

Research

CEE | Equity Research

Mirbud

Urealnienie oczekiwań

Pomimo coraz śmielszej aktywności przetargowej ze strony najistotniejszych inwestorów w rodzimej branży budowlanej, sentyment do Mirbudu, w ostatnich miesiącach (kurs spadł o 12% w miesiąc) uległ wyraźnemu schłodzeniu. Pierwotna ofensywa kolejowa Mirbudu ostatecznie spaliła na panewce – pomimo złożenia najniższych ofert na dwóch dużych przetargach PKP PLK (Tymbark – Limanowa oraz E75 Rail Baltica, łącznie ~4mld PLN) ostatecznie oba projekty przypadły innym, większym GW. W związku z powyższym, znacząco ścinamy nasze założenia kontraktacyjne w tej linii biznesowej w najbliższych latach – z ok. 1.5mld PLN do raptem 500mln PLN rocznie.

Niemniej, najgorsze wydaje się być już za Mirbudem, a publikacja wyników za 4Q25E może, naszym zdaniem, wiązać się z odwróceniem negatywnego newsflowu. Stawiamy tezę, choć z dużą dozą ostrożności, że FY26E może pozytywnie zaskoczyć pod kątem marż w segmencie budowlanym. Większość starszych, agresywnie wycenionych kontraktów zostanie już w całości „przerobione”, a w wynikach coraz mocniej widoczna powinna być konserwatywniejsza kontraktacja z lat FY23-24 – szacujemy, że średnie odchylenie zwycięskiej oferty Mirbudu od drugiej najtańszej w przetargach drogowych wyniosło w tym okresie jedynie 4-5%. Ponadto, zgłoszenie wniosku o przejęcie części aktywów Pile Elbud otwiera, nawet w mniejszej skali, przed Grupą rynek budownictwa energoelektrycznego, który w najbliższych latach, napędzany inwestycjami PSE, może być jednym z najbardziej perspektywicznych nowych segmentów biznesowych dla największych GW.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty obniżamy naszą cenę docelową o 19% do 15 PLN, natomiast z uwagi na mocny spadek kursu w ostatnim czasie utrzymujemy rekomendację KUPUJ. Na bazie naszych prognoz, CAGR skor. EPS w latach FY25-28E wynosi 33%. Wychodzimy z założenia, że w kontekście materializacji się naszej master-tezy dotyczącej nadchodzącej hossy w segmencie budowlanym, Mirbud powinien być wyceniany na 2Y FWD EV/EBITDA w okolicach ~8x (na naszym TP 8.0x na FY27E), z ponad 50% dyskontem do lidera branży – Budimeksu.

Wyniki 4Q25. Spodziewamy się neutralnej reakcji rynku na wyniki – uważamy, że ich wydźwięk będzie w dużej mierze ambiwalentny. Z jednej strony Grupa powinna, naszym zdaniem, pokazać dodatnią dynamikę kluczowych linii, z drugiej zaś zwracamy uwagę, że za całość wzrostu będzie odpowiadać przeszacowanie akcji Torpolu (~50mln PLN) – oczyszczona EBITDA będzie, naszym zdaniem, niższa o 14% r./r. [Szerszy opis na str. 3.](#)

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 5.9mld PLN oraz 8.1% marży brutto (vs. 7.2mld PLN i 7.5% poprzędnio, efekt niższej kontraktacji w segmencie kolejowym). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 15 PLN. Dodatkowo, prezentujemy analizę scenariuszową ([szerszy opis na str. 7](#)) - scenariuszu optymistycznym wyceniamy akcje Mirbudu na 18.5PLN, w pesymistycznym zaś na 10PLN. Wycena porównawcza zwraca wartość 15.7 PLN.

Czynniki ryzyka. Do czynników ryzyka zaliczamy m.in. ceny materiałów i surowców, kwestia braku środków na inwestycję infrastrukturalne, wzmożoną konkurencję czy dalsze opóźnienia w przetargach. [Szerszy opis na str. 9.](#)

PLNm	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,904	3,274	3,702	4,334
adj. EBITDA	249	211	143	206	238	290
EBIT	224	182	168	170	197	245
adj. Net profit	140	126	76	116	138	184
EPS (PLN)	1.5	1.1	0.7	1.1	1.3	1.7
adj. P/E (x)	8.5	11.4	18.9	12.4	10.4	7.8
adj. EV/EBITDA (x)	4.8	6.6	12.6	9.1	7.1	5.4
FCFF Yield (%)	-1.8%	-11.4%	-21.1%	-1.3%	13.0%	10.3%
DY (%)	2.2%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%	1.9%

Source: Company, Trigon

Raport w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW

Buy

(Previous: Buy, 18.5 PLN)

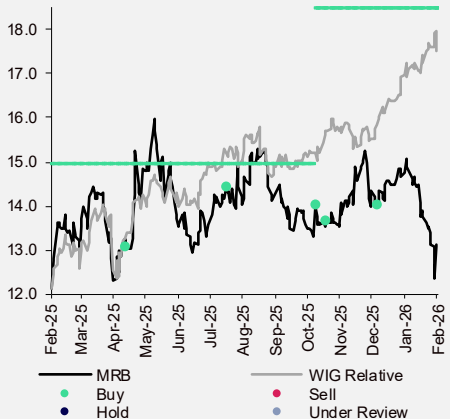
Target Price: PLN 15

Upside: +15%

FACT SHEET

Ticker	MRB		
Sector	Construction		
Price (PLN)	13.0		
52W range (PLN)	11.46 / 16.28		
Shares outstanding (m)	110.1		
Market Cap (PLNm)	1,436		
Free-float	62%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	2.3		
Price performance	1M	3M	1Y
	-12%	-3%	8%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Buy	10.12.2025	18.5
Buy	23.10.2025	18.5
Buy	13.10.2025	18.5
Buy	21.07.2025	15.0
Buy	17.04.2025	15.0
Buy	10.12.2024	15.0
Buy	21.10.2024	20.0

SHAREHOLDERS	Share %
Jerzy Mirgos	37.9%
OFE Nationale-Nederlanden	10.9%
TFI PZU	7.1%
OFE PZU Złota Jesień	5.1%

INVESTOR CALENDAR

FY25 Earnings	27.04.2026
1Q26 Earnings	21.05.2026
1H26 Earnings	27.08.2026
3Q26 Earnings	26.11.2026

ANALYST

David Sharma, CFA +48 603 173 749
david.sharma@trigon.pl

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	15.0	100%	18.5	100%	-19%
Multiples	15.7	0%	14.2	0%	11%

Estimates chng			2026E			2027E			2028E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.		
Revenues	3,274	3,216	2%	3,702	3,904	-5%	4,334	4,891	-11%		
EBITDA	206	223	-8%	238	266	-11%	290	303	-4%		
margin	6.3%	6.9%	-0.7pp	6.4%	6.8%	-0.4pp	6.7%	6.2%	0.5pp		
EBIT	170	189	-10%	197	226	-13%	245	259	-5%		
margin	5.2%	5.9%	-0.7pp	5.3%	5.8%	-0.5pp	5.7%	5.3%	0.4pp		
Net profit	116	124	-7%	138	157	-12%	184	191	-4%		
margin	3.5%	3.9%	-0.3pp	3.7%	4.0%	-0.3pp	4.2%	3.9%	0.3pp		

Trigon vs. cons			2026E			2027E			2028E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.		
Revenues	3,274	3,410	-4%	3,702	4,198	-12%	4,334	-	-		
EBITDA	206	220	-7%	238	274	-13%	290	-	-		
margin	6.3%	6.5%	-0.2pp	6.4%	6.5%	-0.1pp	6.7%	-	-		
EBIT	170	186	-8%	197	231	-15%	245	-	-		
margin	5.2%	5.4%	-0.2pp	5.3%	5.5%	-0.2pp	5.7%	-	-		
Net profit	116	126	-8%	138	166	-16%	184	-	-		
margin	3.5%	3.7%	-0.1pp	3.7%	3.9%	-0.2pp	4.2%	-	-		

KPIs (PLNm)	2023	2024	2025E	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	0.1	0.1	0.3	-2%
adj. EPS (PLN)	1.5	1.1	0.7	1.1	1.3	1.7	2%
BVPS (PLN)	8.6	9.9	11.0	11.9	13.1	14.5	11%
ND / EBITDA (x)	0.0	-0.2	1.9	2.1	1.0	0.4	
ND / Equity (x)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.2	0.1	
FCFF	-26	-224	-381	-24	219	161	-244%
NWC	91	492	926	976	785	789	
Net Debt	9	-41	370	431	247	130	
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	
adj. Net Debt	9	-41	370	431	247	130	

Ratios	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	Avg.
adj. EBITDA yoy	18%	-15%	-32%	44%	16%	22%	
EBIT yoy	26%	-19%	-8%	1%	16%	25%	
adj. EPS yoy	6%	-25%	-40%	53%	19%	33%	
Gross margin	10.1%	9.0%	7.5%	8.7%	8.6%	8.7%	8.7%
adj. EBITDA margin	7.5%	6.5%	4.9%	6.3%	6.4%	6.7%	6.4%
EBIT margin	6.7%	5.6%	5.8%	5.2%	5.3%	5.7%	5.7%
adj. Net profit margin	4.2%	3.9%	2.6%	3.5%	3.7%	4.2%	3.7%
ROE (%)	17%	11%	10%	9%	10%	12%	11%
ROA (%)	6%	5%	5%	4%	5%	6%	5%

Company specific KPIs	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR
Backlog	4,622	7,992	8,465	10,550	12,175	13,279	24%
New orders signed	2,186	6,367	3,150	5,200	5,200	5,200	19%
Residential	73	101	200	200	200	200	22%
Public Utility and I&L	1,205	999	750	2,000	2,000	2,000	11%
Roads	907	5,267	2,100	2,500	2,500	2,500	22%
Railways	0	0	100	500	500	500	-

Source: Company, Trigon

Multiples at PLN 13.04	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	8.8	11.8	11.8	12.4	10.4	7.8
adj. P/E (x)	8.5	11.4	18.9	12.4	10.4	7.8
EV/EBITDA (x)	5.0	6.8	9.1	9.1	7.1	5.4
adj. EV/EBITDA (x)	4.8	6.6	12.6	9.1	7.1	5.4
P/BV (x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
FCFF Yield (%)	-2%	-16%	-21%	-1%	13%	10%
DY (%)	2.2%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%	1.9%

Multiples at Target Price	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	10.2	13.6	13.5	14.2	11.9	9.0
adj. P/E (x)	9.8	13.1	21.7	14.2	11.9	9.0
EV/EBITDA (x)	5.7	7.9	10.1	10.1	8.0	6.1
adj. EV/EBITDA (x)	5.6	7.6	14.1	10.1	8.0	6.1
P/BV (x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
FCFF Yield (%)	-2%	-14%	-19%	-1%	12%	9%
DY (%)	1.9%	1.2%	0.6%	0.7%	0.7%	1.7%

P&L Statement (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,904	3,274	3,702	4,334
COGS	2,987	2,961	2,687	2,991	3,384	3,957
Gross Profit	336	291	217	283	317	376
Selling costs	7	8	7	8	9	11
G&A costs	88	95	97	105	111	120
Other operating items, net	-10	105	51	0	0	0
EBITDA	243	204	199	206	238	290
adj. EBITDA	249	211	143	206	238	290
D&A	19	22	31	36	41	45
EBIT	224	182	168	170	197	245
Net financial costs	-54	-30	-20	-25	-24	-16
EBT	170	152	149	145	173	230
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	135	121	122	116	138	184
adj. net profit	140	126	76	116	138	184

Balance Sheet (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Non-current Assets	845	830	919	1,034	1,168	1,203
Current Assets	1,439	1,583	1,524	1,685	1,851	2,002
Inventories	390	361	402	727	849	854
Receivables	596	795	955	852	862	890
Cash and cash equivalents	396	397	136	75	109	226
Assets	2,284	2,414	2,443	2,719	3,018	3,204
Equity	794	1,095	1,207	1,311	1,438	1,594
Non-current Liabilities	496	495	645	645	495	495
Long-term borrowings	314	218	368	368	218	218
Current Liabilities	994	824	591	763	1,086	1,116
Short-term borrowings	91	138	138	138	138	138
Payables	895	664	431	603	926	955
Equity and Liabilities	2,284	2,414	2,443	2,719	3,018	3,204

CF Statement (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Operating CF	148	-48	-266	126	394	241
Change in NWC	-30	-335	-434	-51	191	-4
D&A	19	22	31	36	41	45
Investing CF	-146	-85	-85	-120	-145	-50
CAPEX	-150	-150	-85	-120	-145	-50
Financing CF	-114	134	91	-67	-215	-73
Lease payments	-23	-25	-30	-30	-30	-30
Dividend/Buy-back	-26	-19	-10	-12	-12	-28
Net change in cash	-112	1	-261	-61	34	117

4Q25 Results Preview [neutralne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	Y/Y	Q/Q
Revenues	896	497	720	732	955	7%	30%
Construction	853	475	731	731	871	2%	19%
Residential	77	38	18	11	57	-26%	401%
Rental	7	5	5	12	4	-41%	-64%
Other & Eliminations	-5	-21	-33	-22	48	-	-
Other operating activity, net	-12.1	2.4	3.8	-3.8	48.6	-	-
Revaluations	40.9	0.5	4.6	-0.6	0.5	-99%	-
EBITDA	86.6	32.3	39.5	28.4	99.0	14%	248%
adj. EBITDA	57.8	29.4	31.1	32.9	49.9	-14%	52%
EBIT	79.8	25.3	31.8	20.4	90.7	14%	345%
Net profit	56.9	15.0	21.1	14.1	71.7	26%	408%
Gross Margin	8.7%	8.7%	6.3%	7.5%	7.7%	-1.0pp	0.1pp
Construction	5.5%	6.8%	5.2%	6.9%	5.8%	0.3pp	-1.1pp
Residential	29.5%	36.4%	34.6%	34.4%	32.1%	2.7pp	-2.3pp
Rental	17.7%	-37%	-22%	19.5%	8.9%	-8.8pp	-0.5pp
Backlog	7,992	7,817	8,115	8,865	8,465	6%	-5%
OCF	100	-330	21	-1	43	-57%	-
FCF	97	-340	-14	-10	-17	-	-
Net Debt	-41	301	343	365	370		
P/E12M trailing	11.8	13.9	13.9	13.4	11.8		
EV/EBITDA 12M trailing	6.8	9.8	9.9	9.6	9.1		
EBITDA margin	9.7%	6.5%	5.5%	3.9%	10.4%	0.1pp	1.7pp
EBIT margin	8.9%	5.1%	4.4%	2.8%	9.5%	0.1pp	2.4pp
Net profit margin	6.3%	3.0%	2.9%	1.9%	7.5%	1.2pp	5.6pp

Source: Company, Trigon

Spodziewamy się neutralnej reakcji rynku na wyniki – uważamy, że ich wydźwięk będzie w dużej mierze ambiwalentny. Z jednej strony Grupa powinna, naszym zdaniem, pokazać dodatnią dynamikę kluczowych linii, z drugiej zaś zwracamy uwagę, że za całość wzrostu będzie odpowiadać przeszacowanie akcji Torpolu (~50mln PLN) – oczyszczona EBITDA będzie, naszym zdaniem, niższa o 13% r./r.

Budownictwo: Spodziewamy się ok. 2% wzrostu przerobu – Grupie udało się otrzymać ZRiD na jeden z odcinków trasy S10, natomiast jednocześnie kilka większych projektów (m.in. obwodnica Trójmiasta) zostało zakończone w ostatnim kwartale roku. Ponadto zakładamy stabilną marżę brutto, która na bazie naszych założeń była jedynie 30bps wyższa r./r. – większej przestrzeni do dekompresji marż (nawet o ok. 100bps) dostrzegamy w FY26E, kiedy to do przerobu wejdą kontrakty drogowe pozyskane w FY24. Spodziewamy się również utrzymania podwyższonego lewara (ND/EBITDA 1.7x), choć efekt ten powinien częściowo odwrócony już w 1H26E, kiedy to Grupa otrzyma wypłatę części roszczenia związanego z kosztami ogólnymi poniesionymi na kontrakcie Obejście Węgierskiej Górki. Co istotne, w ostatnim kwartale roku Grupa, na bazie naszych szacunków, powinna wykazać ok. 50mln PLN zysku na rewaluacji akcji Torpolu, co skokowo podniesie raportowane wyniki, a nie będzie jeszcze widoczne we wstępnych wynikach.

Deweloperka: Najmocniejszy kwartał w roku, choć bez większej historii. JHM przekazał klientom 112 mieszkań i o ile spodziewamy się wzrostu średniej ceny jednostkowej o 16% r./r. do 506 tys. PLN, o tyle sama kontrybucja tego segmentu do wyników Grupy będzie, naszym zdaniem, ograniczona.

Najem: Spodziewamy się sezonowej rotacji tenantów oraz braku jakichkolwiek większych rewaluacji.

Podpisanie przez JHM Development umowy nabycia gruntu w Poznaniu za 421mln PLN

- Przedmiotem umowy jest zakup nieruchomości inwestycyjnej w Poznaniu, obręb ewidencyjny 0003 Komandoria stanowiącej działkę ewidencyjną numer 1/8 o powierzchni 12.2285 ha.
- Na przedmiotowej Nieruchomości Spółka Zależna zamierza zrealizować projekt inwestycyjny w zakresie budownictwa mieszkaniowego wielorodzinnego obejmujący realizację ponad 2,000 lokali mieszkalnych. Umowa zawiera postanowienia typowe dla tego typu umów z zastrzeżeniem, że zapłata części ceny jest rozłożona w czasie.

Komentarz: Nieco zaskakująca informacja. Skala projektu robi wrażenie – dla porównania, w ostatnich 5 latach JHM Development sprzedał 2,031 lokali, tj. praktycznie tyle samo, ile ma docelowo powstać na zakupionym gruncie. Zakładając, że średni metraż mieszkania w ramach Poznańskiego projektu będzie zbliżony do tego z obecnego banku ziemi Grupy (~49.5m² PUM per mieszkanie), implikowana cena zakupu wynosi ok. 4.3tys PLN/PUM – dla porównania, wg stanu na styczeń br., średnia cena mieszkania z rynku pierwotnego w Poznaniu wynosi ok. 11.5 tys. PLN/m². Sam rynek Poznański pozostaje relatywnie wymagający dla deweloperów – obecnie czas wyprzedaży oferty wynosi w tym mieście ok. 8 kwartałów.

#Landbank. Na koniec września ub.r. JHM posiadał bank ziemi pozwalający na wybudowanie 6,839 mieszkań, tak więc transakcja pozwoliłaby na skokowe, prawie 30%, zwiększenie zasobów gruntowych Grupy. Jednocześnie część zapłaty za grunt ma być odłożona w czasie (zakładamy, że najpewniej będzie to powiązanie z uzyskiwaniem kolejnych kamieni milowych w procesie deweloperskim).

#Wpływ na FCF. Po uwzględnieniu straty kontraktu na budowę linii E 75 (Rail Baltica) oraz opóźnienie rozpoczęcia odbudowy Marywilskiej 44, do tej pory spodziewaliśmy się, że w latach FY26/27E Mirbud wygeneruje odpowiednio 0/250mln PLN FCF. Nie znamy timingu zapłaty za rzeczony grunt, natomiast potencjalnie transakcja ta może znacznie obniżyć generację FCF. Wg stanu na koniec 3Q25 Grupa planowała zrealizować 2 projekty mieszkaniowe w Poznaniu, łącznie na 379 mieszkań, a zakończenie ich realizacji zostało przewidziane na lata FY28-29E. (David Sharma, +48 603 173 749)

Wycena

Założenia modelowe

#MRB: FY25-35E estimates

PLNm	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Revenues	2,506	3,319	3,322	3,252	2,904	3,274	3,702	4,334	4,725	5,155	5,477	5,496	5,526	5,586	5,750
yoy	102%	32%	0%	-2%	-11%	13%	13%	17%	9%	9%	6%	0%	1%	1%	3%
Construction	2,344	3,266	3,127	2,997	2,809	3,116	3,574	4,096	4,483	4,900	5,208	5,213	5,228	5,273	5,420
yoy	103%	39%	-4%	-4%	-6%	11%	15%	15%	9%	9%	6%	0%	0%	1%	3%
Residential	146	132	203	269	124	192	171	267	278	289	301	313	325	338	352
yoy	28%	-10%	54%	32%	-54%	56%	-11%	56%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Rental	42	54	62	36	25	27	28	51	53	55	57	59	62	64	67
yoy	28%	29%	13%	-42%	-29%	5%	5%	81%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Other & Elimination	-27	-132	-69	-50	-54	-60	-72	-81	-89	-89	-89	-89	-89	-89	-89
Gross Profit	232	270	336	291	217	283	317	376	389	420	444	448	453	460	475
Gross Margin	9.2%	8.1%	10.1%	9.0%	7.5%	8.7%	8.6%	8.7%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%	8.2%	8.2%	8.3%
Construction	7.4%	6.0%	7.8%	5.8%	6.1%	6.9%	7.2%	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Residential	22.9%	29.2%	24.5%	31.4%	34.0%	31.0%	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%	0.0%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
EBITDA	188	194	243	204	199	206	238	290	294	315	330	326	321	317	320
EBITDA margin (%)	7.5%	5.9%	7.3%	6.3%	6.9%	6.3%	6.4%	6.7%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%
EBIT	174	178	224	182	168	170	197	245	247	267	279	271	263	256	254
EBIT margin (%)	7.0%	5.4%	6.7%	5.6%	5.8%	5.2%	5.3%	5.7%	5.2%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%	4.4%
Net financial costs	-18	-27	-54	-30	-20	-25	-24	-16	-13	-12	-10	-8	-11	-10	-9
Interest income	5	10	1	9	0	3	1	2	5	6	8	10	7	8	9
Interest costs	23	37	55	39	20	28	25	18	18	18	18	18	18	18	18
Net profit	128	119	135	121	122	116	138	184	187	204	215	211	201	197	197
Net profit margin (%)	5.1%	3.6%	4.1%	3.7%	4.2%	3.5%	3.7%	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%
Backlog	4,815	5,564	4,622	7,992	8,465	10,550	12,175	13,279	13,997	14,347	14,339	14,427	14,599	14,827	15,007
Contracts signed	2,581	4,014	2,186	6,367	3,150	5,200	5,200	5,200	5,200	5,250	5,200	5,300	5,400	5,500	5,600
Residential buildings	58	189	73	101	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
Public utility	455	592	704	871	600	1,000	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	1,000	1,000	1,000	1,000	1,050	1,000	1,100	1,200	1,300	1,400
Roads	1,158	2,247	907	5,267	2,100	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Railways	0	0	0	0	100	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
OCF	205	133	148	-48	-266	126	394	241	199	228	249	270	267	262	256
CAPEX	-57	-8	-150	-150	-85	-120	-145	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-62	-65
DY	0.6%	1.5%	2.2%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%	1.9%	2.6%	2.6%	2.8%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%
FCF Yield	9.2%	7.8%	-1.5%	-11.4%	-21.1%	-1.3%	13.0%	10.3%	8.0%	10.6%	13.2%	16.7%	18.6%	19.2%	20.7%

Source: Trigon

Wycena dochodowa

DCF. Naszą wycenę akcji Mirbudu opieramy w 100% na modelu DCF. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 15 PLN na akcję, 15% 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 (+)	506
Cash and cash equivalents (-)	136
Cash adjustment (+)	353
Investment in Torpol (-)	134
ND	589

DCF (PLNm)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	>2035E
adj. EBIT	170	197	245	247	267	279	271	263	256	254	
Tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
NOPLAT	136	157	196	198	213	223	217	210	205	204	
D&A	36	41	45	47	49	52	55	58	62	65	
CAPEX	-120	-145	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-62	-65	
Change in NWC	-51	191	-4	-48	-36	-28	-3	-4	-6	-15	
FCF	1	245	187	146	176	197	219	215	198	189	193
Relevered beta	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Cost of equity	12.2%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	10.3%
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	26.1%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
WACC	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	9.2%

DFCF	1	202	140	98	107	108	108	96	80	69
Risk-free rate	5.5%									
Market premium	5.5%									
PV FCF 2026-2035E	1,009									
Residual growth rate	2.5%									
Terminal Value	2,873									
Discounted TV	1,051									
EV	2,060									
Net Debt	589									
Dividend paid-out										
Equity Value	1,471									
Shares outstanding (m)	110.1									
Equity Value per share (PLN) as of 05/02	13.4									
12M Target Price (PLN)	15.0									
Upside / (Downside)	15%									

Source: Trigon

		WACC				
		9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
β	1.5%	16.4	14.9	13.5	12.3	11.3
	2.0%	17.4	15.7	14.2	12.9	11.8
	2.5%	18.5	16.6	15.0	13.6	12.3
	3.0%	19.9	17.7	15.9	14.3	13.0
	3.5%	21.6	19.1	17.0	15.2	13.7

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, 42% powyżej obecnych poziomów. W scenariuszu tym uwzględniamy:

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

#MRB: Bull Case assumptions

PLNm	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TP
Revenues	3,274	3,813	4,550	4,961	5,413	5,750	5,771	5,802	5,866	6,037	18.5
vs. Base Case	0%	3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	42%
GM	9.0%	8.9%	9.0%	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.6%	
vs. Base Case	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	0.3pp	
EBITDA	216	259	323	334	367	392	400	396	393	396	
vs. Base Case	5%	9%	11%	13%	16%	19%	23%	23%	24%	24%	
Net profit	124	155	209	217	242	261	266	259	254	255	
vs. Base Case	7%	12%	14%	16%	19%	22%	26%	28%	29%	30%	

Source: Trigon

W scenariuszu pesymistycznym (założenia w tabeli poniżej) wyceniamy Grupę Mirbud na 10 PLN na akcję, a więc 23% poniżej bieżącej ceny rynkowej. W scenariuszu tym uwzględniamy:

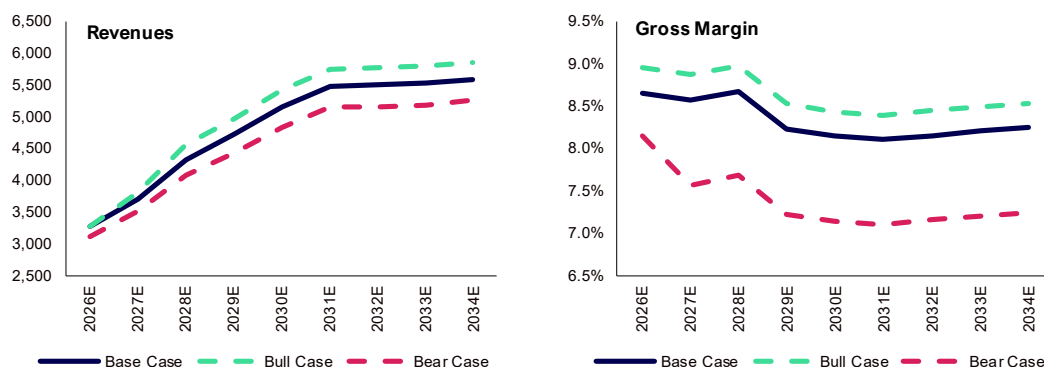
- 1) agresywnie wyceniony portfel kolejowy oraz drogowy (marża brutto 1p.p. rezydualnie poniżej naszych oczekiwań)
- 2) marginalną rolę w projekcie budowy CPK
- 3) brak wejścia Marywilskiej 44 na „pełne obroty”.

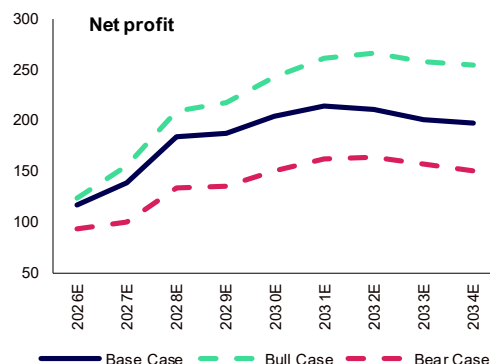
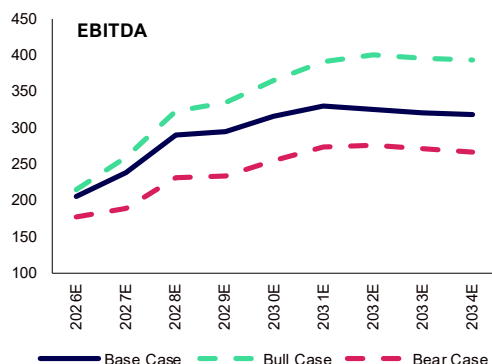
#MRB: Bear Case assumptions

PLNm	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TP
Revenues	3,111	3,517	4,073	4,441	4,846	5,148	5,166	5,194	5,251	5,405	10.0
vs. Base Case	-5%	-5%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-23%
GM	8.2%	7.6%	7.7%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	
vs. Base Case	-0.5pp	-1.0pp	-1.0pp	-1.0pp	-1.0pp	-1.0pp	-1.0pp	-1.0pp	-1.0pp	-1.0pp	
EBITDA	177	189	230	234	255	272	276	271	266	266	
vs. Base Case	-14%	-21%	-21%	-21%	-19%	-18%	-15%	-16%	-16%	-17%	
Net profit	93	99	134	136	151	162	163	156	150	148	
vs. Base Case	-20%	-28%	-27%	-28%	-26%	-24%	-23%	-22%	-24%	-25%	

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 15.7 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		396	12.4	10.4	7.8	9.1	7.1	5.4	-1.3%	13.0%	10.3%
Peers											
Skanska AB	SWEDEN	9,283	16.2	13.5	12.6	9.1	8.0	7.3	5.3%	8.0%	8.7%
Acciona SA	SPAIN	9,485	14.7	22.3	21.2	6.9	7.5	7.2	-1.1%	-0.5%	-0.6%
Budimex SA	POLAND	3,768	-	-	-	13.6	12.1	11.5	-	-	-
Peab AB	SWEDEN	2,154	17.9	10.9	9.7	8.1	7.3	6.5	8.2%	6.9%	8.7%
Torpol SA	POLAND	319	18.9	13.9	10.4	9.1	7.6	5.3	-	-	-
Median			16.2	13.5	10.4	8.6	7.5	6.9	3.6%	3.2%	4.1%
premium/(discount)			-23%	-23%	-25%	5%	-6%	-22%	-5pp	10pp	6pp
Implied valuation per share (PLN)			17	17	17	12	14	17			
applied weight (year)			33%	33%	33%	33%	33%	33%			
applied weight (multiple)				50%			50%				
Valuation per share (PLN)			15.7								

Source: Trigon, Bloomberg

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
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszc, 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, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

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

Objaśnienia używanej terminologii fachowej

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczby 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

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – MIRBUD S.A.

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

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

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

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

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

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

Dokument sporządził: David Sharma

Stosowane metody wyceny

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

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

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

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

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

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

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

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

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

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż 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 posiada akcje Emitenta

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

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego 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: 06.02.2026, 7:29.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 06.02.2026, 7:30.