

Flash Note

CEE | Equity Research

MIRBUD (MRB PW; UNDER REVIEW) / TORPOL (TOR PW; BUY; TP PLN 85)

Sąd Okręgowy w Warszawie odrzucił skargę złożoną przez konsorcjum Mirbud x Torpol [MRB: negatywne / TOR: neutralne/pozytywne]

#Wyrok

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

#Konsekwencje

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

#Zarys sytuacji

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

Komentarz: Odrzucenie skargi, a więc wyrok ZGODNY z naszymi oczekiwaniami, ma naszym zdaniem wielowątkowe konsekwencje dla Mirbudu, Torpolu oraz całej branży budowlanej.

W przypadku **#TOR** sytuacja jest jednak klarowna – nie zakładaliśmy, że Spółka będzie realizować Rail Baltica, a biorąc pod uwagę bardzo konserwatywne ofertowanie Grupy ostateczne odrzucenie skargi waliduje nasze założenia modelowe, szczególnie wzrostową trajektorię marży brutto w kolejnych latach.

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

- i) z jednej strony jednoznacznie negatywnie odbieramy brak możliwości pozyskania tak dużego kontraktu kolejowego, który naszym zdaniem mógł jakkolwiek uwiarygodnić ambitne plany biznesowe Grupy w tym segmencie. Od SPO minęły już ponad 2 lata, a środki pozyskane z emisji, który miały zostać przeznaczone na przejęcia i budowanie masy w segmencie kolejowym, realnie zostały wykorzystane do bieżącego zaangażowania w kapitał obrotowy. Od tamtej pory, pomimo przejęcia Transkolu, Grupa nie wygrała ani jednego materialnego przetargu kolejowego (w ub.r. Transkol podpisał kontrakt o wartości 104mln PLN, a sama spółka na koniec czerwca posiadała ujemne kapitały własne), a na kilku z nich, m.in. na Rail Baltica, oferta konsorcjum, mimo bardzo agresywnej wyceny, została finalnie odrzucona. Jednocześnie Grupa, a raczej spółka Mirbud S.A., będzie zmuszona do przejścia procedury samooczyszczenia, która jak pokazał tegoroczny przykład Budimex, jest relatywnie problematyczna w polskim reżimie prawnym/PZP i może materialnie ograniczyć możliwość kontraktacji Grupy w najbliższych miesiącach, co jest o tyle negatywne biznesowo, że w najbliższym czasie czeka nas m.in. wybór wykonawcy Terminala CPK. Samooczyszczenie nie jest procedurą centralną, a każdy zamawiający ocenia skuteczność pakietu zmian osobno, co sprawia, że Grupa będzie zmuszona dokonywać zmian niejako w

Flash Note

CEE | Equity Research

„ciemno” bez pewności, że sytuacja została już odpowiednio zaadresowana. Co istotne natomiast, samo wykroczenie, którego dopuścił się Mirbud, zostało zakwalifikowane przez KIO jako „lekkomyślność lub niedbalstwo z art. 109 ust. 1 pkt 10”, a nie jak w przypadku Budimeksu „zawarcie porozumienia ograniczającego konkurencję” co obiektywnie jest znacznie „lżejszym” wykroczeniem i może przełożyć się na szybsze wdrożenie rozwiązania akceptowanego przez zamawiających. Zakładamy, że Mirbud powinien skutecznie przejść samooczyszczenie do końca FY26E co częściowo może wpłynąć na odrzucenie ofert Spółki z przetargów, ale i tak powinno pozwolić na przekroczenie 10mld PLN portfela zamówień na koniec roku.

- ii) z drugiej zaś dostrzegamy pozytywne konsekwencje tego wyroku. Na ostatniej konferencji wynikowej Zarząd materialnie schłodził nasze oczekiwania co do trajektorii FCF w drugiej połowie roku – wg wypowiedzi CFO przepływy z działalności operacyjnej powinny być bliskie zeru w FY26E, co oznaczałoby 4 kolejny rok bez dodatniego OCF. Biorąc pod uwagę, że Mirbud wciąż posiada ponad 500mln PLN aktywów NETTO z tyt. wyceny kontraktów budowlanych, w najbliższych 3 latach będzie zmuszony zapłacić kolejne transzę za grunt w Poznaniu (ok. 300mln PLN), Marywilska otrzymała już zgodę Rady Miasta na wydłużenie dzierżawy oraz pozwolenie na budowę (koszty odbudowy szacujemy na 130mln PLN), a inwestycje nowe wytwórnie mas bitumicznych będą kosztować Grupę blisko 80mln PLN w latach FY26-27E, tak duży kontrakt jak Rail Baltica (ok. 2mld PLN przypadające na Mirbud) budżetowane po relatywnie niskiej marży (5% marży brutto, przy ofercie składanej ponad rok temu) wiązałoby się z kolejnych mocnym odpływem gotówki w latach FY26-27E. W powyższych kalkulacjach nie poruszamy nawet tematu potencjalnych przejęć w kolejówce / elektroenergetyce, które również mogłyby się wiązać z 300-500mln PLN nakładów. Ostatecznie więc sytuacja, w której Mirbud nie będzie realizować Rail Baltica, mając na uwadze rosnący portfel zamówień oraz wciąż słabą generację gotówki może być dla Spółki pozytywną informacją z punktu widzenia odlewarowania bilansu – szczególnie, że w FY27E oczekujemy mocnego wzrostu produkcji budowlano-montażowej i idącej za tym inflacji cen materiałów i surowców.

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

Flash Note

CEE | Equity Research

#MRB: FY26-28E estimates

PLNm	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,951	-	-	-
adj. EBITDA	249	211	130	-	-	-
EBIT	224	182	168	-	-	-
adj. Net profit	140	126	58	-	-	-
EPS (PLN)	1.5	1.1	0.5	-	-	-
P/E (x)	8.3	11.1	24.2	-	-	-
EV/EBITDA (x)	4.7	6.5	12.2	-	-	-
FCFF Yield (%)	-1.8%	-11.6%	-9.8%	-	-	-
DY (%)	2.2%	1.4%	0.8%	0.9%	-	-

Source: Company, Trigon

#TOR: FY26-28E estimates

PLNm	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	1,092	1,458	1,978	2,110	2,597	3,256
EBITDA	139	100	121	136	190	270
EBIT	114	75	94	107	159	238
Net profit	102	68	78	94	139	211
EPS (PLN)	4.4	3.0	3.4	4.1	6.0	9.2
P/E (x)	15.6	23.5	20.4	17.0	11.5	7.5
EV/EBITDA (x)	8.2	14.3	8.3	8.7	5.0	2.8
FCFF Yield (%)	0.5%	-17.8%	45.9%	-7.7%	30.1%	36.3%
DY (%)	0.0%	3.0%	1.9%	4.9%	2.9%	4.4%

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLEERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

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

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

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

DISCLAIMER

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