



# MIRBUD

## Kolejne lata z poprawą wyników

Kurs akcji Mirbudu spadł w ciągu ostatnich 12 miesięcy o 56,6 proc. Ogólne negatywne nastawienie do sektora (WIG-Budownictwo stracił w tym okresie 50,9 proc.), wsparło obniżenie w połowie lutego prognozy zysków za 2011 rok, gdzie zaważyło przesunięcie oddania do użytku dwóch inwestycji deweloperskich oraz słabsze wyniki zależnych PRDiM Kobyłarnia oraz Marywilska 44. Jednak nawet pomimo tych negatywnych czynników wyniki Grupy w 2011 były rekordowe. Zdywersyfikowany profil działalności, a w szczególności rozwijana działalność deweloperska powinna być motorem do ich dalszej poprawy. Naszym zdaniem obecne poziomy notowań akcji są atrakcyjne i warto je wykorzystać do nabywania akcji. Współczynnik P/E dla spółki to obecnie jedynie 5,67x na bazie wyników za 2011 r. oraz 4,24x w oparciu o nasze prognozy na 2012 r.

## Zdywersyfikowany profil działalności

Za najważniejszy atut Mirbudu uważamy dywersyfikację działalności. Głównym kontrybutorem wyników jest obecnie budownictwo kubaturowe, gdzie utrzymuje się popyt na obiekty handlowe i centra logistyczne. Jednak Grupa stawia również mocno na działalność deweloperską. JHM Development, który działa w średniej wielkości miastach, gdzie konkurencja jest niewielka, ma w swojej ofercie aktualnie dostępne ok. 320 mieszkań. W 2012 r. deweloper ma oddać do użytkowania 403 lokale oraz rozpocząć realizację kolejnych czterech projektów. Poza tym w III kwartale powinna ruszyć rozbudowa CHT o dwie kolejne hale o powierzchni 20 tys. mkw. JHM stawia również na budowę obiektów o mniejszej powierzchni (ok. 1000 mkw), gdzie klientami będą prawdopodobnie sieci handlowe. Na koniec roku ma to być 10 tys. mkw, a docelowo w 2015 r. 40-50 tys. mkw. Wysoko rentowne usługi najmu będą stabilizować wyniki Grupy w kolejnych latach. Z kolei nowe wytwórnie mas bitumicznych mają rozszerzyć obszar działalności PRDiM o Warszawę i Trójmiasto.

## Wycena

Uważamy, że obecne poziomy notowań Mirbudu są bardzo atrakcyjne. Pomimo, że w 2011 r. spółka osiągnęła rekordowe wyniki, spadek kursu w ciągu ostatnich miesięcy był nawet mocniejszy, niż w przypadku indeksu branżowego. Obecnie wyceniamy Spółkę na 2,85 PLN/akcja, co wskazuje na prawie 42 proc. potencjał wzrostu kursu. Podtrzymujemy zatem naszą rekomendację KUPUJ. Należy jednak zaznaczyć, że cena docelowa została znacznie obniżona ze względu na rozbudowany plan inwestycyjny w zakresie rozszerzenia segmentu wynajmu powierzchni handlowej, niższe od pierwotnych prognozy wyników Grupy, dotyczące przede wszystkim zysków z działalności deweloperskiej i segmentu drogowego oraz niższe wyceny spółek porównawczych.

wtorek, 27 marca 2012

## KUPUJ (Utrzymana)

<b>Cena docelowa (Obniżona)</b>	<b>2,85 PLN</b>
Wycena metodą porównawczą	2,99 PLN
Wycena metodą dochodową	2,70 PLN
Cena bieżąca	2,01 PLN
<b>Potencjał wzrostu</b>	<b>41,8%</b>

Dane podstawowe Grupy	mIn PLN	mIn EUR
Suma bilansowa (31.12.11 r.)	605,42	146,79
Kapitał własny (31.12.11 r.)	217,03	52,62
Kapitalizacja (26.03.12 r.)	150,75	36,55
Free float (26.03.12 r.)	65,66	15,92
Średni dzienny obrót (sztt., 6m)	76 278	
Cena minimalna (12m)	1,94	
Cena maksymalna (12m)	4,63	
Zwrot z inwestycji (3m)	3,61%	
Zwrot z inwestycji (6m)	-19,60%	
Zwrot z inwestycji (12m)	-56,59%	
Beta vs. WIG (6m)	0,85	
Wartość nominalna akcji	0,10	

Akcjonariat (31.12.11 r.)	Liczba akcji	% w kapitale	% na WZA
Jerzy Mirgos	31 893 372	42,52%	42,52%
Pioneer Pekao IM	6 179 380	8,24%	8,24%
BPH TFI	4 259 824	5,68%	5,68%
Pozostali	32 667 424	43,56%	43,56%
Razem	75 000 000	100,00%	100,00%

### Michał Stalmach

Analityk  
Makler papierów wartościowych  
(22) 504 33 25  
m.stalmach@bossa.pl

	NS	EBITDA	EBIT	NP*	EPS	DPS	BVPS	ROE	DM	CR	QR	DFL	P/E	P/OP	P/BV	MC/S	EV/EBITDA
	(w mln PLN)				(PLN)			(% )			x						
<b>2009</b>	214,49	31,47	24,69	13,94	0,31	0,00	1,69	18,31	72,93	2,01	0,73	1,36	6,49	3,66	1,19	0,42	8,97
<b>2010</b>	301,44	49,64	42,38	24,55	0,33	0,00	2,40	13,66	56,07	1,54	0,56	1,24	6,14	3,56	0,84	0,50	5,91
<b>2011</b>	546,31	56,85	44,87	26,61	0,35	0,00	2,89	12,26	55,43	1,62	0,79	1,33	5,67	3,36	0,69	0,28	5,66
<b>2012P</b>	667,55	77,27	61,43	35,57	0,47	0,10	3,27	14,51	61,31	1,52	0,78	1,32	4,24	2,45	0,62	0,23	5,16
<b>2013P</b>	736,22	83,74	66,56	36,75	0,49	0,00	3,76	13,04	60,50	1,47	0,78	1,36	4,10	2,26	0,53	0,20	5,27
<b>2014P</b>	801,20	89,12	70,59	37,91	0,51	0,00	4,26	11,86	59,04	1,55	0,84	1,38	3,98	2,14	0,47	0,19	5,27

\*Dla akcjonariuszy jednostki dominującej; P - prognoza DM BOŚ S.A.; EUR/PLN = 4,1244; do obliczeń przyjęto kurs zamknięcia z dnia 26.03.2012 r. - 2,01 PLN

Niniejsza rekomendacja została sporządzona w Wydziale Doradztwa i Analiz Rynkowych Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie. Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców znajdują się na str. 13 niniejszego raportu. DM BOŚ SA dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak DM BOŚ SA i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Regulaminy doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajdują się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

## Analiza techniczna



Akcje MIRBUD są obecnie relatywnie słabsze od całego rynku mierzonego indeksem WIG, więc z drugiej strony są krótkoterminowo mocno wyprzedane. Kurs znajduje się w rejonie ubiegłorocznych dołków cenowych LL 1,87 i 2,01 PLN. Minima te są również najniższymi wartościami rynkowym MIRBUD od blisko trzech lat. To skłania inwestorów do ponownej akumulacji tzw. reakumulacji, która wcześniej pozwalała zarobić prawie 50% a w okresie 2009-2011r. zwyżka wyprowadziła kurs z poziomu 1,87 zł do 4,85 zł. Są to twarde statystycznie argumenty do ponawiania transakcji kupna na wskazanych akcjach. Takie zagranie będzie słuszne jeśli kurs utworzy wyższy dołek HL od 1,87 zł. Wówczas spełnienie takiego warunku pozwoli oczekiwać na zwyżkę kursu w stronę 2,89 – 3,00 zł w pierwszej kolejności.

W krótkim terminie omawiane wyprzedanie kursu należy powiązać ze słabością do WIG-u, ale i także z trwającym ruchem spadkowym. Zniżka przyjmuje schemat typowej korekty spadkowej po styczniowo – lutowych wzrostach o przeszło 40 procent. Dodajmy, że minione wzrosty zostały wyprowadzone w oparciu o harmoniczną formację kupna, jaka została zarysowana na wykresie dziennym w okresie sierpień – grudzień 2011r. Układ pro-wzrostowego Butterfly'a nadal jest aktywny i pozwala na ponowny wzrost o ile minima 2,01 – 1,87 zł wytrzymają ewentualny nacisk podaży. Jeśli popyt zareaguje agresywnie i wygra z podażą ponad wskazanymi wartościami to marcowa korekta spadkowa przejdzie do historii i będziemy liczyli w pierwszej kolejności na zameldowanie się kursu przy oszacowanym technicznie celu 2,89 – 3,00 PLN. Pamiętajmy przy tym, że w średnim terminie do pojawienia się trwalszych wzrostów potrzeba także pokonania górnego ograniczenia kanału trendu spadkowego, czyli bariery 3,00 złotych.

*Analiza techniczna: Michał Pietrzyca*

## Działalność

### Mirbud

Portfel zamówień jednostki dominującej wynosi obecnie około 350 mln PLN na 2012 r. i 100 mln PLN na 2013 r. (rok temu było to odpowiednio 360 mln PLN oraz 135 mln PLN). Z kolei wartość złożonych ofert wynosi 500 mln PLN w budownictwie kubaturowym oraz 250 w segmencie drogowym (Grupa). Około połowa z tych kontraktów powinna rozstrzygnąć się na przełomie I i II kwartału. Wyniki spółki powinien wspierać popyt na obiekty handlowe i centra logistyczne. Szacujemy, że w 2012 r. przychody jednostki dominującej wyniosą 473,6 mln PLN, natomiast zysk netto 23,4 mln PLN.

### PRDiM Kobylarnia

Kobylarnia miała w 2011 r. ok. 2 mln PLN straty netto przy 90 mln PLN przychodów. Ponieważ udział Mirbudu w spółce wynosił do początku 2012 r. jedynie 52,1 proc. negatywny wpływ na skonsolidowany zysk grupy wyniósł ok. 1 mln PLN. Prawdopodobnie to właśnie potencjalny słaby wynik PRDiM opóźnił dokończenie akwizycji, którą znając już całkowitą kwotę płaconą za spółkę (ok. 47,5 mln PLN), należy ocenić jako drogą. W końcu stycznia Mirbud poinformował, że zawarł umowę nabycia brakujących 47,9 proc. udziałów, natomiast płatność będzie dokonywana ratalnie. Według naszych obliczeń w 2012 r. wydatki z tego tytułu wyniosą 8,52 mln PLN, w 2013 r. – 7,50 mln PLN, w 2014 r. – 6,48 mln PLN oraz 1,08 mln PLN w 2015 r.

Obecnie portfel PRDiM to 30-35 mln PLN na 2012 r. oraz 10 mln PLN na 2013 r. Spółka kończy negocjację kontraktu o wartości ok. 50 mln PLN.

PRDiM jest właśnie na etapie zakupu czwartej wytwórni mas bitumicznych, zlokalizowanej w Mszczonowie, co pozwoli spółce na wejście na rynek warszawski (masę bitumiczną wozi się do odległości 100 km). Koszt nabycia szacujemy na około 10 mln PLN. Dotychczas spółka posiadała trzy wytwórnie w Kobylarni i Bydgoszczy. W 2012 r. PRDiM zamierza przenieść jedną z nich do Kowala k. Kutna (w związku z planowanym zawarciem kontraktu na dostawę masy bitumicznej na budowę autostrady A1) oraz znalezienie lokalizacji dla kolejnej w okolicy Trójmiasta.

W naszej ocenie PRDiM powinien generować w kolejnych latach 100-150 mln PLN przychodów, przy rentowności netto w granicach 2-3 proc. Spółka poza sprzedażą mieszanek wykonuje przede wszystkim remonty nawierzchni, gdzie popyt utrzymuje się na zbliżonym poziomie. Spółka nie jest obecna przy wykonawstwie dużych kontraktów drogowych, dlatego nie ma ryzyka, że negatywnie zaskoczy na końcu rozliczania takich projektów. Na 2012 r. zakładamy, 100 mln PLN przychodów i 2 mln PLN zysku netto.

### JHM Development

JHM Development ma w swojej ofercie aktualnie dostępne ok 320 mieszkań w 5 lokalizacjach, tj. Rawie Mazowieckiej, Skierniewicach, Brzezinach, Rumii oraz Żyrardowie. W 2012 r. do użytkowania Spółka ma oddać 403 lokale. Na koniec pierwszego kwartału powinna zostać odebrana inwestycja na Helu (106 apartamentów), jednak poziom sprzedaży to obecnie jedynie kilka procent, dlatego nie należy oczekiwać znacznego wpływu na wyniki. Przychody z całej inwestycji szacujemy na 35 mln PLN, jednak w I kwartale będzie to prawdopodobnie jedynie poniżej 2 mln PLN. Z kolei w drugim i trzecim kwartale wyniki dewelopera poprawi projekt w Belchatowie, gdzie nabywców znalazło dotychczas około 40 proc. z dostępnych 106 lokali. Wartość całej inwestycji szacujemy na 24 mln PLN, w tym 11 mln PLN powinno być widoczne w sprzedaży w II kwartale. Szacujemy, że w 2012 r. ze sprzedaży mieszkań JHM wypracuje 53,2 mln PLN przychodów oraz 6,4 mln PLN zysku netto.

W 2012 r. deweloper rozpocznie realizację jeszcze czterech projektów w Koninie, Katowicach, Łodzi i Żyrardowie, które powinny trafić do sprzedaży pod koniec 2013 oraz w 2014 roku. Katowice będą pierwszym dużym miastem do którego wejdzie deweloper. Ceny mieszkań w Katowicach są najniższe spośród największych miast, jednak w tym przypadku o inwestycji zdecydowała posiadana atrakcyjna działka.

**Portfel Mirbudu na 2012 r. to 350 mln PLN. Oczekujemy, że rok Spółka zakończy z 473,6 mln PLN sprzedaży oraz 23,4 mln PLN zysku netto.**

**2011 r. PRDiM zakończył z 2 mln PLN straty, co prawdopodobnie opóźniło dokończenie akwizycji.**

**Bieżący portfel PRDiM to ok. 45 mln PLN, przy czym wkrótce może zostać podwojony.**

**PRDiM zwiększa liczbę posiadanych wytwórni mas bitumicznych. Wejdzie do Warszawa i Trójmiasta.**

**Na 2012 r. zakładamy, że PRDiM osiągnie 100 mln PLN przychodów i 2 mln zł zysku netto.**

**W ofercie JHM znajduje się ok. 320 mieszkań. W najbliższych kwartałach ma zostać oddane kolejne 403 lokale.**

**Według naszych szacunków w 2012 r. ze sprzedaży mieszkań JHM może osiągnąć 53,2 mln przychodów i 6,4 mln zysku netto.**

**W 2012 r. ruszą projekty w Koninie, Katowicach, Łodzi i Żyrardowie. Do sprzedaży powinny trafić pod koniec 2013 oraz w 2014 r.**

JHM Development zamierza rozwijać segment wynajmu powierzchni handlowej, niezależnie od spółki Marywilska 44. Planowane jest zawiązanie kolejnych spółek celowych, w których JHM będzie 100 proc. udziałowcem. Model finansowania zakłada 20 proc. wkładu własnego oraz pokrycie reszty inwestycji kredytem, prawdopodobnie 10-letnim. Wykonawcą inwestycji będzie Mirbud S.A. Według naszych szacunków na koniec 2012 r. łączna powierzchnia handlowa może wynieść 10 tys. mkw. Na tą wielkość składać się będą powierzchnie przygotowane dla sieci Biedronka (wielkość jednej to ok. 1100 mkw) i sieci NOMI. Nakłady na obiekt o powierzchni 1100 mkw to 2,5-3,0 mln PLN. Do tego dochodzi koszt zakupu działki (z wszystkimi niezbędnymi pozwoleniami i lokalizacjami zaakceptowanymi przez najemcę) w wysokości 1,5-2,0 mln PLN. Taka forma współpracy zapewnia Spółce komercjalizację powierzchni oraz brak konieczności samodzielnego wyszukiwania dogodnych lokalizacji. Roczne przychody z najmu szacujemy w tym przypadku na 450 tys. PLN/1100 mkw, przy rentowności netto na poziomie 20 proc. Na 2012 r. szacujemy, że przychody z najmu wyniosą 1,0 mln PLN. Wysoko rentowne usługi najmu będą stabilizować wyniki Grupy w kolejnych latach. Zakładamy, że do 2015 r. wynajmowana powierzchnia wzrośnie do 40 tys. mkw. Wtedy roczne przychody z najmu powinny wynieść 20,0 mln PLN, a zysk netto 4 mln PLN.

#### **Marywilska 44**

Obecnie skomercjalizowanych jest 88 proc. powierzchni Centrum Hal Targowych wobec 92 proc. rok temu. Spadek wynika z prowadzonego procesu zmiany profilu najemców. Spółka koncentruje się na pozyskiwaniu klientów obejmujących większą powierzchnię oraz nastawionych długoterminowo (doszła m.in. Biedronka i inni najemcy sieciowy), rozwiązując umowy z częścią dotychczasowych klientów. Chcąc zachęcić nowych najemców Marywilska oferowała znaczne, nawet kilkudziesięcioprocentowe rabaty, co przełożyło się na niższy od zakładanego zysk spółki (ok. 3,6 mln zł w 2011 r.). Zakładamy, że w kolejnych latach rentowność netto wzrośnie do poziomu 15 proc. (w 2011 r. ok 10 proc., natomiast w 2010 r. 38 proc. jednak na wynik wpłynęły jednorazowe, bezzwrotne opłaty rezerwacyjne). Oczekujemy, że 2012 r. Marywilska osiągnie 39,7 mln PLN przychodów i 6,0 mln PLN zysku netto.

W trzecim kwartale powinna ruszyć rozbudowa centrum przy Marywilskiej o dwie kolejne hale po 10 tys. mkw każda, przeznaczone pod wynajem wielkopowierzchniowy. Do końca II kwartału Spółka ma otrzymać pozwolenie na budowę. Warunkiem rozpoczęcia inwestycji jest zawarcie przedwstępnych umów najmu na co najmniej 50 proc. powierzchni. Budowa ma potrwać 9 miesięcy, co oznacza, że hale powinny zostać oddane pod koniec I kwartału 2013 r. Koszt inwestycji szacujemy na 20 mln PLN.

#### **Mirbud – Kazachstan**

Jak na razie Mirbud – Kazachstan nie zdołał pozyskać żadnego kontraktu. Spółka bierze udział w kolejnych przetargach. W naszej prognozie zakładamy, że firma nie pozyska żadnego zlecenia.

**JHM planuje rozwijać segment wynajmu powierzchni handlowej. Na koniec tego roku może mieć 10 tys. mkw.**

**Rentowność netto powinna w tym obszarze wynieść ok. 20 proc. Do 2015 r. powierzchnia może wzrosnąć do 40 tys. mkw, co dałoby ok. 20 mln PLN przychodów i 4 mln PLN zysku netto.**

**CHT prowadzi obecnie proces zmiany profilu najemców.**

**Oczekujemy, że w 2012 r. zysk netto Marywilskiej wzrośnie do 6 mln PLN przy 39,7 mln PLN przychodów.**

**W III kwartale powinna ruszyć rozbudowa CHT o dwie hale po 10 tys. mkw każda. Hale byłyby wtedy gotowe pod koniec I kwartału 2013 r.**

**Mirbud – Kazachstan nie zdołał dotychczas pozyskać żadnego kontraktu.**

### Wyniki w 2011 roku

Przychody Grupy w 2011 r. były zbliżone do naszej prognozy, jednak na poziomie zysków wyniki przyniosły rozczarowanie. Poza jednostką dominującą, pozostałe spółki nie spełniły pokładanych oczekiwań. W przypadku JHM Development głównym czynnikiem słabszych wyników było opóźnienie w oddaniu do użytkowania dwóch realizacji tj. na Helu i w Bełchatowie, które wejdą do sprzedaży odpowiednio w I kwartale oraz II i III kwartale, natomiast na koniec 2011 r. powiększyły saldo zapasów. Niższe od zakładanych były również marże, które JHM zrealizował na sprzedanych mieszkaniach. Z kolei w przypadku Marywilska 44, słabsza rentowność to efekt prowadzonego procesu zmiany profilu najemców, co przełożyło się na niższy poziom komercjalizacji w ciągu roku oraz konieczność zachęcania nawet kilkudziesięcioprocentowymi rabatami nowych najemców, nastawionych długoterminowo. W przypadku ostatniej spółki Grupy - PRDiM Kobylarnia, analizując wyniki za poprzednie lata możemy przypuszczać, że zbyt niski poziom sprzedaży nie pozwolił na pokrycie wszystkich kosztów stałych, podobnie jak miało to miejsce w 2010 r. Jednak nawet pomimo tych negatywnych czynników wyniki Grupy w 2011 były rekordowe.

**2011 r. PRDiM zakończył z 2 mln PLN straty, co prawdopodobnie opóźniło dokończenie akwizycji.**

### Wyniki Mirbudu w 2011 r. wobec prognoz (w mln PLN)

	Wyniki 2011	2011P Zarządu	Różnica	2011P DM BOS	Różnica
Przychody	546,3	520,7	4,9%	559,7	-2,4%
EBITDA	56,8	81,8	-30,5%	84,7	-32,9%
EBIT	44,9	68,0	-34,0%	70,9	-36,8%
Zysk netto	26,6	43,7	-39,1%	45,0	-40,9%
Marża EBITDA	10,4%	15,7%		15,1%	
Marża EBIT	8,2%	13,1%		12,7%	
Marża netto	4,9%	8,4%		8,0%	

\*Prognoza Zarządu z marca 2011 r.

Źródło: Mirbud, prognozy własne DM BOS

Na pewno negatywnie należy ocenić fakt, że prognoza Zarządu dotycząca wyników za 2011 r. została zweryfikowana tak późno (połowa lutego, tydzień przed wynikami za IV kwartał 2011 r.), a Mirbud nie wskazywał inwestorom, że mogą pojawić się problemy z jej realizacją. O ile w przypadku JHM Development oraz Marywilska 44 niekorzystnie czynniki były już znane wcześniej, o tyle w przypadku PRDiM możliwe, że dopiero badanie biegłego mogło wskazać na niższe od oczekiwań wyniki spółki, co jednak naszym zdaniem nie usprawiedliwia Mirbudu ponieważ udział zysku PRDiM w skonsolidowanym zysku Grupy jest niewielki. Zaniepokojeniem może być również forma przekazania korekty prognozy, gdzie za wyjaśnienie posłużyło jedno zdanie „Główną przyczyną korekty prognoz Grupy są słabsze niż przewidywane wyniki finansowe spółek PRDiM KOBYLARNIA S.A., JHM DEVELOPMNET S.A. i Marywilska 44 sp z o.o.”.

### Prognoza na 2012 rok

Pomimo pewnych kłopotów, które pojawiły się w poprzednim roku uważamy, że Grupa w dalszym ciągu prezentuje się atrakcyjnie i ma potencjał do dalszej poprawy wyników. W naszych prognozach na 2012 r. szacujemy, że Mirbud osiągnie 473,6 mln PLN przychodów i 23,4 mln PLN zysku netto, JHM Development 93,9 mln PLN i 12,6 mln PLN (w tym Marywilska 39,7 mln PLN i 6,0 mln PLN) oraz PRDiM Kobylarnia 100 mln PLN i 2,0 mln PLN. Na poziomie Grupy daje to przychody równe 667,5 mln PLN oraz 38,0 mln PLN zysku netto, w tym 35,6 mln PLN dla akcjonariuszy jednostki dominującej. Wzrost marży na poziomie operacyjnym powinny zapewnić rosnący udział w strukturze sprzedaży wyższej marżowo działalności deweloperskiej oraz poprawa wyników Kobylarni. W stosunku do jednostki dominującej zakładamy niewielki spadek rentowności. Na poziomie EBIT oczekujemy 61,4 mln PLN. 2012 r. oraz kolejne lata przyniosą zapewne wzrost zadłużenia oraz związanych z tym kosztów finansowych, będące efektem zwiększania własnej powierzchni przeznaczonej pod wynajem. Wskaźnik zadłużenia może naszym zdaniem w latach 2013-2015 wzrosnąć do poziomu około 3,5 EBITDA, jednak wskaźniki płynności powinny się utrzymywać na bezpiecznych poziomach. Dużą część aktywów obrotowych Grupy będą stanowiły mieszkania, których ewentualna wyprzedaż mogłaby posłużyć do obniżenia zadłużenia, gdyby pojawiła się taka konieczność.

**Założenia do prognozy wyników finansowych na lata 2012 - 2021:**

- konsolidacja 100% wyników PRDiM od lutego 2012 r.;
- w oparciu o nasze prognozy nie zakładamy zwiększenia ceny płaconej za PRDiM, co mogłoby zostać osiągnięte poprzez wypracowanie przez spółkę określonych w umowie nabycia poziomów zysków;
- założono wypłatę dywidendy z zysków za lata 2011 w wysokości 0,10 PLN/akcja oraz wobec wysokich nakładów inwestycyjnych na rozwój działalności deweloperskiej brak dywidendy w kolejnych latach prognozy;
- przyjęto efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.

**Skrócone sprawozdanie finansowe Mirbud (w tys. PLN)**

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>214 492</b>	<b>301 443</b>	<b>546 306</b>	<b>667 550</b>	<b>736 224</b>	<b>801 199</b>	<b>855 121</b>	<b>897 007</b>
<i>zmiana r/r</i>	-8,8%	40,5%	81,2%	22,2%	10,3%	8,8%	6,7%	4,9%
Koszty sprzedanych produktów	180 274	236 707	480 164	580 215	638 614	696 805	744 946	781 926
<b>Zysk (strata) brutto na sprzedaży</b>	<b>34 218</b>	<b>64 736</b>	<b>66 142</b>	<b>87 335</b>	<b>97 610</b>	<b>104 393</b>	<b>110 175</b>	<b>115 082</b>
<i>zmiana r/r</i>	14,7%	89,2%	2,2%	32,0%	11,8%	6,9%	5,5%	4,5%
<i>marża na sprzedaży</i>	16,0%	21,5%	12,1%	13,1%	13,3%	13,0%	12,9%	12,8%
Koszty sprzedaży	411	2 761	5 554	7 009	7 730	8 413	8 979	9 419
Koszty ogólnego zarządu	8 242	13 845	18 175	20 027	22 087	24 036	25 654	26 910
Pozostałe przychody operacyjne	1 913	3 736	10 550	6 930	5 154	5 608	5 986	6 279
Pozostałe koszty operacyjne	2 790	9 485	8 093	5 802	6 386	6 968	7 449	7 819
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>24 688</b>	<b>42 381</b>	<b>44 870</b>	<b>61 427</b>	<b>66 560</b>	<b>70 585</b>	<b>74 079</b>	<b>77 213</b>
<i>zmiana r/r</i>	-3,7%	71,7%	5,9%	36,9%	8,4%	6,0%	4,9%	4,2%
<i>marża EBIT</i>	11,5%	14,1%	8,2%	9,2%	9,0%	8,8%	8,7%	8,6%
Przychody finansowe	8	308	1 234	988	1 142	1 067	872	876
Koszty finansowe	6 589	8 386	11 262	15 490	18 158	19 812	21 043	20 625
<b>Zysk brutto</b>	<b>18 107</b>	<b>34 303</b>	<b>34 842</b>	<b>46 925</b>	<b>49 544</b>	<b>51 840</b>	<b>53 908</b>	<b>57 463</b>
<i>zmiana r/r</i>	-5,7%	89,4%	1,6%	34,7%	5,6%	4,6%	4,0%	6,6%
<i>marża brutto</i>	8,4%	11,4%	6,4%	7,0%	6,7%	6,5%	6,3%	6,4%
Podatek dochodowy	4 171	7 767	7 461	8 916	9 413	9 850	10 243	10 918
<b>Zysk netto</b>	<b>13 936</b>	<b>26 536</b>	<b>27 381</b>	<b>38 010</b>	<b>40 131</b>	<b>41 990</b>	<b>43 666</b>	<b>46 545</b>
Zyski mniejszości	0	1 983	774	2 440	3 385	4 077	4 534	4 790
<b>Zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej</b>	<b>13 936</b>	<b>24 553</b>	<b>26 607</b>	<b>35 570</b>	<b>36 745</b>	<b>37 913</b>	<b>39 132</b>	<b>41 755</b>
<i>zmiana r/r</i>	-6,9%	76,2%	8,4%	33,7%	3,3%	3,2%	3,2%	6,7%
<i>marża netto</i>	6,5%	8,1%	4,9%	5,3%	5,0%	4,7%	4,6%	4,7%
Amortyzacja	6 783	7 262	11 977	15 847	17 175	18 533	19 924	20 656
<b>EBITDA</b>	<b>31 471</b>	<b>49 643</b>	<b>56 847</b>	<b>77 274</b>	<b>83 736</b>	<b>89 118</b>	<b>94 003</b>	<b>97 869</b>
<i>zmiana r/r</i>	-6,6%	57,7%	14,5%	35,9%	8,4%	6,4%	5,5%	4,1%
<i>marża EBITDA</i>	14,7%	16,5%	10,4%	11,6%	11,4%	11,1%	11,0%	10,9%

Źródło: Mirbud, prognozy własne DM BOŚ

**Skrócony bilans Mirbud (w tys. PLN)**

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>70 821</b>	<b>190 055</b>	<b>212 932</b>	<b>287 530</b>	<b>337 144</b>	<b>384 581</b>	<b>431 737</b>	<b>435 194</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	69 018	165 288	96 080	143 484	185 751	232 540	279 166	282 219
Wartości niematerialne i prawne	59	45	249	274	296	314	329	346
Wartość firmy jedn. podporządkow.	0	0	4 509	17 027	17 027	17 027	17 027	17 027
Należności długoterminowe	0	1 804	3 607	3 968	4 206	4 374	4 505	4 595
Inwestycje długoterminowe	195	20 688	104 576*	117 976	124 576	124 576	124 576	124 576
Rozliczenia międzyokresowe	1 549	2 229	3 911	4 801	5 289	5 750	6 133	6 431
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>210 337</b>	<b>243 279</b>	<b>392 488</b>	<b>460 134</b>	<b>496 757</b>	<b>522 139</b>	<b>544 123</b>	<b>566 073</b>
Zapasy	134 086	155 098	201 118	222 517	235 183	240 360	242 284	246 645
Należności krótkoterminowe	49 556	52 675	91 074	111 258	122 704	133 533	142 520	149 501
Środki pieniężne	4 675	7 450	13 767	16 837	15 332	11 446	11 514	13 572
Rozliczenia międzyokresowe	22 020	28 055	86 529	109 522	123 538	136 800	147 805	156 354
<b>Aktywa razem</b>	<b>281 158</b>	<b>433 334</b>	<b>605 420</b>	<b>747 665</b>	<b>833 902</b>	<b>906 720</b>	<b>975 860</b>	<b>1 001 267</b>

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Kapitał własny</b>	<b>76 121</b>	<b>190 349</b>	<b>269 818</b>	<b>289 263</b>	<b>329 394</b>	<b>371 384</b>	<b>415 050</b>	<b>461 595</b>
<b>Kapitał własny jedn. dominującej</b>	<b>76 121</b>	<b>179 685</b>	<b>217 028</b>	<b>245 098</b>	<b>281 843</b>	<b>319 756</b>	<b>358 888</b>	<b>400 643</b>
Kapitały mniejszości	0	10 664	52 790	44 166	47 551	51 628	56 162	60 951
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>100 260</b>	<b>84 925</b>	<b>93 388</b>	<b>154 971</b>	<b>167 269</b>	<b>198 712</b>	<b>210 289</b>	<b>175 343</b>
Kredyty i pożyczki	94 584	76 593	66 961	120 731	150 281	171 596	182 967	158 812
Obligacje	0	0	11 000	11 000	0	11 000	11 000	0
Inne zobowiązania finansowe	4 141	4 871	6 788	7 019	7 222	7 410	7 595	7 785
Zobow. wobec akcjonariuszy PBDiM	0	0	0	7 557	1 080	0	0	0
Rezerwy	1 502	2 523	8 569	8 582	8 597	8 612	8 627	8 642
Rozliczenia międzyokresowe	33	938	70	82	88	95	100	104
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>104 777</b>	<b>158 060</b>	<b>242 214</b>	<b>303 431</b>	<b>337 239</b>	<b>336 624</b>	<b>350 522</b>	<b>364 329</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	47 936	58 934	117 207	142 782	153 380	164 691	171 024	174 418
Kredyty i pożyczki	35 232	59 105	84 060	109 691	121 202	123 969	131 084	129 155
Obligacje	0	0	0	0	11 000	0	0	11 000
Inne zobowiązania finansowe	2 376	14 992	16 556	16 784	17 023	17 274	17 538	17 815
Zobow. wobec akcjonariuszy PBDiM	0	0	0	7 501	6 477	1 080	0	0
Pozostałe zobowiązania	7 521	16 030	14 251	14 588	14 915	15 224	15 534	15 851
Fundusze specjalne	0	3	546	565	581	596	611	626
Rezerwy	629	1 023	1 623	1 889	2 059	2 222	2 364	2 484
Rozliczenia międzyokresowe	11 083	7 973	7 971	9 632	10 601	11 567	12 367	12 980
<b>Pasywa razem</b>	<b>281 158</b>	<b>433 334</b>	<b>605 420</b>	<b>747 665</b>	<b>833 902</b>	<b>906 720</b>	<b>975 860</b>	<b>1 001 267</b>
<b>Dług netto</b>	<b>131 658</b>	<b>142 611</b>	<b>171 098</b>	<b>247 887</b>	<b>290 897</b>	<b>319 303</b>	<b>338 170</b>	<b>310 494</b>
Dług netto/EBITDA	4,18	2,87	3,01	3,21	3,47	3,58	3,60	3,17

\*Hale Targowe posiadanych przez jednostkę zależną Marywiłska 44 Sp. z o.o. zostały przekwalifikowane na nieruchomości inwestycyjne

Źródło: Mirbud, prognozy własne DM BOŚ

## Przepływy pieniężne Mirbud (w tys. PLN)

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-12 018</b>	<b>36 100</b>	<b>-33 928</b>	<b>30 163</b>	<b>47 322</b>	<b>61 907</b>	<b>68 699</b>	<b>70 902</b>
Zysk netto	13 942	26 536	27 381	38 010	40 131	41 990	43 666	46 545
Amortyzacja	6 783	7 262	11 977	15 847	17 175	18 533	19 924	20 656
Nakłady na kapitał obrotowy	-39 099	-5 567	-86 093	-38 301	-27 094	-17 436	-15 136	-16 131
Pozostałe	6 357	7 869	12 807	14 607	17 110	18 820	20 245	19 832
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-16 471</b>	<b>-126 715</b>	<b>-8 786</b>	<b>-84 512</b>	<b>-72 723</b>	<b>-71 051</b>	<b>-67 073</b>	<b>-23 150</b>
Nakłady inwestycyjne	-16 525	-126 715	-9 277	-85 201	-73 565	-71 818	-67 645	-23 726
Pozostałe	54	0	491	688	842	767	572	576
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>31 693</b>	<b>93 390</b>	<b>49 031</b>	<b>57 420</b>	<b>23 896</b>	<b>5 259</b>	<b>-1 558</b>	<b>-45 693</b>
Wpływy netto z emisji akcji	22 760	87 691	40 067	0	0	0	0	0
Dywidendy wypłacone	0	0	0	-7 500	0	0	0	0
Zmiana stanu zobowiązań odsetkowych	15 521	1 920	20 473	79 860	41 504	24 521	18 935	-25 617
Pozostałe	-6 588	3 779	-11 509	-14 940	-17 608	-19 262	-20 493	-20 075
<b>Zm. stanu środków pieniężnych</b>	<b>3 204</b>	<b>2 775</b>	<b>6 317</b>	<b>3 070</b>	<b>-1 505</b>	<b>-3 886</b>	<b>67</b>	<b>2 059</b>
Środki pieniężne na początek okresu	1 471	4 675	7 450	13 767	16 837	15 332	11 446	11 514
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>4 675</b>	<b>7 450</b>	<b>13 767</b>	<b>16 837</b>	<b>15 332</b>	<b>11 446</b>	<b>11 514</b>	<b>13 572</b>

Źródło: Mirbud, prognozy własne DM BOŚ

## Analiza wskaźnikowa Mirbud

	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Wskaźniki płynności</b>								
Wskaźnik bieżącej płynności (CR)	2,01	1,54	1,62	1,52	1,47	1,55	1,55	1,55
Wskaźnik płynności szybki (QR)	0,73	0,56	0,79	0,78	0,78	0,84	0,86	0,88
<b>Wskaźniki zadłużenia</b>								
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	72,93%	56,07%	55,43%	61,31%	60,50%	59,04%	57,47%	53,90%
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	269,36%	127,65%	124,38%	158,47%	153,16%	144,15%	135,12%	116,91%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	131,71%	44,62%	34,61%	53,57%	50,78%	53,51%	50,67%	37,99%
Dług netto/EBITDA	4,18	2,87	3,01	3,21	3,47	3,58	3,60	3,17
<b>Wskaźniki rentowności</b>								
Marża EBIT	11,51%	14,06%	8,21%	9,20%	9,04%	8,81%	8,66%	8,61%
Marża EBITDA	14,67%	16,47%	10,41%	11,58%	11,37%	11,12%	10,99%	10,91%
Marża netto*	6,50%	8,15%	4,87%	5,33%	4,99%	4,73%	4,58%	4,65%
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto	15,95%	21,48%	12,11%	13,08%	13,26%	13,03%	12,88%	12,83%
Wskaźnik rentowności aktywów netto*	4,96%	5,67%	4,39%	4,76%	4,41%	4,18%	4,01%	4,17%
Wskaźnik rentowności kapitału własnego*	18,31%	13,66%	12,26%	14,51%	13,04%	11,86%	10,90%	10,42%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>								
Liczba akcji (mln szt.)	45 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000
SPS	4,77	4,02	7,28	8,90	9,82	10,68	11,40	11,96
OPPS	0,55	0,57	0,60	0,82	0,89	0,94	0,99	1,03
EPS*	0,31	0,33	0,35	0,47	0,49	0,51	0,52	0,56
BVPS*	1,69	2,40	2,89	3,27	3,76	4,26	4,79	5,34
EBITDAPS	0,70	0,66	0,76	1,03	1,12	1,19	1,25	1,30
P/E**	6,49	6,14	5,67	4,24	4,10	3,98	3,85	3,61
P/OP**	3,66	3,56	3,36	2,45	2,26	2,14	2,03	1,95
MC/S**	0,42	0,50	0,28	0,23	0,20	0,19	0,18	0,17
P/BV**	1,19	0,84	0,69	0,62	0,53	0,47	0,42	0,38
EV/EBITDA**	8,97	5,91	5,66	5,16	5,27	5,27	5,20	4,71

\*W oparciu o zysk netto oraz kapitał własny przynależny akcjonariuszom jednostki dominującej

\*\*Wskaźniki zostały obliczone przy cenie zamknięcia 2,01 PLN oraz kapitalizacji 150,75 mln PLN z dnia 26.03.2012 r.

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ



## Wycena

### Metoda porównawcza

Zaletą wyceny porównawczej jest odniesienie się do rynkowej wyceny spółek o zbliżonym profilu działalności. Metoda porównawcza charakteryzuje się ponadto niewielką subiektywnością oceny, ograniczoną głównie do doboru podmiotów, tworzących bazę porównawczą. Jednakże w przypadku wyceny opartej na wskaźnikach prognozowanych, dochodzi dodatkowo konieczność uwzględnienia subiektywnych prognoz wyników dla wycenianej spółki. Jest to niezbędne do wyznaczenia wartości firmy w kolejnych latach. Wadą metody jest również wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

### Dobór spółek do bazy porównawczej:

W celu uzyskania wyceny Mirbud metodą porównawczą, przyjęto do porównania mediany wskaźników giełdowych, wyliczonych dla poszczególnych spółek porównawczych na podstawie prognozowanych wyników finansowych. Wycenę Grupy Mirbud przeprowadzono w stosunku do wybranych krajowych spółek budowlanych notowanych na GPW w Warszawie.

### Założenia wyceny:

- wycenę Mirbud przeprowadzono w oparciu o wskaźniki P/E, P/BV EV/EBITDA oraz MC/S;
- wartość wskaźników P/E, P/BV EV/EBITDA oraz MC/S dla spółek z bazy porównawczej obliczono na podstawie danych finansowych za 2011 r. oraz prognozowanych wyników finansowych na lata 2012 – 2013 uzyskanych z serwisów Reuters z dnia 26.02.2012 r. (na zamknięciu);
- zastosowano wagi równe dla wycen cząstkowych opartych na poszczególnych wskaźnikach.

### Wycena porównawcza Grupy Mirbud

	P/E			P/BV			EV/EBITDA			MC/S		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
BUDIMEX	8,54	11,26	12,69	3,13	3,26	3,50	1,59	4,55	5,94	0,40	0,42	0,47
ERBUD	strata	8,62	8,43	1,07	0,93	0,86	strata	4,96	4,32	0,16	0,20	0,20
INSTAL KRAKÓW	5,86	b.d.	b.d.	0,78	b.d.	b.d.	3,57	b.d.	b.d.	0,31	b.d.	b.d.
MOSTOSTAL W-WA	strata	13,52	6,18	0,85	0,65	0,65	strata	1,59	0,64	0,10	0,11	0,12
PA NOVA	10,47	12,46	b.d.	0,89	b.d.	b.d.	9,40	b.d.	b.d.	1,28	1,04	b.d.
PBG	2,36	3,13	3,01	0,28	0,25	0,24	6,29	4,02	6,46	0,13	0,11	0,12
POLIMEX-MOSTOST	6,98	7,88	6,81	0,47	0,45	0,42	6,22	4,44	4,06	0,15	0,14	0,15
UNIBEP	9,54	7,49	b.d.	1,28	b.d.	b.d.	6,13	b.d.	b.d.	0,22	0,23	b.d.
Średnia	7,29	9,19	7,42	1,09	1,11	1,13	5,53	3,91	4,28	0,34	0,32	0,21
Mediana	7,76	8,62	6,81	0,87	0,65	0,65	6,17	4,44	4,32	0,19	0,20	0,15
Mirbud*	5,67	4,24	4,10	0,69	0,62	0,53	5,66	5,16	5,27	0,28	0,23	0,20
Premia/dyskonto do mediany	-27,0%	-50,8%	-39,7%	-20,2%	-5,3%	-17,4%	-8,3%	16,2%	22,1%	47,9%	14,2%	39,9%
Mirbud (mln PLN)**	206,6	306,5	250,1	189,0	159,2	182,4	351,0	342,9	361,7	101,9	132,1	107,7
Mirbud (PLN/akcja)**	2,75	4,09	3,33	2,52	2,12	2,43	4,68	4,57	4,82	1,36	1,76	1,44
Waga	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083

**Mirbud (PLN/akcja)**
**2,99**

\*Wskaźniki w oparciu o kurs 2,01 PLN oraz kapitalizację 150,75 mln PLN z dnia 26.03.2012 r.

\*\*Na podstawie mediany

Źródło: Reuters, obliczenia własne DM BOŚ

## Metoda dochodowa – DCF

Zaletą metody jest uwzględnienie perspektyw rozwoju Spółki, natomiast wadą - jej subiektywizm, oparty na własnej prognozie osiągniętych przez Spółkę wyników finansowych.

### Podstawowe założenia do projekcji finansowej na lata 2012 - 2021

- koszt kapitału własnego został obliczony na podstawie modelu CAPM, który bazuje na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii z tytułu ryzyka oraz współczynnika beta;
- stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,53%, na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych;
- premia rynkowa w wysokości 5,0%;
- ze względu na wyższe zadłużenie względem sektora wskaźnik beta został przyjęty na poziomie równym 1,10;
- przyjęto wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie prognozy na poziomie 3%;
- wartość Mirbud oszacowano na dzień 27 marca 2012 r.
- do kalkulacji ceny jednej akcji przyjęto 75 000 000 szt. akcji.

### Kalkulacja średniego ważonego kosztu kapitału dla Mirbud (WACC)

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Stopa wolna od ryzyka	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%	5,53%
Marża dla obligacji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża kredytowa	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
<b>Koszt kapitału obcego</b>	<b>6,89%</b>	<b>6,87%</b>	<b>6,86%</b>	<b>6,85%</b>	<b>6,86%</b>	<b>6,73%</b>	<b>6,73%</b>	<b>6,73%</b>	<b>6,73%</b>	<b>6,73%</b>
Efektywna stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,58%	5,56%	5,55%	5,55%	5,56%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Udział kapitału obcego	52,0%	52,1%	50,9%	49,4%	44,8%	39,4%	34,7%	30,2%	26,4%	22,7%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,03%</b>
Udział kapitału własnego	48,0%	47,9%	49,1%	50,6%	55,2%	60,6%	65,3%	69,8%	73,6%	77,3%
<b>WACC</b>	<b>8,20%</b>	<b>8,18%</b>	<b>8,24%</b>	<b>8,32%</b>	<b>8,58%</b>	<b>8,83%</b>	<b>9,09%</b>	<b>9,35%</b>	<b>9,56%</b>	<b>9,76%</b>

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ

**Prognoza przyszłych przepływów pieniężnych oraz wycena Mirbud (w tys. PLN)**

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>667 550</b>	<b>736 224</b>	<b>801 199</b>	<b>855 121</b>	<b>897 007</b>	<b>932 888</b>	<b>965 539</b>	<b>997 401</b>	<b>1 027 324</b>	<b>1 058 143</b>
<b>EBIT</b>	<b>61 427</b>	<b>66 560</b>	<b>70 585</b>	<b>74 079</b>	<b>77 213</b>	<b>80 023</b>	<b>82 336</b>	<b>84 550</b>	<b>86 567</b>	<b>88 630</b>
Podatek	11 671	12 646	13 411	14 075	14 670	15 204	15 644	16 064	16 448	16 840
<b>NOPLAT</b>	<b>49 756</b>	<b>53 914</b>	<b>57 174</b>	<b>60 004</b>	<b>62 542</b>	<b>64 819</b>	<b>66 692</b>	<b>68 485</b>	<b>70 120</b>	<b>71 790</b>
Amortyzacja	15 847	17 175	18 533	19 924	20 656	20 711	20 768	20 825	20 885	20 945
Zmiana kap. obrotowego	-38 301	-27 094	-17 436	-15 136	-16 131	-15 695	-15 591	-15 424	-15 211	-14 989
CAPEX	-85 201	-73 565	-71 818	-67 645	-23 726	-23 866	-24 016	-24 171	-24 058	-23 927
<b>FCFF</b>	<b>-57 899</b>	<b>-29 569</b>	<b>-13 547</b>	<b>-2 854</b>	<b>43 341</b>	<b>45 970</b>	<b>47 853</b>	<b>49 716</b>	<b>51 735</b>	<b>53 819</b>
Współczynnik dyskontowy	0,9408	0,8697	0,8035	0,7417	0,6831	0,6277	0,5754	0,5262	0,4803	0,4376
DFCF	-54 474	-25 716	-10 884	-2 117	29 607	28 854	27 533	26 160	24 847	23 549

Suma DFCF	67 359
Wzrost FCF po okresie prognozy	3%
Wartość rezydualna (TV)	819 907
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	358 759
<b>Wartość Spółki (EV)</b>	<b>426 118</b>
Wartość długu netto (2011)	171 098
Kapitały mniejszości	52 790
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>202 230</b>
<b>Wartość akcji (PLN)</b>	<b>2,70</b>
Udział PV TV w EV	84,2%

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ

**Analiza wrażliwości (w PLN/akcja)**

	Wzrost FCF po okresie prognozy						
	g - 2pp	g - 1pp	g - 0,5pp	g	g + 0,5pp	g + 1pp	g + 2pp
WACC - 2,0pp	3,81	4,85	5,52	6,33	7,33	8,60	12,50
WACC - 1,0pp	2,52	3,23	3,67	4,19	4,80	5,55	7,64
WACC - 0,5pp	1,99	2,59	2,96	3,38	3,88	4,47	6,07
WACC	1,53	2,04	2,35	<b>2,70</b>	3,10	3,58	4,84
WACC + 0,5pp	1,13	1,56	1,82	2,11	2,45	2,84	3,84
WACC + 1,0pp	0,76	1,14	1,36	1,60	1,89	2,31	3,03
WACC + 2,0pp	0,15	0,43	0,59	0,77	0,97	1,20	1,76

Źródło: Obliczenia własne DM BOŚ

## Cena docelowa

Za wartość godziwą akcji Mirbudu uznajemy wycenę opartą na metodzie mieszanej. Wycena metodą dochodową dała wynik 2,70 PLN/akcja, natomiast metodą porównawczą 2,99 PLN/akcja. Wynik otrzymany metodą mieszaną jest średnią ważoną pomiarów dokonanych metodą porównawczą i metodą dochodową. Zaletą metody jest częściowe uwzględnienie zarówno perspektyw rozwojowych spółki oraz aktualnych poziomów wycen spółek porównywalnych.

### Podsumowanie wycen

	Wartość 1 akcji (w PLN)	Waga
Wycena porównawcza	2,99	0,50
Wycena dochodowa	2,70	0,50
<b>Cena docelowa</b>	<b>2,85</b>	

Źródło: Obliczenia własne DM BOS

**Dokonane pomiary pozwalają ustalić cenę docelową akcji Mirbudu na poziomie 2,85 PLN. Cena docelowa akcji Grupy jest o 41,8% wyższa od obecnej ceny na GPW, zatem wydajemy rekomendację KUPUJ.**

**Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców:**

- Powyższy raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Odtajnienie rekomendacji następuje w trzecim dniu roboczym po dacie pierwszego udostępnienia. Rozpowszechnianie lub powielanie całości lub części raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ S.A. jest zabronione.
- Niniejszy raport w części opisowej był wcześniej udostępniony spółce MIRBUD S.A.
- DM BOŚ dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszej wyceny.
- DM BOŚ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.
- Niniejszy raport jest drugim adresowanym do nieoznaczonego kręgu odbiorców publikowanym opracowaniem DM BOŚ S.A. dotyczącym spółki MIRBUD S.A.
- Rekomendacja wydawana przez DM BOŚ S.A. obowiązuje przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu osiągnięcia ceny docelowej, o ile w międzyczasie nie zostanie zaktualizowana. Aktualizacje raportów dokonywane są w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

Nadzór nad Domem Maklerskim BOŚ S.A. sprawuje KNF

Data sporządzenia raportu jest: 27.03.2012 r.,

Data pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 28.03.2012 r.

Źródła informacji: Raporty bieżące, materiały Spółki, sprawozdania finansowe MIRBUD S.A., GPW, GUS oraz serwisy informacyjne: ESPI, Notoria Services, PAP.

Według dostępnych informacji:

- 1) DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
- 2) DM BOŚ nie pełni funkcji animatora rynku dla akcji Emitenta, ani funkcji animatora Emitenta,
- 3) DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego,
- 4) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
- 5) Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
- 6) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

Rekomendacje DM BOŚ S.A.:

Kupuj – uważamy, że w okresie obowiązywania rekomendacji akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu,  
 Akumuluj – uważamy, że w okresie obowiązywania rekomendacji akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu,  
 Trzymaj – oczekujemy, względnej stabilizacji notowań akcji spółki, potencjał zmiany ceny +/- 10%,  
 Redukuj – uważamy, że w okresie obowiązywania rekomendacji akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał spadku,  
 Sprzedaj – uważamy, że w okresie obowiązywania rekomendacji akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał spadku.

**Zastosowane metody wyceny papierów wartościowych:**

Metoda porównawcza z zastosowaniem wskaźników wyceny rynkowej: P/E, P/BV, EV/EBITDA, MC/S

Silne strony: niewielki subiektywizm wynikający jedynie z doboru spółek do próby i wskaźników przeliczeniowych.  
 Słabe strony: oparcie na wskaźnikach prognozowanych.

Metoda dochodowa (metoda DCF)

Silne strony: ujęcie w wycenie prognoz finansowych i perspektyw rozwoju spółki.  
 Słabe strony: subiektywizm analityka wynikający z przyjęcia określonych prognoz i parametrów modelu wyceny

**Spis wydanych rekomendacji w ostatnich 6 miesiącach:**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Kurs z dnia rekomendacji	Cena docelowa	Okres obowiązywania
ELEKTROTIM	Kupuj	22 lutego 2012	9,68	12,90	12 miesięcy
RADPOL	Kupuj	13 lutego 2012 r.	9,45	11,78	12 miesięcy
ENEA	Akumuluj	6 lutego 2012 r.	18,00	21,31	12 miesięcy
TRAKCJA-TILTRA	Zawieszona	20 grudnia 2011 r.	0,88	n/d	do odwołania
STOMIL SANOK	Kupuj	9 września 2011 r.	9,25	12,45	12 miesięcy
MACROLOGIC	Akumuluj	5 września 2011 r.	34,22	39,08	12 miesięcy

## Objaśnienia używanych wskaźników, terminologii fachowej oraz skrótów

<b>NS</b>	( <i>Net Sales</i> ) przychody netto
<b>EBIT</b>	( <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> ) zysk operacyjny
<b>EBITDA</b>	( <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> ) zysk operacyjny powiększony o amortyzację
<b>NP</b>	( <i>Net Profit</i> ) zysk netto
<b>DEPR</b>	( <i>Depreciation</i> ) amortyzacja
<b>NOCF</b>	( <i>Net Operating Cash Flow</i> ) przepływy operacyjne netto
<b>NICF</b>	( <i>Net Investment Cash Flow</i> ) przepływy inwestycyjne netto
<b>NFCF</b>	( <i>Net Financial Cash Flow</i> ) przepływy finansowe netto
<b>DM</b>	( <i>Debt Margin</i> ) stopa zadłużenia = (zobowiązania długoterminowe + zobowiązania krótkoterminowe) / aktywa ogółem
<b>CR</b>	( <i>Current Ratio</i> ) wskaźnik płynności bieżącej = aktywa obrotowe / (zobowiązania krótkoterminowe + rezerwy na zobowiązania + rozliczeń międzyokresowe bierne)
<b>QR</b>	( <i>Quick Ratio</i> ) wskaźnik płynności szybki = (aktywa obrotowe – zapasy) / zobowiązania krótkoterminowe
<b>DFL</b>	Dźwignia finansowa - miara ryzyka finansowego wyrażona ilorazem: EBIT i EBIT pomniejszony o koszt odsetek (lub ilorazem względnego przyrostu EPS i względnego przyrostu EBIT)
<b>EPS</b>	( <i>Earnings per Share</i> ) zysk netto przypadający na jedną akcję
<b>DPS</b>	( <i>Dividend per Share</i> ) dywidenda przypadająca na jedną akcję, która była lub będzie wypłacona w danym roku
<b>BVPS</b>	( <i>Book Value per Share</i> ) wartość księgowa na jedną akcję
<b>P/E</b>	( <i>Price / Earnings</i> ) cena / zysk; iloraz rynkowej wartości spółki przez sumę jej zysków netto za ostatnie cztery kwartały
<b>P/BV</b>	iloraz wartości rynkowej spółki i jej wartości księgowej
<b>EV/EBITDA</b>	iloraz rynkowej wartości spółki i wartości zysku operacyjnego powiększonego o wartość bieżącej amortyzacji
<b>MC/S</b>	iloraz wartości rynkowej spółki i przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały
<b>ROE</b>	( <i>Return on Equity</i> ) stopa zwrotu z kapitału własnego; iloraz zysku netto i kapitałów własnych na koniec okresu obrotowego
<b>ROA</b>	( <i>Return on Assets</i> ) stopa zwrotu z aktywów; iloraz zysku netto i aktywów ogółem na koniec okresu obrotowego
<b>ROS</b>	( <i>Return on Sales</i> ) marża zysku brutto ze sprzedaży = zysk brutto ze sprzedaży / przychody netto ze sprzedaży
<b>OPM</b>	( <i>Operating Profit Margin</i> ) stopa zysku operacyjnego = zysk operacyjny / przychody netto ze sprzedaży
<b>NPM</b>	( <i>Net Profit Margin</i> ) stopa zysku netto = zysk netto / przychody netto ze sprzedaży
<b>CFM</b>	( <i>Cash Flow Margin</i> ) stopa nadwyżki finansowej = (zysk netto + amortyzacja) / przychody netto ze sprzedaży
<b>Beta</b>	Współczynnik kierunkowy liniowej funkcji aproksymującej zależność zmiany ceny akcji od średniej zmiany wartości indeksu WIG liczony za badany okres (miesiąc)
<b>Zwrot z inwestycji</b>	- (kurs na ostatni dzień notowań w miesiącu minus kurs na pierwszy dzień notowań w miesiącu) / kurs na pierwszy dzień notowań w miesiącu
<b>Free float</b>	wartość akcji będących w obrocie i znajdujących się w rękach niestabilnych akcjonariuszy
<b>EV</b>	( <i>Enterprise value</i> ) wartość przedsiębiorstwa, wartość kapitałów własnych powiększona o dług netto
<b>CAPM</b>	( <i>Capital Asset Pricing Model</i> ) model wyceny aktywów kapitałowych, model pozwalający zobrazować zależność między ponoszonym ryzykiem systematycznym inaczej nazywanym rynkowym lub niedywersyfikowalnym, a oczekiwaną stopą zwrotu; model CAPM wykorzystywany jest m.in. w obliczaniu kosztu kapitału własnego
<b>FCFE</b>	( <i>Free Cash Flow to Equity</i> ) wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego (akcjonariuszy)
<b>FCFF</b>	( <i>Free Cash Flow to Firm</i> ) wolne przepływy pieniężne dla wszystkich stron finansujących (właścicieli kapitału własnego i wierzycieli)
<b>WACC</b>	( <i>Weighted Average Cost of Capital</i> ) średni ważony koszt kapitału, średni koszt kapitału zaangażowany w finansowanie przedsiębiorstwa
<b>NOPLAT</b>	( <i>Net Operating Profit Less Adjusted Taxes</i> ) zysk operacyjny netto minus skorygowane podatki
<b>CAPEX</b>	( <i>Capital Expenditures</i> ) wydatki inwestycyjne
<b>DFCF</b>	( <i>Discounted Cash Flow</i> ) zdyskontowane przepływy pieniężne
<b>Wartość rezydualna</b>	wartość dochodów generowanych przez firmę w latach po okresie szczegółowej prognozy przepływów pieniężnych
<b>Dług netto</b>	kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
<b>Analiza wrażliwości</b>	analiza przewidywanych wyników przy zastosowaniu różnych czynników bądź ich kombinacji



ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa  
 tel. 022 50 43 104; 801 104 104  
 fax. 022 50 43 100  
<http://bossa.pl>

### Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

**Tomasz Binkiewicz**  
 Dyrektor Wydziału  
 +48 22 504 33 21  
[t.binkiewicz@bossa.pl](mailto:t.binkiewicz@bossa.pl)

Analitycy	Segment	Telefon	Adres email
<b>Dorota Sierakowska</b>	Rynek surowcowy	+48 22 504 33 22	<a href="mailto:d.sierakowska@bossa.pl">d.sierakowska@bossa.pl</a>
<b>Tomasz Rodak</b>	Przemysł chemiczny	+48 22 504 33 23	<a href="mailto:t.rodak@bossa.pl">t.rodak@bossa.pl</a>
<b>Mariusz Solecki</b>	Informatyka	+48 22 504 33 24	<a href="mailto:m.solecki@bossa.pl">m.solecki@bossa.pl</a>
<b>Michał Stalmach</b>	Budownictwo, Energetyka	+48 22 504 33 25	<a href="mailto:m.stalmach@bossa.pl">m.stalmach@bossa.pl</a>
<b>Marek Rogalski</b>	Główny analityk walutowy	+48 22 504 33 26	<a href="mailto:m.rogalski@bossa.pl">m.rogalski@bossa.pl</a>
<b>Konrad Ryczko</b>	Analityk walutowy	+48 22 504 33 28	<a href="mailto:k.ryczko@bossa.pl">k.ryczko@bossa.pl</a>
<b>Łukasz Bugaj</b>	Analityk rynkowy	+48 22 504 33 29	<a href="mailto:l.bugaj@bossa.pl">l.bugaj@bossa.pl</a>
<b>Michał Pietrzyca</b>	Analityk techniczny	+48 22 504 33 23	<a href="mailto:m.pietrzyca@bossa.pl">m.pietrzyca@bossa.pl</a>

### Wydział Obsługi Klienta

**Łukasz Żukowski**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 +48 22 504 32 27  
[l.zukowski@bossa.pl](mailto:l.zukowski@bossa.pl)

**Piotr Dakudowicz**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 +48 22 504 32 70  
[p.dakudowicz@bossa.pl](mailto:p.dakudowicz@bossa.pl)

### Wydział Operacyjny

**Marek Pokrywka**  
 Dyrektor Wydziału  
 +48 22 504 31 75  
[m.pokrywka@bossa.pl](mailto:m.pokrywka@bossa.pl)

**Mariusz Rakowski**  
 Makler Papierów Wartościowych  
 +48 22 504 31 64  
[m.rakowski@bossa.pl](mailto:m.rakowski@bossa.pl)