads

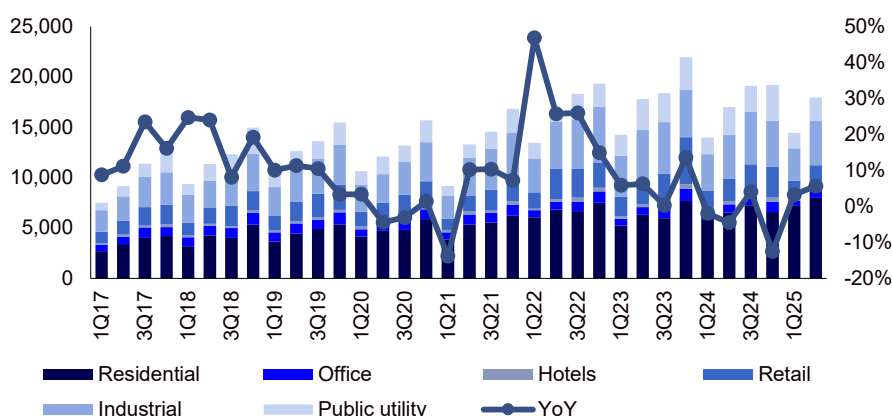


Source: Trigon, PKP PLK, Ministry of Infrastructure, CPK, KPK = National Railway Programme, data as of December 2024

Budownictwo ogólne

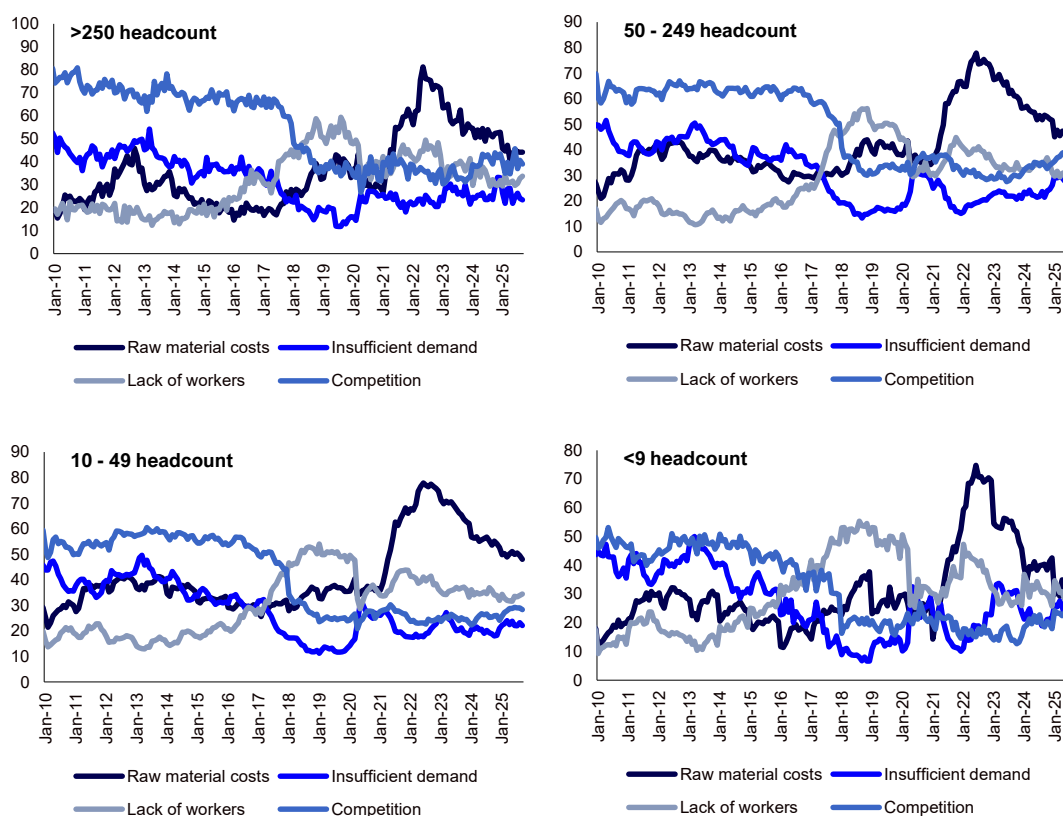
Kubatura pod presją. Sytuacja w rodzimej branży kubaturowej jest znacznie trudniejsza niż segmentów budownictwa związanych z szeroko pojętą infrastrukturą. Mniejsi gracze oraz podwykonawcy nie posiadają praktycznie jakiegokolwiek siły przetargowej, co pomaga m.in. deweloperom czy największym GW posiadającym rekordowe portfele zamówień. Produkcja budowlano-montażowa w segmencie budynków, pomimo ujemnej bazy, spadła od początku roku o kolejne 5%. Troszkę lepiej wygląda zagregowany poziom inwestycji realizowanych w poszczególnych kategoriach obiektów kubaturowych. Szacujemy, że w ujęciu nominalnym sprzedaż produkcji w kluczowych kategoriach wzrosła r./r. o ok. 5%, co biorąc pod uwagę inflację (wynikającą m.in. ze wzrostu płac) jest relatywnie słabym wynikiem. Na horyzoncie brak czynników mogących odwrócić trend spadkowy.

#MRB: construction output in general construction (PLNm)



Source: Trigon, Statistics Poland

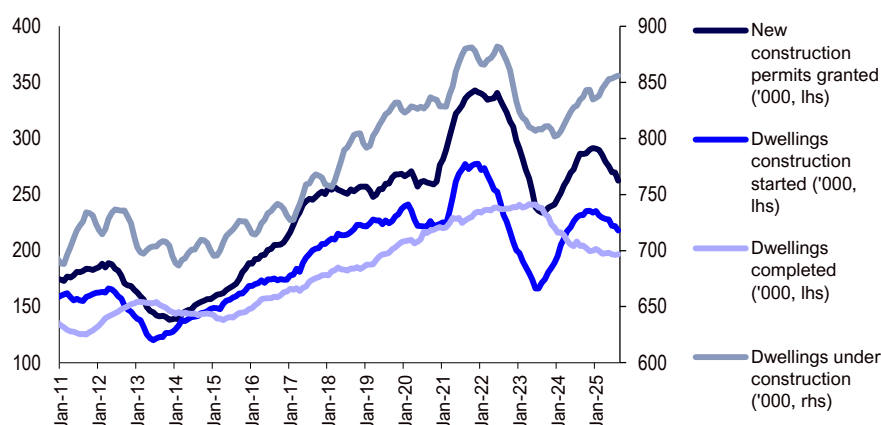
#MRB: factors limiting economic activity in the construction sector—GUS survey



Source: Trigon, Statistics Poland

Mieszkaniówka na ratunek? Od dłuższego czasu, w obliczu wyhamowania prywatnych inwestycji w aktywa komercyjne, to segment mieszkaniowy jest kluczowym reprezentantem branży kubaturowej, odpowiadającym za ok. 50% całej branży kubaturowej. Na przestrzeni ostatnich 2 lat deweloperzy, korzystając z wysokiej liczby „gotowych” na uruchomienie inwestycji gruntów, dość ambitnie wprowadzili do sprzedaży nowe projekty, co wiązało się wzrostem liczby budynków znajdujących się w budowie. Wolumen mieszkań w budowie wzrósł od początku roku o 3%, co na trudnym, z punktu widzenia deweloperów, rynku jest dość dobrym wynikiem. Spadające stopy procentowe mogą, naszym zdaniem, w jeszcze większym stopniu zachęcić największych graczy do uruchamiania projektów, co może teoretycznie pobudzić koniunkturę w segmencie kubaturowym.

#MRB: construction activity in the residential sector (LTM data for finished constructions)

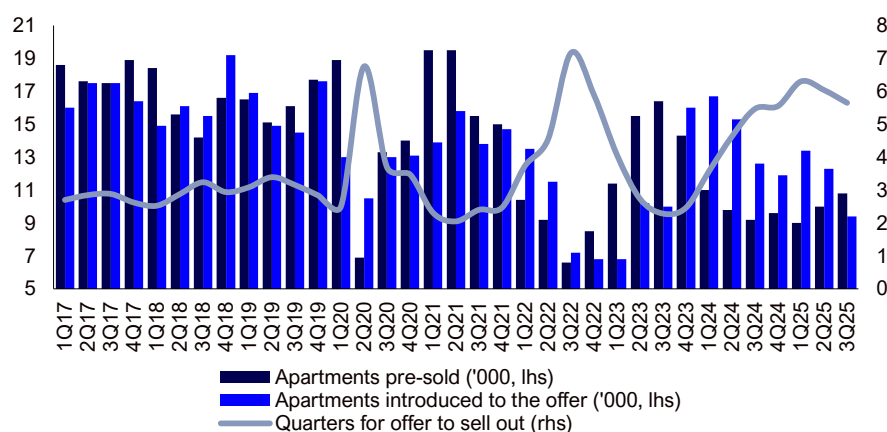


Source: Trigon, Statistics Poland

Rynek deweloperski

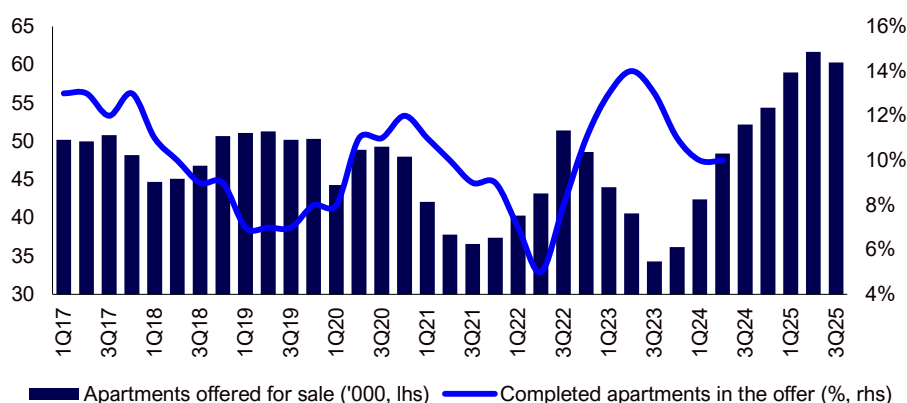
3Q25 przełomem? Wg danych JLL, deweloperzy na 6 największych rynkach w 3Q25 sprzedali 10.8 tys. mieszkań, aż 17% więcej r./r. W kontekście obecnej fazy cyklu, dane te wygląda obiecująco, szczególnie biorąc pod uwagę okres wakacyjny oraz wprowadzenie ustawy o jawności cen we wrześniu, co wpłynęło na chwilowe wyhamowanie konwersji leadów sprzedażowych. Wprawdzie jest jeszcze, naszym zdaniem, za wcześnie, żeby mówić o „odbiciu” na rynku pierwotnym, natomiast biorąc pod uwagę ostatnie dane z rynku kredytowego spodziewamy się kontynuacji wzrostów w 4Q25. Mocno wyhamowała natomiast liczba mieszkań wprowadzonych do sprzedaży (9.4 tys. mieszkań, -24% kw./kw.), choć oferta, szacujemy, nadal utrzymywała się na wysokim poziomie >60 tys. mieszkań.

#MRB: apartments offered for sales on TOP6 markets



Source: Trigon, JLL/REAS

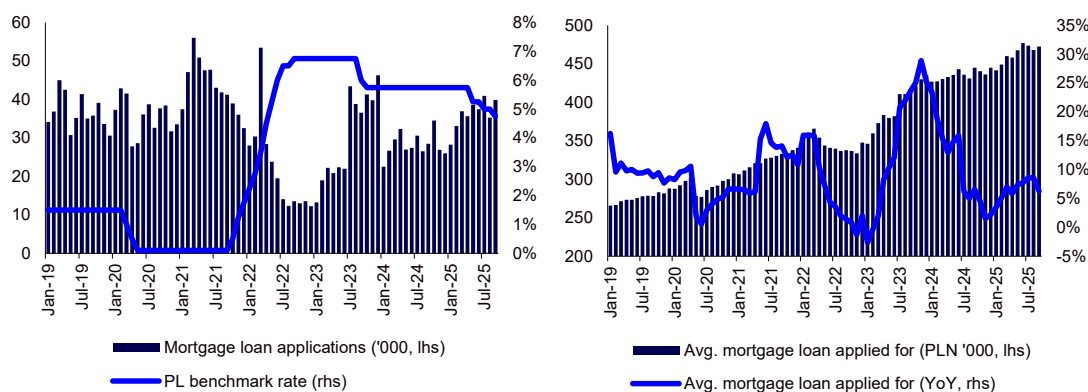
#MRB: apartments offered for sales on TOP6 markets



Source: Trigon, JLL/REAS

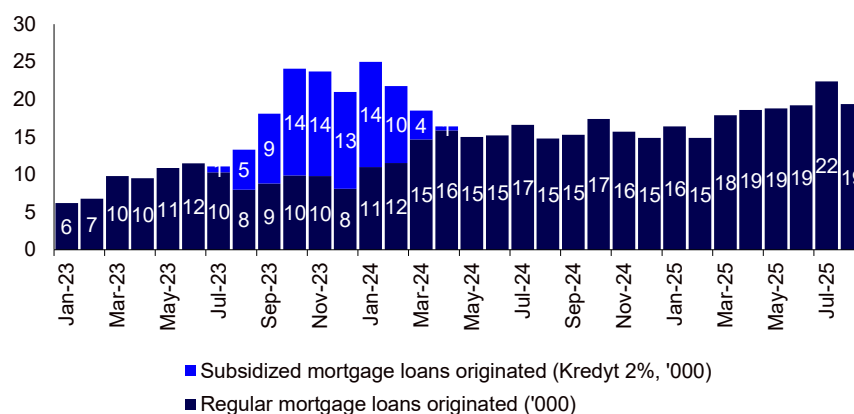
Dane BIK wskazują na skokowy wzrost zainteresowania hipotekami. Liczba wniosków o kredyt hipoteczny złożonych w 3Q25 była aż o 35% wyższa r/r., a ostatnie obniżki stóp, łącznie z zaskakującą październikową, rodzą nadzieje na jeszcze większe odbicie sprzedaży mieszkań w ostatnim kwartale roku.

#MRB: mortgage loans applications



Source: Trigon, BIK

#MRB: mortgage loans origination



Source: Trigon, BIK

JHM pozostaje jednym z 15-20 największych deweloperów w kraju, z udziałami rynkowymi, w zależności od kwartału, na poziomie 0.3-0.8%. W całym FY25 spodziewamy się, że deweloper z Grupy Mirbud sprzeda 300 lokali.

#MRB: Sales summary of WSE- and Catalyst-listed developers

Developer	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD
Dom Development	3,786	3,602	3,661	3,756	4,066	3,093	3,906	4,269	3,216
Develia	2,029	1,710	1,510	1,361	1,921	1,634	2,675	3,197	2,500
Murapol	3,605	3,560	3,674	2,720	2,809	2,783	2,889	2,914	2,112
Archicom	2,856	2,356	2,819	2,716	2,928	1,516	1,836	2,201	1,781
Atal	2,726	2,414	3,180	2,912	4,276	2,090	2,838	2,068	1,158
Robyg	3,470	2,520	2,569	2,156	4,308	2,144	2,809	1,891	960
Victoria Dom	864	1,051	1,692	1,269	1,402	1,208	2,047	1,014	924
Ronson	815	773	761	918	877	442	1,006	514	183
Inpro	739	801	769	635	728	420	863	587	460
Marvipol	765	843	942	1,086	376	207	661	430	266
Dekpol	135	569	382	148	490	341	472	466	354
Cavatina Holding									333
Cordia						266	263	322	156
Matexi								318	170
Unidevelopment (g. Unibep)		495	716	819	908	635	423	231	202
Lokum	1,052	1,011	268	463	744	435	706	157	85
Wikana	270	238	283	160	324	188	255	169	158
JHM Development (g. Mirbud)	491	298	354	349	623	281	454	321	242
TOTAL	23,603	22,241	23,580	21,468	26,780	17,683	24,103	21,069	15,260
Pre-sales in TOP 6 cities	72,700	64,800	65,400	53,100	69,500	34,700	57,600	39,600	29,800
Market share of listed companies	32%	34%	36%	40%	39%	51%	42%	53%	51%

Source: Companies, JLL, REAS, Trigon

Developer	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	YoY	QoQ
Dom Development	1,011	943	1,156	1,159	1,033	1,000	1,183	2%	18%
Develia	1,038	911	751	497	951	748	801	7%	7%
Murapol	666	683	692	873	670	708	734	6%	4%
Archicom	415	472	589	725	530	632	619	5%	-2%
Atal	717	552	354	445	345	388	425	20%	10%
Robyg	665	584	251	391	390	570		-	-
Victoria Dom	332	297	224	161	278	328	318	42%	-3%
Ronson	170	88	130	126	96	87		-	-
Inpro	212	138	124	113	144	128	188	52%	47%
Marvipol	144	110	109	67	87	81	98	-10%	21%
Dekpol	115	121	138	92	173	181		-	-
Cavatina Holding			66		67	120	146	121%	22%
Cordia	78	132	57	55	79	77		-	-
Matexi		72		69	71	99		-	-
Unidevelopment (g. Unibep)	89	64	18	60	50	60	92	411%	53%
Lokum	70	45	7	35	31	34	20	186%	-41%
Wikana	41	38	25	65	57	68	33	32%	-51%
JHM Development (g. Mirbud)	112	73	66	70	84	96	62	-6%	-35%
TOTAL	5,875	5,323	4,757	5,003	5,136	5,405	4,719	-1%	-13%
Pre-sales in TOP 6 cities	11,000	9,800	9,200	9,600	9,000	10,000	10,800	17%	8%
Market share of listed companies	53%	54%	52%	52%	57%	54%	44%		

Source: Companies, JLL, REAS, Trigon

3Q25 Results Preview [negatywne]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y	Q/Q
Revenues	894	896	497	720	782	-12%	9%
Construction	816	853	475	731	799	-2%	9%
Residential	69	77	38	18	11	-84%	-36%
Rental	3	7	5	5	4	15%	-17%
Other & Eliminations	5	-5	-21	-33	-28	-	-
Other operating activity, net	-24.6	-12.1	2.4	3.8	0.0	-	-100%
Revaluations	-0.6	40.9	0.5	4.6	0.0	-	-100%
EBITDA	21.4	86.6	32.3	39.5	29.7	39%	-25%
adj. EBITDA	46.6	57.8	29.4	31.1	29.7	-36%	-4%
EBIT	16.2	79.8	25.3	31.8	22.0	36%	-31%
Net profit	10.2	56.9	15.0	21.1	13.0	28%	-38%
Gross Margin	7.8%	8.7%	8.7%	6.3%	5.9%	-2.0pp	-0.4pp
Construction	5.2%	5.5%	6.8%	5.2%	5.5%	0.3pp	0.3pp
Residential	26.8%	29.5%	36.4%	34.6%	31.0%	4.2pp	-3.6pp
Rental	-2.6%	17.7%	-37%	-22%	-1%	2pp	-
Backlog	8,099	7,992	7,817	8,115	8,865	9%	9%
Net Debt	55	-41	301	343	393		
P/E12M trailing	10.2	12.1	14.2	14.2	13.8		
EV/EBITDA 12M trailing	6.2	7.0	9.9	10.1	9.9		
EBITDA margin	2.4%	9.7%	6.5%	5.5%	3.8%	59%	-31%
EBIT margin	1.8%	8.9%	5.1%	4.4%	2.8%	55%	-36%
Net profit margin	1.1%	6.3%	3.0%	2.9%	1.7%	0.5pp	-1.3pp

Source: Company, Trigon

#Wyniki. Z uwagi na 36% spadek skorygowanej EBITDA, oczekujemy negatywnej reakcji rynku na wyniki. Z drugiej strony, relatywnie rozczarowujące wyniki są już, przynajmniej częściowo w cenie, co tworzy ciekawe momentum pod 4Q25, kiedy spodziewamy się wzrostu wyników – również na poziomie skorygowanym.

#Budownictwo. Kontynuacja trendów. Rekordowy portfel zamówień (8.7mld PLN, +9% r./r.) nie daje, z uwagi na brak „świeżych kontraktów” kubaturowych, większych szans na skalowanie przychodów w krótkim terminie. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu z ostatniej konferencji wynikowej, nie spodziewamy się poprawy marży (czekamy na przejście kluczowych kontraktów do fazy budowy), choć baza ubiegłego roku nie była pod tym kątem wymagająca. Łącznie spodziewamy się spadku przychodów oraz 5.5% marży brutto – pewnym polem do zaskoczeń może być spłynięcie dodatkowych roszczeń związanych z kontraktem S1 Węgierska Górka, choć raczej nie wpłynie to na wyniki 3Q25.

#Mieszkaniówka. Kwartał bez historii. JHM przekazał jednie 22 mieszkania (w 4Q25 sytuacja odwróci się diametralnie) – zakładamy 510 tys. PLN przychodu per lokal (płasko r./r.) oraz 31% marży brutto (+420bps r./r.). W całym roku JHM może przekazać 320 mieszkań.

#Najem, pozostałe. Bez zmian względem wcześniejszych kwartałów. Kluczowy, w najbliższym czasie, będzie newsflow dotyczący Marywilskiej 44, której odbudowa może rozpocząć się nawet w br.

Wycena

Założenia modelowe

Przychody. Spodziewamy się wzrostu przychodów odpowiednio o 13/19/26% w latach FY26-28E, a następnie wyhamowania wzrostów przed osiągnięciem szczytu ok. FY30E (efekt podpisania dużej liczby kontraktów w puli od FY28E). W przypadku JHM oczekujemy stabilizacji poziomu przekazania na 450 jednostkach począwszy od FY28E. Po odbudowie Marywilskiej 44, zakładamy pewną sprawność operacyjną aktywa dopiero w 2H28E.

Backlog. Konserwatywny CAGR portfela zamówień na poziomie 9% w latach FY25-34E vs. 28% w latach FY17-24.

Marże. W segmencie budowlanym, w wyniku zmiany miksu przychodów oraz wejścia do fazy realizacji bardziej marżowych kontraktów drogowych, spodziewamy się sukcesywnego wzrostu marży brutto z obecnych 6% do 7.2% w FY27E, a następnie rezyduального zakotwiczenia marż na poziomie 6%. W JHM zakładamy kompresję marż już od FY26E.

Dywidenda. Zakładamy powrót do atrakcyjniejszej polityki dywidendowej po zakończeniu fazy „inwestycji” - zarówno w kapitał obrotowy (portfel zamówień) jak i aktywa trwałe (M&A + Marywilska 44).

#MRB: FY25-34E estimates

PLNm	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Revenues	2,506	3,319	3,322	3,252	3,101	3,503	4,178	5,275	5,796	6,944	6,638	7,140	7,205	7,263
yoy	102%	32%	0%	-2%	-5%	13%	19%	26%	10%	20%	-4%	8%	1%	1%
Construction	2,344	3,266	3,127	2,997	2,959	3,306	4,054	5,041	5,558	6,693	6,373	6,860	6,910	6,953
yoy	103%	39%	-4%	-4%	-1%	12%	23%	24%	10%	20%	-5%	8%	1%	1%
Residential	146	132	203	269	163	234	171	267	278	289	301	313	325	338
yoy	28%	-10%	54%	32%	-39%	43%	-27%	56%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Rental	42	54	62	36	25	27	28	51	53	55	57	59	62	64
yoy	28%	29%	13%	-42%	-29%	5%	5%	81%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Other & Elimination	-27	-132	-69	-50	-46	-63	-75	-84	-93	-93	-93	-93	-93	-93
Gross Profit	232	270	336	291	232	301	350	392	426	498	483	516	523	530
Gross Margin	9.2%	8.1%	10.1%	9.0%	7.5%	8.6%	8.4%	7.4%	7.4%	7.2%	7.3%	7.2%	7.3%	7.3%
Construction	7.4%	6.0%	7.8%	5.8%	6.0%	6.9%	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Residential	22.9%	29.2%	24.5%	31.4%	33.0%	28.0%	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%	-5.0%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
EBITDA	188	194	243	204	189	229	276	311	337	398	376	399	397	395
EBITDA margin (%)	7.5%	5.9%	7.3%	6.3%	6.1%	6.5%	6.6%	5.9%	5.8%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%
EBIT	174	178	224	182	159	195	237	268	292	351	326	346	341	335
EBIT margin (%)	7.0%	5.4%	6.7%	5.6%	5.4%	5.9%	5.8%	5.3%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%
Net financial costs	-18	-27	-54	-30	-24	-22	-18	-17	-27	-27	-28	-27	-26	-25
Interest income	5	10	1	9	4	3	3	5	3	3	3	4	4	5
Interest costs	23	37	55	39	28	25	21	21	30	30	30	30	30	30
Net profit	128	119	135	121	108	139	175	201	212	259	238	256	252	248
Net profit margin (%)	5.1%	3.6%	4.1%	3.7%	3.5%	4.0%	4.2%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%
Backlog	4,815	5,564	4,622	7,992	8,783	12,877	14,323	16,082	17,375	17,582	18,160	18,300	18,390	18,437
Contracts signed	2,581	4,014	2,186	6,367	3,750	7,400	5,500	6,800	6,850	6,900	6,950	7,000	7,000	7,000
Residential buildings	58	189	73	101	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Public utility	455	592	704	871	300	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Industrial buildings	910	986	502	129	150	500	500	600	650	700	750	800	800	800
Roads	1,158	2,247	907	5,267	2,100	2,500	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Railways	0	0	0	0	1,000	3,200	1,800	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
OCF	205	133	148	-48	77	218	300	-84	166	166	362	263	326	325
CAPEX	-57	-8	-150	-150	-85	-170	-90	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-60
DY	0.6%	1.5%	2.1%	1.3%	0.7%	0.7%	0.9%	6.0%	6.9%	7.2%	8.8%	8.1%	8.7%	8.6%
FCF Yield	9.1%	7.6%	-1.4%	-11.1%	-2.5%	1.2%	13.2%	-10.1%	5.2%	5.0%	17.7%	11.7%	16.8%	17.0%

Source: Trigon

Wycena dochodowa

DCF. Naszą wycenę akcji Mirbudu opieramy w 100% na modelu DCF. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 18.5 PLN na akcję, 39% 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	2024
Loans and borrowings (+)	356
Cash and cash equivalents (-)	397
Cash adjustment (+)	317
Investment in Torpol (-)	109
ND	167

DCF (PLNm)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	>2034E
adj. EBIT	134	195	237	268	292	351	326	346	341	335	
<i>Tax rate</i>	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
NOPLAT	107	156	189	214	233	280	261	277	273	268	
D&A	30	35	40	44	45	47	50	53	56	60	
CAPEX	-85	-170	-90	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-60	
Change in NWC	-80	23	67	-345	-118	-167	46	-73	-9	-8	
FCF	-28	44	206	-137	111	110	306	207	271	260	267
Relevered beta	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Cost of equity	12.4%	12.4%	12.4%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	11.3%
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	19.5%	19.5%	19.5%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%
WACC	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	9.7%

DFCF	-27	38	163	-98	71	63	158	96	113	98
Risk-free rate	5.5%									
Market premium	5.5%									
PV FCF 2025-2034E	677									
Residual growth rate	2.5%									
Terminal Value	3,699									
Discounted TV	1,391									
EV	2,068									
Net Debt	167									
Dividend paid-out	10									
Equity Value	1,892									
Shares outstanding (m)	110.1									
Equity Value per share (PLN) as of 13/10	17.2									
12M Target Price (PLN)	18.5									
<i>Upside / (Downside)</i>	39%									

Source: Trigon

		WACC				
		10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%
β	1.5%	20.0	18.2	16.7	15.3	14.1
	2.0%	21.2	19.2	17.5	16.0	14.7
	2.5%	22.6	20.4	18.5	16.9	15.4
	3.0%	24.3	21.8	19.6	17.8	16.2
	3.5%	26.3	23.4	20.9	18.9	17.1

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 22.8 PLN na akcję, 71% powyżej obecnych poziomów. W scenariuszu tym uwzględniamy:

- 1) bardzo dobrze wyceniony portfel kontraktów kolejowych (marża brutto 0.3p.p. rezydualnie powyżej naszych oczekiwań)
- 2) pozycję lidera lub wicelidera w grupie wykonawców projektów (drogowych, kolejowych, lotniskowych) dla CPK
- 3) przeskalowanie JHM do poziomu >500 lokali rocznie.

#MRB: Bull Case assumptions

PLNm	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TP
Revenues	2,959	3,405	4,257	5,444	6,002	7,228	6,882	7,409	7,463	7,509	22.8
vs. Base Case	0%	3%	5%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	71%
GM	7.8%	9.4%	8.9%	8.1%	8.0%	7.7%	7.9%	7.8%	7.9%	7.9%	
vs. Base Case	0.0pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	
EBITDA	171	249	308	389	414	465	440	468	466	464	
vs. Base Case	-10%	8%	12%	25%	23%	17%	17%	17%	17%	18%	
Net profit	93	153	199	250	279	320	298	319	316	313	
vs. Base Case	-13%	11%	14%	25%	32%	24%	25%	25%	26%	26%	

Source: Trigon

W scenariuszu pesymistycznym (założenia w tabeli poniżej) wyceniamy Grupę Mirbud na 14.8 PLN na akcję, a więc i tak powyżej bieżącej ceny rynkowej. W scenariuszu tym uwzględniamy:

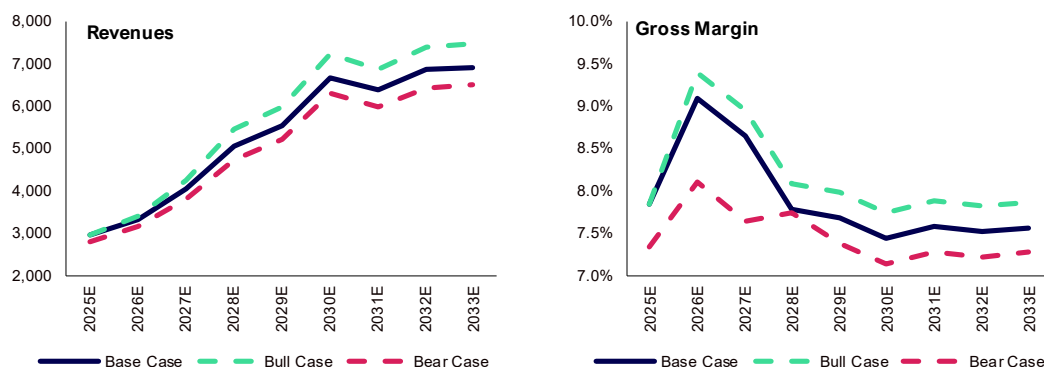
- 1) agresywnie wyceniony portfel kolejowy oraz drogowy (marża brutto >0.5p.p. rezydualnie poniżej naszych oczekiwań)
- 2) marginalną rolę w projekcie budowy CPK
- 3) brak wejścia Marywilskiej 44 na „pełne obroty”.

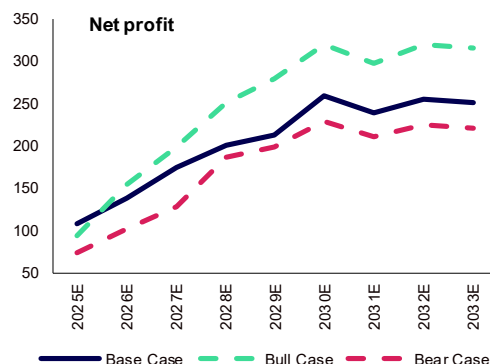
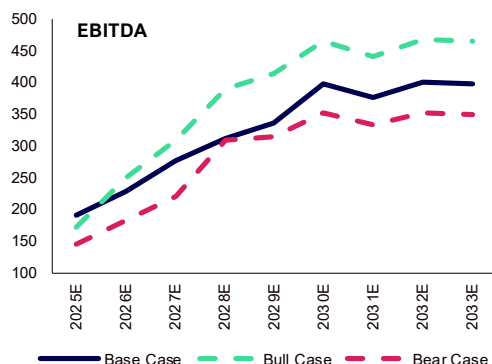
#MRB: Bear Case assumptions

PLNm	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TP
Revenues	2,811	3,140	3,811	4,738	5,224	6,291	5,990	6,448	6,495	6,535	14.8
vs. Base Case	-5%	-5%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	11%
GM	7.3%	8.1%	7.6%	7.7%	7.4%	7.1%	7.3%	7.2%	7.3%	7.3%	
vs. Base Case	-0.5pp	-1.0pp	-1.0pp	-0.1pp	-0.3pp	-0.3pp	-0.3pp	-0.3pp	-0.3pp	-0.3pp	
EBITDA	146	183	220	310	315	353	333	353	350	346	
vs. Base Case	-23%	-20%	-21%	0%	-7%	-11%	-11%	-12%	-12%	-12%	
Net profit	73	101	128	187	199	230	211	226	221	216	
vs. Base Case	-32%	-27%	-27%	-7%	-6%	-11%	-11%	-12%	-12%	-13%	

Source: Trigon

#MRB: Base case valuations assumptions, vs. bull and bear case scenarios





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 15.9 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

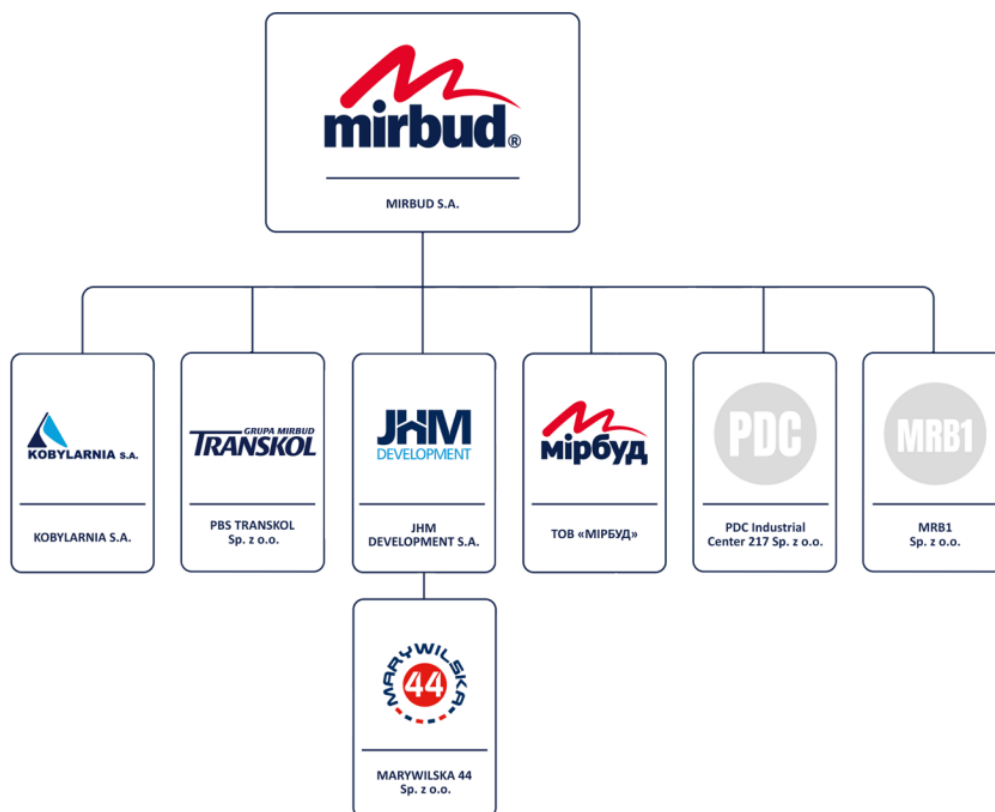
	Kraj	MC (EUR)	P/E			EV/EBITDA			FCF Yield		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Mirbud		343	13.6	10.6	8.4	7.9	6.6	4.9	-2.5%	1.2%	13.2%
Peers											
Skanska AB	SWEDEN	10,069	16.7	14.5	13.7	10.9	10.0	9.7	2.3%	5.6%	5.8%
Acciona SA	SPAIN	10,017	14.5	23.3	20.9	7.0	7.7	7.5	-1.1%	-2.0%	-0.7%
Budimex SA	POLAND	3,099	19.9	17.3	16.7	-	-	-	-	-	-
Peab AB	SWEDEN	2,018	15.7	10.5	9.4	7.8	7.1	6.5	6.7%	6.8%	8.0%
Torpol SA	POLAND	258	14.6	13.2	11.1	7.1	5.8	4.5	-	-	-
Median			15.1	13.8	12.4	7.1	7.1	6.5	2.8%	2.4%	3.6%
premium/(discount)			-10%	-24%	-33%	11%	-7%	-24%	-5pp	-1pp	10pp
Implied valuation per share (PLN)			15	17	20	12	14	17			
applied weight (year)			33%	33%	33%	33%	33%	33%			
applied weight (multiple)				50%			50%				
Valuation per share (PLN)			15.9								

Source: Trigon, Bloomberg

Model biznesowy i strategia

Grupa Kapitałowa Mirbud rozwija się mniej więcej od 2008 roku. Zadania inwestycyjne w zakresie budownictwa mieszkaniowego w systemie deweloperskim realizuje JHM DEVELOPMENT S.A., natomiast zlokalizowana w podbydgoskiej Kobyłarni spółka KOBYLARNIA S.A. rozszerza zakres działalności grupy o roboty drogowe i mostowe, a także produkcję mas bitumicznych.

#MRB: Group structure



Source: Mirbud

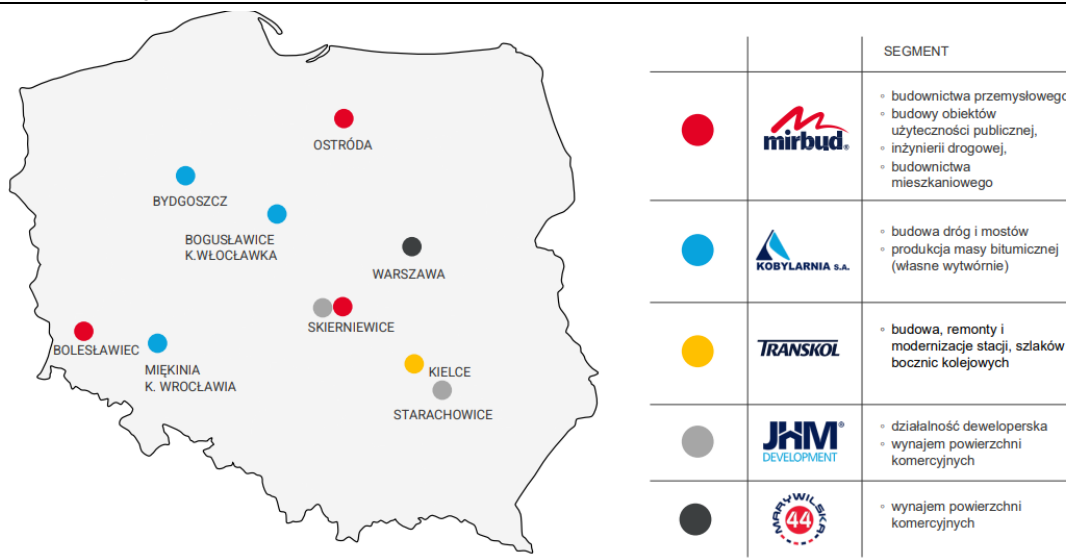
Ponadto do Grupy Kapitałowej MIRBUD należy MARYWILSKA 44 Sp. z o.o., która na dzień 30.06.2025r. jest właścicielem i zarządza Centrum Handlowym Marywilska 44.

W listopadzie 2017 roku Zarząd MIRBUD S.A. podjął decyzję dotyczącą założenia jednoosobowej spółki kapitałowej pod nazwą: МІРБУД Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (nazwa skrócona: ТОВ «МІРБУД») z siedzibą w Kijowie. Spółka została zarejestrowana 25 stycznia 2018 r. Aktualnie spółka nie prowadzi działalności operacyjnej na terenie Ukrainy.

W listopadzie 2023 r. do Grupy Kapitałowej dołączyła Spółka celowa PDC Industrial Center 217 sp. z o.o., która jest właścicielem nieruchomości położonej w miejscowości Chościszowice, gmina Bolesławiec, obejmująca działkę nr 75 z obrębem 0004 Chościszowice, o powierzchni 10,37 ha. Na przedmiotowej nieruchomości spółka w 2024 roku zakończyła budowę hali z przeznaczeniem na wynajem na cele logistyczno-magazynowe o powierzchni około 50 000 m². Nabycie udziałów w PDC Industrial Center Sp. z o. o stanowi kolejny obszar działalności Spółki w obszarze rynku wynajmu nieruchomości magazynowo-logistycznych.

W dniu 18 grudnia 2024 roku zakupiono 92,78% udziałów w kapitale zakładowym i takiej samej liczby głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Przedsiębiorstwo Budownictwa Specjalistycznego „Transkol” Sp. z o.o. z siedzibą w Kielcach. Z chwilą umorzenia udziałów własnych posiadanych przez Transkol, udziały MIRBUD S.A. na dzień 30.06.2025r stanowiły 100%. oraz 100% liczby głosów na zgromadzeniu wspólników. Transkol Sp. z o.o. specjalizuje się w budowie, remontach i modernizacji stacji, szlaków i bocznic kolejowych.

#MRB: Company assets and HQs



Source: Mirbud

Mirbud S.A. Spółka działa przede wszystkim jako GW we wszystkich segmentach budownictwa, w tym: przemysłowego (magazyny), użyteczności publicznej (hale, stadiony, szpitale), komercyjnego (centra handlowe, galerie, hale targowe), inżynierijno-drogowego (autostrady, drogi krajowe, bocznice, mosty) oraz mieszkaniowego.

Kobylarnia S.A. Spółka specjalizuje się w kompleksowym wykonawstwie dróg krajowych oraz mostowych. Jest również wytwórcą mas bitumicznych z zakładami zlokalizowanymi m.in. w Kobylarni, Miękinii, Bogusławicach, Bierkowie oraz Żukowie.

PBS Transkol Sp. z o.o. Głównym profilem działalności spółki jest projektowanie i kompleksowe wykonawstwo w zakresie remontów i modernizacji obiektów i kolejowych.

JHM Development S.A. Deweloper mieszkaniowy, realizujący projekty jedno i wielorodzinne. Wg stanu na koniec września 2025 Spółka posiadała 861 mieszkań w budowie oraz gotowych w ofercie.

Marywilska 44 Sp. z o.o. Spółka zarządzająca aktywami komercyjnymi Grupy Mirbud, w tym CH Marywilska 44 w Warszawie, które spłonęło w ub.r.

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.

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów („Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni

średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

FCFF – wolne przepływy pieniężne, środki pieniężne wygenerowane w wyniku działalności operacyjnej spółki pomniejszone o nakłady inwestycyjne i opłaty leasingowe

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

BVPS – wartość księgowa na 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

FCFF yield – rentowność wolnych przepływów pieniężnych, FCFF podzielona przez EV i korekty

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – MIRBUD S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: David Sharma

Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.

- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.

Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.

- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.

- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.

SOTP - metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejęcia lub restrukturyzacji.

wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (risk-adjusted net present value)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.

wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych

wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend

wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny

wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

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.

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów

Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta

Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji 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 wykonywał na rzecz Emitenta usługę oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta

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 Emitenta 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 Emitenta, 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 otrzymał od Emitenta dywidendę.

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 Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. 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, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

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

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, 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: 13.10.2025, 6:59.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 13.10.2025, 7:00.