

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (Buy; PLN 15)

4Q25 Preliminary Results Review [lekko negatywne]

PLNm	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	Y/Y	Q/Q	4Q25E	Cons.
Revenues	896	497	720	732	1,001	12%	37%	955	926
EBITDA	86.6	32.3	39.5	28.4	n.a.	-	-	99.0	112.0
adj. EBITDA	57.8	29.4	31.1	32.9	n.a.	-	-	49.9	
EBIT	79.8	25.3	31.8	20.4	n.a.	-	-	90.7	104.0
Net profit	56.9	15.0	21.1	14.1	61.8	9%	338%	71.7	78.2
Gross Margin	8.7%	8.7%	6.3%	7.5%	8.4%	-0.3pp	0.8pp	7.7%	
Backlog	7,992	7,817	8,115	8,865	8,465	6%	-5%	8,465	
P/E 12M trailing	10.8	12.8	12.8	12.3	11.7				
EV/EBITDA 12M trailing	6.2	9.1	9.2	9.0	-				
EBITDA margin	9.7%	6.5%	5.5%	3.9%	-	-	-	10.4%	12.1%
EBIT margin	8.9%	5.1%	4.4%	2.8%	-	-	-	9.5%	11.2%
Net profit margin	6.3%	3.0%	2.9%	1.9%	6.2%	-0.2pp	4.2pp	7.5%	8.4%

Source: Company, Trigon

STANDALONE (PLNm)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P
Revenues	406	332	468	497	640
YoY	-43%	-9%	-1%	8%	58%
Gross Profit	29	25	35	45	55
Gross Margin	7.1%	7.5%	7.5%	9.1%	8.6%
Net profit	26	49	24	21	44
Net profit margin	6.4%	14.8%	5.1%	4.2%	6.9%

Source: Company, Trigon

Komentarz: Zysk netto 21% poniżej konsensusu oraz 14% poniżej naszych założeń. Przypominamy, że w skonsolidowanych wynikach 4Q25 Grupa rozpoznała zysk na wycenie akcji Torpolu, który szacowaliśmy na ok. 51mln PLN – do momentu publikacji pełnego raportu trudno nam ocenić z czego wynikają wyniki słabsze od oczekiwań, choć na obecnym etapie oceniamy je lekko negatywnie.

#Budownictwo. Przychody na poziomie całej Grupy okazały się być lepsze od oczekiwań – Grupa Mirbud pierwszy raz od 2 lat przekroczyła 1mld PLN przychodów. Biorąc pod uwagę dane jednostkowe (przychody +58% r./r.) spodziewamy się, że za pozytywne zaskoczenie mógł odpowiadać portfel kontraktów kubaturowych, choć cały backlog był na koniec września był blisko 10% wyższy r./r. Marża jednostkowa Mirbud S.A. wyniosła 8.6% i była lepsza r./r. o 150bps, co odbieramy jako pozytywny sygnał, choć jednocześnie przypominamy, że to kontrakty drogowe (wygrane przed wybuchem wojny w Ukrainie) wywierały wyraźną presję na marże od kilku kwartałów.

#Deweloperka. Spodziewaliśmy się mocnego kwartału – JHM przekazał aż 112 mieszkań (szacowaliśmy 57mln PLN przychodów). Na obecnym etapie trudno nam ocenić jak finalnie wyglądał 4Q25 w segmencie deweloperskim, choć widząc lepszą od oczekiwań marżę na poziomie całej Grupy pozostajemy pozytywnie nastawieni.

#Niższe linie/grupa. Na poziomie zysku brutto wynik Grupy był o 14% lepszy od naszych oczekiwań (marża brutto 8.4% vs. 7.7% w naszej prognozie). Zakładamy więc, że odchylenie in minus na niższych liniach może wynikać przede wszystkim z niższego, od zakładanej przez nas i rynek, zysku na wycenie akcji Torpolu, bądź wyższych kosztów finansowych – szczególnie w sytuacji, kiedy zgodnie z naszymi założeniami, FCF w końcu roku może być ujemny. Na obecnym etapie trudno nam ocenić z czego wynikało odchylenie.

Podsumowując, na obecnym etapie wyniki oceniamy lekko negatywnie – zwracamy uwagę, że dopiero publikacja pełnego raportu umożliwi rzetelną analizę całego P&L. Niemniej, gdyby okazało

Flash Note

CEE | Equity Research

się, że zgodnie z naszymi założeniami FCF w ostatnim kwartale roku relatywnie rozczarował, a ww. problematyczne kontrakty drogowe, zgodnie z tym co wspominał Prezes w ostatnim wywiadzie, będą uderzać w rentowność jeszcze w 1H26E, lewar ND/EBITDA Grupy może przekroczyć poziom 2.0x. Kluczową kwestię, obecnie, pozostaje otoczenie prawne i sytuacja z kontraktacją Grupy na rynku kolejowym – szczególnie, że wyniki 1Q26E mogą, ponownie, rozczarować rynek (zakładamy płaską skor. EBITDA r./r.). **(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 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>