

Flash Note

CEE | Equity Research

Mirbud (Buy; PLN 18.5)

Podsumowanie konferencji po wynikach 3Q25 [neutralne]

#Budownictwo

- Modelowa rentowność brutto kubatury mieszkaniowej to obecnie ok. 5%, produkcyjnej/magazynowej ok. 11%, użytku publicznego ok. 10%, natomiast części drogowej ok. 6%.
- W 4Q25E możliwe jest spłynięcie/rozliczenie części roszczeń/robót dodatkowych związanych z kontraktami znajdującymi się na ukończeniu, co potencjalnie może poprawić marżę.
- Grupa, jak i branża, prowadzi obecnie rozmowy z GDDKiA związane z podniesieniem limitów waloryzacyjnych dla kontraktów podpisanych przed wybuchem wojny w Ukrainie.
- W ciągu tygodnia Grupa powinna otrzymać ZRiD na budowę drogi S10, zezwolenia dla innych 'S-ek' powinny wpłynąć w 1Q26E.
- Rozliczenie roszczeń związanych z kontraktem Obejście Węgierskiej Górki powinno nastąpić najwcześniej w FY26E.
- Obecnie, Grupa posiada ok. 70mln PLN „zamrożonego” kapitału obrotowego w kontraktach realizowanych w ramach Polskiego Ładu.
- Po bliższym przyjrzeniu się, Mirbud nie planuje obecnie dokonywać akwizycji w segmencie rynku związanym z budownictwem energoelektrycznym.

#Portfel zamówień

- Od początku roku Grupa podpisała 18 umów o wartości 2.4mld PLN.
- Na koniec listopada Grupa posiada w poczekalni łącznie 10 ofert (3 po wyborze oferty i 7 z najkorzystniejszymi ofertami) o łącznej wartości 5.4mld PLN, z czego 4.2mld PLN stanowią kontrakty kolejowe.
- Wartość portfela powinna przekroczyć 10mld PLN jeszcze w grudniu bądź w 1Q26E.
- Grupa planuje zgłaszać odwołania związane z wyborem oferty konsorcjum Gulermaka na budowę odcinka Tymbark – Limanowa.

#JHM / Pozostałe

- Grupa cały czas oczekuje na otrzymanie pozwolenia na budowę na Marywilską 44 oraz zakończenie negocjacji z M. St. Warszawa w sprawie wydłużenia dzierżawy gruntu.
- W całym FY25E powinien przekazać ok. 300 mieszkań.
- Zarząd widzi szansę na przyspieszenie sprzedaży mieszkań w najbliższym czasie.
- Wzrost wyników w najmie to spadek upustów/rent-free.
- Odkup udziałów w parku w Bolesławcu od Panattoni wynikał z nienależytej, zdaniem MRB, odpowiedzialności Panattoni za komercjalizację obiektu.

#Outlook

- Zarówno przychody jak i marże w FY26E „nie będą niższe r./r.”.
- Lewar ND/EBITDA na koniec FY25E powinien kształtować się <2.0x.
- Lewar ND/EBITDA na koniec FY25E powinien kształtować się <2.0x.

Komentarz: Przekaz płynący z konferencji odbieramy ambiwalentnie – z jednej strony imponuje tempo, w którym Mirbudu pozyskuje nowe kontrakty, z drugiej zaś podwyższony dług netto może wiązać się większą presją na EPS, szczególnie w okresie skokowego wzrostu przychodów. Jednoznacznie na plus odbieramy natomiast zapowiedź poprawy rentowności w segmencie budowlanym – do tej pory zakładaliśmy, że marża brutto w całym FY25E wyniesie jedynie 6.0%, a w przyszłym roku wzrośnie jedynie o kilkadziesiąt bps.

Podsumowując, podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Mirbudu, choć najbliższe kwartały będą kluczowe z punktu widzenia generacji FCF. Obecnie spodziewamy się, że FCF w FY25E wyniesie -320mln PLN (łącznie -500mln PLN za ostatnie 3 lata), a większej odbudowy pozycji gotówkowej spodziewamy się dopiero w 2H26E – a więc po otrzymaniu większości zaliczek oraz ZRiDów. Spodziewamy się również, że kontraktacja MRB może przekroczyć w FY26E 7mld PLN vs. 3.2-3.3mld PLN w tym roku. (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

Research Department www.trigon.pl

Raport w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW

TRIGON DOM MAKLERSKI 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. | 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.