# Flash Note

CEE | Equity Research

## MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 13.5)

### 3Q26 Results Review [neutralne]

| PLNm | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | Y/Y | Q/Q | 3Q26P | 3Q26E | Cons. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Revenues | 732 | 1,002 | 547 | 910 | 1,062 | 45% | 17% | 1,062 | 981 | 930 |
| Construction | 731 | 1,016 | 505 | 935 | 1,059 | 45% | 13% | | 950 | |
| Residential | 11 | 59 | 44 | 74 | 55 | 386% | -25% | | 59 | |
| Rental | 12 | 8 | 9 | 8 | 8 | -34% | -1% | | 14 | |
| Other & Eliminations | -22 | -51 | -10 | -107 | -60 | - | - | | -28 | |
| Other operating activity, net | -3.8 | 74.2 | -0.4 | 6.3 | 14.8 | - | 135% | | 12 | |
| Revaluations | -0.6 | -11.4 | -0.6 | 0.1 | -0.6 | - | - | | 0 | |
| EBITDA | 28.4 | 99.1 | 32.9 | 60.7 | 86.3 | 204% | 42% | n.a. | 70.4 | 63.0 |
| **adj. EBITDA** | **32.9** | **36.3** | **33.9** | **54.3** | **72.2** | **120%** | **33%** | **n.a.** | **70.4** | |
| EBIT | 20.4 | 90.9 | 23.5 | 51.4 | 76.0 | 272% | 48% | n.a. | 60.9 | 54.0 |
| Net profit | 14.1 | 62.0 | 9.7 | 35.2 | 63.6 | 351% | 80% | 63.1 | 43.3 | 36.8 |
| Gross Margin | 7.5% | 8.3% | 10.2% | 8.4% | 9.3% | 1.8pp | 0.9pp | 9.3% | 8.8% | |
| Construction | 6.9% | 6.6% | 7.9% | 6.6% | 7.0% | 0.1pp | 0.4pp | | 7.0% | |
| Residential | 34.4% | 33.4% | 33.0% | 31.1% | 29.0% | -5.5pp | -2.1pp | | 32.0% | |
| Rental | 19.5% | 5.2% | 10.9% | 16.6% | -5.3% | -25pp | -22pp | | 15.0% | |
| Backlog | 8,865 | 8,465 | 8,279 | 8,879 | 8,833 | 0% | -1% | | 8,833 | |
| OCF | -1 | 251 | -266 | 35 | 107 | - | 206% | | | |
| NWC | -29 | 184 | -294 | -18 | 25 | - | - | | | |
| FCF | -10 | 208 | -280 | 13 | 210 | - | 1554% | | | |
| Net Debt | 365 | 177 | 462 | 436 | 234 | | | | | |
| P/E12M trailing | 11.9 | 11.3 | 11.9 | 10.5 | 7.4 | | | | | |
| EV/EBITDA 12M trailing | 8.7 | 7.3 | 8.7 | 7.7 | 5.4 | | | | | |
| EBITDA margin | 3.9% | 9.9% | 6.0% | 6.7% | 8.1% | 4.2pp | 1.5pp | | 7.2% | 6.8% |
| EBIT margin | 2.8% | 9.1% | 4.3% | 5.7% | 7.2% | 4.4pp | 1.5pp | | 6.2% | 5.8% |
| Net profit margin | 1.9% | 6.2% | 1.8% | 3.9% | 6.0% | 4.1pp | 2.1pp | 5.9% | 4.4% | 4.0% |

*Source: Company, Trigon*

***Komentarz:*** ***Ostateczne wyniki Grupy okazały się być zbliżone do wstępnych*** *(choć skor. EBITDA finalnie wypadła lepiej od naszych oczekiwań), które oceniliśmy jednoznacznie pozytywnie. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Grupa wygenerowała ~200mln PLN CF, co pozwoliło na skokowe obniżenie długu netto –* ***jednocześnie nieintuicyjna pozostaje dla nas trajektoria rozwoju aktywów kontraktowych, które w ujęciu netto wzrosły w 3Q26 o 167mln PLN (+36% kw./kw.), pomimo płaskiego portfela zamówień (szersza informacja w tabelce poniżej).***

*Względem wcześniejszych ujawnień zwracamy uwagę przede wszystkim na:*

1) *stabilną, 7.0% marżę brutto w segmencie budowlanym przy jednoczesnym wyraźnym wzroście przerobu (na ostatniej konferencji Grupa sygnalizowała ograniczoną przestrzeń do dalszego rozszerzenia marż w tym segmencie),*
2) *17mln PLN zysku związanego z Torpolem (sprzedaż pakietu + dywidenda), który podniósł EBITDA w 3Q26,*
3) *Mocny cash flow, w dużej mierze wynikający z dezinwestycji (143mln PLN przepływów z działalności inwestycyjnej),*
4) *Nieintuicyjny wzrost aktywów kontraktowych netto (wyrażone do przychodów wynoszą obecnie aż -19% vs. średnia dla pokrywanych przez nas spółek budowlanych +4%), co z jednej strony może wynikać z otrzymania ZRiDów, choć niezrozumiały w takim scenariuszu jest symultaniczny spadek zobowiązań kontraktowych oraz należności handlowych oraz*
5) *Materialny spadek długu netto, który w perspektywie 4Q26E powinien się, naszym zdaniem, jeszcze obniżyć, choć otwarte pytanie, kiedy Grupa sfinalizuje M&A w segmencie kolejowym.*

***Podsumowując**, pomimo wciąż relatywnie agresywnie prowadzonej polityki rachunkowości, odbieramy bieżącą wycenę Mirbudu jako atrakcyjną (EV/EBITDA 1Y FWD ~6x). W ostatnim czasie Grupa uplasowała obligacje o wartości 100mln PLN oraz otrzymała 350mln PLN kredytu na przejęcie w segmencie kolejowym od BGK/mBank – uważamy więc, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, że finalizacja M&A powinna nastąpić najpóźniej w styczniu. **W ostatnim wywiadzie Prezes wspominał o rozmowach prowadzonych z kilkoma podmiotami, naszymi najpoważniejszymi „kandydatami" do przejecie pozostają, niezmiennie, Torpol oraz PPMT, a więc Spółki, z którymi Mirbud w przeszłości startował wspólnie w konsorcjach (choć jedynie z PPMT wspólne ofertowanie zakończyło się podpisaniem umowy wykonawczej. (David Sharma)***

| MIRBUD | 1H21 | FY21 | 1H22 | FY22 | 1H23 | FY23 | 1H24 | FY24 | 1H25 | FY25 | 1H26 | 3Q26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **AKTYWA OBROTOWE** | **570** | **498** | **912** | **1,518** | **741** | **1,437** | **669** | **1,583** | **1,035** | **1,867** | **2,291** | **2,501** |
| Należności handlowe | 360 | 398 | 751 | 439 | 527 | 384 | 386 | 458 | 505 | 284 | 571 | 522 |
| Naliczenie należności z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych | **49** | **0** | **58** | **50** | **99** | **98** | **156** | **337** | **415** | **705** | **568** | **600** |
| Pozostałe | 161 | 100 | 102 | 1,029 | 115 | 955 | 126 | 788 | 115 | 878 | 1,152 | 1,379 |
| | | | | | | | | | | | | |
| **ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE** | **534** | **673** | **942** | **847** | **856** | **892** | **664** | **657** | **681** | **812** | **700** | **998** |
| Zobowiązania handlowe | 392 | 376 | 455 | 352 | 281 | 452 | 266 | 363 | 410 | 471 | 320 | 399 |
| Zobowiązania z tytułu rozliczenia kontraktów długoterminowych | **0** | **90** | **179** | **136** | **162** | **69** | **60** | **4** | **28** | **48** | **107** | **27** |
| Zaliczki otrzymane króterminowe | 73 | 108 | 196 | 188 | 227 | 190 | 145 | 87 | 90 | 126 | 67 | 113 |
| Pozostałe | 69 | 100 | 112 | 171 | 186 | 181 | 193 | 204 | 152 | 167 | 206 | 458 |
| | | | | | | | | | | | | |
| Rezerwy na naprawy gwarancyjne | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| *Rezerwy na naprawy gwarnacyjne 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%* | *0.2%* |
| *Rezerwy na naprawy gwarnacyjne 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%* | *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** | **1,059** |
| *Wycena kontraktów (AKTYWA) jako %LTM przychodów* | *3%* | *0%* | *2%* | *2%* | *3%* | *3%* | *5%* | *11%* | *14%* | *24%* | *18%* | *17%* |
| *Wycena kontraktów (PASYWA) jako %LTM przychodów* | *0%* | *4%* | *6%* | *4%* | *5%* | *2%* | *2%* | *0%* | *1%* | *2%* | *3%* | *1%* |
| *Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)* | *-3%* | *4%* | *4%* | *3%* | *2%* | *-1%* | *-3%* | *-11%* | *-13%* | *-22%* | *-14%* | *-16%* |
| | | | | | | | | | | | | |
| **Portfel zamówień** | **4,815** | **4,815** | **5,755** | **5,564** | **4,817** | **4,622** | **6,092** | **7,992** | **8,115** | **8,465** | **8,879** | **8,833** |
| *Wycena kontraktów (AKTYWA) jako % portfela zamówień* | *1%* | *0%* | *1%* | *1%* | *2%* | *2%* | *3%* | *4%* | *5%* | *8%* | *6%* | *7%* |
| *Wycena kontraktów (PASYWA) jako % portfela zamówień* | *0%* | *2%* | *3%* | *2%* | *3%* | *1%* | *1%* | *0%* | *0%* | *1%* | *1%* | *0%* |
| *Różnica (na plus = konserwatywniejsze prowadzenie P&L)* | *-1%* | *2%* | *2%* | *2%* | *1%* | *-1%* | *-2%* | *-4%* | *-5%* | *-8%* | *-5%* | *-6%* |

| PLNm | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Revenues | 3,322 | 3,252 | 2,951 | 3,541 | 4,115 | 5,065 |
| adj. EBITDA | 249 | 211 | 130 | 215 | 226 | 251 |
| EBIT | 224 | 182 | 168 | 183 | 182 | 203 |
| adj. Net profit | 140 | 126 | 58 | 120 | 127 | 147 |
| EPS (PLN) | 1.5 | 1.1 | 0.5 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| adj. P/E (x) | 7.5 | 10.1 | 21.9 | 10.5 | 10.0 | 8.6 |
| adj. EV/EBITDA (x) | 4.3 | 5.8 | 11.2 | 6.7 | 6.7 | 5.4 |
| FCFF Yield (%) | -2.0% | -12.9% | -10.7% | 3.4% | -1.4% | 14.1% |
| DY (%) | 2.4% | 1.5% | 0.9% | 1.7% | 2.0% | 2.0% |

*Source: Company, Trigon*

# TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepcja@trigon.pl

LinkedIn
www.trigon.pl

## CEE EQUITY RESEARCH

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

## EQUITY SALES

| | |
|---|---|
| **Grzegorz Skowroński** | *Managing Director* |

## SALES TRADING

| | | | |
|---|---|---|---|
| **Paweł Szczepański** | *Head of Sales* | **Paweł Czupryński** | *Senior Sales Trader* |
| **Michał Sopiński, CFA** | *Deputy Head of Sales* | **Hubert Kwiecień** | *Sales Trader* |