

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (Buy; PLN 15)

Wstępne wyniki 2Q25 [neutralne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	Y/Y	Q/Q	2Q25E	Cons.
Revenues	816	894	896	497	720	-12%	45%	784	785
EBITDA	37.4	21.4	86.6	32.3	n.a.	-	-	37.8	41.4
EBIT	32.0	16.2	79.8	25.3	n.a.	-	-	30.8	35.0
Net profit	21.1	10.2	56.9	15.0	21.0	0%	40%	19.8	21.5
Gross Margin	8.0%	7.8%	8.7%	8.7%	6.2%	-1.8pp	-2.5pp	7.6%	
Backlog	6,092	8,099	7,992	7,817	8,115	33%	4%	8,115	
P/E12M trailing	10.4	11.7	13.8	16.3	16.3				
EV/EBITDA 12M trailing	6.2	7.1	8.0	11.1	-				
EBITDA margin	4.6%	2.4%	9.7%	6.5%	-	-	-	4.8%	5.3%
EBIT margin	3.9%	1.8%	8.9%	5.1%	-	-	-	3.9%	4.5%
Net profit margin	2.6%	1.1%	6.3%	3.0%	2.9%	0.3pp	-0.1pp	2.5%	2.7%

Source: Company, Trigon

Komentarz: Zysk netto zgodny z konsensusem oraz 6% powyżej naszych prognoz.

#Budownictwo. Szacujemy, że przerób spadł r./r. – zakładaliśmy, że konsumpcja rekordowego portfela zamówień przyspieszy w maju/czerwcu, choć ostatecznie się tak nie stało. Zastanawia również struktura wyników – na poziomie jednostkowym (Mirbud S.A.) marża brutto była stabilna i wyniosła 7.5%, natomiast na poziomie skonsolidowanym, spadek o 180bps kw./kw. (nawet biorąc pod uwagę słabszy kwartał JHMU, o czym niżej) odbieramy w kategorii negatywnego zaskoczenia. Za spadek marży odpowiada, naszym zdaniem, głównie segment drogowy – pytanie czy jest to nadal kwestia kontraktu S1 Obejście Węgierskiej Górki czy całego portfela kontraktów.

#Deweloperka. JHM przekazał w 2Q25 jedynie 34 lokali (-69% r./r.) oraz zaraportował 26mln PLN przychodów (połowa mniej r./r.) przy marży brutto ok. 17% (spadek prawie 100bps r./r.). O ile niższe r./r. przychody nie zaskakują (kwestia niższego wolumenu wydań), o tyle mocny spadek marży odbieramy lekko negatywnie, choć uczciwie należy przyznać, że kontrybucja JHM do wyników 1H25 była relatywnie niewielka – analogicznie będzie, naszym zdaniem, w całym FY25, kiedy to spodziewamy się 350 wydanych lokali vs. 581 przed rokiem.

#Niższe linie/grupa. Drugi już kwartał z rzędu zastanawia struktura wyników – słaby poziom marży brutto został, z nawiązką, zrekompensowany niższymi liniami, dzięki czemu zysk netto był zgodny z naszymi, jak i rynku, oczekiwaniami. Pytanie w jakim stopniu na skonsolidowane wyniki wpłynęły zdarzenia o charakterze jednorazowym – do czwartkowego „pełnego raportu” podchodzimy do oceny wyników z pewną dozą wstrzeźliwości.

Podsumowując, wyniki oceniamy neutralnie, choć sama ich struktura jest dla nas nieoczywista. O ile jeszcze kilka tygodni temu bieżącą wycenę Mirbudu odbieraliśmy jako wymagającą (szacujemy obecnie ok. 185mln PLN EBITDA w FY25, EV/EBITDA ~9.7x), o tyle ostatnie wydarzenia związane ze złożeniem dwóch najkorzystniejszych ofert w przetargach kolejowych skłaniają nas do zrewidowania naszych założeń co do kontraktacji. Ciekawa jest przede wszystkim kwestia kontraktu Rail Baltica, choć jest jeszcze relatywnie wcześnie na ostateczne założenie, że polski odcinek Rail Baltica zostanie wybudowany przez konsorcjum MRB + TOR. Informacja ta jest o tyle istotna w kontekście pierwszej ze spółek, że pozwoliłaby zwalidować story kolejowe – w perspektywie '25 Zarząd zapowiedział podpisanie kontraktów w tym segmencie o wartości >1mld PLN. Kilka tygodni temu konsorcjum Mirbud (lider) + Transkol + Torhamer + Most złożyło najniższą (1.3mld PLN brutto) ofertę na przetargu na „Zaprojektowanie i wykonanie robót na linii kolejowej C-E 20”, choć analogicznie jak na przetargu Białystok – Elk, oferta MRB nie została jeszcze uznana za najkorzystniejszą. W obecnej sytuacji, podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Grupy – kluczowa będzie piątkowa konferencja wynikowa. (David Sharma, 603 173 749)

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	3,319	3,322	3,252	3,406	4,001	4,430
EBITDA	194	243	204	208	262	271
EBIT	178	224	182	183	230	236
Net profit	119	135	121	119	158	168
EPS (PLN)	1.3	1.5	1.1	1.1	1.4	1.5
P/E (x)	11.8	10.3	13.9	14.2	10.7	10.0
EV/EBITDA (x)	6.9	5.8	8.0	8.3	6.9	6.8
FCFF Yield (%)	8.0%	-1.5%	-9.7%	-2.9%	0.7%	1.9%
DY (%)	1.3%	1.8%	1.1%	0.6%	2.1%	3.8%

Source: Company, Trigon

TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepja@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. | Mogińska 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.