

Flash Note

CEE | Equity Research

MIRBUD (MRB PW; UNDER REVIEW)

2Q26 Results Review [neutralne]

PLNm	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	Y/Y	Q/Q	2Q26P	2Q26E	Cons.
Revenues	720	732	1,002	547	910	26%	66%	910	857	861
Construction	731	731	1,016	505	935	28%	85%		812	
Residential	18	11	59	44	74	320%	66%		70	
Rental	5	12	8	9	8	71%	-7%		5	
Other & Eliminations	-33	-22	-51	-10	-107	-	-		-25	
Other operating activity, net	3.8	-3.8	74.2	-0.4	6.3	63%	-	0.0	0	
Revaluations	4.6	-0.6	-11.4	-0.6	0.1	-98%	-	0.0	0	
EBITDA	39.5	28.4	99.1	32.9	60.7	54%	85%	n.a.	58.1	57.7
adj. EBITDA	31.1	32.9	36.3	33.9	54.3	75%	60%	n.a.	58.1	
EBIT	31.8	20.4	90.9	23.5	51.4	62%	119%	n.a.	48.6	48.9
Net profit	21.1	14.1	62.0	9.7	35.2	67%	265%	35.3	30.3	31.4
Gross Margin	6.3%	7.5%	8.3%	10.2%	8.4%	2.1pp	-1.8pp	8.4%	9.6%	
Construction	5.2%	6.9%	6.6%	7.9%	6.6%	1.4pp	-1.3pp		7.5%	
Residential	34.6%	34.4%	33.4%	33.0%	31.1%	-3.4pp	-1.9pp		32.0%	
Rental	-22%	19.5%	5.2%	10.9%	16.6%	39.1pp	0.5pp		10.0%	
Backlog	8,115	8,865	8,465	8,279	8,879	9%	7%			
OCF	21	-1	251	-266	35	64%	-			
NWC	-52	-29	184	-294	-18	-	-			
FCF	-14	-10	208	-280	13	-	-			
Net Debt	343	365	177	462	436					
P/E 12M trailing	13.9	13.4	12.7	13.4	11.8					
EV/EBITDA 12M trailing	9.9	9.6	8.1	9.5	8.4					
EBITDA margin	5.5%	3.9%	9.9%	6.0%	6.7%	-	0.1pp		6.8%	6.7%
EBIT margin	4.4%	2.8%	9.1%	4.3%	5.7%	-	0.3pp		5.7%	5.7%
Net profit margin	2.9%	1.9%	6.2%	1.8%	3.9%	0.9pp	2.1pp	3.9%	3.5%	3.6%

Source: Company, Trigon

Komentarz: Ostateczne wyniki Grupy okazały się być zbliżone do wstępnych (choć skor. EBITDA finalnie wypadła słabiej od naszych oczekiwań), które oceniliśmy neutralnie.

Względem wcześniejszych ujawnień zwracamy uwagę przede wszystkim na: 1) wyraźnie słabszą od naszych założeń marżę brutto w segmencie budowlanym (6.6% vs. 7.5%), choć wciąż lepszą r./r.,

2) 6mln PLN pozostałej działalności operacyjnej, która pozytywnie wpłynęła na EBITDA (EBITDA skor. ostatecznie okazała się być 6% słabsza od naszych założeń),

3) sprzedaż pawilonu handlowego w Starachowicach (do tej pory obiekt był wynajętemu operatorowi sklepu Bricomarche), która podbiła FCF w 2Q26 o 17mln PLN oraz przede wszystkim

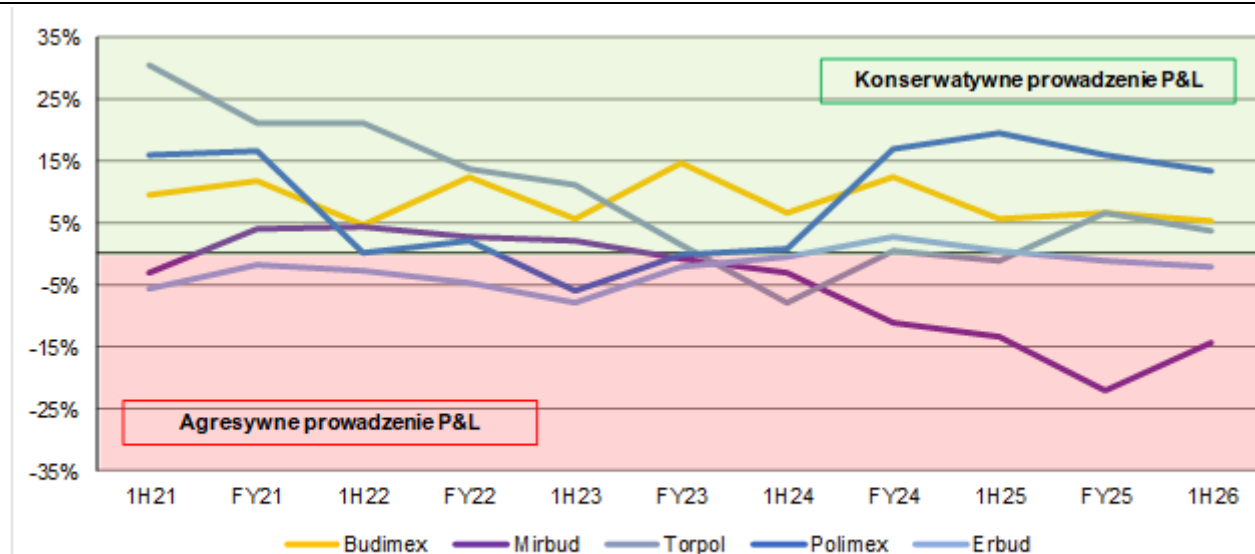
4) dodatni OCF oraz kosmetyczny spadek aktywów z tyt. wyceny kontraktów budowanych (z 625mln PLN do 568mln PLN) przy jednoczesnym wyraźnym wzroście należności (z 371mln PLN do 571mln PLN) co naszym zdaniem wskazuje, że Grupa rozpoczęła „fakturowanie” dużych kontraktów drogowych.

Flash Note

CEE | Equity Research

Podsumowując, wyniki odbieramy neutralnie. Na obecnym etapie trudno nam oszacować realny, gotówkowy wpływ podpisanych aneksów waloryzacyjnych z GDDKiA na trajektorię FCF – aktywa kontraktowe nadal stanowią bardzo dużą pozycję aktywów (znetowane aktywa – zobowiązanie budowlane odpowiadają 14% LTM przychodów z segmentu budowlanego vs. 22% na koniec roku i 13% przed rokiem), natomiast widoczny wzrost należności dobrze rokuje na drugą połowę roku, kiedy zamawiający odbiorą gros kontraktów drogowych Grupy i wypłacą ostateczne wynagrodzenie za realizację zamówień. 4 września poznamy również wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie, który wraz ze wspomnianą wyżej trajektorią FCF, będzie mieć kluczowy wpływ na equity story Grupy. Zakładając, że druga połowa roku przyniesie dalsze przejście kontraktów z aktywów budowlanych do należności (oraz przy założeniu, że Grupa nie zdecyduje się na dokonanie dużego M&A) Mirbud może pozytywnie zaskoczyć tempem delewarowania bilansu, nawet pomimo słabszej, od naszych założeń, marżowości bieżącej produkcji. Sytuacja bilansowa pozostaje daleka od ideału (szczególnie w kontekście nadchodzącego spiętrzenia inwestycji w rodzimej budowlance), natomiast na obecnym etapie, mając na uwadze, że aneksy z GDDKiA zostały podpisane w połowie czerwca i ich wpływ na FCF Grupy powinien być mocniej widoczny w 2H26E, spodziewamy się, że druga połowa roku przyniesie dodatni FCF. **(David Sharma)**

MIRBUD	1H21	FY21	1H22	FY22	1H23	FY23	1H24	FY24	1H25	FY25	1H26
AKTYWA OBROTOWE	570	498	912	1,518	741	1,437	669	1,583	1,035	1,867	2,291
Należności handlowe	360	398	751	439	527	384	386	458	505	284	571
Naliczenie należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych	49	0	58	50	99	98	156	337	415	705	568
Pozostałe	161	100	102	1,029	115	955	126	788	115	878	1,152
ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	534	673	942	847	856	892	664	657	681	812	700
Zobowiązania handlowe	392	376	455	352	281	452	266	363	410	471	320
Zobowiązania z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych	0	90	179	136	162	69	60	4	28	48	107
Zaliczki otrzymane krótkoterminowe	73	108	196	188	227	190	145	87	90	126	67
Pozostałe	69	100	112	171	186	181	193	204	152	167	206
Rezerwy na naprawy gwarancyjne	1	1	1	2	2	2	2	2	2	5	5
Rezerwy na naprawy gwarancyjne jako %LTM przychodów	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
Rezerwy na naprawy gwarancyjne jako % portfela zamówień	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
Przychody segmentu budowlanego	810	1,534	1,354	1,912	1,196	1,931	1,329	1,668	1,206	1,747	1,440
Wycena kontraktów (AKTYWA) jako %LTM przychodów	3%	0%	2%	2%	3%	3%	5%	11%	14%	24%	18%
Wycena kontraktów (PASYWA) jako %LTM przychodów	0%	4%	6%	4%	5%	2%	2%	0%	1%	2%	3%
Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)	-3%	4%	4%	3%	2%	-1%	-3%	-11%	-13%	-22%	-14%
Portfel zamówień	4,815	4,815	5,755	5,564	4,817	4,622	6,092	7,992	8,115	8,465	8,879
Wycena kontraktów (AKTYWA) jako % portfela zamówień	1%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%	8%	6%
Wycena kontraktów (PASYWA) jako % portfela zamówień	0%	2%	3%	2%	3%	1%	1%	0%	0%	1%	1%
Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)	-1%	2%	2%	2%	1%	-1%	-2%	-4%	-5%	-8%	-5%



Source: Trigon, Company data

Flash Note

CEE | Equity Research

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)	8.8	11.8	12.7	-	-	-
EV/EBITDA (x)	5.0	6.8	8.1	-	-	-
FCFF Yield (%)	-1.8%	-11.4%	-9.7%	-	-	-
DY (%)	2.2%	1.3%	0.8%	0.9%	-	-

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLEPSKI 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. Mogilska 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.