

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (MRB PW; Under Review)

1Q26 Results Review [lekko negatywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Y/Y	Q/Q	1Q26P	1Q26E	Cons.
Revenues	497	720	732	1,002	547	10%	-45%	547	493	482
Construction	475	731	731	1,016	505	6%	-50%		461	
Residential	38	18	11	59	44	16%	-25%		52	
Rental	5	5	12	8	9	87%	7%		5	
Other & Eliminations	-21	-33	-22	-51	-10	-	-		-20	
Other operating activity, net	2.4	3.8	-3.8	74.2	-0.4	-	-		0	
Revaluations	0.5	4.6	-0.6	-11.4	-0.6	-	-		0	
EBITDA	32.3	39.5	28.4	99.1	32.9	2%	-67%	n.a.	29.4	29.4
adj. EBITDA	29.4	31.1	32.9	36.3	33.9	15%	-6%	n.a.		
EBIT	25.3	31.8	20.4	90.9	23.5	-7%	-74%	n.a.	20.9	21.2
Net profit	15.0	21.1	14.1	62.0	9.7	-36%	-84%	9.0	12.2	12.5
Gross Margin	8.7%	6.3%	7.5%	8.3%	10.2%	1.5pp	1.9pp	10.1%	9.3%	
Construction	6.8%	5.2%	6.9%	6.6%	7.9%	1.1pp	1.3pp		6.3%	
Residential	36.4%	34.6%	34.4%	33.4%	33.0%	-3.4pp	-0.4pp		33.0%	
Rental	-37%	-22%	19.5%	5.2%	10.9%	47.6pp	1.1pp		15.0%	
Backlog	7,817	8,115	8,865	8,465	8,279	6%	-2%		8,279	
OCF	-330	21	-1	251	-266	-	-			
NWC	-323	-52	-29	184	-294	-	-			
FCF	-340	-14	-10	208	-280	-	-			
Net Debt	301	343	365	177	462					
P/E12M trailing	11.3	11.3	10.9	10.4	10.9					
EV/EBITDA 12M trailing	8.2	8.4	8.2	6.7	8.1					
EBITDA margin	6.5%	5.5%	3.9%	9.9%	6.0%	-0.5pp	-0.4pp		6.0%	6.1%
EBIT margin	5.1%	4.4%	2.8%	9.1%	4.3%	-0.8pp	-0.5pp		4.2%	4.4%
Net profit margin	3.0%	2.9%	1.9%	6.2%	1.8%	-1.3pp	-4.4pp	1.6%	2.5%	2.6%

Source: Company, Trigon

Komentarz: Ostateczne wyniki Grupy okazały się być zbliżone do wstępnych, które oceniliśmy lekko negatywnie. Względem wcześniejszych ujawnień zwracamy uwagę przede wszystkim na: 1) wyraźny wzrost przychodów oraz marży brutto w segmencie budowlanym, pomimo niesprzyjających warunków atmosferycznych, 2) utrzymującą się wysoką dynamikę kosztów ogólnych (koszty ogólnego zarządu aż +54% r./r.), 3) słaby OCF, głównie ze względu na zakup gruntu w Poznaniu przez JHM (zapasy -423mln PLN) oraz 4) rekordowy wzrost długoterminowych kwot zatrzymanych wobec pozostałych jednostek (467mln PLN vs. 152mln PLN na koniec FY25 oraz 132mln PLN na koniec 1Q25), który naszym zdaniem jest trudny do wyjaśnienia biorąc pod uwagę sezonowość w pierwszym kwartale oraz płaski portfel zamówień kw./kw.

Podsumowując, wyniki odbieramy lekko negatywnie – głównie ze względu na kolejny kwartał ze słabym FCF. Zaskakuje przede wszystkim mocny wzrost zapasów – spodziewaliśmy się, że transakcja nabycia bardzo dużego gruntu w Poznaniu przez JHM będzie podzielona na kilka transz, natomiast Spółka, na podstawie analizy sprawozdania, wydaje się, że zapłaciła większość kwoty. Na plus odbieramy spadek wyceny kontraktów budowlanych po stronie aktywnej (z 705mln PLN do 625mln PLN w ciągu kwartału), choć pozycja ta wciąż jest naszym zdaniem wysoka (ca. 21% przychodów segmentu budowlanego za ostatniego 4 kwartały). Pytanie również z czego wynikał bardzo wysoki (ponad 300mln PLN) przyrost kwot zatrzymanych wobec, jak rozumiemy, podwykonawców – być może z uwagi na przedłużające się dyskusję z GDDKiA w zakresie wypłaty roszczeń związanych m.in. z kontraktem S1 Obejście Węgierskiej Górki Grupa zdecydowała się na zmianę harmonogramów rozliczeń z podwykonawcami, choć sama skala, biorąc pod uwagę, że

Flash Note

CEE | Equity Research

przychody w segmencie budowlanym wyniosły ok. 3mld PLN za ostatnie 12 miesięcy, wydaje się być dość wysoka. Podtrzymujemy naszą postawę „wait and see” – kluczowa będzie czerwcową decyzją sądu w sprawie oferty konsorcjum Mirbud x Torpol na przetargu Rail Baltica. Do tego momentu visibility kontraktacji Mirbudu pozostaje, naszym zdaniem, bardzo mocno ograniczone. (David Sharma, +48 603 173 749)

MIRBUD	1H21	FY21	1H22	FY22	1H23	FY23	1H24	FY24	1H25	FY25	1Q26
AKTYWA OBROTOWE	570	498	912	1,518	741	1,437	669	1,583	1,035	1,867	2,191
Należności handlowe	360	398	751	439	527	384	386	458	505	284	371
Naliczenie należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych	49	0	58	50	99	98	156	337	415	705	625
Pozostałe	161	100	102	1,029	115	955	126	788	115	878	1,194
ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	534	673	942	847	856	892	664	657	681	812	627
Zobowiązania handlowe	392	376	455	352	281	452	266	363	410	471	314
Zobowiązania z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych	0	90	179	136	162	69	60	4	28	48	67
Zaliczki otrzymane krótkoterminowe	73	108	196	188	227	190	145	87	90	126	90
Pozostałe	69	100	112	171	186	181	193	204	152	167	156
Rezerwy na naprawy gwarancyjne	1	1	1	2	2	2	2	2	2	5	5
Rezerwy na naprawy gwarancyjne jako %LTM przychodów	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
Rezerwy na naprawy gwarancyjne jako % portfela zamówień	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
Przychody segmentu budowlanego	810	1,534	1,354	1,912	1,196	1,931	1,329	1,668	1,206	1,747	547
Wycena kontraktów (AKTYWA) jako %LTM przychodów	3%	0%	2%	2%	3%	3%	5%	11%	14%	24%	21%
Wycena kontraktów (PASywa) jako %LTM przychodów	0%	4%	6%	4%	5%	2%	2%	0%	1%	2%	2%
Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)	-3%	4%	4%	3%	2%	-1%	-3%	-11%	-13%	-22%	-19%
Portfel zamówień	4,815	4,815	5,755	5,564	4,817	4,622	6,092	7,992	8,115	8,465	8,279
Wycena kontraktów (AKTYWA) jako % portfela zamówień	1%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%	8%	8%
Wycena kontraktów (PASywa) jako % portfela zamówień	0%	2%	3%	2%	3%	1%	1%	0%	0%	1%	1%
Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)	-1%	2%	2%	2%	1%	-1%	-2%	-4%	-5%	-8%	-7%

PLNm	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,951	-	-	-
EBITDA	243	204	199	-	-	-
EBIT	224	182	168	-	-	-
Net profit	135	121	112	-	-	-
EPS (PLN)	1.5	1.1	1.0	-	-	-
P/E (x)	7.2	9.6	10.4	-	-	-
EV/EBITDA (x)	4.0	5.5	6.7	-	-	-
FCFF Yield (%)	-2.2%	-14.1%	-11.6%	-	-	-
DY (%)	2.7%	1.7%	0.9%	1.0%	-	-

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLERSKI 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 *Managing Director*

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>