Flash Note

CEE | Equity Research

MIRBUD (MRB PW; BUY; TP PLN 13.5)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q26 [neutralne]

#Budownictwo

- Zarząd traktuje schłodzenie rynku jako szansę ze względu na udział Grupy w kluczowych programach inwestycyjnych.
- Grupa kontynuuje rozbudowę potencjału produkcji mas bitumicznych na potrzeby realizowanych kontraktów – obecnie posiada sześć wytwórni, a docelowo ma ich być 10.
- Grupa oczekuje jeszcze na 14 decyzji ZRiD dla kontraktów drogowych o łącznej wartości blisko 4mld PLN. Ok. 3/4 z nich ma zostać uzyskanych do końca 1H27, co pozwoli rozpocząć roboty budowlane i przyspieszyć realizację portfela.
- Aktywa z tytułu wyceny kontraktów wzrosły w 3Q26 o 106mln PLN mimo stabilnego portfela i spadku należności. Pozycję podtrzymuje kontrakt realizowany bez bieżącego fakturowania (ok. 150mln PLN należności) oraz projekt PPP MRB1, który zostanie jednorazowo sprzedany miastu po zakończeniu budowy i będzie rozliczany przez 20 lat w opłacie za dostępność. Podobnie będzie w przypadku dróg w Markach po rozpoczęciu robót.
- Zarząd nie chce, aby należności z tytułu wyceny kontraktów (ok. 600mln PLN po 3Q26) wzrosły do końca FY26E, i planuje rozliczyć część aktywowanych roszczeń. Główne pozycje to S1 Węgierska Górka, S1 Suchy Potok oraz Obwodnica Metropolitalna Trójmiasta realizowana przez Kobylarnię. Kontrakty realizowane w ramach Polskiego Ładu mają łączną wartość umowną ok. 1mld PLN.
- Należności z tytułu wyceny kontraktów nie spadną istotnie do końca FY26E, ponieważ GDDKiA nie ustaliła jeszcze jednolitej procedury rozpatrywania roszczeń dotyczących kosztów ogólnych. Rozliczenia przesuwają się na 1-2Q27E, ale Zarząd nie widzi wzrostu ryzyka ich nieuznania. Trzy główne pozycje (S1 Węgierska Górka, S1 Suchy Potok, OMT) odpowiadają za ok. 300mln PLN z ok. 600mln PLN.
- Polski Ład: umowy przewidują fakturę na 50% wartości po wykonaniu połowy prac i na pozostałe 50% po ich zakończeniu. Większość kontraktów jest jeszcze przed pierwszą dużą fakturą, a część projektów musiała czekać na pozwolenia na budowę.
- Całość waloryzacji wpłynęła już do Grupy w gotówce.

#Portfel zamówień

- Portfel zamówień na koniec 3Q26 wyniósł 8.8mld PLN netto.
- Wartość portfela od kilku kwartałów utrzymuje się w okolicach 9mld PLN, ponieważ nowe umowy na bieżąco uzupełniają realizowane kontrakty, a udział infrastruktury drogowej wynosi ok. 80%. Grupa intensywnie ofertuje na rynku kolejowym, a kontrakty kolejowe zaczynają pojawiać się w portfelu – Zarząd oczekuje pierwszych efektów w FY27E, a być może jeszcze w 4Q26E.
- W 1-3Q26 Grupa podpisała 19 umów o łącznej wartości 2.8mld PLN netto, w tym pierwszą dużą umowę kolejową na budowę LK 8 o wartości ok. 0.5mld PLN (spółka zależna w konsorcjum). W tym samym okresie wybrano 19 ofert Grupy o wartości blisko 5mld PLN netto.
- Na poczekalnię składają się 2 oferty wybrane o wartości 412mln PLN oraz 5 najkorzystniejszych ofert o wartości 1,571mln PLN, wszystkie w budownictwie infrastruktury drogowej.
- Grupa składa obecnie oferty w 43 postępowaniach o łącznej szacunkowej wartości ok. 12mld PLN.
- Zarząd ocenia, że liczba przetargów drogowych i kolejowych w FY27E nie będzie mniejsza niż w FY26E, ponieważ rok wyborczy wymusi ich ogłaszanie i rozstrzyganie. Ograniczone środki budżetowe mogą jednak wpływać na realizację programów.
- Grupa spodziewa się złożenia oferty w przetargu na terminal CPK w 1Q27E (obecnie termin wyznaczono na luty 2027 r.).
- Oferta Grupy na kontrakt dla ElectroMobility Poland w Jaworznie jest nadal aktualna. Finansowanie projektu zostało zapewnione, a Grupa rozmawia z inwestorem o zakresie i sposobie realizacji.
- Głównym partnerem konsorcjalnym na rynku kolejowym jest obecnie PPMT. Grupa wkrótce złoży ofertę z nowym partnerem, a w większych kontraktach nadal będzie startować z Torpolem.

#JHM / Pozostałe
- Na koniec września JHM posiadał 511 lokali w realizacji w czterech inwestycjach (łącznie 23.9k m2 PUM).
- Oferta na koniec września opiewała na 499 mieszkań.
- W 1-3Q26 JHM przekazał aktami notarialnymi 370 lokali mieszkalnych – więcej niż w całym 2025 r. (243 lokale).
- Na koniec 3Q26 JHM realizował cztery inwestycje, a na projektach zakończonych pozostawało 17 umów przedwstępnych i deweloperskich. W 1-3Q26 podpisano 367 umów przedwstępnych i deweloperskich (vs. 352 w całym 2025 r.), a ich stan na koniec września wyniósł 235. Obecnie JHM realizuje także dwie nowe inwestycje na wczesnym etapie, tuż po podpisaniu umów z generalnym wykonawcą.
- Bank ziemi pozwala na realizację 8,300 lokali (ok. 400k m2 PUM) do 2045 r., głównie w dużych miastach (Katowice, Łódź, Bydgoszcz, Poznań).
- Transakcja zakupu gruntu w Poznaniu jest realizowana bez zmian, a Grupa zapłaciła dotychczas ok. 100mln PLN. Harmonogram płatności sięga 2031 r., a kolejne raty zależą od kamieni milowych przypadających od przełomu 2028/2029 r. Realny termin rozpoczęcia budowy (10 etapów) to 1Q30E, pod warunkiem zmiany planu i uzyskania pozwolenia na budowę.
- Grupa zakłada wyjście z segmentu najmu i sprzedaż nieruchomości w Ostródzie i Bolesławcu w ciągu najbliższych dwóch lat. Każda z nich jest warta ok. 130-150mln PLN, co da Grupie ok. 300mln PLN do przeznaczenia na inwestycje, akwizycje lub bieżącą działalność.

#Outlook
- Zarząd nie spodziewa się w FY27E kumulacji realizacji kontraktów infrastrukturalnych.
- Cel przychodów na FY27E wynosi 4.6-5.1mld PLN, z czego 3.6-3.8mld PLN zabezpieczają podpisane umowy. Prognoza uwzględnia aktualne harmonogramy ZRiD, a przychody w 2H27E mają być ok. 20% wyższe niż w 1H27E.
- Prognoza na FY27E nie uwzględnia akwizycji. Brakujące ok. 1-1.3mld PLN Grupa planuje pozyskać w 1H27E, głównie z kontraktów kubaturowych, które najszybciej wchodzą w realizację. Zarząd uważa prognozę za konserwatywną, ponieważ sam segment kubaturowy daje Grupie zwykle 0.3-0.5mld PLN przychodów rocznie, a w najlepszych latach ok. 1mld PLN.
- Prognoza na FY27E nie uwzględnia także kontraktu dla ElectroMobility Poland w Jaworznie.
- Grupa nadal negocjuje z miastem treść umowy dzierżawy, w tym wysokość czynszu, i od tych zapisów zależy decyzja o odbudowie Marywilskiej. Zarząd chciałby podjąć decyzję do końca FY26E, a ewentualna realizacja przesunie się na 2028 r.
- Zarząd ocenia, że narastająco OCF w FY26E będzie lekko dodatni.
- Grupa prowadzi równolegle cztery procesy akwizycyjne w różnych segmentach i jest gotowa przeznaczyć na nie ponad 500mln PLN.
- Jednym z czterech procesów akwizycyjnych jest Torpol. Grupa czeka na decyzję właściciela pakietu i nie planuje skupu akcji na giełdzie. Pierwsza akwizycja nie zostanie sfinalizowana wcześniej niż w styczniu 2027 r.
- JHM planuje przekazać aktami notarialnymi ok. 450 mieszkań w FY26E i ok. 500 mieszkań w FY27E.

Komentarz: *Przekaz płynący z konferencji nie wpłynął na zmianę naszego postrzegania Grupy, zwracamy natomiast uwagę, że w trakcie spotkania Zarząd poruszył (czy wręcz doprecyzował kilka istotnych wątków).*

#M&A. *Przede wszystkim Zarząd jasno zadeklarował, że jednym z podmiotów, wobec których prowadzone są rozmowy akwizycyjne, jest Torpol (na nasze pytanie dotyczące czy innym z celów jest PPMT Zarząd zasłonił się tajemnicą negocjacyjną) – w ostatnich tygodniach, wraz ze spadkiem ceny Torpolu, scenariusz ten zaczął być, naszym zdaniem, coraz mocniej rozgrywany przez rynek. Jednocześnie trudno nam wyobrazić sobie sytuacje, w które CPK sprzedaje kontrolny pakiet po cenie niższej niż 62PLN, po której swój pakiet sprzedał Mirbud. Dodatkowo, prywatyzacja dużej państwowej spółki, czy to Torpolu czy nawet wspomnianego PPMT, jest naszym zdaniem obarczona dużym ryzykiem politycznym, nawet jeżeli kupującym jest inny rodzimy GW.*

#Bilans. *Tempo konwersji aktywów kontraktowych na należności rozczarowuje nas in minus, guidance Zarządu w tej materii również jednoznacznie wskazuje na bardzo agresywne podejście Spółki do prowadzenia P&L – aktywa kontraktowe netto wynoszą obecnie ok. -16% przychodów Spółki vs. +4% dla innych pokrywanych przez nas GW. Trzy główne pozycje, tj. Węgierska Górka, S1 Suchy Potok i Obwodnica Trójmiasta nadal kontrybuują do ok. 50% aktywów kontraktowych (z 600mln PLN na koniec*

września), a pomimo otrzymania kolejnych ZRiDów wartość ta nie maleje (w ujęciu netto wzrosłą w 3Q26 o 36% kw./kw., pomimo płaskiego portfela zamówień oraz wzrostu przychodów o 13% kw./kw.). Pozycja jest o tyle duża, że całość tegorocznej waloryzacji wpłynęła już do Spółki (w ujęciu gotówkowym), a pomimo wzrostu przerobu, zarówno kontrakty z Polskiego Ładu (realizowane w formule „finansuj i buduj") jak i świeży kontrakt PPP w Markach nie powinny odpowiadać za tak dużą deltę. Na obecnym etapie trudno nam ocenić czy którykolwiek z ww. kontraktów jest obarczony ryzykiem nieściągalności roszczeń i czy ryzyko odpisów jest jakkolwiek materialne – tempo konwersji aktywów na należności a następnie na gotówkę jest naszym zdaniem rozczarowujące.

Podsumowując**, tak jak pisaliśmy w notce wynikowej, Grupa wyceniana jest obecnie <6x EV/EBITDA na FY27E. Jesteśmy jednak zdania, że kluczowa dla bieżącej percepcji Grupy Mirbud będzie informacja o dokonaniu kolejnego przejęcia, co jak rozumiemy powinno nastąpić w styczniu. **(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 Consumer, E-commerce, Financials	*Head of Research*	**Łukasz Rudnik** Strategy, Foreign Markets, Industrials	*Senior Analyst*
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	*Deputy Head of Research*	**David Sharma, CFA** Construction, Real Estate, Building Materials	*Senior Analyst*
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	*Senior Analyst*	**Piotr Chodyra** Aerospace & Defence, Deep tech, Consumer	*Analyst*
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	*Analyst*	**Karol Szteler** CEE Banks	*Junior Analyst*
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	*Senior Analyst*	**Kacper Mazur**	*Assistant Analyst*
Dominik Niszcz, CFA 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*