

## Flash Note

CEE | Equity Research

## Mirbud (Buy; PLN 18.5)

## 3Q25 Preliminary Results Review [neutralne]

| 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  |
| <b>adj. EBITDA</b>     | <b>46.6</b> | <b>57.8</b> | <b>29.4</b> | <b>31.1</b> | <b>n.a.</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>29.7</b> |       |
| 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

**Komentarz:** Zysk netto zgodny 6% powyżej naszych szacunków – z uwagi na ograniczoną liczbę ujawnień we wstępnym odczycie, wyniki oceniamy neutralnie.

**#Budownictwo.** Szacujemy, że przerób spadł r./r., choć biorąc pod uwagę dane jednostkowe (+8% r./r.) erozja mogła być niższa od naszych szacunków. Spodziewaliśmy się, że 3Q25 niejako nakreśli dno dla rentowności portfela zamówień Mirbudu, a wraz z rozpoczęciem przerabiania większych kontraktów infrastrukturalnych w ostatnim kwartale roku, marża ulegnie poprawie. Analizując wyniki jednostkowe możemy dojść do wniosku, że segment kubaturowy Mirbudu może pozytywnie wpłynąć na rentowność w całym segmencie – na ww. poziomie marża brutto wyniosła 9.1% i była aż 320bps wyższa r./r.

**#Deweloperka.** Kwartał bez historii – JHM przekazał jedynie 22 mieszkania i wg zaraportowanych w ubiegłym tygodniu danych rozpoznał w 3Q25 raptem ~16mln PLN przychodów. Szacujemy, że marża brutto mogła utrzymać się na poziomie >30%, choć kluczowe dla kontrybucji segmentu deweloperskiego wyników Grupy będzie, standardowo dla branży, ostatni kwartał roku – zakładamy, że JHM przekaze wtedy 189 lokali, 7% więcej r./r.

**#Niższe linie/grupa.** Zwracamy uwagę, że przed rokiem saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -25mln PLN. Pytanie czy jakiegokolwiek zdarzenia o charakterze jednorazowym mogły mieć wpływ na wyniki 3Q25 – pomimo słabszych, od naszych założeń, przychodów Grupa była w stanie poprawić zysk netto o 36% r./r.

**Podsumowując,** wyniki oceniamy neutralnie, choć z uwagi na niewielką liczbę ujawnień, do pełnego obrazu kluczowa będzie analiza pełnego raportu, którego publikacja planowana jest na czwartek, 27.11. Podtrzymujemy założenia z naszej ostatniej rekomendacji – Mirbud może być potencjalnie jednym z największych beneficjentów wzmożonej aktywności CPK w perspektywie FY26-28 oraz procedowania największych kontraktów w formule dialogu konkurencyjnego. Jednocześnie pozostajemy zdania, że dla dalszego reratingu kluczowe będzie odwrócenie spadkowej trajektorii wyników – szacujemy, że 4Q25 będzie pierwszym od 2 lat kwartałem, w którym Mirbud zaprezentuje wyniki lepsze r./r. na poziomie skorygowanym. Na bazie naszych prognoz Grupa handlowana jest na EV/EBITDA 7.4/5.7x na lata FY26-27E – dostrzegamy wciąż upside do rozegrania, choć tak jak wspominaliśmy wyżej katalizatorem dla kursu powinna być zmiana percepcji dotyczącej bieżących wyników Grupy. **(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](http://www.trigon.pl)

## CEE EQUITY RESEARCH

|                                                                   |                                |                                                                              |                          |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| <b>Grzegorz Kujawski</b><br>Consumer, E-commerce,<br>Financials   | <i>Head of Research</i>        | <b>Dominik Niszczyński, CFA</b><br>TMT, E-commerce                           | <i>Senior Analyst</i>    |
| <b>Maciej Marcinowski</b><br>Strategy, Banks, Financials          | <i>Deputy Head of Research</i> | <b>Łukasz Rudnik</b><br>Strategy, Foreign Markets,<br>Industrials            | <i>Senior Analyst</i>    |
| <b>Grzegorz Balcerski, CFA</b><br>Gaming, TMT                     | <i>Analyst</i>                 | <b>David Sharma, CFA</b><br>Construction, Real Estate,<br>Building Materials | <i>Senior Analyst</i>    |
| <b>Katarzyna Kosiorek, PhD</b><br>Biotechnology                   | <i>Analyst</i>                 | <b>Piotr Chodyra</b><br>FMCG, Deep tech                                      | <i>Analyst</i>           |
| <b>Michał Kozak</b><br>Oil & Gas, Chemicals,<br>Utilities, Mining | <i>Senior Analyst</i>          | <b>Volodymyr Shkuropat</b><br>Retail, Airlines, Healthcare                   | <i>Analyst</i>           |
|                                                                   |                                | <b>Kacper Mazur</b>                                                          | <i>Assistant Analyst</i> |

## EQUITY SALES

|                            |                          |
|----------------------------|--------------------------|
| <b>Grzegorz Skowroński</b> | <i>Managing Director</i> |
|----------------------------|--------------------------|

## SALES TRADING

|                             |                             |                         |                            |
|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|
| <b>Paweł Szczepański</b>    | <i>Head of Sales</i>        | <b>Paweł Czupryński</b> | <i>Senior Sales Trader</i> |
| <b>Michał Sopiński, CFA</b> | <i>Deputy Head of Sales</i> | <b>Hubert Kwiecień</b>  | <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.