

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (Buy; PLN 18.5)

4Q25 Results Preview [neutralne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	Y/Y	Q/Q
Revenues	896	497	720	732	860	-4%	17%
Construction	853	475	731	731	871	2%	19%
Residential	77	38	18	11	57	-26%	401%
Rental	7	5	5	12	4	-41%	-64%
Other & Eliminations	-5	-21	-33	-22	-47	-	-
Other operating activity, net	-12.1	2.4	3.8	-3.8	48.6	-	-
Revaluations	40.9	0.5	4.6	-0.6	0.5	-99%	-
EBITDA	86.6	32.3	39.5	28.4	99.3	15%	249%
adj. EBITDA	57.8	29.4	31.1	32.9	50.2	-13%	53%
EBIT	79.8	25.3	31.8	20.4	90.9	14%	346%
Net profit	56.9	15.0	21.1	14.1	71.9	26%	409%
Gross Margin	8.7%	8.7%	6.3%	7.5%	8.5%	-0.1pp	1.0pp
Construction	5.5%	6.8%	5.2%	6.9%	5.8%	0.3pp	-1.1pp
Residential	29.5%	36.4%	34.6%	34.4%	32.1%	2.7pp	-2.3pp
Rental	17.7%	-37%	-22%	19.5%	8.9%	-8.8pp	-0.5pp
Backlog	7,992	7,817	8,115	8,865	8,465	6%	-5%
OCF	100	-330	21	-1	64	-36%	-
FCF	97	-340	-14	-10	4	-96%	-
Net Debt	-41	301	343	365	349		
P/E12M trailing	12.3	14.5	14.5	14.0	12.2		
EV/EBITDA 12M trailing	7.1	10.1	10.2	9.9	9.2		
EBITDA margin	9.7%	6.5%	5.5%	3.9%	11.5%	0.2pp	2.0pp
EBIT margin	8.9%	5.1%	4.4%	2.8%	10.6%	0.2pp	2.8pp
Net profit margin	6.3%	3.0%	2.9%	1.9%	8.4%	2.0pp	6.4pp

Source: Company, Trigon

Komentarz: Spodziewamy się neutralnej reakcji rynku na wyniki – uważamy, że ich wydźwięk będzie w dużej mierze ambiwalentny. Z jednej strony Grupa powinna, naszym zdaniem, pokazać dodatnią dynamikę kluczowych linii, z drugiej zaś zwracamy uwagę, że za całość wzrostu będzie odpowiadać przeszacowanie akcji Torpolu (~50mln PLN) – oczyszczona EBITDA będzie, naszym zdaniem, niższa o 13% r./r.

#4Q25E. Budownictwo: Spodziewamy się ok. 2% wzrostu przerobu – Grupie udało się otrzymać ZRiD na jeden z odcinków trasy S10, natomiast jednocześnie kilka większych projektów (m.in. obwodnica Trójmiasta) zostało zakończone w ostatnim kwartale roku. Ponadto zakładamy stabilną marżę brutto, która na bazie naszych założeń była jedynie 30bps wyższa r./r. – większej przestrzeni do dekompresji marż (nawet o ok. 100bps) dostrzegamy w FY26E, kiedy to do przerobu wejdą kontrakty drogowe pozyskane w FY24. Spodziewamy się również utrzymania podwyższonego lewara (ND/EBITDA 1.7x), choć efekt ten powinien częściowo odwrócony już w 1H26E, kiedy to Grupa otrzyma wypłatę części roszczenia związanego z kosztami ogólnymi poniesionymi na kontrakcie Obejście Węgierskiej Górki. Co istotne, w ostatnim kwartale roku Grupa, na bazie naszych szacunków, powinna wykazać ok. 50mln PLN zysku na rewaluacji akcji Torpolu, co skokowo podniesie raportowane wyniki, a nie będzie jeszcze widoczne we wstępnych wynikach.

Deweloperka: Najmocniejszy kwartał w roku, choć bez większej historii. JHM przekazał klientom 112 mieszkań i o ile spodziewamy się wzrostu średniej ceny jednostkowej o 16% r./r. do 506 tys. PLN, o tyle sama kontrybucja tego segmentu do wyników Grupy będzie, naszym zdaniem, ograniczona.

Najem: Spodziewamy się sezonowej rotacji tenantów oraz braku jakichkolwiek większych rewaluacji.

Flash Note

CEE | Equity Research

#Outlook. W scenariuszu bazowym zakładamy, że kontrakt na budowę polskiego odcinka Rail Baltica ostatecznie już nie trafi do konsorcjum MRB x TOR (szerszy opis wydarzeń zawaraliśmy w niedawnej notce). Sentyment do kolejowej ekspansji Grupy uległ znaczącemu pogorszeniu w ostatnim czasie – w przypadku obu kontraktów (Rail Baltica oraz Tymbark – Limanowa, łącznie ok. 3mld PLN udziału MRB), na których oferta Mirbudu była najtańsza, ostatecznie PKP PLK dokonało wyboru innych ofert bądź odrzuciło ofertę Spółki. W rezultacie, widzimy przestrzeń do rewizji in minus naszych założeń przychodowych na lata FY27/28E odpowiednio o 7/14% - pytanie w jak dużym stopniu utrata tego strumienia przychodów zostanie zrekompensowana np. zamówieniami PKP PLK, które trafiły na rynek w ubiegłym roku. Obecnie spodziewamy się, że kontraktacja Mirbudu w segmencie kolejowym wyniesie ca. 1mld PLN w FY26E oraz 1.8mld PLN w FY27E, choć również te założenia mogą okazać się zbyt optymistyczne. Z pozytywów, jesteśmy zdania, że tegoroczny (FY26E) miks przychodów może być znacznie bardziej marżowy niż ubiegłoroczny – w samym 1Q26E Grupa powinna otrzymać kolejne 3 ZRiDy na kolejne projekty na trasach szybkiego ruchu, a biorąc pod uwagę, że projekty te były rozpisywane w latach FY23-24, ich uśredniona rentowność może być nawet o ok. 100bps wyższa. Opóźnia się również start odbudowy Marywilskiej 44 – przy założeniu, że negocjacje z M.St. Warszawa zakończą się w połowie roku, odbudowa powinna, na bazie naszych szacunków, pochłonąć w tym roku ok. 50mln PLN.

#Wycena. Ostatecznie wyniki 4Q25E będą, naszym zdaniem, słabsze od naszych pierwotnych założeń, a i trajektoria przychodowa w kolejnych latach, po prawdopodobnej „utracie”, dwóch kontraktów kolejowych, wydaje się obecnie mniej atrakcyjna. Niemniej, biorąc pod uwagę rekordową podaż zamówień kolejowych, drogowych oraz rosnącą aktywność CPK/Portu Polska, trudno nie podchodzić z pewnym optymizmem do perspektyw kontraktacji MRB. Obecnie spodziewamy się, że Grupa będzie w stanie podpisać w FY26E kontrakty o wartości ok. 5mld PLN, a przerób w całej Grupie (zakładając 350 mieszkań (+44% r./r.) przekazane przez JHM) powinny wynieść niecałe 3.5mld PLN. Zakładając, że w FY26E do Spółki spłynie ok. 120mln PLN roszczeń od GDDKiA (zostały już one rozpoznane w P&L) oraz część kontraktów realizowanych w ramach Polskiego Ładu zostanie rozliczona, FCF może być bliski zeru – większej szansy na skokowy wzrost generacji gotówki widzimy dopiero w FY27E. **(David Sharma, +48 603 173 749)**

PLNm	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenues	3,322	3,252	2,809	3,216	3,904	4,891
EBITDA	243	204	200	223	266	303
EBIT	224	182	169	189	226	259
adj. Net profit	140	126	76	124	157	191
EPS (PLN)	1.5	1.1	0.7	1.1	1.4	1.7
adj. P/E (x)	8.9	11.8	19.6	12.0	9.5	7.8
EV/EBITDA (x)	5.2	7.1	9.2	8.6	6.4	5.3
FCFF Yield (%)	-1.7%	-10.9%	-19.5%	-3.9%	15.9%	11.0%
DY (%)	2.1%	1.3%	0.7%	0.8%	0.8%	5.3%

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLECKI 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 Niszc, 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>