

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (MRB PW; BUY; PLN 15)

1Q26 Results Preview [lekko negatywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	Y/Y	Q/Q
Revenues	497	720	732	955	493	-1%	-48%
Construction	475	731	731	871	461	-3%	-47%
Residential	38	18	11	57	52	36%	-8%
Rental	5	5	12	4	5	0%	6%
Other & Eliminations	-21	-33	-22	48	-20	-	-
Other operating activity, net	2.4	3.8	-3.8	48.6	0.0	-100%	-100%
Revaluations	0.5	4.6	-0.6	0.5	0.0	-100%	-100%
EBITDA	32.3	39.5	28.4	99.0	29.4	-9%	-70%
adj. EBITDA	29.4	31.1	32.9	49.9	29.4	0%	-41%
EBIT	25.3	31.8	20.4	90.7	20.9	-18%	-77%
Net profit	15.0	21.1	14.1	71.7	11.6	-22%	-84%
Gross Margin	8.7%	6.3%	7.5%	7.7%	9.3%	0.6pp	1.6pp
Construction	6.8%	5.2%	6.9%	5.8%	6.3%	-0.5pp	0.5pp
Residential	36.4%	34.6%	34.4%	32.1%	33.0%	-3.4pp	0.9pp
Rental	-37%	-22%	19.5%	8.9%	15.0%	51.6pp	0.7pp
Backlog	7,817	8,115	8,865	8,465	8,279	6%	-2%
Net Debt	301	343	365	370	490		
P/E 12M trailing	12.8	12.8	12.3	10.8	11.1		
EV/EBITDA 12M trailing	9.1	9.2	9.0	8.5	9.2		
EBITDA margin	6.5%	5.5%	3.9%	10.4%	6.0%	-0.1pp	-0.4pp
EBIT margin	5.1%	4.4%	2.8%	9.5%	4.2%	-0.2pp	-0.6pp
Net profit margin	3.0%	2.9%	1.9%	7.5%	2.4%	-0.7pp	-5.1pp

Source: Company, Trigon

Komentarz: Wzorem innych generalnych wykonawców z wiodącą ekspozycją na budownictwo drogowe oraz kubaturowe, spodziewamy się relatywnie słabego przychodowo kwartału – mroźna zima skutecznie ograniczyła możliwość ekspansji przerobu w styczniu i lutym, a ponad 20% spadki EPS r./r. mogą zostać odebrane relatywnie negatywnie przez rynek. Niemniej, na koniec roku Grupa posiadała większy r./r. portfel zamówień, a dodatkowo część kontraktów znajdowała się wciąż we wczesnej fazie realizacji – **szacujemy, że EBITDA skorygowana o pozostałą działalność operacyjną oraz rewaluacje była płaska r./r., a sam 1Q26E nie zmienia naszego spojrzenia na całoroczną trajektorię wyników.**

#Wyniki. Budownictwo: Oczekujemy, że relatywnie „świeży” portfel zamówień Mirbudu oraz jego wyższe r./r. poziomy pozwoliły zmiękczyć negatywne otoczenie pogodowe. Spodziewamy się, że przerób spadł jedynie o 3% r./r., natomiast marża brutto, z uwagi na miks kontraktów, obniżyła się o 50bps r./r. Na niższych liniach zwracamy uwagę na jednocyfrowy wzrost SG&A r./r. oraz wyższy, zakładany, lewar na koniec 4Q25E, co naszym zdaniem przełoży się na wyższe koszty finansowe – spodziewamy się ok. 7mln PLN vs. 6.6mln PLN przed rokiem.

Deweloperka: Mocny kwartał. Od początku roku JHM przekazał aż 100 lokali (vs. 75 w 1Q25), co przy założeniu kilkuprocentowego wzrostu średniego ceny przekazywanego mieszkania powinno pozwolić na ponad 35% wzrost przychodów. Jednocześnie spodziewamy się utrzymania bardzo wysokiej, ponad 30% marży – generalnie jesteśmy zdania, że projekty przekazywane przez JHM w FY26E powinny być rozpoznane na zbliżonej marży.

Pozostałe: Kwartał bez historii. Zakładamy niewielką kontrybucję segmentu komercyjnego oraz brak jakichkolwiek rewaluacji aktywów komercyjnych.

Flash Note

CEE | Equity Research

#Outlook. Kontraktacja, kontraktacja i jeszcze raz kontraktacja. Jeszcze w ubiegłym roku spodziewaliśmy się, że w FY26E Mirbud podpisze kontrakty kolejowe o wartości nawet 2-3mld PLN, obecnie natomiast *visibility* stało się mocno ograniczone, a sytuacja MRB w segmencie kolejowym stała się trudna do skwantyfikowania. Od początku roku oferty Mirbud S.A. zostały odrzucone na wszystkich dużych kontraktach PKP PLK (Rail Baltica, C-E 20, Skierniewice – Czachówek), a dodatkowo KIO wydała niekorzystne dla Grupy decyzję w przypadku każdego z ww. postępowań przetargowych. W ostatnich wywiadzie (dla Parkiet TV, [LINK](#)) Prezes wskazywał, że Spółka oczekuje jeszcze na wyroki sądu w sprawie wykluczenia ofert Grupy z przetargów PKP PLK, jeżeli natomiast wyrok sądu okaże się niekorzystny dla Spółki, Mirbud będzie zmuszony do przejścia procedury „samooczyszczenia”, analogicznej do tej, którą ma już za sobą Budimex. Jeżeli faktycznie okaże się, że Grupie nie uda się pozyskać żadnego kontraktu kolejowego z ubiegłorocznej, rekordowej, puli, to ostatecznie, portfel zamówień MRB może nie przekroczyć długo oczekiwanego poziomu 10mld PLN w FY26E. Pytanie również czy nasze założenia modelowe nie są zbyt agresywne – do tej pory zakładaliśmy, że Mirbud podpisze w tym roku kontrakty kolejowe o wartości 500mld PLN, a łączna kontraktacja w FY26E wyniesie 4.2mld PLN (+33% r./r.). Do momentu wyjaśnienia się opisanej wyżej kwestii prezencji Grupy w segmencie kolejowym, risk/reward na tle innych spółek z sektora (chociażby #TOR), wydaje się nam mniej atrakcyjny.

#Wycena. Pomimo potencjalnej presji na marże w segmencie drogowym w 1H26E (kwestia finalizacji kontraktów podpisanych przed wybuchem wojny w Ukrainie, vide wywiad Prezesa w [money.pl](#)) pozostajemy na stanowisku, że „nowy” strumień przychodów w segmencie drogowym będzie już znacznie bardziej marżowy, a w całym FY26E marża brutto Mirbudu w segmencie drogowym wzrośnie o 80bps r./r. Ponadto, JHM powinien skokowo poprawić kontrybucję do wyników Grupy (zakładamy 350 przekazanych lokali vs. 243 w FY25), co w rezultacie powinno przełożyć się na wyraźną poprawę wyników w całej Grupie – oczekujemy, że zysk netto skorygowany o przeszacowanie akcji Torpolu wzrośnie w FY26E o prawie 70% do 127mld PLN. Kluczowa, naszym zdaniem, pozostaje kwestia trajektorii FCF – o ile spodziewamy się, że OCF może „przejsć przez zero” w FY26E, o tyle potencjalne nakłady związane z obudową Marywilskiej 44 oraz rozwijaniem mocy przerobowych produkcyjnych w drogach/kolei, przełożą się, naszym zdaniem, na kolejny, 4 już z rzędu, rok z ujemnym FCF. Na bazie naszych prognoz, Grupa wyceniana jest na 8x EV/EBITDA na FY26E – kluczowe, naszym zdaniem, dla sentymentu i oczekiwań wynikowych rynku będzie zakończenie „sagi kolejowej”. Gdyby hipotetycznie Mirbudowi udało się zdobyć pierwszy, większy kontrakt kolejowy, skłoniłoby to zarówno nas, jak i rynek, do rewizji in plus założeń kontraktacji na kolejne lata. **(David Sharma, +48 603 173 749)**

PLNm	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,904	3,474	3,752	4,584
adj. EBITDA	249	211	143	219	241	281
EBIT	224	182	168	184	200	236
adj. Net profit	140	126	76	127	141	176
EPS (PLN)	1.5	1.1	0.7	1.2	1.3	1.6
adj. P/E (x)	7.8	10.4	17.3	10.4	9.3	7.5
adj. EV/EBITDA (x)	4.4	6.1	11.8	8.0	6.4	5.2
FCFF Yield (%)	-1.9%	-12.4%	-22.6%	-2.3%	15.8%	9.1%
DY (%)	2.4%	1.5%	0.8%	0.9%	1.0%	2.1%

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 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>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>