

Mirbud

Wzrost poprzez dźwignię

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na spółkę Mirbud z rekomendacją KUPUJ ustalając wartość godziwą na PLN 3.14 akcję (38.8% potencjał wzrostu). Działalność spółki uzależniona jest od sytuacji makroekonomicznej w Polsce i jej wpływu na działalność budowlaną. Pomimo oczekiwanego znaczącego spadku PKB w 2020 r. (oczekiwane -4.6% w skali roku), sytuację poprawia finansowanie z Unii Europejskiej oraz odbudowa popytu na nieruchomości mieszkaniowe po krótkiej przerwie spowodowanej pandemią. Mirbud funkcjonuje przede wszystkim w segmencie generalnego wykonawstwa, który odpowiada za ponad 90% przychodów spółki. Na koniec 2Q20 Spółka posiadała rekordowy portfel zamówień na poziomie PLN 5.5 mld, obejmujący projekty do 2024 r. W związku ze wzrostem skali działalności oczekujemy wzrostu zadłużenia (w związku ze zwiększeniem zaangażowania w kapitał obrotowy) oraz prognozujemy wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 3.45x na koniec 2020 r. oraz nieznaczny spadek do 3.37x na koniec 2021 r. oraz 2.93x na koniec 2022 r. Prognozujemy wzrost EBITDA do PLN 65.7m w 2020E (+2.9% r/r), PLN 77.8m w 2021E (+18.4% r/r) oraz PLN 90.8m w 2022E (+16.5% r/r) dzięki rosnącej wartości portfela zamówień oraz kontrolę kosztów personelu, materiałów oraz podwykonawstwa.

Perspektywa 2020: Na koniec 2Q20 spółka posiadała portfel zamówień o wartości PLN 5.5mld. W rezultacie prognozujemy przychody w 2H20 w wysokości PLN 807m. W drugim półroczu 2020 r. spółka podpisała dodatkowo umowę z GDDKiA na budowę odcinka drogi ekspresowej S1. Jednocześnie oczekujemy, że spółka będzie w stanie poprawić rentowość operacyjną ze względu na kontrolę kosztów operacyjnych oraz rosnącą liczbę kontraktów drogowych w nadchodzących kwartałach. W rezultacie prognozujemy rekordowy wynik EBITDA w wysokości PLN 65.7m w 2020E (+2.9% r/r) oraz zysk netto PLN 29.0m (+3.2% r/r), implikujące marżę operacyjną 5.3% oraz netto 2.3%. Spółka wyceniana jest na 2020E P/E 7.1x, z 48% dyskontem do polskich spółek porównywalnych (Budimex, Pekabex). Uważamy, że ze względu na perspektywę poprawy wyników, spółka zasługuje na wyższe mnożniki wyceny.

Wysokie zadłużenie: Dnia 18.05.2020 spółka przyjęła politykę dywidendową, zgodnie z którą planuje wypłatę 10%-50% jednostkowego zysku netto. Oczekujemy, że w długim terminie spółka będzie zwiększać stopień wypłaty dywidend do górnych granic polityki, jednak w krótkim terminie zadłużenie będzie ograniczać potencjał dywidendowy spółki. Zakładamy, że terminy płatności większości zadłużenia zostaną zrolowane w latach 2020-23, jednak sądzimy, że kowenant pozwalający bankom decydować o wypłacie dywidend pozostanie bez zmian. Mirbud posiadał dług netto/EBITDA na poziomie 3.0x na koniec 2Q20; prognozujemy wzrost do 3.45x na koniec 2020 (ze względu na zwiększenia zaangażowania w kapitał obrotowy) oraz 3.37x na koniec 2021r.

Tabela 1. Mirbud dane finansowe, (PLN m)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Przychody	859.9	1,143.1	949.1	1,242.1	1,594.1	1,765.7
EBIT	47.9	51.0	52.2	52.6	59.5	70.8
EBITDA	58.3	62.4	63.9	65.7	77.8	90.8
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	29.0	36.5	41.1
EPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/E (x)	8.2	7.6	7.0	7.1	5.7	5.0
EV/EBITDA (x)	7.5	6.7	5.5	6.6	6.0	5.2

Source: Company, IPOPEMA Research

Sektor budowlany

Mirbud

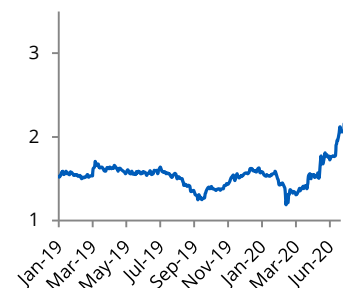
KUPUJ

WYCENA PLN 3.14

38.8% potencjału wzrostu

Cena 02 września 2020 PLN 2.26

Rozpoczęcie pokrycia analitycznego



Share data

Liczba akcji (m)	91.7
Kapitalizacja (EUR m)	43.2
12M średni dzienny wolumen (k)	229.9
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	2.29/0.65
Waga w WIG (%)	0.02
Reuters	MRB.WA
Bloomberg	MRB.PW

Total performance

1M	40.37%
3M	81.66%
12M	148.79%

Akcjonariusze

Jerzy Mirgos	44.72%
NN OFE	11.21%

Analysts

Robert Maj
 robert.maj@ipopema.pl
 + 48 22 236 92 90

MIRBUD**KUPUJ****Wartość godziwa PLN 3.14**

Kapitalizacja EUR 43.2m

Potencjał wzrostu +38.8%

Wskaźniki	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E (x)	7.6	7.0	7.1	5.7	5.0
EV/EBITDA (x)	6.7	5.5	6.6	6.0	5.2
EV/Sprzedaż (x)	0.36	0.37	0.35	0.29	0.27
P/Wk (x)	0.49	0.49	0.48	0.44	0.41
Stopa cash flow (%)	28%	-41%	-5%	-2%	19%
Stopa dywidendy (%)	0%	0%	1%	1%	2%

Na akcje	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Liczba akcji (m)	82.5	87.1	91.7	91.7	91.7
EPS (PLN)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
BVPS (PLN)	4.64	4.65	4.71	5.08	5.49
FCFPS (PLN)	0.63	-0.92	-0.12	-0.06	0.43
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.02	0.03	0.04

Zmiana r/r (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	32.9%	-17.0%	30.9%	28.3%	10.8%
EBITDA	7.0%	2.4%	2.9%	18.4%	16.6%
EBIT	6.6%	2.3%	0.8%	13.1%	18.9%
Zysk przed podatkiem	6.4%	10.7%	1.0%	20.7%	12.4%
Zysk Netto	8.1%	14.1%	3.2%	25.9%	12.4%

Dźwignia finansowa	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Marża brutto (%)	8.2%	10.6%	9.0%	8.8%	9.1%
Marża EBITDA (%)	5.5%	6.7%	5.3%	4.9%	5.1%
Marża EBIT (%)	4.5%	5.5%	4.2%	3.7%	4.0%
Marża netto (%)	2.2%	3.0%	2.3%	2.3%	2.3%
Dług netto / EBITDA (x)	2.77	2.42	3.45	3.37	2.93
Dług netto/ Kapitał (x)	0.45	0.38	0.52	0.56	0.53
Dźwignia finansowa (x)	1.27	1.24	1.20	1.15	1.09
ROE (%)	6.7%	7.1%	6.9%	8.1%	8.5%
ROA (%)	5.3%	5.7%	5.8%	7.1%	7.8%
ROCE (%)	7.8%	6.9%	6.3%	6.3%	7.0%

Założenia	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Produkcja (k m3)	1,143	949	1,242	1,594	1,766
Generalne wykonawstw	1,074.7	908.4	1,212.8	1,576.7	1,734.4
Inżynieryjne (PLN m)	493.2	397.5	606.4	788.3	867.2
Działalność wystaw. (PL	5.9	8.0	3.5	0.0	0.0
Wynajem (PLN m)	45.3	46.6	35.8	48.4	49.3
Konsolidacja (PLN m)	-82.7	-108.5	-89.8	-110.4	-121.4
Inna sprzedaż (PLN m)	2.0	1.8	1.2	1.2	1.3
Nieruchomości (PLN m)	97.8	92.7	78.5	78.2	102.2
Polska GDP (%)	5.2%	4.1%	-4.6%	4.3%	2.4%
Polska CPI (%)	2.1%	2.2%	3.0%	2.0%	2.0%
Rynek budowlany (%)	9.2%	2.6%	-3.7%	2.4%	1.8%
USD PLN (średni)	3.61	3.84	3.90	3.90	3.90
EUR PLN (średni)	4.26	4.30	4.30	4.30	4.30

RZIS (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	859.9	1,143.1	949.1	1,242.1	1,594.1	1,765.7
Koszty	-775.6	-1,049.9	-848.5	-1,130.3	-1,453.2	-1,604.8
Zysk brutto	84.2	93.2	100.6	111.8	140.9	160.9
generalne wykonawstwo	54.6	52.6	58.6	87.7	118.3	134.4
deweloperka	16.5	18.8	18.6	16.7	16.8	21.7
wynajem	16.9	18.5	19.0	8.5	16.9	19.7
działalność wystawowa	0.3	0.0	2.4	1.5	0.0	0.0
Pozostałe	-0.6	-0.5	-0.7	-1.2	-0.6	-0.6
Korekty	-3.5	3.8	2.7	-1.4	-10.5	-14.4
EBITDA	58.3	62.4	63.9	65.7	77.8	90.8
EBIT	47.9	51.0	52.2	52.6	59.5	70.8
Działalność finansowa	-16.5	-17.6	-15.2	-15.3	-14.4	-20.1
Zysk przed podatkiem	31.4	33.4	37.0	37.4	45.1	50.7
Podatek	-6.3	-6.4	-8.9	-8.3	-8.6	-9.6
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	29.0	36.5	41.1

Bilans (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Aktywa trwałe	538.8	515.4	518.6	543.3	573.1	594.0
Wartości niematerialne	210.5	254.1	249.6	249.6	249.6	249.6
Aktywa trwałe	273.9	207.0	217.5	232.0	249.3	264.5
Należności	15.9	14.5	12.3	16.1	20.6	22.8
Aktywa krótkoterminowe	465.2	564.1	627.8	757.1	1,035.7	1,198.6
Zapasy	172.6	216.9	261.0	319.0	410.1	452.9
Należności handlowe	236.9	279.3	256.8	336.9	432.4	478.9
Gotówka	46.5	64.1	108.2	99.4	191.3	264.9
Inne krótkoterminowe aktywa	9.2	3.7	1.9	1.9	1.9	1.9
Aktywa Razem	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,300.4	1,608.8	1,792.6
Kapitał	355.9	382.6	405.3	432.4	466.1	503.5
Mniejszości	54.3	56.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długotermin.	311.7	274.6	347.2	408.7	478.5	511.4
Pożyczki i leasing	177.9	170.2	164.3	164.3	164.3	164.3
Inne	133.8	104.4	182.9	244.4	314.2	347.1
Zobowiązania krótkotermin.	336.5	422.3	394.0	459.3	664.2	777.7
Zobowiązania handlowe	235.2	322.8	263.4	263.2	338.4	373.7
Pożyczki i leasing	67.8	66.9	98.2	161.9	289.5	366.7
Inne	33.5	32.6	32.4	34.2	36.3	37.3
Kapitał i zobowiązania	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,300.4	1,608.8	1,792.6
Obrót zapasów (dni)	81.2	75.4	112.3	103.0	103.0	103.0
Obrót należności (dni)	100.5	89.2	98.8	99.0	99.0	99.0
Net debt (PLN m)	199.1	172.9	154.4	226.8	262.5	266.1

CASH FLOW (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash Flow operacyjny	68.4	48.9	28.2	-42.7	2.1	34.6
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	29.0	36.5	41.1
Amortyzacja	10.5	11.4	11.7	14.1	18.3	20.0
Zmiana w kapitale obrotowym	11.7	-28.3	-1.8	-138.3	-111.4	-54.0
Inne	18.9	-4.9	13.1	52.4	58.7	27.5
Cash flow inwestycyjny	-29.9	3.0	-19.8	-27.9	-35.0	-34.5
Inwestycje	1.5	-0.8	-18.2	-27.9	-35.0	-34.5
Nieruchomości inwestycyjne	-26.7	2.2	3.6	0.0	0.0	0.0
Inne	-4.8	1.6	-5.2	0.0	0.0	0.0
Cash flow finansowy	-42.4	-34.3	35.6	61.8	124.8	73.5
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-15.6	-19.9	34.3	63.6	127.7	77.1
Dywidenda	0.0	-0.3	0.0	-1.8	-2.9	-3.7
Inne	-26.9	-14.2	1.3	0.0	0.0	0.0
Zmiana w gotówce	-3.9	17.6	44.0	-8.8	91.9	73.6
Gotówka na koniec okresu	46.5	64.1	108.2	99.4	191.3	264.9

Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne	4
Dołek w PKB już za nami.....	4
Fundusze unijne ponownie jako czynnik napędzający wydatków budowlanych	5
Czynniki ryzyka dla nowego budżetu UE	6
Perspektywy sektora budowlanego	6
Perspektywy rynku mieszkaniowego	6
Perspektywy rynku nieruchomości komercyjnych	7
Metody wyceny	9
Wycena porównawcza	10
Profil i model biznesowy spółki	12
Struktura akcjonariatu	13
Prognozy zysku netto.....	13
Prognozy przychodów	13
Segment deweloperski	14
Portfel zamówień.....	14
Prognozy zysku EBITDA	16
Bilans i dywidendy.....	16
Prognoza CAPEXu	16
ESG Section.....	18
Ryzyka związane z wartością godziwą.....	19
Wyniki finansowe	20

Podsumowanie inwestycyjne

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na spółkę Mirbud od rekomendacji KUPUJ. Spółka wyceniana jest obecnie na 2020E P/E 7.1x, z 50.8% dyskontem do zagranicznych spółek porównywalnych oraz 48% dyskontem do polskich spółek budowlanych (Budimex, Pekabex). W oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i model zdyskontowanych dywidend (DDM), szacujemy wartość godziwą Mirbud na PLN 3.14 na akcję, co oznacza potencjał wzrostu o 38,8%. Spółka posiada ekspozycję na otoczenie makro oraz perspektywę segmentu budowlanego. Polski PKB zanotował rekordowo wysoki spadek o -8,2% r/r i -8,9% kw/kw w 2Q20, a obecnie kraj znajduje się w recesji. Spodziewamy się, że polski PKB w 2020 roku spadnie o -4,6% (zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej). Infrastruktura i budownictwo wykazują jednak niejaką odporność na obecne warunki makroekonomiczne, wspierane przez fundusze z Unii Europejskiej i rządowe wsparcie mające na celu rozwój infrastruktury drogowej w nadchodzących latach. Wraz z napływem nowych funduszy z UE w 2021 roku (nowy budżet UE) oczekujemy powrotu sektora do wyższych dynamik wzrostu. Mirbud prowadzi działalność w zakresie budownictwa infrastrukturalnego, budownictwa mieszkaniowego oraz nieruchomości komercyjnych, w których oczekujemy poprawy marż w nadchodzących latach.

Tabela 2. Mirbud – zachowanie się kursu akcji

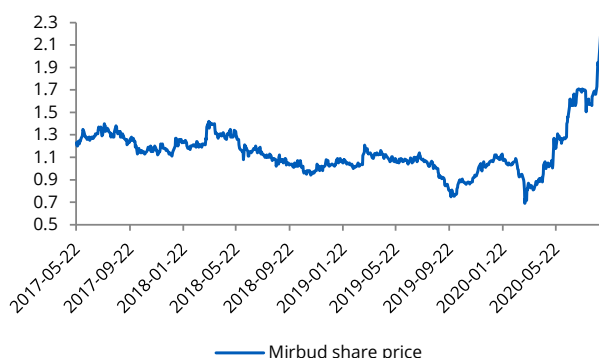
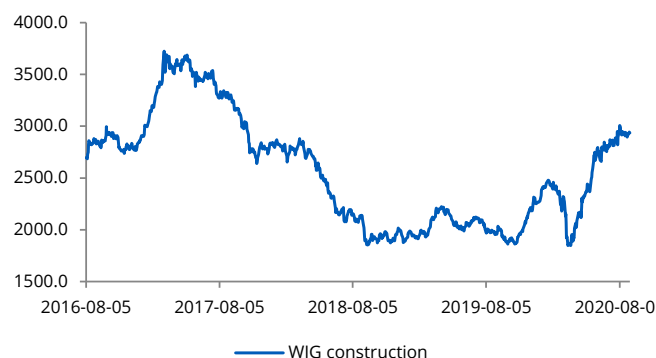


Tabela 3. WIG Budownictwo

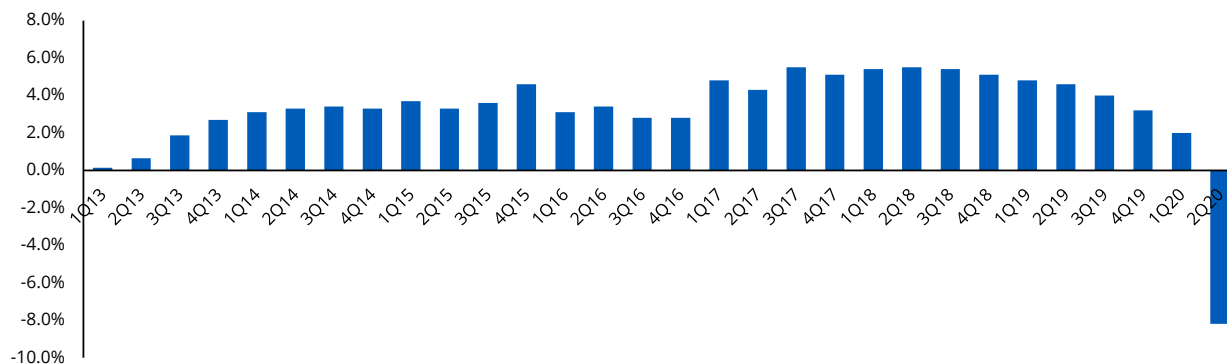


Źródło Reuters, IPOPEMA Research

Dołek w PKB już za nami

Prognozujemy spowolnienie wzrostu PKB w Polsce do 4.6% r/r w 2020 r., w porównaniu do 4.1% r/r w 2019 r., co jest najbardziej gwałtownym spadkiem w ostatnich dekadach. GUS podał, że PKB w 2Q20 spadł o 8.2% r/r i 8.9% kw/kw. Oznacza to, że w I półroczu polska gospodarka skurczyła się o 3.2% r/r, na co największy wpływ miał spadek konsumpcji gospodarstw domowych, która spadła o 10,9% r/r w 2Q20. To efekt wprowadzenia lockdownu w związku z pandemią koronawirusa. W skutek całkowitego zamknięcia wielu sklepów i usług, Polacy byli bardziej skłonni do oszczędzania niż wydawania pieniędzy. Spadek konsumpcji według analityków ekonomicznych był odpowiedzialny za spadek PKB o 6.3% w 2Q20. Inwestycje w 2Q20 spadły o 10.9% r/r. Tempo spadku mogło być bardziej gwałtowne, jednak 20% wzrost wypłaty środków unijnych w II kwartale br. powstrzymał spowolnienie inwestycji. Przełożyło się to na relatywnie mocną produkcję budowlaną, która w lipcu spadła tylko o 10,9% r/r, ale tylko o 3,6% m/m i -0,4% r/r w okresie styczeń - lipiec. Gospodarkę wspierał eksport netto: eksport spadł o 14,3% r/r, natomiast import spadł o 17,5% r/r. Eksport netto (+ 0,8% r/r) w składowe PKB okazał się jeszcze wyższy niż w I kwartale, co dobrze wróży również na kolejne kwartały. W dalszej perspektywie oczekujemy, że polska gospodarka będzie kontynuować ożywienie, które było widoczne już w lipcu w sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Ogólnie uważamy za uzasadnione oczekiwania Komisji Europejskiej dotyczące spadku polskiego PKB o 4,6% r / r w 2020 r. I odbicia o 4,3% r / r w 202 r. Świeże napływy środków unijnych powinny nieco zmienić sytuację makroekonomiczną w 2021 r. -2028.

Tabela 4. Produkt Krajowy Brutto (%)



Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Fundusze unijne ponownie jako czynnik napędzający wydatków budowlanych

Poprzednia alokacja UE dla Polski wyniosła 67,3 mld EUR na lata 2007-2013. Do końca 2015 roku, ostatniego roku wykorzystania środków zaplanowanych na lata 2007-2013, średni roczny przepływ środków wyniósł 9,5 mld EUR wobec średnio 4,3 mld EUR w latach 2004-2006. Na prace budowlane w latach 2007-2013 pozyskano łącznie 43,7 mld EUR z funduszy unijnych i krajowych. Obecnie zbliżamy się do końca perspektywy 2014-2020 (rozliczenie środków unijnych nastąpi do 2023 roku). Łączne środki dla Polski to 82,5 mld euro (330 mld zł). Największa pojedyncza część środków - 78 mld zł - została przeznaczona na inwestycje transportowe. Kolejne miejsca zajmują inwestycje niskoemisyjne (31,3 mld zł) oraz R&D (21,5 mld zł). Około 18 mld zł przeznaczono na działania związane z ochroną środowiska oraz małe i średnie firmy. Nowy budżet UE przewiduje dla Polski prawie 160 mld euro (750 mld zł), czyli prawie o 50% więcej niż w poprzedniej rundzie. Taki wynik negocjacji był sporym zaskoczeniem, gdyż wcześniej 20-30% spadek puli Polski wydawał się niemal gwarantowany (Brexit, redukcja wydatków UE jako takich). Pandemia koronawirusa zmieniła jednak podejście Komisji Europejskiej do inwestycji i pozwoliła na rekordowo wysoki budżet. Kwota ryczałtowa 159 mld euro obejmuje zwykły budżet UE na lata 2021-2027 oraz nowy Fundusz Rozwoju i Odbudowy, który został utworzony w celu zwalczania skutków pandemii.

Ten fundusz to dodatkowe 64 mld euro dla Polski. 125 mld euro zostanie wydanych w formie bezpośrednich wydatków, reszta zostanie udzielona w formie pożyczek o niskim oprocentowaniu i preferencyjnych kredytach. Nowy budżet UE to dodatkowe 3% PKB rocznie w wydatkach dla Polski, podczas gdy poprzednia runda wyniosła tylko 2% PKB rocznie.

Tabela 5. Fundusze UE dla Polski (% PKB)

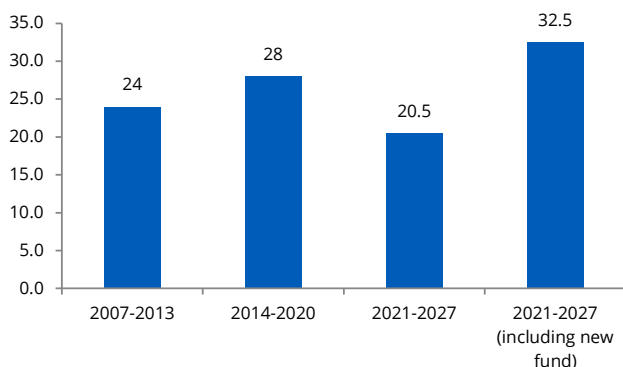
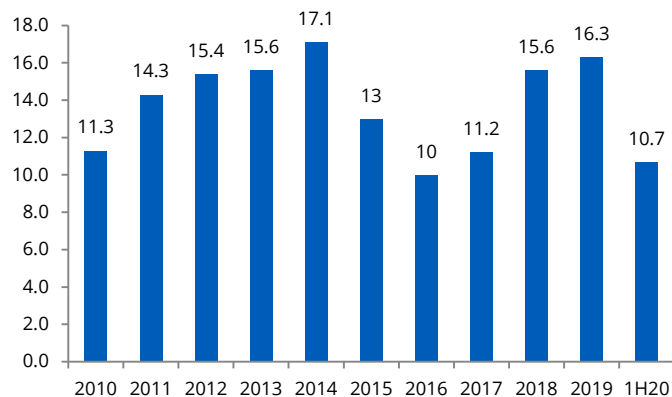


Tabela 6. Transfery UE do Polski (EUR mld)



Źródło: Ministerstwo finansów, Rzeczpospolita, IPOPEMA Research

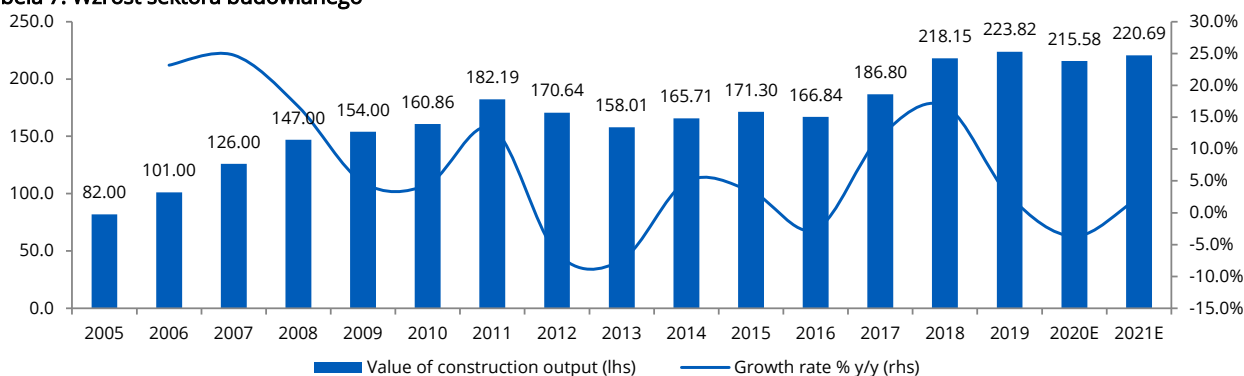
Czynniki ryzyka dla nowego budżetu UE

Aby wykorzystać nowe dochody, Polska będzie miała cztery lata na sporządzenie listy projektów, które chciałaby sfinansować. Jest to ryzyko operacyjne, które w przypadku materializacji mogłoby oznaczać zmniejszenie rzeczywistego wpływu i rzeczywistych przepływów pieniężnych z UE. Powiązanie wydatkowania środków w euro z praworządnością może również utrudnić cały proces uzyskiwania wpływów.

Perspektywy sektora budowlanego

Oczekujemy, że polski sektor budowlany spadnie o 3.7% r / r w 2020 r., po wzroście o 2.6% r/r w 2019 r. oraz wzroście o 9.2% r / r w 2018 r. Nasze oczekiwania oznaczają, że produkcja budowlana spadnie mniej niż cała gospodarka. Mimo wszystko, niemiłą niespodzianką były dane o produkcji budowlanej w lipcu. Według GUS produkcja budowlana spadła o 10.9% r/r (najwięcej od listopada 2016 r.), ale tylko o 3.6% m/m i 0.4% r/r w pierwszych siedmiu miesiącach roku. W porównaniu z czerwcem niższą produkcję odnotowano w wyspecjalizowanych robotach inżynierskich (-1.8% m / m) w inżynierii lądowej i wodnej (-2% m/m) oraz w budownictwie mieszkaniowym (-7.1% m / m). Wysokie tempo spadku w ujęciu rocznym jest w pewnym stopniu efektem wysokiej bazy sprzed roku, ale z drugiej strony może wskazywać na tempo inwestycji w pozostałej części roku. Tak duży spadek to także efekt zamrożenia prywatnych inwestycji i powolnego wyczerpywania się obecnego budżetu UE.

Tabela 7. Wzrost sektora budowlanego

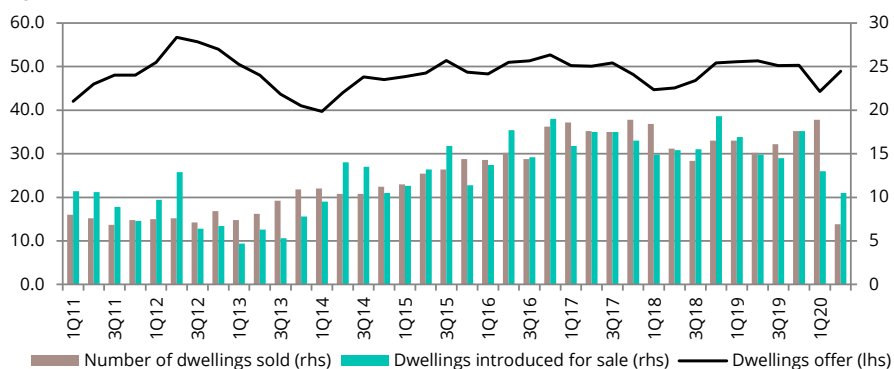


Source: Company, IPOPEMA Research

Perspektywy rynku mieszkaniowego

Jak podaje JLL, deweloperzy mieszkaniowi odnotowali 54% r/r spadek przedsprzedaży w 6 głównych aglomeracjach Polski do 6.9 tys. mieszkań w 2Q20, w związku z rozwojem pandemii COVID-19. Jednocześnie liczba mieszkań wprowadzonych do oferty spadła o ok. 30% r/r do 10,5 tys. mieszkań. W efekcie oferta mieszkań ustabilizowała się na poziomie około 49 tys. mieszkań (-5% r/r). Ze względu na okres lockdown oraz wprowadzone restrykcje, utrudnione było pozyskiwanie pozwoleń administracyjnych, a deweloperzy odkładali rozpoczęcie nowych projektów ze względu na wysoką niepewność perspektyw makro (w tym rynku pracy). Według GUS liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto pozostaje nadal istotnie niższa r/r (-13% r / rw I półroczu), jednak zwracamy uwagę, że liczba nowych pozwoleń na budowę się odbudowuje (-5% r/r w pierwszym półroczu).

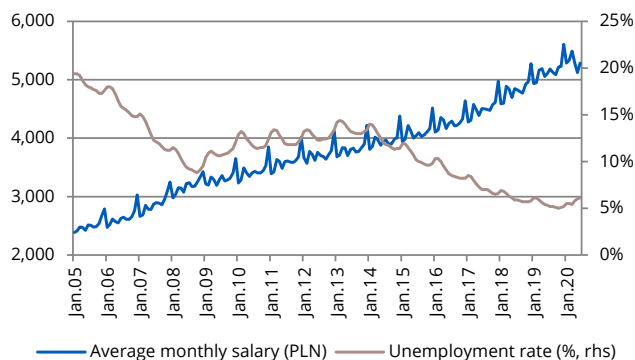
Tabela 8. Liczba mieszkań wprowadzonych do sprzedaży i sprzedanych w porównaniu do oferty (tysiące sztuk)



Źródło: JLL/REAS, IPOPEMA Research

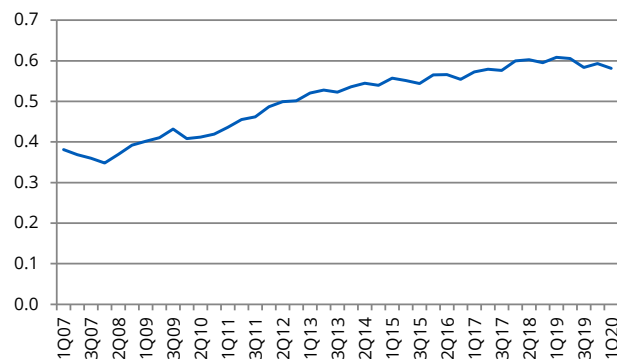
Mając na uwadze łagodzenie restrykcji po okresie lockdown, oczekujemy, że popyt na mieszkania pozostanie an wysokim poziomie i powróci do poziomów sprzed pandemii. Z jednej strony zwracamy uwagę, że popyt 'na własne potrzeby' wspierany jest wciąż wysoką siłą nabywczą klienta (choć zwracamy uwagę na wysoką niepewność dotyczącą rynku pracy). Z drugiej strony, wsparcie dla popytu inwestycyjnego stanowią niskie stopy procentowe. Jednocześnie oczekujemy stabilizacji cen mieszkań na poziomach porównywalnych do poziomów sprzed pandemii (promocje oferowane raczej w przypadku pojedynczych mieszkań niż całych projektów). Z kolei niska dostępność gruntów oraz stabilne koszty budowy powinny pozwolić deweloperom na utrzymanie wysokich rentowności brutto ze sprzedaży.

Tabela 9. Średnia miesięczna pensja vs. stopa bezrobocia w Polsce



Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Tabela 10. Średnia miesięczna pensja w porównaniu do średniej ceny metra kwadratowego w Warszawie (x)



Źródło: GUS, IPOPEMA Research

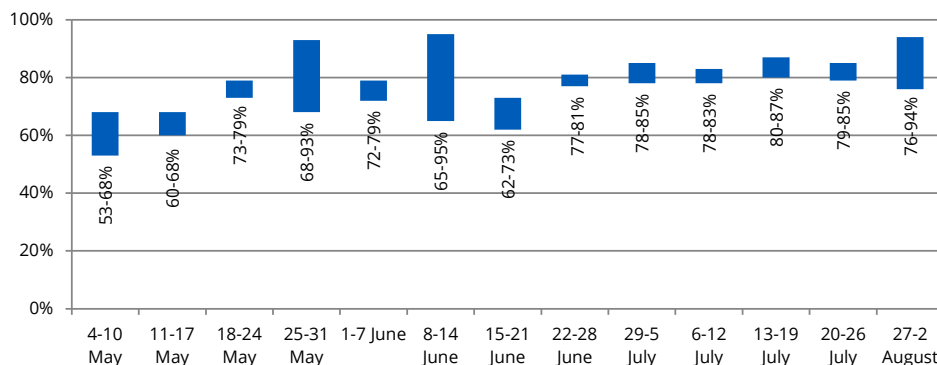
Perspektywy rynku nieruchomości komercyjnych

Według Colliers, powierzchnia handlowa na koniec 2Q20 wyniosła ponad 12,2 mln mkw., z czego około 135 tys. mkw. Zostało oddane do użytkowania w pierwszej połowie 2020 r. Jednocześnie, ponad 350 tys. mkw. powierzchni handlowej jest obecnie w trakcie realizacji, z czego większość powinna zostać oddana do użytkowania w drugiej połowie bieżącego roku (całkowita podaż powierzchni powinna wynieść ok. 300-350 tys. mkw. w 2020 r., nieznacznie wyżej r/r). Według Cushman & Wakefield około połowa aktualnie budowanej powierzchni handlowej zostanie oddana do użytkowania w mniejszych miastach poniżej 100 tys. mieszkańców, a małe parki handlowe i centra handlowe uzupełnią istniejącą powierzchnię handlową.

Zwracamy uwagę, że pandemia koronawirusa miała negatywny wpływ przede wszystkim na projekty handlowe, ze względu na okres lockdownu (14 marca - 4 maja w Polsce) dotyczący projektów handlowych o powierzchni sprzedaży powyżej 2000 mkw. Jednak według Polskiej

Rady Centrów Handlowych, odwiedzalność centrów handlowych po okresie lockdownu była wyższa od pierwotnych oczekiwań - w czerwcu wyniosła około 80% w porównaniu do analogicznego okresu w 2019 roku i ustabilizowała się na tym poziomie w kolejnych tygodniach. Jednocześnie Retail Institute wskazał, że największe spadki ruchu odnotowano w dużych (ponad 40 000 mkw.) i średnich (20-39 999 mkw.) centrach, a klienci preferowali małe parki handlowe i centra typu convenience o powierzchni poniżej 20 000 mkw.

Tabela 11. Liczba odwiedzin w porównaniu do analogicznego tygodnia w 2019



Źródło Polskie Stowarzyszenie Centrów Handlowych, IPOPEMA Research

Podkreślamy, że Tarcza Antykryzysowa wprowadzona przez polski rząd pozwoliła najemcom na zwolnienia z płatności czynszu w okresie lockdownu, co wiąże się z przedłużeniem umów najmu o 12-18 miesięcy. W efekcie wielu najemców zdecydowało się na renegocjacje umów najmu, jednak oczekujemy ewentualnie krótkoterminowego wpływu (do końca 2020 r.) na wyniki deweloperów (redukcja czynszów, rezygnacja z odsetek od opłat eksploatacyjnych).

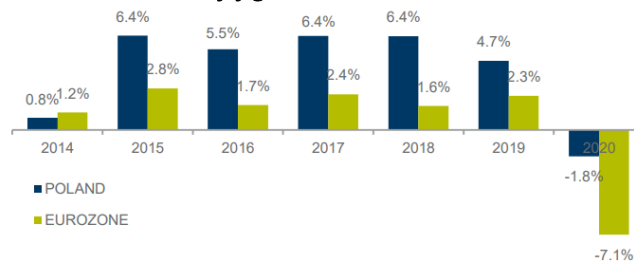
W obliczu pandemii COVID-19 wskazujemy na większą aktywność w sektorze e-commerce i potencjalnie szybszą konwersję polskiego klienta z kanału offline do online. W rezultacie uważamy, że plany deweloperów dotyczące nowych inwestycji mogą zostać odłożone w czasie, a projekty typu mix-use zyskają na znaczeniu. Ze względu na wciąż wysoką niepewność w kwestii pandemii, zwracamy uwagę na potencjalną presję na stopy kapitalizacji dla projektów handlowych w najbliższych kwartałach (w porównaniu do obecnych 5,0% w centrum Warszawy i 5,4% w Warszawie poza miastem).

Tabela 12. Prime rents



Źródło: Cushman & Wakefield, IPOPEMA Research

Tabela 13. Retail sales y/y growth



Źródło: Oxford Economics, IPOPEMA Research

Metody wyceny

Nasze podejście do wyceny spółek budowlanych opiera się na dwóch metodach: metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i modelu zdyskontowanych dywidend (DDM). Obliczamy wartość godziwą dla Mirbudu biorąc średnią z dwóch metod opierających się na tym samych założeniach i modelu finansowym. Nasz model zakłada prognozy przepływów pieniężnych do firmy w okresie 10 lat w oparciu o nasze założenia dla rynku budowlanego, zmiany PKB w Polsce oraz innych parametrów, w tym wzrostu wolumenów, zmiany mixu produktów, zmiany modelu finansowania, wzrostu wydajności, wzrostów kosztów produkcji, nakładów inwestycyjnych i zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Nasze prognozy dotyczące dywidend bazują na prognozach wyników w naszym modelu finansowym i zakładają w krótkim terminie 10% wskaźnika wypłaty z zysku netto z godnie z polityką dywidendową, a w długim terminie wzrastają do poziomu 50%. DDM jest również użytecznym narzędziem do zrozumienia mnożników P/E [$P/E=(D/E)/(k-g)$], z różnicami wyjaśnionymi przez kombinacje wzrostu zysków i poziomu wypłaty dywidendy. W roku rezydualnym zakładamy 1% stopy wzrostu zarówno w modelu DCF jak i w DDM.

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego zostały ustalone przy zastosowaniu zmiennej stopy wolnej od ryzyka (równiej 12-miesięcznej stopie procentowej forward) oraz 5.0% premii za ryzyko. Użyte przez nas 12-miesięczne stopy procentowe forward bazują na krzywej dochodowości dla okresu 2020-2028. Po tym okresie stosujemy stałą stopę procentową na poziomie 4.5%, która jest naszym szacunkiem stopy procentowej w całym cyklu dla wschodzącej Europy. Zakładamy również współczynnik beta na poziomie 1.0x, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Tabela 14. Wycena DCF

PLN m	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Rok końcowy
Przychody	949.1	1,242.1	1,594.1	1,765.7	1,941.7	2,001.8	2,044.1	2,104.8	2,164.0	2,220.4	2,220.4
EBIT	52.6	59.5	70.8	80.1	87.2	92.7	96.8	103.6	108.7	110.4	110.4
Podatek na EBIT	11.8	11.3	13.4	15.2	16.6	17.6	18.4	19.7	20.7	21.0	21.0
NOPLAT	40.9	48.2	57.3	64.8	70.6	75.1	78.4	83.9	88.1	89.4	89.4
Amortyzacja	14.1	18.3	20.0	21.3	22.7	24.4	26.2	28.0	29.8	31.6	31.6
Wydatki inwestycyjne	-27.9	-35.0	-34.5	-35.7	-34.9	-35.4	-35.5	-35.5	-35.3	-33.1	-33.1
Zmiana w kapitale pracującym	-138.3	-111.4	-54.0	-55.5	-18.8	-13.2	-19.1	-18.5	-17.7	-18.1	-18.1
Wolny przepływ gotówki	-111.1	-79.8	-11.2	-5.1	39.6	51.0	50.0	57.9	65.0	69.8	69.8
Stopa wolna od ryzyka	1.36%	1.45%	1.53%	1.70%	1.81%	1.87%	1.85%	1.72%	2.00%	3.00%	4.50%
Premia za ryzyko	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Koszt kapitału	6.36%	6.45%	6.53%	6.70%	6.81%	6.87%	6.85%	6.72%	7.00%	8.00%	9.50%
Koszt długu (przed podatkiem)	3.9%	3.9%	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.2%	4.5%	5.5%	5.5%
Efektywna stopa podatkowa	22.3%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	3.0%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	3.6%	4.5%	4.5%
Waga długu	38.6%	43.0%	44.9%	44.0%	41.9%	40.7%	39.5%	39.2%	37.6%	35.7%	35.7%
Waga kapitału	61.4%	57.0%	55.1%	56.0%	58.1%	59.3%	60.5%	60.8%	62.4%	64.3%	64.3%
WACC	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%	5.4%	5.5%	5.5%	5.4%	5.7%	6.7%	7.7%
Współczynnik dyskontujący	0.95	0.91	0.86	0.82	0.78	0.74	0.70	0.66	0.63	0.59	0.54
Wartość bieżąca przepływu gotówki	-105.8	-72.3	-9.7	-4.2	30.8	37.6	34.9	38.3	40.7	40.9	38.0
Suma	31.2										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku	1.0%										
Wartość końcowa	1,051.8										
Wartość bieżąca wartości końcowej	572.9										
Zwijanie dyskonta	20.4										
Wartość przedsiębiorstwa	624.4										
Dług netto 2019	154.4										
Zobowiązania pracownicze i inne	-145.5										
Dywidenda wypłacona w 2020	-1.8										
Wartość kapitału	322.7										
Wartość na akcje (PLN)	3.52										

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 15. Wycena DDM

PLNm	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Rok końcowy
Dywidendy	2.9	3.7	4.1	4.7	10.7	11.7	12.5	13.6	21.9	32.9	32.9
Stopa dyskonta	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	6.7%	7.0%	8.0%	9.5%	9.5%
Współczynnik dyskontujący	0.94	0.88	0.83	0.77	0.72	0.68	0.63	0.59	0.55	0.50	0.46
Zdyskontowana dywidenda	2.7	3.2	3.4	3.7	7.7	7.9	7.9	8.1	12.0	16.5	15.1
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)	73.2										
Wzrost dywidendy w końcowym roku	1.0%										
Wartość końcowa	390.6										
Wartość bieżąca wartości końcowej	179.0										
Zwijanie dyskonta	0.7										
Wartość kapitału	252.9										
Wartość na akcje (PLN)	2.76										

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 16. Podsumowanie wycen

PLN m	
DCF	3.52
DDM	2.76
Średnia	3.14

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Mirbud jest obecnie handlowany na wskaźniku P/E na poziomie 7.1x, dla roku 2020E, co implikuje 50.8% dyskonto do mediany wskaźnika dla zagranicznych spółek porównywalnych.

Naszym zdaniem średni mnożnik Mirbudu powinien być teraz wyższy, gdyż spółka pokazała, że jest obecnie odporna na spowolnienie i że była w stanie zwiększyć backlog na kolejne kwartały.

Tabela 17. Wycena porównawcza – Spółki porównywalne międzynarodowe

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA			Dividend yield		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
12.0	ABGV.VI	PORR	29.9	10.4	6.7	3.5	2.8	2.5	2.8	5.0	6.8
26.0	STRV.VI	STRABAG	8.8	9.3	8.2	1.8	1.8	1.8	4.1	4.4	5.2
23.0	WBSV.VI	WIENERBERGER	15.6	12.7	11.0	7.0	6.4	6.1	2.2	2.6	2.9
15.0	TKFEN.IS	TEKFEN HOLDING	7.9	6.2	5.1	4.4	3.6	2.7	4.0	4.8	3.1
6.5	ENKAI.IS	ENKA INSAAT	12.1	9.3	8.5	9.0	5.6	5.1	3.3	4.6	4.5
11.4	CIMSA.IS	CIMSA CIMENTO	22.8	8.0	5.3	9.7	6.6	5.2	0.0	3.9	5.4
220.4	BALF.L	BALFOUR BEATTY PLC	39.5	10.6	8.7	12.4	6.0	5.0	1.2	2.8	3.2
8.9	B5AG.DE	BAUER AG	NaN	21.6	8.0	7.0	5.3	4.6	0.0	1.7	2.3
8.2	FCC.MC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	12.8	10.8	9.9	7.7	7.0	6.7	4.4	4.6	4.8
73.4	HOTG.DE	HOCHTIEF AG	10.5	8.2	7.3	3.1	2.8	2.7	5.9	7.5	8.1
0.7	OHL.MC	OBRASCON HUARTE LAIN SA	NaN	NaN	NaN	6.6	5.5	4.7	0.0	0.0	0.0
1.9	SCYR.MC	SACYR SA	14.5	5.6	4.7	8.7	8.1	7.2	11.1	6.4	6.3
177.6	SKAb.ST	SKANSKA AB	12.7	14.0	13.0	7.6	8.2	7.2	2.3	3.7	4.4
33.3	BOUY.PA	BOUYGUES SA	25.5	12.3	10.6	7.1	5.6	5.2	5.1	5.2	5.2
1.6	MOTA.LS	MOTA ENGIL SGPS SA	11.3	4.2	2.4	5.0	4.2	3.7	3.8	4.4	12.0
20.5	ACS.MC	ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA	11.3	7.9	6.8	4.7	3.9	3.7	7.1	7.8	9.0
100.7	ANA.MC	ACCIONA SA	25.7	17.5	14.6	9.9	8.7	8.0	2.7	3.0	3.4
22.4	FER.MC	FERROVIAL SA	NaN	77.0	41.7	56.2	37.8	32.7	2.1	3.1	3.2
76.2	FOUG.PA	EIFFAGE SA	18.5	10.6	9.3	9.0	7.0	6.6	2.8	3.7	4.1
16.6	GBFG.DE	BILFINGER SE	NaN	12.8	8.1	10.8	4.6	3.5	0.7	3.5	5.8
5.1	YIT.HE	YIT OYJ	14.3	10.9	8.8	11.1	9.1	8.0	5.4	5.5	6.1
1.1	WBD.MI	SALINI IMPREGILO SPA	65.2	10.7	8.8	8.4	6.1	5.6	2.0	1.4	4.1
77.8	SGEF.PA	VINCI SA	33.4	15.3	12.8	13.2	9.4	8.7	1.8	3.4	4.0
		MEDIAN	14.5	10.7	8.6	7.7	6.0	5.2	2.8	3.9	4.5
2.2	MRB.WA	MIRBUD	7.1	5.7	5.0	6.6	6.0	5.2	0.9	1.4	1.8
		Premium/discount to median									
		Mirbud	-50.8%	-46.7%	-41.4%	-14.8%	-0.1%	-0.2%	-68.1%	-64.1%	-60.6%

Źródło: Reuters, IPOPEMA Research

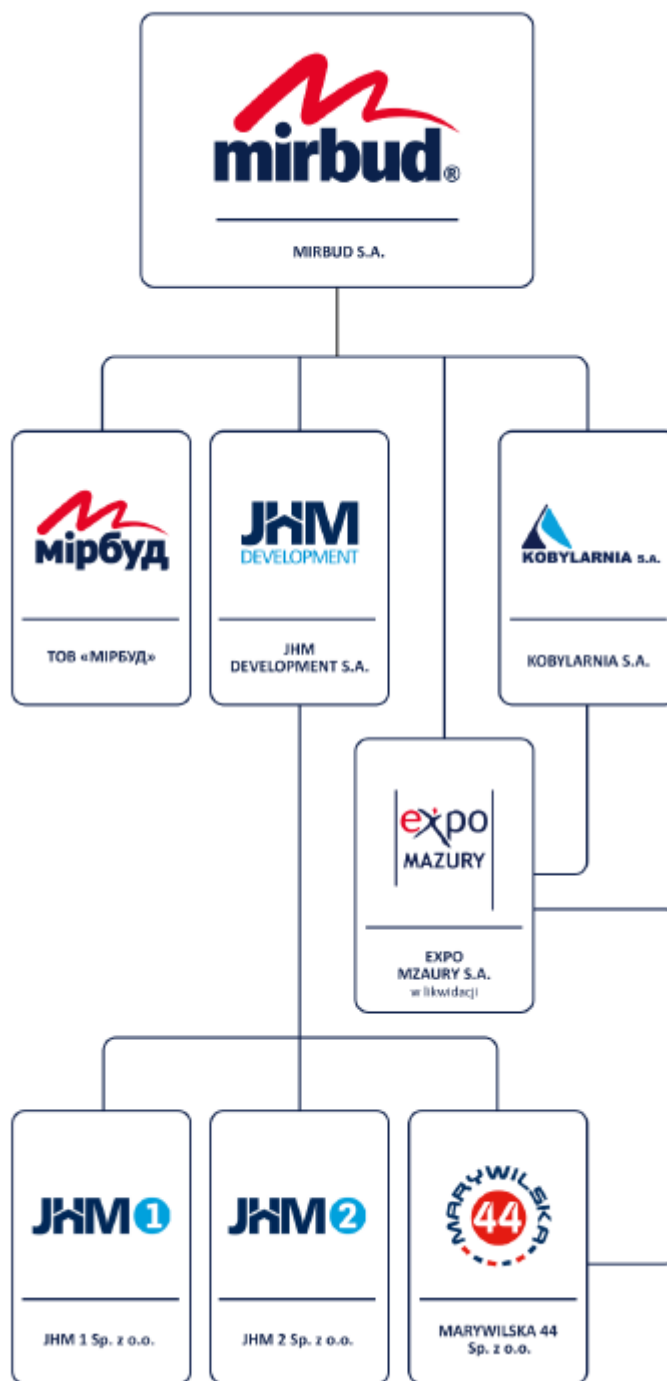
Tabela 18. Wycena porównawcza – Spółki porównywalne krajowe

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA			Dividend yield		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
234.5	BDXP.WA	BUDIMEX	20.2	14.2	13.5	8.4	5.9	5.8	1.9	3.4	5.1
12.8	PBX.WA	PEKABEX	7.3	8.2	7.9	5.7	5.3	4.7	0.0	4.1	3.7
		MEDIAN	13.8	11.2	10.7	7.0	5.6	5.3	1.0	3.7	4.4
2.2	MRB.WA	MIRBUD	7.1	5.7	5.0	6.6	6.0	5.2	0.88	1.40	1.76
		Premium/dis count to median									
		Mirbud	-48.0%	-49.4%	-52.8%	-5.9%	7.4%	-1.3%	-9.0%	-62.6%	-59.9%

Źródło: Reuters, IPOPEMA Research

Profil i model biznesowy spółki

Poniżej przedstawiamy strukturę grupy kapitałowej.



Spółka została założona 2002 roku, natomiast jej właściciele działają w branży budowlanej od 1988 roku. Do tej pory Mirbud zrealizował ponad 500 kontraktów, w szczególności w zakresie:

- Budownictwa przemysłowego (obiekty produkcyjne, handlowe i usługowe).
- Obiektów użyteczności publicznej (hale sportowe i miejskie, stadiony miejskie, szpitale, budynki użyteczności publicznej).
- Nieruchomości komercyjnych (galerie handlowe, duże sklepy).
- Infrastruktury inżynierskiej (autostrady, drogi krajowe, drogi ekspresowe, mosty, wiadukty, miejska infrastruktura drogowa, infrastruktura kolejowa).
- Budownictwa mieszkaniowego.

Mirbud S.A. jest spółką matką dla grupy kapitałowej. Mirbud S.A. specjalizuje się w budownictwie ogólnym i inżynierii lądowej.

Kobylarnia S.A. jest spółką zależną specjalizującą się w budowie dróg i mostów. Produkuje również masy bitumiczne i beton. Posiada trzy zakłady produkcyjne:

- W Kobylarni (koło Bydgoszczy) - zakład produkcyjny Teltomat o wydajności 240 ton na godzinę oraz Teltomat 120 o wydajności 160 ton na godzinę.
- W Bogusławicach (koło Włocławka) - zakład produkcyjny Teltomat 160 o wydajności 200 ton na godzinę.
- W Miekini (koło Wrocławia) - zakład Amman Uniwersal o wydajności 240 ton na godzinę.

JHM Development realizuje inwestycje deweloperskie.

Marywilska 44 zarządza centrum handlowo-handlowym w Warszawie przy ul. Marywilskiej. W tej chwili w wyniku pandemii komercjalizacja centrum spadła z poziomu 100% do poziomu 90%.

Expo Mazury zarządza centrum handlowym w Ostródzie w północnej Polsce, którego jest właścicielem, o powierzchni 58 tys. metrów kwadratowych. Ta spółka zależna zostanie zlikwidowana, a jej majątek zostanie przeniesiony do innych spółek zależnych Mirbud S.A.

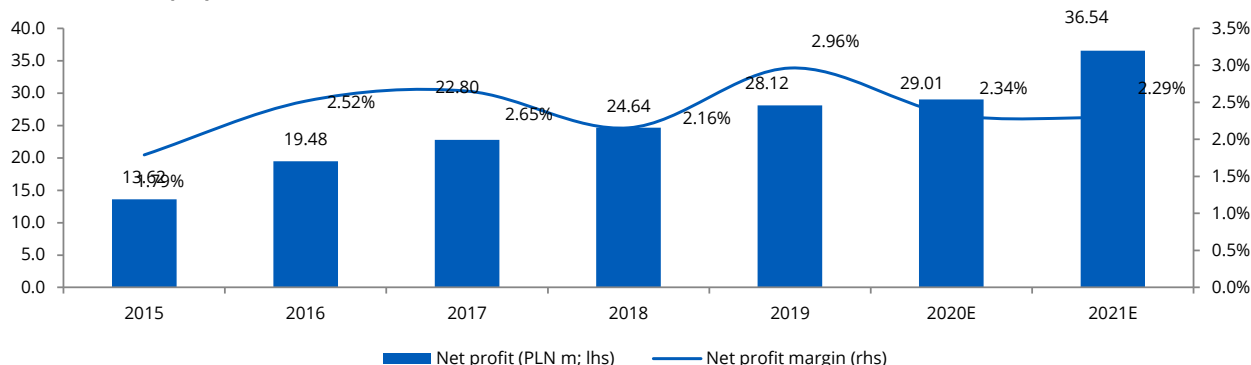
Struktura akcjonariatu

Prezes zarządu Mirbud S.A., Pan Jerzy Mirgos, jest właścicielem 44.72% akcji spółki, natomiast fundusz emerytalny NN OFE posiada 11.21% akcji Mirbud.

Prognozy zysku netto

Oczekujemy, że zysk netto Mirbudu wzrośnie o 3.2% r/r do PLN 29.0m w 2020 roku oraz o 25.9% r/r do PLN 36.5m w 2021 roku. Będzie to wynikać ze wzrostu zrealizowanych portfela zamówień w segmencie infrastruktury oraz zwiększenia wolumenów sprzedaży w segmencie deweloperskim. Oczekujemy, że spółka rozpozna ponadprzeciętną stawkę podatkową w latach 2020-2021.

Tabela 19. Ewolucja zysku netto (PLN m)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

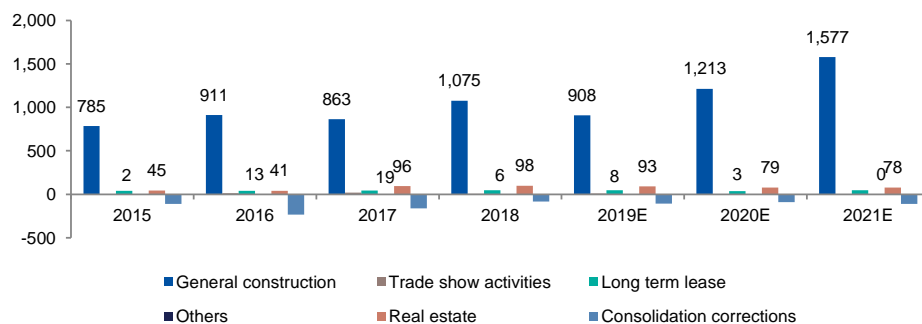
Prognozy przychodów

Przychody Mirbudu pochodzą z trzech głównych segmentów: generalnego wykonawstwa (w tym budownictwa kubaturowego, obiektów użyteczności publicznej, obiektów produkcyjno-handlowych i infrastruktury inżynierskiej), deweloperskiego i długoterminowego wynajmu nieruchomości komercyjnych (Marywilska 44 oraz duży obiekt handlowy w Ostródzie).

Nasze prognozy przychodów uwzględniają nasze oczekiwania odnośnie perspektyw makroekonomicznych Polski, które mają wpływ na rozwój segmentu budowlanego. Po osiągnięciu średniego wzrostu przychodów na poziomie 5.7% w latach 2015-2019 spodziewamy się średniego wzrostu przychodów w latach 2019-2024E na poziomie 16.1%,

co odzwierciedla rekordowo wysoki backlog. Spodziewamy się dynamicznego wzrostu przychodów o 30.9% r/r do PLN 1242.1m w 2020 roku, który powinien być spowodowany rosnącym backlogiem spółki w generalnym wykonawstwie. W 2021 roku spodziewamy się wzrostu przychodów o 28.3% r/r do PLN 1594.1m, a w 2020 roku o 10.8% r/r do PLN 1765.7m, wspierane również przez oddawanie nowych obiektów do użytkowania w segmencie nieruchomości. Generalne wykonawstwo stanowiło 95.7% całkowitej sprzedaży w 2019 roku.

Tabela 20. Przychody (PLN m)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Segment deweloperski

JHM Development odnotował przedsprzedaż 80 lokali w 1Q20 (-17% r/r) oraz 41 lokali w 2Q20 (-56% r/r). Jednocześnie spółka miała podpisane 122 umowy rezerwacyjne na koniec 2Q20, które powinny zostać przekształcone w umowy przedsprzedażowe do końca 2020 roku. Podkreślamy również, że spółka zwiększyła ofertę mieszkań z 843 lokali na koniec 4Q19 do 1021 lokali na koniec 2Q20, co również powinno sprzyjać wielkości przedsprzedaży w kolejnych kwartałach. Biorąc pod uwagę powyższe, spodziewamy się, że JHM zaraportuje przedsprzedaż 283 lokali w 2020E (-20% r/r) oraz 386 lokali w 2021E (+36% r/r, głównie w związku z planowaną dywersyfikacją geograficzną oferty mieszkań w Bydgoszczy, Gdańsku, Łodzi).

W efekcie oczekujemy, że spółka przekaze około 301 lokali w 2020E i 294 lokali w 2021E (w porównaniu do 352 w 2019), po czym przekazania wzrosną do 381 lokali w 2022E (ze względu na prognozowaną poprawę przedsprzedaży w kolejnych kwartałach). Oczekujemy również, że miks sprzedaży pozostanie stabilny w latach 2020-21E, dzięki czemu średnia wartość przekazanego lokalu wyniesie około PLN 270k i wzrośnie do prawie PLN 300k w 2022 roku (dzięki realizacji projektów zlokalizowanych w większych miastach, m.in. w Gdańsku, Bydgoszczy, Łodzi). Ponieważ nie zakładamy znaczących zmian w polityce cenowej oraz zakładamy stabilne kosztów budowy, oczekujemy ustabilizowania się marży brutto na poziomie około 21% w najbliższych latach. Uwzględniając powyższe, prognozujemy w latach 2020-2022E przychody z działalności deweloperskiej na poziomie odpowiednio PLN 79m, PLN 78m i PLN 102m, oraz zysku brutto na poziomie PLN 16m, PLN 17m i PLN 22m odpowiednio.

Portfel zamówień

Mirbud poinformował, że na koniec 2Q20 backlog grupy wyniósł PLN 5.5m. Oczekujemy, że przychody w 2H20E wyniosą PLN 807m.

Tabela 21. Backlog Spółki (PLN m)

Construction	Date of the deal	Duration	Contractor	Value gross (PLN m)
S1 express way Kosztowy - Bielsko Biała, third stretch Dankowice - Suchy Potok junction	03.08.2020	33 months	GDDKiA	586.71
Construction of Western Axle in Wrocław - selection of the best offer	22.05.2020	na	Wrocławskie Inwestycje Sp. Z o.o.	188.79
Construction of voivodship road number 455, design&build mode	13.05.2020	24 months	Dolnośląska Służba Dróg i Kolei in Wrocław	164.70

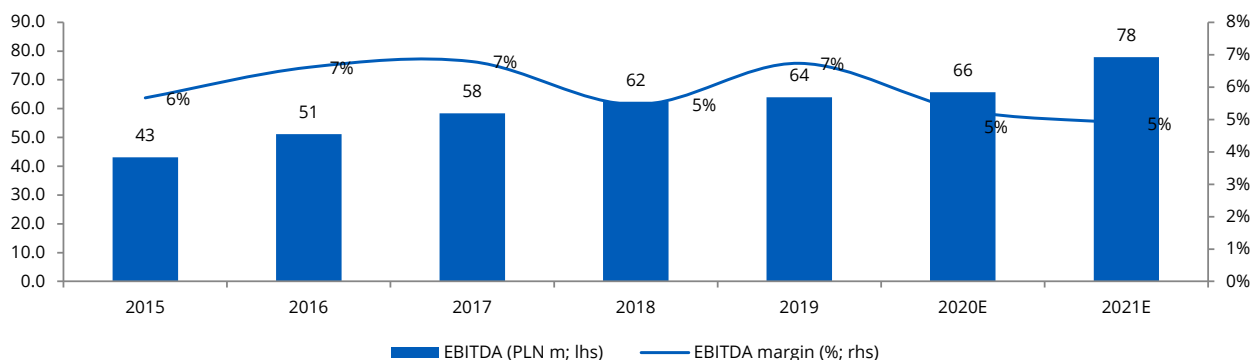
Construction of office building in Warsaw at Jana Nowaka-Jezioranskiego street	08.05.2020	na	PCO S.A.	36.53
Construction of petrol station and commercial buildings in Elk	07.05.2020	na	IMMO SI Polska Sp. Z o.o.	37.62
Construction of logistic and production facilities in Lodz	30.04.2020	na	7R S.A	27.46
Letter of intent - construction of logistic/production hall in Tomaszkow (Olsztyn)	28.04.2020	na	Panattoni Development Europe Sp. Zo.o.	35.27
Construction of S5 express way Nowe Marzy - Bydgoszcz, stretch 2, design&build mode	23.04.2020	22 months	GDDKiA	583.38
Construction of S5 express way Nowe Marzy - Bydgoszcz, Biale Blota - Szubin stretch, design&build mode	13.03.2020	17 months	GDDKiA	359.43
Design&build of the Radom airport terminal	06.03.2020	22 months	PPL	280.50
Construction of S11 express way Koszalin - Szczecinek, Koszalin South - Bobolice junction stretch, design&build	04.03.2020	36 months	GDDKiA	450.00
Construction of residential complex in Bydgoszcz (intra group deal)	17.01.2020	na	JHM Development	92.69
Construction of school in Warsaw at Jana Kazimierza street	09.01.2020	24 months	City of Warsaw, Wola district	37.63
Construction of Poreba and Zawiercie ring road	23.12.2019	34 months	GDDKiA	414.71
Construction of Education Centre in Gorzow Wielkopolski	10.12.2019	30.08.2021	City of Gorzow Wielkopolski	103.97
Demolition of existing and construction of new municipal stadium in Plock	29.11.2019	36 months	City of Plock	166.48
Letter of intent signed regarding construction of warehouses in Ruda Śląska	21.11.2019	na	Panattoni Development Europe Sp. Zo.o.	88.89
Reconstruction of southern lane of A18 Olszyna-Golnice motorway	14.11.2019	25 months	GDDKiA	254.15
Construction of the residential complex in Lodz (intra group deal)	04.11.2019	30.09.2021	JHM Development	50.04
Construction of S1 express way Bielsko-Biała-Zwardon, Przybedza-Milowka stretch	11.10.2019	34 months	GDDKiA	1,378.95
Construction of Equilibrium office building in Warsaw	26.07.2019	na	Equilibrium II Sp. Zo.o.	26.39
Construction of sport hall in Opole	05.07.2019	na	City of Opole	37.55
Construction of school in Warsaw at Jana Nowaka-Jezioranskiego street	03.07.2019	10.12.2021	City of Warsaw, Praga Poludnie district	61.12
Construction of municipal stadium in Lodz in design&build mode	05.06.2019	36 months	City of Lodz	129.00
Construction of logistic centre in Zabrze	22.05.2019	na	Panattoni Development Europe Sp. Zo.o.	71.18
Construction of Olesno ring road (11 National Road), design&build mode	21.05.2019	36 months	GDDKiA	667.69
Construction of warehousing and production facility in Skarbimierz	08.05.2019	na	Zotefoams plc.	60.64
Construction of A1 motorway Tuszyn - Belchatow junction - Kamiensk junction stretch, design&build mode	18.04.2019	35 months	GDDKiA	857.00
Construction of shopping mall in Bialki/Siedlce	07.03.2019	na	Stop Shop Poland Sp. Zo.o.	63.27
Construction of sports hall in Lublin	17.01.2019	na	Medical University in Lublin	54.80
Construction of Castorama in Wloclawek	13.11.2018	na	Omega Investments Sp. Zo.o.	58.55
Construction of production facility in Stalowa Wola	09.11.2018	na	ARP	29.52
Construction of residential facility in Lodz at Jugoslawianska street (intra group deal)	25.10.2018	30.12.2021	JHM Development	38.30
Construction of State Music School in Brodnica	02.10.2018	na	State Music School in Brodnica	14.78
Construction of sport facilities in Swinoujscie	01.10.2018	na	City of Swinoujscie	43.72
Construction of shooting range in Gorzow Wielkopolski	11.09.2018	na	Police unit in Gorzow Wielkopolski city	37.79
Construction of Gabin ring road, voivodship 577 road	20.07.2018	na	Mazovian Road Directorate	45.26
Upgrade of voivodship road number 255, Pakosc - Strzelno stretch	05.07.2018	na	Bydgoszcz Road Directorate	15.90
Logistic centre at Panattoni Gdansk III Park	02.07.2018	na	Industrial Center 33 Sp. Zo.o.	77.42
Reconstruction of north lane of A4 motorway Bielany Wroclawskie - Wroclaw Wschod stretch	21.05.2018	na	GDDKiA	15.20
Construction of logistic warehouses	17.05.2018	na	MLP Pruszkow II Sp. Zo.o.	32.98
Refurbishment of A2 motorway Konin-Kolo-Dabie stretch	07.05.2018	na	GDDKiA	20.00
Construction of long term care facility in Swinoujscie	07.05.2018	na	City of Swinoujscie	33.41
Construction of warehouse in Szczecin Zalom Wschod	07.05.2018	na	Accolade PL IX Sp.zo.o.	52.28
Construction of warehouse in Szczecin Trzebusz	07.05.2018	na	PDC Industrial Center	48.34
Construction of fly-over within the road number 1 in Przechowo	26.01.2018	na	GDDKiA	53.80
Construction of warehouse in Radomsko	23.01.2018	na	Panattoni Construction Europe Sp. Zo.o.	41.01
Construction of warehouse in Czeladz	02.01.2018	na	MLP Czeladz Sp.zo.o.	36.59
Total				8,061.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Prognozy zysku EBITDA

Oczekujemy, że EBITDA spółki będzie rosła w latach 2019-2024E średnio o 12.1% rocznie. Prognozujemy, że EBITDA w roku 2020E wyniesie PLN 65.7m (wzrost o 2.9% r/r) dzięki realizacji bardziej rentownych kontraktów w segmencie generalnego wykonawstwa. Oczekujemy, że EBITDA wzrośnie o 18.4% r/r do PLN 77.8m w 2021E roku dzięki kontroli kosztów i rekordowo wysokiemu portfelowi zamówień. Prognozujemy wzrost EBITDA o 16.6% r/r w 2022 roku w wyniku napływu nowych funduszy unijnych oraz wyższej sprzedaży w segmencie deweloperskim.

Tabela 22. Ewolucja EBITDA



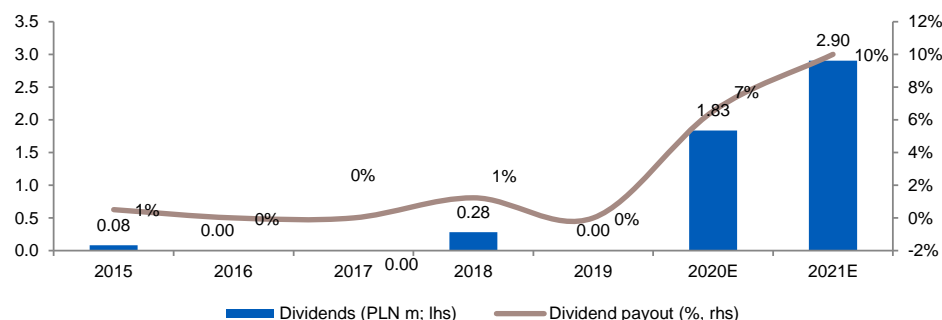
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Bilans i dywidendy

Oczekujemy wzrostu poziomu wskaźnika zadłużenia netto do EBITDA Mirbudu z 3.0x na koniec 2Q20 do 3.45x na koniec 4Q20E z uwagi na wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w przy dynamicznym wzroście sprzedaży. Spodziewamy się, że poziom długu netto spadnie do 3.37x EBITDA na koniec 2021 roku.

Naszym zdaniem największym zagrożeniem dla Mirbudu byłby gwałtowny wzrost należności z tytułu kontraktów budowlanych, który rzuciłby cień na rentowność realizowanych kontraktów. Obecnie backlog Mirbudu są finansowane głównie z długoterminowych umów zasilanych z funduszy UE lub rządowych wydatków, dlatego nie spodziewamy się zagrożenia dla płynności spółki.

Tabela 23. Dywidendy (PLN m)

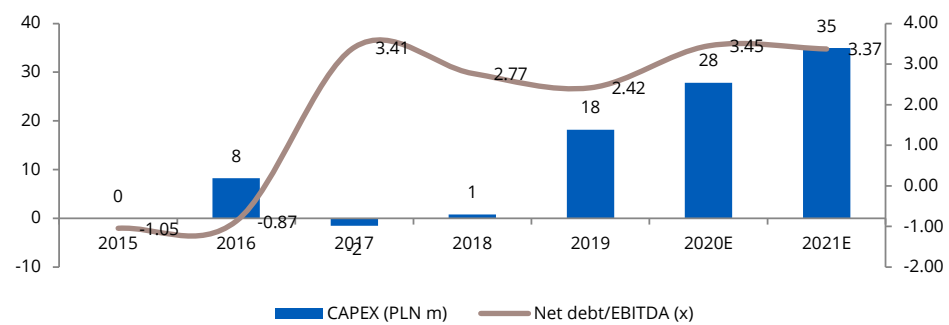


Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Prognoza CAPEXu

Oczekujemy wzrostu nakładów inwestycyjnych Mirbudu do PLN 27.9m w 2020E roku ze względu na zwiększenie wydatków na nowy sprzęt. W 2021 roku spodziewamy się wzrostu CAPEXu do PLN 35.0m w 2021E. W naszym modelu nie zakładamy żadnych przejęć.

Tabela 24. Ewolucja CAPEXu



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

ESG Section

Środowisko

Mirbud bardzo poważnie traktuje kwestie ochrony środowiska. Spółka wdrożyła szereg środków mających na celu kontrolę emisji pyłów i zapobieganie powstawaniu nadmiernych ilości odpadów oraz wzmacnia swoją politykę środowiskową poprzez zmniejszenie zużycia zasobów naturalnych. Ponadto spółka dąży do optymalizacji wykorzystania zasobów, koncentrując się na recyklingu, kontroli odpadów i cyrkulacji wody. W swoich usługach logistycznych zlecających podwykonawcom

Ład korporacyjny

Mirbud utrzymuje przejrzystą i ciągłą komunikację ze swoimi pracownikami i akcjonariuszami. Regularne spotkania między pracownikami i menedżerami mają na celu dostarczenie aktualnych informacji i utrwalenie strategii firmy. Terminowo publikuje raporty kwartalne i roczne.

Ryzyka związane z wartością godziwą

Zmienność popytu

Z uwagi na model biznesowy zorientowany na rozbudowaną bazę aktywów Mirbud jest w pełni narażony na zmiany w lokalnym popycie na usługi budowlane. Słaby popyt może doprowadzić do gwałtownych spadków rentowności.

Niekorzystny trend na rynkach cen materiałów i usług

Niekorzystne tendencje, takie jak rosnące koszty surowców lub inflacja kosztów usług transportowych, mogą zmniejszyć rentowność spółki.

Możliwy wzrost konkurencji

Biorąc pod uwagę dobrą rentowność firmy, wynikającą ze złożonych rozwiązań i rosnącej skali działalności, kilku lokalnych konkurentów może próbować skopiować model biznesowy Mirbud, co może potencjalnie zwiększyć konkurencję w najważniejszych dla spółki segmentach.

Brak siły roboczej

Brak wykwalifikowanej siły roboczej w branży budowlanej może spowodować, że Mirbud będzie miał niewystarczającą liczbę pracowników do prowadzenia działalności. W tej chwili nie ma braków kadrowych, co prawdopodobnie pozwoli firmie obniżyć bazę kosztową i koszty stron trzecich w kolejnych kwartałach.

Wzrost należności

Największym zagrożeniem dla Mirbudu byłby gwałtowny wzrost należności z tytułu kontraktów budowlanych, który rzuciłby cień na rentowność realizowanych kontraktów.

Spowolnienie gospodarcze

Szacunki dla polskiej gospodarki wskazują na niższe stopy wzrostu w przyszłości. W rezultacie niektóre inwestycje mogą zostać wstrzymane, co wywołałoby pytania o poziom portfela zamówień Mirbudu w kolejnych latach. Zmniejszające się fundusze unijne prawdopodobnie zaostrzą problem.

Wyniki finansowe

Tabela 25. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	859.9	1,143.1	949.1	1,242.1	1,594.1	1,765.7
Koszty	-775.6	-1,049.9	-848.5	-1,130.3	-1,453.2	-1,604.8
Zysk Brutto	84.2	93.2	100.6	111.8	140.9	160.9
Koszty sprzedaży i administracji	-44.7	-51.9	-54.1	-55.4	-88.0	-97.5
EBIT	39.6	41.3	46.5	56.4	52.8	63.4
Działalność finansowa	-16.5	-17.6	-15.2	-15.3	-14.4	-20.1
Udział w zyskach	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed podatkiem	23.1	23.7	31.3	41.1	38.4	43.3
Podatek	-6.3	-6.4	-8.9	-8.3	-8.6	-9.6
Mniejszości	2.3	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	14.5	14.9	22.4	32.8	29.9	33.7
EBITDA	58.3	62.4	63.9	65.7	77.8	90.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 26. Bilans (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Aktywa trwałe	538.8	515.4	518.6	543.3	573.1	594.0
Aktywa Trwałe	273.9	207.0	217.5	232.0	249.3	264.5
Investment properties	210.5	254.1	249.6	249.6	249.6	249.6
Należności	15.9	14.5	12.3	16.1	20.6	22.8
Podatek odroczony	19.4	22.3	23.1	30.2	38.7	42.9
Pozostałe	19.1	17.6	16.1	15.5	14.8	14.1
Aktywa bieżące	465.2	564.1	627.8	757.1	1,035.7	1,198.6
Zapasy	172.6	216.9	261.0	319.0	410.1	452.9
Należności handlowe	236.9	279.3	256.8	336.9	432.4	478.9
Gotówka	46.5	64.1	108.2	99.4	191.3	264.9
Pozostałe	9.2	3.7	1.9	1.9	1.9	1.9
Aktywa razem	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,300.4	1,608.8	1,792.6
Kapitał Własny	355.9	382.6	405.3	432.4	466.1	503.5
Zobowiązania długoterminowe	311.7	274.6	347.2	408.7	478.5	511.4
Dług	177.9	170.2	164.3	164.3	164.3	164.3
Odroczony podatek	26.8	30.9	34.2	45.5	58.5	64.6
Rezerwy	2.4	2.5	3.2	4.2	5.4	6.0
Pozostałe zobowiązania	104.5	71.1	145.5	194.7	250.2	276.5
Zobowiązania krótkoterminowe	336.5	422.3	394.0	459.3	664.2	777.7
Dług	67.8	66.9	98.2	161.9	289.5	366.7
Zobowiązania finansowe	0.4	2.7	2.4	3.2	4.1	4.6
Rezerwy	3.0	3.3	3.1	4.1	5.3	5.9
Pozostałe	30.2	26.6	26.9	26.9	26.9	26.9
Zobowiązania handlowe	235.2	322.8	263.4	263.2	338.4	373.7
Zobowiązania i Kapitał Razem	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,300.4	1,608.8	1,792.6

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 27. Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	29.0	36.5	41.1
Amortyzacja	10.5	11.4	11.7	14.1	18.3	20.0
Zmiana w kapitale pracującym	11.7	-28.3	-1.8	-138.3	-111.4	-54.0
Pozostałe	23.4	41.2	-9.7	52.4	58.7	27.5
Przepływy z działalności operacyjnej	68.4	48.9	28.2	-42.7	2.1	34.6
Inwestycje	1.5	-0.8	-18.2	-27.9	-35.0	-34.5
Pozostałe	-4.8	1.6	-5.2	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-3.2	0.8	-23.4	-27.9	-35.0	-34.5
Wolny przepływ gotówki	65.2	49.7	4.8	-70.6	-32.8	0.1
Zmiana długu	-15.6	-19.9	34.3	63.6	127.7	77.1
Dywidendy	0.0	-0.3	0.0	-1.8	-2.9	-3.7
Pozostałe	-16.5	-5.3	11.3	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-32.0	-25.4	45.6	61.8	124.8	73.5
Cały przepływ gotówki	33.2	24.3	50.4	-8.8	91.9	73.6
Gotówka na początku okresu	44.5	46.5	64.1	108.2	99.4	191.3
Gotówka na końcu okresu	46.5	64.1	108.2	99.4	191.3	264.9

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękną 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie („Program”) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”). Szczegółowe informacje o Programie dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A. będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A. a GPW.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie bez obowiązku informowania o tym fakcie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy i promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem www.ipopemasecurities.pl. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

W przeciągu ostatnich 12 miesięcy, IPOPEMA Securities S.A. otrzymywała wynagrodzenie za świadczenie usług firmy inwestycyjnej na rzecz Mirbud S.A. Przedmiotem usług było doradztwo na rzecz przedsiębiorców w zakresie struktury kapitałowej i strategii biznesowej oraz innych spraw związanych ze strukturą lub strategią, a także oferowanie instrumentów finansowych.

Na zamówienie GPW, IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: AS S.A., Capital Park S.A., Mirbud S.A., PKB Pekabex S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Przewiduje się, że raport analityczny dotyczący spółki będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządzała rekomendacji dotyczących spółki.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępny na stronie internetowej pod adresem www.ipopemasecurities.pl.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę sporządzenia dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w materiale obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w materiale.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy nadawaniu ratingów dla spółek stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kupuj	powyżej 10%
Trzymaj	między (włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	poniżej 0%

IPOPEMA Research – Rozkład według kategorii rekomendacji (Apr 1 – June 30, 2020)

	Number	%
Kupuj	23	55%
Trzymaj	11	26%
Sprzedaj	8	19%
Suma	42	100%

Historia rekomendacji – Mirbud

	Data	Rekomendacja	Wartość godziwa	Cena z rekomendacji	Autor
03/09/2020		BUY	PLN 3.14	PLN 2.26	Robert Maj