

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (Buy; PLN 15)

2Q25 Results Review [lekko negatywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25P	2Q25E	Cons.
Revenues	816	894	896	497	720	-12%	45%	720	784	785
Construction	776	816	853	475	731	-6%	54%		792	
Residential	50	69	77	38	18	-65%	-54%		18	
Rental	9	3	7	5	5	-50%	2%		9	
Other & Eliminations	-20	5	-5	-21	-33	-	-		-25	
Other operating activity, net	140.6	-24.6	-12.1	2.4	3.8	-97%	61%		0	
Revaluations	-149.8	-0.6	40.9	0.5	4.6	-	824%		0	
EBITDA	37.4	21.4	86.6	32.3	39.5	6%	22%	n.a.	37.8	41.4
EBIT	32.0	16.2	79.8	25.3	31.8	-1%	26%	n.a.	30.8	35.0
Net profit	21.1	10.2	56.9	15.0	21.1	0%	41%	21.0	19.8	21.5
Gross Margin	8.0%	7.8%	8.7%	8.7%	6.3%	-1.8pp	-2.4pp	6.2%	7.6%	
Construction	5.4%	5.2%	5.5%	6.8%	5.2%	-0.2pp	-1.6pp		6.9%	
Residential	34.0%	26.8%	29.5%	36.4%	34.6%	0.5pp	-1.9pp		32.0%	
Rental	52.3%	-2.6%	17.7%	-37%	-22%	-75pp	-		0.0%	
Backlog	6,092	8,099	7,992	7,817	8,115	33%	4%		8,115	
OCF	-46	6	100	-330	21	-	-		-	
NWC	-107	-25	19	-323	-52	-	-		-	
FCF	-77	-42	97	-340	-14	-	-		-	
Net Debt	-2	55	-41	301	343					
P/E12M trailing	10.2	11.5	13.6	16.0	16.0					
EV/EBITDA 12M trailing	6.1	6.9	7.9	11.0	11.1					
EBITDA margin	4.6%	2.4%	9.7%	6.5%	5.5%	20%	-16%	-	4.8%	5.3%
EBIT margin	3.9%	1.8%	8.9%	5.1%	4.4%	13%	-13%	-	3.9%	4.5%
Net profit margin	2.6%	1.1%	6.3%	3.0%	2.9%	0.3pp	-0.1pp	2.9%	2.5%	2.7%

Source: Company, Trigon

Komentarz: Wyniki na głównych liniach są zgodne ze wstępnymi (które oceniliśmy neutralnie), na minus zaskoczyła natomiast jakość wyników – pozostała działalność operacyjna oraz rewaluacje nieruchomości podniosły wyniki na poziomie operacyjnym o ponad 8mln PLN. Po skorygowaniu ww. czynników, oczyszczona EBITDA była aż o 33% niższa r./r.

Względem wcześniejszych ujawnień, zwracamy również uwagę na: 1) bardzo słabą marżę w segmencie budowlanym (spadek o 160bps kw./kw.), 2) kontynuację świetnych marż w segmencie mieszkaniowym (marża kolejne 50bps w górę kw./kw., efekt przekazania mieszkań sprzedanych w trakcie obowiązywania Bezpiecznego Kredytu 2%), 3) dodatni OCF, pomimo dalszego wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy (efekt dużych kontraktów realizowanych w formule „Projektuj i buduj” znajdujących się w fazie projektowania) oraz 4) relatywnie wysoki lewar (1.9x ND/EBITDA, +1.9x r./r.), który naszym zdaniem ulegnie zmniejszeniu w 4Q25.

Podsumowując, z uwagi na dynamikę skorygowanej EBITDA/EBIT, wyniki odbieramy lekko negatywnie. Nie mają one jednak, naszym zdaniem, dużego znaczenia dla equity story Grupy – kluczowa jest obecnie kontraktacja, szczególnie w segmencie kolejowym (>3mld PLN ofert na „pierwszym miejscu”), choć ponowny spadek marży w budowlance wymaga pewnego komentarza Zarządu. Wstępnie widzimy przestrzeń do rewizji in minus naszych prognoz na '25 (efekt niższych marż w budowlance i najmie). **(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)	11.5	10.1	13.6	13.9	10.5	9.8
EV/EBITDA (x)	6.8	5.7	7.9	8.2	6.7	6.7
FCFF Yield (%)	8.2%	-1.5%	-9.9%	-3.0%	0.7%	1.9%
DY (%)	1.3%	1.9%	1.2%	0.6%	2.2%	3.8%

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.