

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (Buy; PLN 18.5)

3Q25 Preliminary Results Review [neutral]

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	Y/Y	Q/Q	3Q25E	Cons.
Revenues	894	896	497	720	732	-18%	2%	782	810
EBITDA	21.4	86.6	32.3	39.5	n.a.	-	-	29.7	33.6
adj. EBITDA	46.6	57.8	29.4	31.1	n.a.	-	-	29.7	
EBIT	16.2	79.8	25.3	31.8	n.a.	-	-	22.0	25.8
Net profit	10.2	56.9	15.0	21.1	13.9	36%	-34%	13.0	16.3
Gross Margin	7.8%	8.7%	8.7%	6.3%	6.3%	-1.5pp	0.0pp	5.9%	
Backlog	8,099	7,992	7,817	8,115	8,865	9%	9%	8,865	
P/E 12M trailing	11.2	13.2	15.6	15.6	15.0				
EV/EBITDA 12M trailing	6.8	7.7	10.7	10.8	-				
EBITDA margin	2.4%	9.7%	6.5%	5.5%	-	-	-	3.8%	4.1%
EBIT margin	1.8%	8.9%	5.1%	4.4%	-	-	-	2.8%	3.2%
Net profit margin	1.1%	6.3%	3.0%	2.9%	1.9%	0.8pp	-1.0pp	1.7%	2.0%

Source: Company, Trigon

Comment: Net profit was 6% above our estimates – due to the limited number of disclosures in the preliminary reading, we assess the results as neutral.

#Construction. We estimate that throughput declined y/y, although given the standalone data (+8% y/y), the erosion may have been lower than our estimates. We expected Q3 2025 to mark the bottom for the profitability of Mirbud's order portfolio, and with the start of larger infrastructure contracts in the last quarter of the year, the margin would improve. Analysing the standalone results, we can conclude that Mirbud's building segment may have a positive impact on the profitability of the entire segment – at the above-mentioned level, the gross margin was 9.1% and was as much as 320bps higher y/y.

#Developer. A quarter without history – JHM delivered only 22 flats and, according to data reported last week, recognised only ~PLN 16 million in revenue in Q3 2025. We estimate that the gross margin could have remained at >30%, although, as is standard for the industry, the last quarter of the year will be key for the contribution of the development segment to the Group's results – we assume that JHM will deliver 189 units then, 7% more y/y.

#Lower lines/group. We note that a year ago, the balance of other operating activities amounted to PLN -25 million. The question is whether any one-off events could have affected the Q3 2025 results – despite weaker-than-expected revenues, the Group was able to improve its net profit by 36% y/y.

In summary, we assess the results as neutral, although due to the small number of disclosures, it will be crucial to analyse the full report, which is scheduled for publication on Thursday, 27 November. We maintain the assumptions from our last recommendation – Mirbud may potentially be one of the biggest beneficiaries of increased CPK activity in FY26-28 and the processing of the largest contracts in the competitive dialogue formula. At the same time, we remain of the opinion that a reversal of the downward trajectory of results will be key for further rerating – we estimate that Q4 2025 will be the first quarter in two years in which Mirbud will present better-than-year-on-year results on an adjusted basis. Based on our forecasts, the Group is trading at EV/EBITDA 7.4/5.7x for FY26-27E – we still see upside potential, although, as mentioned above, the catalyst for the share price should be a change in the perception of the Group's current results. **(David Sharma, +48 603 173 749)**

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	3,319	3,322	3,252	2,959	3,171	3,829
EBITDA	194	243	204	189	220	261
EBIT	178	224	182	159	186	221
adj. Net profit	132	140	126	88	131	162
EPS (PLN)	1.4	1.5	1.1	0.8	1.2	1.5
adj. P/E (x)	10.1	9.5	12.7	18.3	12.2	9.9
EV/EBITDA (x)	6.6	5.6	7.7	8.7	7.4	5.7
FCFF Yield (%)	8.4%	-1.6%	-10.1%	-2.3%	2.0%	12.1%
DY (%)	1.4%	1.9%	1.2%	0.6%	0.7%	0.8%

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@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, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat Retail, Airlines, Healthcare	<i>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. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | 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 Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.