

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (Under Review)

1Q26 Preliminary Results Review [lekko negatywne]

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	Y/Y	Q/Q	1Q26E	Cons.
Revenues	497	720	732	1,002	547	10%	-45%	493	482
EBITDA	32.3	39.5	28.4	99.1	n.a.	-	-	29.4	29.4
adj. EBITDA	29.4	31.1	32.9	36.3	n.a.	-	-	29.4	
EBIT	25.3	31.8	20.4	90.9	n.a.	-	-	20.9	21.2
Net profit	15.0	21.1	14.1	62.0	9.0	-40%	-85%	12.2	12.5
Gross Margin	8.7%	6.3%	7.5%	8.3%	10.1%	1.4pp	1.7pp	9.3%	
Backlog	7,817	8,115	8,865	8,465	8,279	6%	-2%	8,279	
P/E12M trailing	12.2	12.2	11.8	11.2	11.9				
EV/EBITDA 12M trailing	8.8	8.9	8.7	7.2	-				
EBITDA margin	6.5%	5.5%	3.9%	9.9%	-	-	-	6.0%	6.1%
EBIT margin	5.1%	4.4%	2.8%	9.1%	-	-	-	4.2%	4.4%
Net profit margin	3.0%	2.9%	1.9%	6.2%	1.6%	-1.4pp	-4.5pp	2.5%	2.6%

Source: Company, Trigon

STANDALONE (PLNm)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P
Revenues	332	468	497	640	424
YoY	-9%	-1%	8%	58%	28%
Gross Profit	25	35	45	55	36
Gross Margin	7.5%	7.5%	9.1%	8.6%	8.5%
Net profit	49	24	21	44	10
Net profit margin	14.8%	5.1%	4.2%	6.9%	2.4%

Source: Company, Trigon

Komentarz: Zysk netto 28% poniżej konsensusu oraz 26% poniżej naszych prognoz. Zakładając brak zdarzeń jednorazowych, które mogłyby zaburzyć wynik, marża zysku netto w kwartalnym ujęciu mogła być najniższa nawet od prawie 6 lat – wstępne wyniki odbieramy lekko negatywnie, choć do momentu publikacji pełnego raportu nie mamy pełnego obrazu sytuacji.

#Budownictwo. Pomimo bardzo mroźnej zimy Grupa pozytywnie zaskoczyła przerobem – portfel zamówień na koniec grudnia był jedynie o 6% lepszy r./r., natomiast Spółka, naszym zdaniem, zauważalnie przeskalała przychody. Na poziomie jednostkowym przychody były aż 28% lepsze r./r. Pozytywnie zaskoczyła marża brutto, która na poziomie jednostkowym wyniosła 8.5% (+1p.p. r./r.), a na poziomie całej Grupy 10.1%, choć najpewniej duży wpływ na poprawę mógł mieć JHM.

#Deweloperka. Zakładaliśmy wyraźną poprawę r./r. – JHM przekazał 100 mieszkań, 33% więcej r./r. Szacujemy, że rentowność na poziomie brutto mogła wynieść ponad 32-33%, raptem kilka p.p. niższa r./r. W całym roku spodziewamy się, że JHM przekaże 350 mieszkań, +44% r./r.

#Niższe linie/grupa. Kolejny już kwartał z rzędu Grupa „przewozi” nas na poziomie przychodów oraz marży brutto, natomiast na niższych liniach faktyczne wyniki rozczarowują. Pytanie, czy nie doszacowaliśmy kosztów operacyjnych – zakładaliśmy, że SG&A w 1Q26E wzrosną o 21% r./r., natomiast dla porównania w 4Q25 wzrost wyniósł aż 108% r./r. Do momentu publikacji pełnego raportu zachowujemy pewną wstrzeźliwość w ocenie.

Podsumowując, na obecnym etapie wyniki oceniamy lekko negatywnie – zwracamy uwagę, że dopiero publikacja pełnego raportu umożliwi rzetelną analizę całego P&L i bilansu. Na obecnym etapie kluczowe będzie dla nas trajektoria FCF – zwracamy uwagę, że w ostatniej notce ([LINK](#)) wskazywaliśmy na widoczny w księgach Mirbudu przyrost aktywów z tyt. wyceny kontraktów (pozycja ta na koniec roku wynosiła 705mln PLN vs. 337mln PLN przed rokiem). Ponadto zwracamy uwagę, że do momentu wyroku sądu w Warszawie w sprawie oferty konsorcjum Mirbud x Torpol w

przetargu na budowę Rail Baltica visibility dotyczące kontraktacji pozostaje ekstremalnie ograniczone, w związku z czym zdecydowaliśmy się na chwilowe, do czasu wyklarowania kwestii prawnych, zawieszenie naszej rekomendacji oraz nadanie statusu UNDER REVIEW. (David Sharma, +48 603 173 749)

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

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	<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>