

Mirbud

akumuluj

sektor budowlany

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 4.70

Cena docelowa: 5.28

Wysoka rentowność i szybki rozwój

Spadająca liczba kontraktów infrastrukturalnych oraz przesuwanie w czasie inwestycji w energetyce wpływają na negatywne postrzeganie spółek z branży budowlanej przez giełdowych inwestorów. Mirbud jest grupą budowlaną, której perspektywy wydają się być lepsze niż w przypadku konkurencji. Wysoka dynamika wzrostu przychodów, a w szczególności wysoka rentowność wyróżniają spółkę na tle branży.

Skokowy wzrost przychodów i systematyczna poprawa rentowności

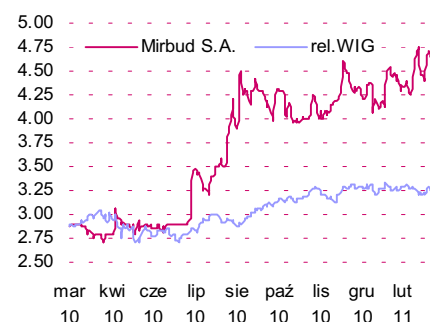
Mirbud jest spółką, która w bardzo dynamicznym tempie zwiększa obroty, a jednocześnie poprawia efektywność działalności. Spółka należy do najbardziej rentownych z notowanych spółek budowlanych. W naszych prognozach zakładamy, że w kolejnych latach nie uda się jej utrzymać równie rekordowych poziomów zyskowności, jednak spółka nadal powinna należeć do najbardziej zyskownych w branży.

Wyniki IV kwartału 2010 i prognoza spółki na rok 2011

Sprzedaż w 2010 roku nie osiągnęła zakładanego przez Zarząd poziomu, z powodu nieplanowanego objęcia większościowych udziałów i konsolidacji wyników spółki realizującej budowę Centrum Hal Targowych (pierwotnie kontrakt CHT był zleceniem zewnętrznym). Spółka ponownie poprawiła marżę na wszystkich poziomach, dzięki czemu zyski, mimo niższych przychodów, okazały się wyższe niż prognoza Zarządu. Według szacunków spółki na rok 2011 Mirbud osiągnie przychody rzędu 520.7 mln PLN oraz wygeneruje 43.7 mln PLN zysku netto. Przyjęte przez nas założenia są bardziej ostrożne. Zakładamy wzrost obrotów do 508 mln PLN i 39 mln PLN zysku netto.

Wycena i rekomendacja

Wycenę Mirbudu przeprowadziliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Na podstawie naszych prognoz wartość jednej akcji spółki szacujemy na 5.28 PLN, co oznacza 12.3% potencjał wzrostu, dlatego wydajemy rekomendację akumuluj.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	4.75 / 2.71
Liczba akcji (mln)	75.0
Kapitalizacja (mln PLN)	353
EV (mln PLN)	501
Free float (mln PLN)	157
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.57
Główny akcjonariusz	Mirgos Jerzy
% akcji, % głosów	42.2/42.2
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny (%)	5.5 0.9 63.4
Zmiana rel. WIG (%)	0.9 1.8 19.8

Maciej Krefta

+22 598 26 88

maciej.krefta@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA

+22 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2009	214.5	24.7	31.5	18.1	13.9	0.31	0.5	1.7	15.2	2.8	14.6	11.4	18.3
2010	301.1	42.9	50.2	36.5	26.8	0.36	0.5	2.4	13.2	1.9	11.7	10.0	14.7
2011p	508.1	60.7	72.6	50.5	39.1	0.52	0.7	3.0	9.0	1.6	8.2	6.9	17.7
2012p	591.1	70.4	82.5	59.1	45.8	0.61	0.8	3.6	7.7	1.3	7.1	6.1	17.1
2013p	677.9	75.2	87.6	62.9	48.8	0.65	0.8	4.2	7.2	1.1	6.7	5.7	15.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; * wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 4.7 PLN za akcję

Analiza SWOT

Mocne strony

- nieduża spółka o dynamicznym wzroście przychodów i zysków (średnioroczne tempo wzrostu obrotów w ostatnich 5 latach wyniosło 24%)
- wysoka rentowność
- zdywersyfikowana działalność w sektorze budowlanym (budownictwo drogowe i kubaturowe) oraz deweloperskim (deweloper mieszkaniowy i świadczenie usług wynajmu)

Słabe strony

- relatywnie wysokie (na tle branży) zadłużenie (zadłużenie netto kapitałów własnych na poziomie 0.7 wg stanu na koniec 2010 roku)

Szanse

- oczekiwane duże inwestycje w energetyce napędzane koniecznością zastąpienia zużytych krajowych mocy wytwórczych
- rosnące tempo wzrostu gospodarczego zachęcające do inwestycji przedsiębiorstwa z sektora prywatnego (rozbudowa zakładów produkcyjnych, itp.)
- szansa na skorzystanie z inwestycji w budownictwie drogowym w Kazachstanie
- relatywnie korzystne warunki pogodowe zimą 2010/11

Zagrożenia

- duża konkurencja ze strony podmiotów krajowych i zagranicznych wynikająca z nadmiaru potencjału wykonawczego firm budowlanych przy zmniejszającej się liczbie zleceń
- zła sytuacja budżetowa państwa i spadek nakładów na inwestycje infrastrukturalne
- spadek dynamiki w budownictwie kubaturowym po roku 2012 wynikający z zakończenia inwestycji powiązanych z Euro 2012,
- wzrost cen surowców (beton, stal, cement) i usług podwykonawców
- ryzyko realizacji wielu dużych kontraktów w ograniczonych ramach czasowych (przed Euro 2012), co może zaowocować gwałtownym przyspieszeniem wzrostu cen surowców i kosztów podwykonawców
- zaostrzenie polityki monetarnej (droższe finansowanie, trudniejszy dostęp do kredytów hipotecznych)

Wyniki w 2010 roku i prognoza na 2011

Wyniki GK Mirbud za I-IV kw. 2010 roku i prognoza na 2011 rok

	wyniki rok 2009	wyniki I-IV kw. 2010	prognoza Zarządu 2010	wynik vs. prognoza	prognoza Zarządu 2011	prognoza Millennium 2011	różnica
Przychody	214.5	301.1	321.1	-6.2%	520.7	508.1	2.5%
EBITDA	31.5	50.2	45.1	11.2%	81.8	72.6	12.7%
EBIT	24.7	42.9	35.5	20.8%	68.0	60.7	11.9%
Zysk netto	13.9	26.8	24.3	10.2%	43.7	39.1	11.7%
Marże							
Marża EBITDA	14.7%	16.7%	14.0%		15.7%	14.3%	
Marża EBIT	11.5%	14.2%	11.1%		13.1%	12.0%	
Marża netto	6.5%	8.9%	7.6%		8.4%	7.7%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN;

Zyski spółki w 2010 roku powyżej prognoz Zarządu

Wyniki spółki osiągnięte w IV kwartale zdecydowały, że wypełniona została całoroczna oficjalna prognoza Zarządu na poziomie sprzedaży blisko w 94% oraz przekroczyła prognozowane poziomy zysków. Wynik netto spółki w całym minionym roku wyniósł 26.8 mln PLN, co oznacza przekroczenie prognozy Zarządu o 10%, natomiast wynik operacyjny wyniósł 42.9 mln PLN i przewyższył prognozę o blisko 21%.

- **Wzrost obrotów wyniósł 40.4% r/r i był niższy o 6.2% od założeń Zarządu.** Największy wzrost odnotowano w segmencie usług wynajmu, co jest związane z pojawieniem się przychodów z otworzonego we wrześniu ub.r. Centrum Hal Targowym. Wysoki wzrost przychodów odnotowano także w segmencie deweloperskim (+90.8% r/r). Niewypełnienie prognozy na poziomie przychodów wynika z nieplanowanego objęcia udziałów w spółce Marywilska 44 (wykonawcy Centrum Hal Targowych) i konsolidacji jej przychodów - pierwotnie zlecenie na budowę CHT było kontraktem zewnętrznym.
- **Poprawa marży brutto na sprzedaży w niemal wszystkich segmentach.** Najwyższą marżą brutto na sprzedaży w 2010 roku charakteryzowały się usługi wynajmu (74.1%). Marża brutto na sprzedaży poprawiona została także w przypadku segmentu deweloperskiego do 24.1% (wzrost o 14.1pp r/r) oraz budowy budynków (produkcyjnych, usługowych, handlowych i użytku publicznego) do 17.4% (wzrost o 2.8 pp r/r). Znaczny spadek rentowności brutto na sprzedaży odnotował natomiast segment robót inżynieryjno-drogowych do 5.7% (spadek o 22.8 pp r/r).
- **Wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu.** Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły do ok. 5.6% obrotów (+1.6 pp r/r). Było to spowodowane m.in. rozwojem spółki zależnej JHM Development oraz założonej w połowie ubiegłego roku spółki Marywilska 44.
- **Pogorszenie salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.** W minionym roku saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosło -6.4 mln PLN wobec -0.9 mln PLN w roku poprzednim. Podstawowy wpływ na pogorszenie salda miały odnotowane koszty kar umownych w wysokości 6.2 mln PLN, które dotyczą rozliczeń kontraktu na rozbudowę centrum handlowego "Maximus" w Nadarzynie. Istnieje duże prawdopodobieństwo odwrócenia odpisu w roku bieżącym, gdyż obrezerwowane roszczenia według spółki nie są uzasadnione.
- **Zbliżone saldo przychodów i kosztów finansowych.** W 2010 roku saldo przychodów i kosztów finansowych wyniosło -6.4 mln PLN i było lepsze w stosunku do roku poprzedniego o 0.2 mln PLN. Wpłynęło to na poprawę marży netto, która wyniosła 8.9% (+2.4pp r/r).

Spółka poprawiła w 2010 roku marże na wszystkich poziomach, dzięki czemu zyski, mimo niższych przychodów, były powyżej prognozy Zarządu. Niepokojącym zjawiskiem jest niska rentowności sektora inżynieryjno-drogowego. Udział segmentu drogowego w obrotach grupy znacznie wzrosło w roku bieżącym: po pierwsze z uwagi na przejście i konsolidację wyników PBDiM, po drugie z uwagi na realizację kontraktu budowy obwodnicy Ełku o wartości blisko 130 mln PLN brutto. W kolejnych kwartałach należy naszym zdaniem oczekiwać dynamicznego wzrostu przychodów oraz spadku poziomów realizowanych marży.

Prognoza Zarządu na rok 2011

Spółka opublikowała prognozy wyników na rok 2011. Według założeń Zarządu skonsolidowane obroty wzrosną w bieżącym roku do 520.7 mln PLN, a zysk netto do 43.7 mln PLN. Zarząd uwzględnił spadek rentowności do 13.1% w przypadku marży operacyjnej oraz do 8.4% w przypadku marży netto. Przyjęte przez nas założenia są bardziej ostrożne - szacujemy, że obroty grupy przekroczą 0.5 mld PLN, jednak marża operacyjna spadnie do 12.0%, zaś rentowność netto wyniesie 7.7%.

Wycena

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą do spółek polskich oraz zagranicznych. Opierając się na metodzie DCF, szacujemy wartość Grupy Mirbud na 403.6 mln PLN, czyli 5.38 PLN na akcję. Natomiast w oparciu o metodę porównawczą do spółek polskich wyceniamy Grupę Mirbud na 373.8 mln PLN (4.98 PLN na akcję), a do spółek zagranicznych na 448.8 mln PLN (5.98 PLN na akcję). Z uwagi na specyficzne warunki w jakich znalazła się polska branża budowlana przed Euro 2012 oraz brak przychodów spółki spoza granic Polski, wycenie do spółek zagranicznych przyznaliśmy wagę jedynie 10%. Metodzie DCF przypisaliśmy wagę 50%, natomiast metodzie porównawczej do spółek polskich 40%. Implikuje to końcową wycenę na poziomie 396.2 mln PLN czyli 5.28 PLN na 1 akcję. Kwota ta przekracza o 12.4% cenę rynkową i dlatego wydajemy dla spółki rekomendację akumuluj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Waga
Wycena DCF	403.6	5.38	50%
Wycena porównawcza do spółek krajowych	373.8	4.98	40%
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	448.8	5.98	10%
Wycena 1 akcji spółki (PLN)		5.28	

Źródło: Millennium DM

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2011-2020,
- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2020 roku na poziomie 5.0%,
- premia rynkowa za ryzyko równa 5.0%,
- współczynnik beta na poziomie 1.0,
- stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2020 na poziomie 2.0%,
- dynamika wzrostu przychodów grupy na poziomie ok 15% r/r w latach 2012-2015 oraz na poziomie ok 7% r/r dla lat 2015+,
- marża brutto na sprzedaży w długim terminie (po 2015 roku) dla grupy Mirbud niespełna 15%, przy czym dla działalności deweloperskiej: 20%, dla budowy budynków: 15%, na roboty inżynieryjno-drogowe: 6.0%, natomiast dla usług wynajmu: 60%,
- spadek marży operacyjnej do ok 12% w roku bieżącym oraz ok 9% dla lat 2015+.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	<2020
Sprzedaż	508	591	678	780	900	963	1 032	1 106	1 186	1 273	
Stopa podatkowa (T)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
EBIT (1-T)	49.2	57.0	60.9	65.3	64.7	69.6	75.0	80.9	87.4	94.5	
Amortyzacja	11.8	12.1	12.4	12.7	13.0	13.4	13.7	14.0	14.4	14.7	
Inwestycje	-54.4	-17.2	-18.9	-19.3	-20.3	-30.9	-28.8	-26.6	-24.5	-21.8	
Zmiana kap.obrotowego	-26.2	-28.1	-30.2	-35.3	-42.9	-19.9	-21.4	-23.0	-24.7	-26.6	
FCF	(19.6)	23.9	24.2	23.4	14.5	32.2	38.5	45.3	52.5	60.8	918
Zmiana FCF		-	1%	-3.3%	-38.0%	121%	19.8%	17.6%	15.9%	15.8%	2.0%
Dług/Kapitał	48.1%	43.5%	39.4%	35.8%	32.9%	30.2%	27.7%	25.4%	23.3%	21.4%	25.0%
Stopa wolna od ryzyka	4.7%	5.1%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%	5.0%
Premia kredytowa	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	4.7%	5.1%	5.4%	5.5%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%	5.0%
Koszt kapitału	9.7%	10.1%	10.4%	10.6%	10.8%	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%	11.4%	10.0%
WACC	7.3%	7.9%	8.4%	8.8%	9.2%	9.4%	9.6%	9.9%	10.1%	10.3%	8.8%
PV (FCF)	(19.9)	22.6	21.0	18.6	10.5	21.0	22.7	23.9	24.9	25.9	391
Wartość DCF (mln PLN)	562	w tym wartość rezydualna				391					
(Dług) / Gotówka netto	-158										
Wycena DCF (mln PLN)	404										
Liczba akcji (mln)	75.0										
Wycena 1 akcji (PLN)	5.38										

Źródło: Millennium DM

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny Spółki na przyjęte założenia

PLN		rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
stopa R_r rezydualna	4.0%	4.59	5.29	6.24	7.57	9.61	13.10	20.45
	4.5%	4.34	4.96	5.78	6.90	8.56	11.22	16.22
	5.0%	4.11	4.66	5.38	6.35	7.72	9.82	13.44
	5.5%	3.91	4.40	5.04	5.87	7.03	8.73	11.49
	6.0%	3.73	4.17	4.74	5.47	6.46	7.87	10.03

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 5.38 PLN.

Wycena porównawcza

Wycena metodą porównawczą dokonaliśmy względem polskich i zagranicznych spółek budowlanych. Do określenia wartości analizowanej spółki użyliśmy trzech najczęściej stosowanych wskaźników: EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E oraz prognozy dla spółki na lata 2011-2013. Mirbud był jedną z najbardziej rentownych grup budowlanych w ostatnich latach, dlatego uważamy, że premia w wycenie w stosunku do polskich spółek z grupy porównawczej jest uzasadniona.

Wycena porównawcza do spółek polskich

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
PBG SA	PBG	POLAND	7.1	6.5	5.6	8.8	8.1	6.5	12.0	11.1	9.8
POLIMEX-MOSTOSTAL SA	PXM	POLAND	6.6	6.0	5.8	9.5	8.6	7.8	10.7	9.2	7.8
BUDIMEX	BDX	POLAND	6.1	6.7	7.0	6.6	7.5	7.7	11.8	13.1	13.7
ELEKTROBUDOWA SA	ELB	POLAND	bd	bd	bd	bd	bd	bd	14.3	12.5	11.0
MOSTOSTAL WARSZAWA SA	MSW	POLAND	6.0	4.8	3.8	9.2	6.7	4.7	17.6	13.1	9.7
TRAKCJA POLSKA SA	TRK	POLAND	2.4	2.1	2.4	3.1	2.8	3.0	7.5	6.4	7.2
MOSTOSTAL PLOCK	MSP	POLAND	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd
INSTAL KRAKOW	INK	POLAND	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd
PA NOVA SA	NVA	POLAND	9.7	7.1	4.6	10.5	7.5	4.7	12.1	10.2	6.6
Mediana			6.3	6.3	5.1	9.0	7.5	5.6	12.0	11.1	9.7
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		158.3	72.6	82.5	87.6	60.7	70.4	75.2	39.1	45.8	48.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			302	359	286	388	369	263	469	511	475
		Wagi	40%			30%			30%		

Wycena **373.8**

Wycena na 1 akcję **4.98**

Źródło: Bloomberg (ceny zamknięcia z dnia 8.III.'11), Millennium DM

Bazując na metodzie porównawczej do spółek polskich wyceniamy 1 akcję spółki na 4.98 PLN.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
STRABAG SE-BR	STR	AUSTRIA	3.4	3.4	3.3	8.2	8.1	7.7	14.2	13.9	13.4
SKANSKA AB-B SHS	SKAB	SWEDEN	4.5	7.8	7.6	5.0	9.8	9.7	11.4	14.0	13.6
EIFPAGE	FGR	FRANCE	8.3	7.7	7.0	14.3	12.8	11.5	12.7	10.6	8.3
FERROVIAL SA	FER	SPAIN	12.5	11.5	12.7	21.6	19.2	23.1	47.5	31.8	24.5
ACCIONA SA	ANA	SPAIN	8.1	7.3	6.8	17.7	14.9	13.3	25.6	20.1	16.0
OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	OHL	SPAIN	6.8	6.1	5.6	9.4	8.5	7.8	12.0	10.8	8.7
KAUFMAN & BROAD SA	KOF	FRANCE	6.7	5.1	4.4	6.9	5.3	4.5	10.2	7.4	6.9
KIER GROUP PLC	KIE	BRITAIN	6.3	6.0	5.7	7.9	7.5	7.0	11.5	10.6	9.6
KELLER GROUP PLC	KLR	BRITAIN	4.3	3.8	3.7	6.6	5.8	bd	11.4	9.7	bd
MOTA ENGIL SGPS SA	EGL	PORTUGAL	10.6	10.2	10.7	17.0	16.5	18.3	7.9	6.9	7.3
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE	GSJ	SPAIN	28.7	23.4	bd	38.4	30.9	bd	bd	bd	bd
Mediana			6.8	7.3	6.3	9.4	9.8	9.7	11.7	10.7	9.6
Dług netto											
Wyniki spółki (mln PLN)		158.3	72.6	82.5	87.6	60.7	70.4	75.2	39.1	45.8	48.8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)											
			335	443	391	412	528	570	458	491	470
		Wagi	40%			30%			30%		

Wycena **448.8**

Wycena na 1 akcję **5.98**

Źródło: Bloomberg (ceny zamknięcia z dnia 8.III.'11), Millennium DM

Bazując na metodzie porównawczej do spółek zagranicznych 1 akcja Grupy Mirbud warta jest 5.98 PLN.

Mirbud

Historia spółki

Spółka powstała w 2002 roku jako owoc doświadczeń Jerzego Mirgosa, głównego akcjonariusza, zdobywanych w branży budowlanej od 1988 roku. W pierwszych latach działalności Mirbud realizował kontrakty, związane m.in. z budową hal sportowych, obiektów handlowych, robotami drogowymi i budownictwem mieszkaniowym. W 2004 roku spółka zaczęła ubiegać się o większe kontrakty, w których pełniła rolę generalnego wykonawcy, a zakres swojej specjalizacji poszerzyła o budowę centrów handlowych i logistycznych, dzięki którym w kolejnym roku obroty wzrosły ponad trzykrotnie. W 2006 roku spółka dokonała modernizacji drogi krajowej nr 70 (al. Rataja) w Skierniewicach, co umożliwiło spółce realizację inwestycji o podobnym charakterze jako ich generalny wykonawca. W tym samym roku podjęto decyzję o wprowadzeniu Mirbudu na GPW oraz nastąpiło przekształcenie firmy w spółkę akcyjną. W połowie 2008 roku założona została spółka zależna - JHM Development, która przejęła sektor działalności deweloperskiej, natomiast 29 grudnia 2008 roku Mirbud zadebiutował na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W 2009 roku spółka pierwszy raz odnotowała spadek przychodów w stosunku do roku poprzedniego, co było skutkiem globalnego kryzysu finansowego. W minionym roku Mirbud odnotował 40% wzrost przychodów i dokonał pierwszej akwizycji przejmując na przełomie ubiegłego i bieżącego roku pakiet kontrolny PBDiM w Kobylarni.

Skokowy rozwój spółki

Spółka rozwija się bardzo dynamicznie - średnioroczne tempo wzrostu przychodów za ostatnie 5 lat wyniosło 24%. Największe wzrosty obrotów spółka odnotowała w 2007 (+83.6% r/r) oraz minionym, 2010 roku (+40.4% r/r). Obroty w 2007 roku poprawiono głównie dzięki budowie centrów handlowych i logistycznych (m.in. wybudowano centrum handlowo-logistycznego w Wólce Kosowskiej o powierzchni ponad 40 tys m²). W roku 2010 do wzrostu przychodów przyczyniły się głównie projekty deweloperskie, które przyniosły ponad 44 mln PLN oraz usługi wynajmu z tytułu otwartego we wrześniu ub. r. Centrum Hal Targowych (28.3 mln PLN). W bieżącym roku wzrost obrotów wynikał będzie z konsolidacji przejętego PBDiM w Kobylarni, z realizacji dużego kontraktu budowy obwodnicy Elku (blisko 130 mln PLN brutto), a także z przychodów z wynajmu Centrum Hal Targowych oraz z działalności deweloperskiej.

Wysoka rentowność działalności

Działalność Mirbudu odznacza się jedną z najwyższych rentowności spośród spółek z sektora budowlanego. Sytuacja ta wynika z selektywnego doboru kontraktów. Priorytetem spółki nie jest wyłącznie dynamiczny wzrost sprzedaży, lecz także dbałość o rentowność działalności. Rezultatem tej strategii jest wzrost efektywności spółki, jednak utrzymanie marż na poziomie z 2010 roku (14.2%) w kolejnych latach naszym zdaniem nie będzie możliwe. Na lata 2012-2015 zakładamy systematyczny spadek marży EBIT. Rentowność operacyjna do 2015 roku spadnie naszym zdaniem do ok 9% i utrzymywać się będzie na zbliżonym poziomie przez pozostały okres prognozy. W uzyskaniu wysokich marż pomogą będą najbardziej rentowne segmenty działalności, czyli wynajem oraz działalność deweloperska, które skupione są w spółce zależnej JHM Development. Obniżyć skonsolidowaną marżę operacyjną będzie działalność w segmencie inżynierijno-drogowy, którego udział w przychodach ma wzrosnąć.

Portfel zamówień

Portfel zamówień spółki na rok bieżący jest pełen, a na rok przyszły wypełniony w ok. 30%. Wartość ofert złożonych w przetargach wynosi ok. 2.5 mld PLN i obejmuje zarówno kontrakty na budowę budynków jak i duże kontrakty drogowe. Wygrywalność kontraktów wynosi ok. 10% w przypadku budownictwa przemysłowego oraz jest o połowę niższa w segmencie drogowym.

Zestawienie podpisanych istotnych kontraktów, o których spółka informowała w drugiej połowie 2010 oraz w roku bieżącym zawiera następująca tabela.

Istotne kontrakty zewnętrzne podpisane w okresie 30.VI.'10-28.II.'11

Inwestor	Wartość netto (mln PLN)	Termin realizacji	Budowa
Międzynarodowe Targi Lubelskie S.A. w Lublinie	36.6	15 mar 12	Hala Wystawienniczo-Targowej w Lublinie
Gmina Michałowice	12.8	31 gru 12	Budynek Urzędu Gminy Michałowice z infrastrukturą techniczną
Politechnika Gdańska	21.1	4 kwi 12	Centrum Nanotechnologii Politechniki Gdańskiej
GDDKiA Elk	105.6	31 paź 11	Obwodnica Eiku (udział spółki w konsorcjum wynosi 56.38%)
ARP Wrocław	21.9	31 gru 11	Hala magazynowo-produkcyjnej
Bricoman Polska Sp. z o.o.	11.3	15 kwi 11	Obiekt handlowy w Białej Podlaskiej
Uniwersytet Warszawski	44.6	30 lis 11	Budowa Centrum Nauk Biologiczno Chemicznych UW
Urząd Miasta Skierniewice	2.9	30 lis 11	Sala gimnastyczna przy Liceum Ogólnokształcącym w Skierniewicach
Izba Celna w Białej Podlaskiej	13.1	31 maj 12	Nowa siedziba Oddziału Celnego w Tomaszowie Lubelskim
SUMA	269.9		

Źródło: Spółka

Działalność deweloperska

Za działalność deweloperską w ramach Grupy Mirbud odpowiada JHM Development. Deweloper buduje mieszkania oraz domki jednorodzinne w miastach średniej wielkości oraz w miejscowościach turystycznych. Ponadto, poprzez zależną Marywilka 44, prowadzi usługi wynajmu w Centrum Hal Targowych. Średnia powierzchnia mieszkań oferowanych przez JHM wynosi ok. 50-55 m². Obecna oferta dewelopera to 7 projektów gotowych, w których w sprzedaży na koniec lutego było ok. 440 lokali oraz 2 projekty będące w trakcie realizacji (Hel i Bełchatów).

Projekty gotowe

L.p.	Miasto	Projekt	PUM	Całkowita liczba lokali	Lokale w ofercie na 28/02/2010	Udział Spółki
1	Brzeziny	mieszkania	6 900	128	bd	100%
2	Żyrardów	mieszkania	4 400	83	bd	100%
3	Rumia	mieszkania i pow. usługowa	13 400	243	bd	100%
4	Skierniewice	mieszkania	8 550	159	bd	100%
5	Rawa Mazowiecka I	mieszkania	1 800	32	bd	100%
6	Rawa Mazowiecka II	mieszkania	1 860	34	bd	100%
7	Rawa Mazowiecka III	domy jednorodzinne	10 500	73	bd	100%
RAZEM:			47 410	752	ok. 440	

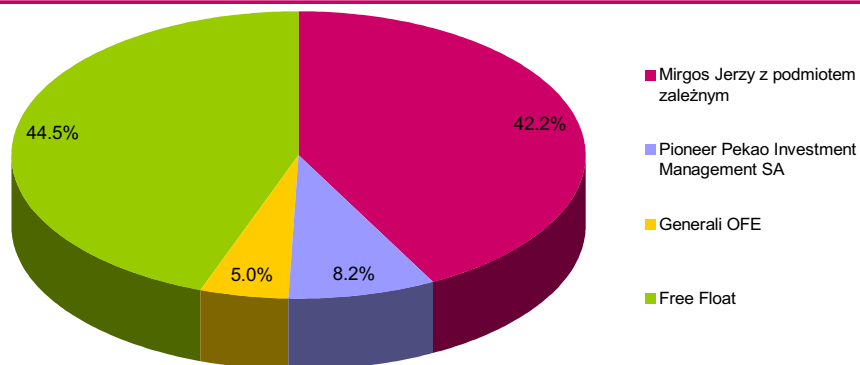
Źródło: Spółka

JHM Development planuje zrealizować w najbliższych latach kolejne inwestycje obejmujące łącznie ponad 2500 mieszkań i ok. 170 tys. m² PUM. W bieżącym roku planowane jest ukończenie i oddanie do użytkowania dwóch projektów: Hel i Bełchatów. W zależności od koniunktury oraz uzyskanego finansowania (uplasowanie obligacji zamiennych na akcje), deweloper może w bieżącym roku uruchomić kolejne projekty (Konin, Jastrzębia Góra, Zakopane). Inwestycje mają być wprowadzane sukcesywnie, w miarę wyczerpywania oferty - start nowego projektu w danej lokalizacji ma następować, gdy przedsprzedaż poprzednich wynosi ok. 70%.

Emisje akcji i struktura akcjonariatu

Spółka zadebiutowała na GPW pod koniec 2008 roku bez publicznej emisji akcji. W roku 2009 oraz 2010 spółka dokonała emisji akcji (w formie subskrypcji prywatnych) podnosząc kapitał zakładowy do obecnych 7.5 mln PLN. Obecnie Mirbud nie planuje dokonywania kolejnych emisji akcji, w planach natomiast jest upublicznienie w połowie bieżącego roku spółki zależnej - JHM Development, które ma się odbyć bez emisji akcji.

Struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka, według stanu na 28.02.2011

Polityka dywidendy

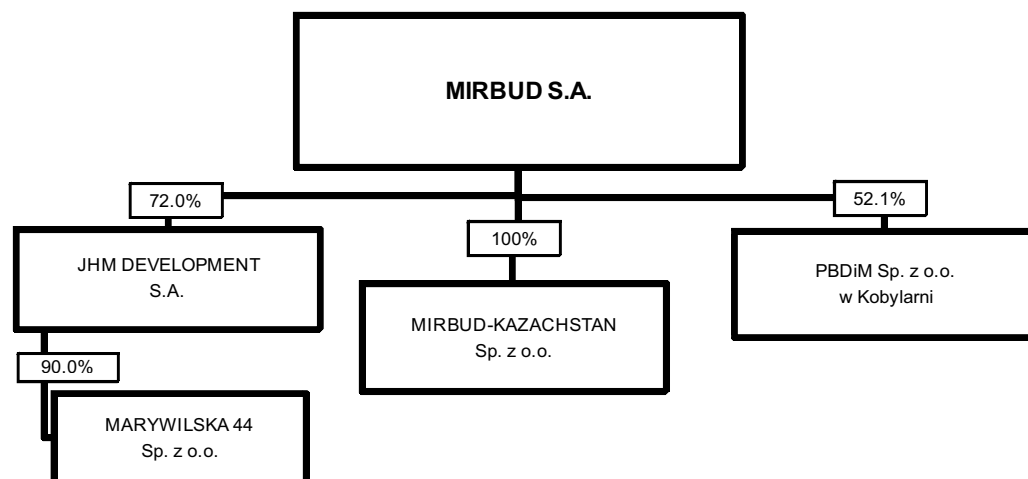
W dotychczasowej giełdowej historii spółka nie dzieliła się zyskiem z akcjonariuszami i obecnie, będąc w fazie intensywnego wzrostu, nie ma takich planów.

Model biznesu

Struktura grupy i segmenty działalności

Grupa Mirbud składa się obecnie ze spółki matki, 3 spółek zależnych oraz jednej spółki pośrednio zależnej.

Struktura Grupy Mirbud na dzień 28.02.2011



Źródło: Spółka

Mirbud - spółka matka

Spółka działa przede wszystkim jako generalny wykonawca inwestycji w segmencie budownictwa handlowo-usługowego, przemysłowego oraz inżynierijno-drogowego na rynku budowlanym w Polsce. Geograficzny zasięg działania, pierwotnie obejmujący tereny pomiędzy Warszawą a Łodzią, jest systematycznie powiększany. Spółka specjalizuje się szczególnie w pracach ziemnych oraz żelbetowych, ponadto sprawuje nadzór nad całością prowadzonych inwestycji.

Marywilska 44

Spółka zawiązana z podmiotem Kupiec Warszawski (KW), który był ostatnim zarządcą Stadionu Dziesięciolecia w Warszawie. KW wygrał w 2009 roku konkurs na dzierżawę 30 ha gruntów na warszawskiej Białołęce przy ul. Marywilskiej i rozpoczął realizację inwestycji pn. Centrum Hal Targowych (CHT), na której wykonawcą wybrany został Mirbud. Do nowych hal mieli przenieść się kupcy handlujący na terenie Stadionu Dziesięciolecia. W połowie 2010 roku powołana została spółka Marywilska 44, mająca dokończyć budowę hal dla kupców, w której wykonawca inwestycji objął 90% udziałów. Centrum Hal Targowych obejmujące 6 hal o powierzchni łącznej 63 tys. m² otworzone zostało na początku września 2010 roku. Do CHT przy ul. Marywilskiej 44 przeniosło się ok. 80% kupców ze Stadionu Dziesięciolecia. Kupiecka spółka dostała od miasta grunt w dzierżawę na 25 lat. W grudniu 2010 roku JHM Development odkupił od Mirbudu za 27.09 mln PLN 541,800 udziałów reprezentujących 90% kapitału w spółce Marywilska 44 (pozostałe 10% udziałów posiada KW). Obecnie CHT obejmuje 1350 boksów, a powierzchnia wynajęta jest w ok. 90%. Ponadto prowadzone są rozmowy z dwoma najemcami, których finalizacja, spodziewana do końca marca br. spowoduje, że najem wyniesie blisko 100% powierzchni. Marywilska 44 planuje rozbudowę CHT o kolejne hale do powierzchni ok. 80 tys. m², w których prowadzony byłby handel wielkopowierzchniowy. Koszt rozbudowy CHT szacowany jest na ok. 20 mln PLN.

JHM Development

JHM Development został założony w połowie 2008 roku i przejął działalność deweloperską od spółki matki. W minionym roku podjęto decyzję o upublicznieniu spółki i nastąpiło przekształcenie jej w spółkę akcyjną. W ostatnim kwartale minionego roku kapitał zakładowy został podwyższony o 5.67 mln PLN do 95.7 mln PLN, a wszystkie udziały w podwyższonym kapitale objął Jerzy Mirgos. W styczniu 2011 roku JHM dokonał emisji

29.3 mln akcji po cenie jednostkowej 1.5 PLN, zwiększając kapitał zakładowy do 125 mln PLN. Środki z emisji przeznaczone zostały na opłacenie przejętej od Mirbudu spółki Marywilska 44. Udział Mirbudu w kapitale JHM po zarejestrowaniu ostatniej emisji spadł do 72%. W połowie roku planowane jest upublicznienie JHM Development, które odbędzie się bez dodatkowej emisji akcji. Deweloper zamierza do końca bieżącego kwartału zamknąć prywatną ofertę obligacji trzyletnich zamiennych na akcje o wartości ok. 56 mln PLN. Zgodnie z warunkami emisji właściciele obligacji będą mogli po 1 stycznia 2012 roku zamienić je na akcje dewelopera, który zadebiutuje na Gieldzie Papierów Wartościowych w połowie bieżącego roku, przy kursie konwersji wynoszącym 2.80 PLN.

Akwizycja PBDiM i segment drogowy

Środki z emisji akcji, które Mirbud przeprowadził w minionym roku przeznaczone zostały na przejęcie Przedsiębiorstwa Budowy Dróg i Mostów w Kobylarni. Akwizycja była motywowana chęcią zwiększenia potencjału wykonawczego w segmencie drogowym, a rozmowy w sprawie przejęcia prowadzone były jeszcze w 2009 roku. We wrześniu 2010 roku spółka podpisała "Warunkową Umowę Sprzedaży Udziałów" dotyczącą kupna 3,154 udziałów PBDiM w Kobylarni stanowiących 78.8% kapitału zakładowego. W styczniu 2011 roku podpisana została umowa kupna 850 udziałów PBDiM w Kobylarni reprezentujących brakujące 21.2% kapitału. Mirbud posiada obecnie 2,086 udziałów PBDiM odpowiadających 52.1% w kapitale spółki. Pozostałe udziały zostaną nabyte po rozwiązaniu przez obecnych właścicieli kwestii formalnych, co prawdopodobnie będzie miało miejsce do końca marca bieżącego roku. Zgodnie z prognozą Zarządu na rok 2011 spółka z Kobylarni uzyska 100 mln PLN obrotów i 5% rentowność netto.

Rozwijanie segmentu drogowego wobec perspektywy spadku liczby i wartości kontraktów drogowych w najbliższych latach niesie ze sobą istotne ryzyko. Z drugiej strony należy mieć na uwadze fakt, że wraz z dynamicznym, jak na polskie warunki, wzrostem liczby dróg i autostrad, znacznie powinny zwiększyć się wydatki na utrzymanie, naprawy i modernizację powiększonej sieci dróg.

Zestawienie zmian w strukturze Grupy Mirbud:

- maj 2008: założenie JHM Development sp. z o.o.
 - październik 2010 - podwyższenie kapitału o 5.67 do 95.67 mln PLN, spadek udziałów Mirbudu do 94.07%
 - grudzień 2010 - przekształcenie sp. z o.o. w S.A.
 - grudzień 2010 - odkupienie od spółki matki 90% udziałów w Marywilska 44 sp. z o.o.
 - styczeń 2011 - podwyższenie kapitału do 125 mln PLN, spadek udziałów Mirbudu do 72%
- czerwiec 2010: założenie Mirbud-Kazachstan sp. z o.o.
- czerwiec 2010: objęcie 90% udziałów w kapitale Marywilska 44 sp. z o.o.
- wrzesień 2010: warunkowa umowa kupna 78.8% kapitału PBDiM sp. z o.o. w Kobylarni
- styczeń 2011: nabycie 21.2% udziałów w kapitale PBDiM z Kobylarni

Plany spółki

Spółka nie planuje w najbliższych 2-3 latach dokonywania kolejnych przejęć, skupiając się na rozwoju organicznym. W połowie ubiegłego roku zawiązana została spółka w Kazachstanie z myślą o udziale w przetargach drogowych jakie wkrótce będą rozpisywane w tym kraju. Kazachska spółka jest formą zdobywania doświadczenia na rynkach zagranicznych - jeżeli nie uda się zdobyć żadnych zleceń na tamtejszym rynku Mirbud-Kazachstan prawdopodobnie zostanie rozwiązany.

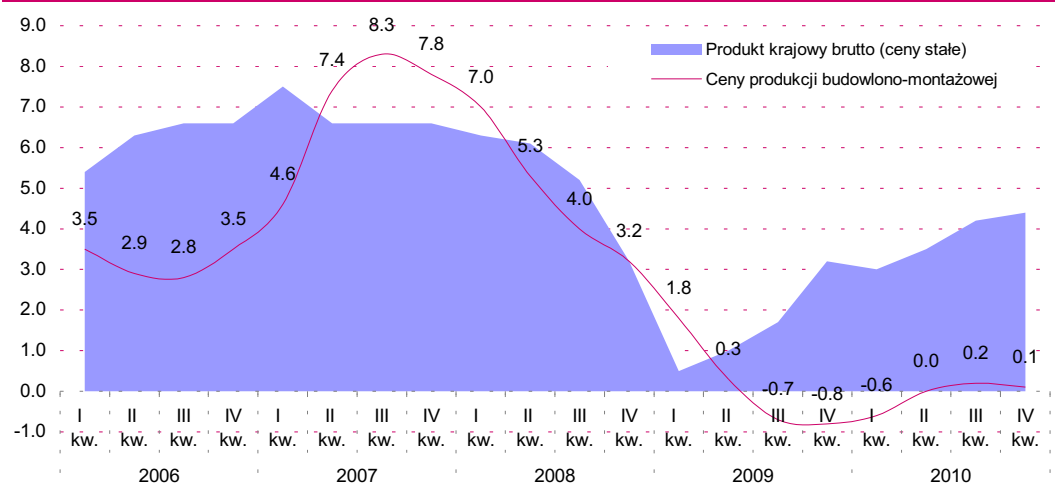
Grupa planuje dalszy dynamiczny rozwój i osiągnięcie obrotów przekraczających 0.5 mld PLN w bieżącym roku, a zgodnie z ambitnym planem w przeciągu 3 lat sprzedaż grupy mogłaby osiągnąć poziom 1 mld PLN. W naszych prognozach nie zakładamy aż tak dynamicznego wzrostu sprzedaży. O ile sprzedaż na poziomie przekraczającym 0.5 mld PLN naszym zdaniem zostanie w bieżącym roku osiągnięta, o tyle 1 mld PLN rocznych obrotów mogłyby zostać wygenerowane w ciągu 3 lat kosztem większego spadku rentowności, co byłoby dla spółki niekorzystne.

Rynek budowlany

Produkcja budowlano-montażowa w Polsce

Sytuacja na rynku budowlanym jest ściśle powiązana z ogólną sytuacją gospodarczą kraju. Polska należy do nielicznych krajów, które w okresie kryzysu gospodarczego szczególnie odczuwalnego w latach 2008-2009 utrzymała dodatnią dynamikę PKB.

Dynamika PKB oraz cen produkcji budowlano-montażowej (% r/r)

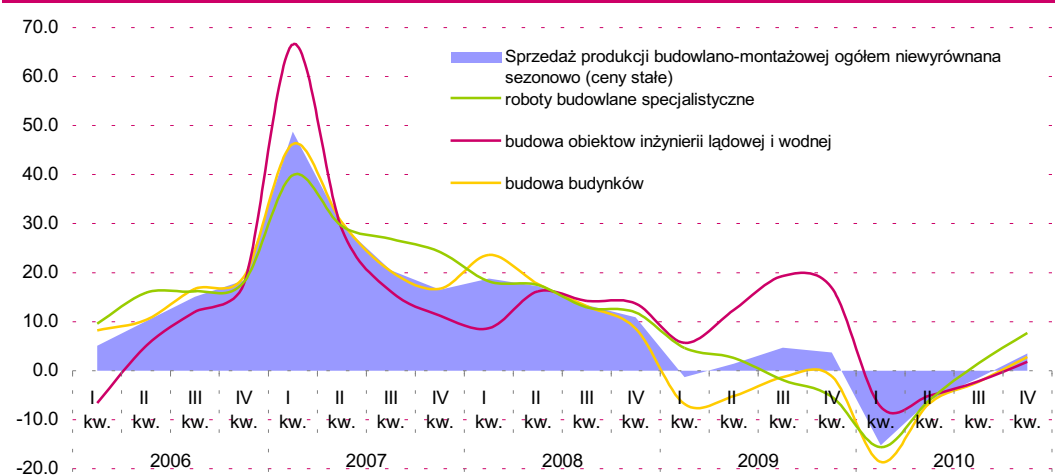


Źródło: GUS, Departament Analiz i Prognoz Ministerstwa Gospodarki

Na początku roku EBOiR podniósł prognozę wzrostu PKB w Polsce na rok 2011 do 3.9% z poziomu 3.5% prognozowanego w październiku ub.r. Szybsze tempo rozwoju polskiej gospodarki mierzone zakłada także Komisja Europejska, która podniosła prognozę wzrostu PKB do 4.1% z poziomu 3.9% zakładanych w listopadzie ub.r. Analitycy Ministerstwa Gospodarki według ostatniej prognozy przyjmują, że wzrost PKB w bieżącym roku wyniesie 4.2% r/r.

Dynamika cen produkcji budowlano-montażowej, która w drugiej połowie 2007 roku osiągała szczytowe poziomy 7-8% r/r, zaczęła szybko spadać. Od 2009 roku ceny produkcji budowlano-montażowej utrzymują się na zbliżonym poziomie.

Sprzedaż produkcji budowlano-montażowej* (% r/r)



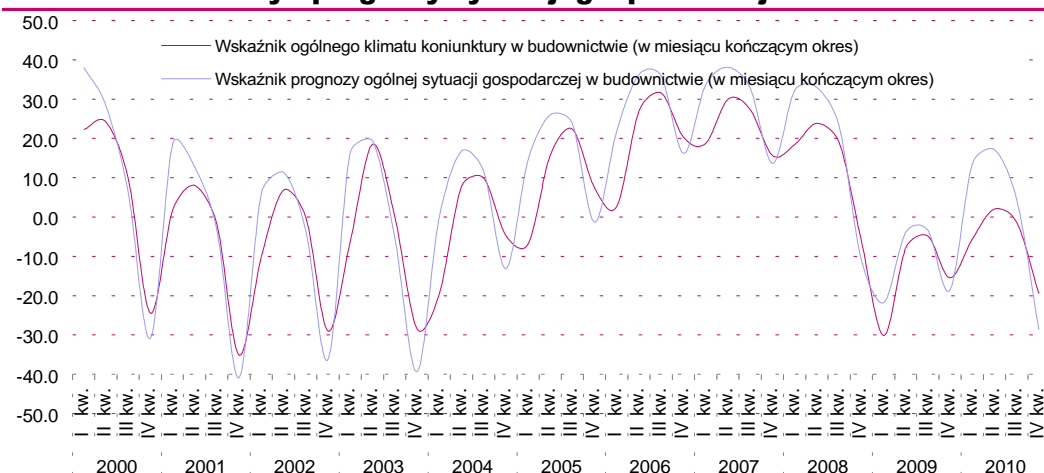
Źródło: GUS; * - od początku roku do końca okresu (analogiczny okres poprzedniego roku=100)

Sprzedaż produkcji budowlano-montażowej na przestrzeni ostatnich 5 lat osiągnęła szczyty w pierwszej połowie 2007 roku i od tamtej pory zaczęła spadać. Miniony rok okazał się najgorszy pod względem sprzedaży

dla spółek z branży budowlanej. Ostra zima zadecydowała o słabej sprzedaży w pierwszym kwartale 2010 roku, a występujące później powódzie uniemożliwiły nadrobienie strat. Dopiero sprzedaż w ostatnim kwartale minionego roku charakteryzowała się pozytywną dynamiką r/r. W styczniu bieżącego roku sprzedaż produkcji budowlano-montażowej wzrosła o 11.2% r/r, co częściowo jest spowodowane niską bazą wynikającą z ostrej zimy w roku ubiegłym.

Koniunktura w budownictwie

Klimat koniunktury i prognozy sytuacji gospodarczej w budownictwie



Źródło: GUS

Szczyt koniunktury w budownictwie, zgodnie z danymi GUS, przypadł na 2006 i 2007 rok. Bardzo dobre perspektywy związane z przygotowaniem do Mistrzostw Europy w Piłce Nożnej 2012, wobec globalnego kryzysu gospodarczego, nie uchroniły koniunktury w budownictwie przed głębokim spadkiem jaki nastąpił w drugiej połowie 2008 roku (z dołkiem w pierwszych miesiącach roku 2009). Wyraźnie widoczna jest także charakterystyczna dla branży budowlanej sezonowość koniunktury, tj. spowolnienie w miesiącach zimowych i poprawa koniunktury w okresach wiosenno-letnich. Na koniec ubiegłego roku klimat koniunktury kształtował się na poziomie minus 20, jednak w styczniu wzrósł do poziomu minus 15, a w lutym do minus 9. Bardziej optymistycznie przedsiębiorcy patrzą też w przyszłość. W lutym poprawę koniunktury sygnalizuje 16% przedsiębiorstw, a jej pogorszenie 25% (w styczniu odpowiednio : 13% i 28%, w grudniu: 10% i 30%).

Oczekiwania dużych zleceń na prace związanych z przygotowaniem do Euro 2012 roku sprawiły, że polskie firmy budowlane zwiększyły swoje moce, a zapowiedziane duże przetargi infrastrukturalne przyciągnęły dodatkowo potentatów z zagranicy. W efekcie w Polsce skupił się duży potencjał wykonawczy, który walczył o każde zlecenie. Kryzys gospodarczy i ograniczona liczba przetargów sprawiły że konkurenci składali oferty niższe o kilkadziesiąt procent od pierwotnych kosztorysów inwestora. Spowodowało to intensywną walkę konkurencyjną o zlecenia i erozję marż.

Wybrane przetargi rozstrzygnięte w okresie 10.IX.'10 - 1.II.'11

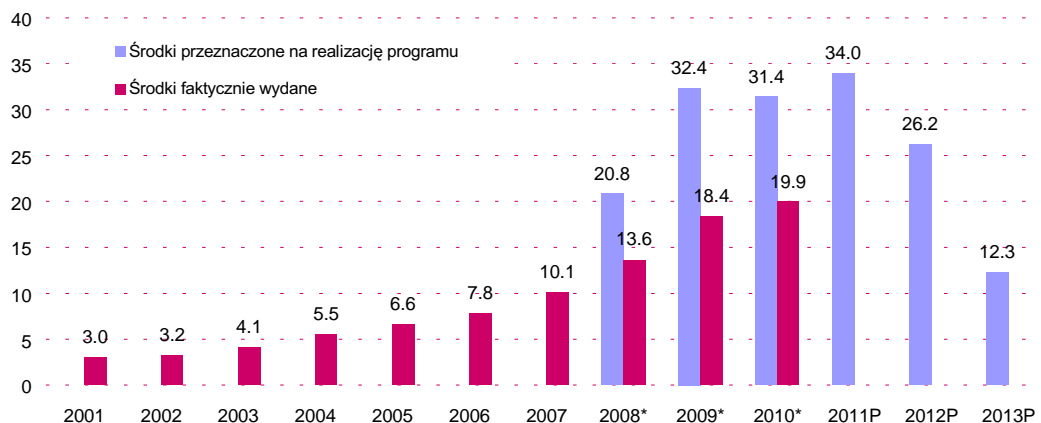
Kontrakty drogowe [Zwycięzca]	Liczba ofert	Oferta (mln PLN)	% kosztorysu
S61 węzeł Szkocja-węzeł Lotnisko: projekt i budowę dwujezdniowej drogi ekspresowej długości ok. 13 km i jednojezdniowej drogi GP długości 23.3 km; [Budimex (PL)]	8	659.3	65.5%
A2 Świecko: dostosowanie do parametrów autostrady drogi dwujezdniowej długości 1.1 km; [Strabag (PL), Heilit+Woerner (PL)]	3	16.8	69.5%
S17 węzeł Sielce-węzeł Bogucin: budowa dwujezdniowej drogi ekspresowej długości 24.3 km; [Konsorcjum: Mota-Engil (PL), Mota-Engil (P), PRD Lubartów (PL), KPRD [Lublin] (PL), PRD Puławy (PL)]	10	624.4	81.3%
S7 Krogulcza-Sucha - granica woj. mazowieckiego i świętokrzyskiego: dostosowanie do parametrów dwujezdniowej drogi ekspresowej odcinka długości 22 km; [Dragados (E)]	11	676.7	91.4%
S7 granica woj. mazowieckiego i świętokrzyskiego - Skarżysko-Kamienna: dostosowanie do parametrów dwujezdniowej drogi ekspresowej odcinka długości 7.6 km [NDI (PL)]	15	233.1	80.1%

Źródło: nowedrogi.pl

Program budowy dróg krajowych

Obecnie można oczekiwać stopniowego wygaszenia dobrej koniunktury w budownictwie infrastrukturalnym, na co wpływ ma dodatkowo trudna sytuacja budżetowa Polski. Zakładany spadek kwot przeznaczanych na program budowy dróg i autostrad oznacza mniejszą dynamikę przyrostu sieci drogowej w Polsce.

Wydatki na inwestycje drogowe w Polsce (mld PLN)

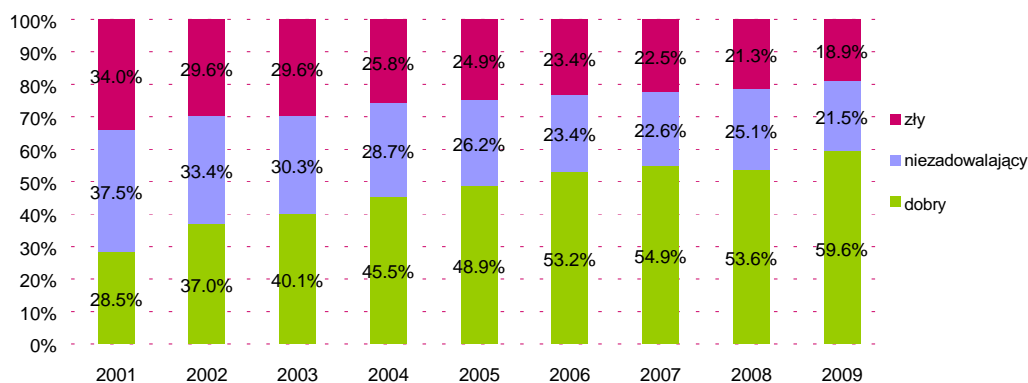


Źródło: GDDKiA, Millennium DM; * - wydatki planowane zgodnie z "Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2008-2012", P - zgodnie z "Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015"

Wydatki na budowę i przebudowę dróg zgodnie z programem "Budowy Dróg Krajowych na lata 2008-2012" miały w latach 2008-2010 wynieść 84.6 mld PLN. Faktyczne wydatki w okresie trzech ostatnich lat wyniosły niespełna 52 mld PLN, czyli nieco ponad 60% zakładanych poziomów. Różnice między zakładanymi poziomami wydatków i ich rzeczywistymi wielkościami wynikają zarówno z niższych kosztów realizacji prac, jak i z powodu przesuwania w czasie lub odwoływania części przetargów. W wyniku realizacji programu, według stanu na dzień 15 listopada 2010 roku, oddano do użytku 1166.5 km dróg krajowych, w tym 183.5 km autostrad i 293.1 km dróg ekspresowych, a kolejne 1400 km dróg krajowych znajdowało się w budowie lub przebudowie.

Według obecnie obowiązującego "Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015" wydatki w bieżącym roku sięgną 31 mld PLN, w przyszłym roku spadną o 25% r/r, zaś w 2013 roku mają wynieść niespełna 40% planowanych wydatków na rok bieżący. Biorąc pod uwagę historyczne problemy z realizacją zaplanowanych zadań, szczególnie wobec problemów z rosnącym zadłużeniem państwa, można oczekiwać, że wartości te w rzeczywistości będą nawet niższe. Zgodnie z założeniami na koniec 2013 roku ma zostać oddanych do użytkowania 810.4 km autostrad i 782.5 km dróg ekspresowych. Ponadto liczba ofiar na drogach krajowych ma ulec zmniejszeniu w stosunku do roku 2009 o 25%, natomiast odsetek dróg w stanie dobrym ma wynieść co najmniej 66%.

Stan dróg w Polsce w latach 2001-2009



Źródło: "Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015" za: GDDKiA

Należy pamiętać, że powiększająca się sieć drogowa oznacza rosnące wydatki na jej utrzymanie i modernizację, tym bardziej, że Polska nadal znacznie odbiega standardem dróg od średniej krajów UE. Kluczowym problemem są tutaj jednak ograniczone środki na realizację tych celów.

Problem z finansowaniem inwestycji

W latach 2011-13 z budżetu państwa finansowane będą wydatki o charakterze bieżącym, tj. prace przygotowawcze, zarządzanie drogami krajowymi, utrzymanie bieżące oraz remonty dróg krajowych. Źródłem finansowania tych wydatków są m.in. planowane wpływy z akcyzy od paliw silnikowych w odpowiedniej proporcji dzielone pomiędzy drogi i koleje oraz środki przeznaczone na współfinansowanie zadań finansowanych z udziałem środków UE. W latach 2008-10 z budżetu państwa finansowane prace drogowe w kwocie ok. 22.5 mld PLN, w tym część środków podlegała zwrotowi z budżetu UE. Większość środków na budowę dróg krajowych w Polsce pochodzi z Krajowego Funduszu Drogowego (KFD). Źródłem wpływów do KFD są opłaty paliwowe, kredyty międzynarodowych instytucji finansowych oraz obligacje, opłaty za korzystanie z dróg (tzw. winiety), refundacje z budżetu UE oraz opłaty za przejazd autostradami (tzw. myto).

Finansowanie programu budowy dróg krajowych do 2013 roku

Źródła finansowania:	2008-10	2011	2012	2013
Budżet Państwa	22.5	3.0	3.0	3.1
Krajowy Fundusz Drogowy (KFD)	28.9	31.0	23.2	9.2
<i>w tym środki europejskie z PO RPW i PO IiS</i>	<i>10.6</i>	<i>14.6</i>	<i>14.0</i>	<i>7.0</i>
RAZEM	51.4	34.0	26.2	12.3

Źródło: "Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015"; PO RPW - Program Operacyjny Rozwoju Polski Wschodniej; PO IiS - Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko

Trudna sytuacja budżetowa państwa wymuszająca konieczność szukania oszczędności rodzi ryzyko ograniczenia programu rozbudowy dróg w Polsce. Następną weryfikacją założeń programu przypada na rok 2012. Problemy z nadmiernym zadłużeniem państwa są przyczyną przesuwania zleceń także w budownictwie energetycznym. Konieczność wymiany przestarzałych mocy wytwórczych, podobnie jak konieczność poprawy stanu dróg publicznych, budziła oczekiwania dobrej koniunktury w energetycznym segmencie budownictwa. Brak zapewnionego finansowania inwestycji jest jedną z głównych przyczyn braku rozstrzygnięć dotyczących największych przetargów energetycznych.

Poprawa na rynku mieszkaniowym

Względna stabilizacja sytuacji gospodarczej oraz wzrost dostępności kredytów hipotecznych wynikający z łagodniejszej polityki kredytowej banków, przyczyniły się w minionym roku do znacznego wzrostu sprzedaży mieszkań przez deweloperów. Rosnąca sprzedaż zachęciła deweloperów do zwiększenia oferty poprzez wprowadzenia kolejnych projektów w fazę realizacji. Przyspieszenie rozpoczęcia budowy nowych mieszkań potęgowane jest u deweloperów przez chęć szybkiego zagospodarowania kredytowanych gruntów.

Rynek mieszkaniowy w Polsce

	I-XII 2010	I-XII 2009	zmiana	I 2011	I 2010	zmiana
Mieszkania oddane do użytkowania	135.7	160.0	-15.2%	9.3	12.8	-27.2%
<i>w tym: przeznaczone na sprzedaż</i>	<i>53.2</i>	<i>72.3</i>	<i>-26.4%</i>	<i>3.0</i>	<i>4.7</i>	<i>-35.9%</i>
Wydane pozwolenia	174.9	178.8	-2.2%	9.6	10.6	-9.4%
<i>w tym: przeznaczone na sprzedaż</i>	<i>68.6</i>	<i>63.4</i>	<i>8.2%</i>	<i>4.1</i>	<i>4.4</i>	<i>-6.8%</i>
Rozpoczęte budowy	158.1	142.9	10.6%	6.2	4.5	37.8%
<i>w tym: przeznaczone na sprzedaż</i>	<i>63.0</i>	<i>44.3</i>	<i>42.2%</i>	<i>bd</i>	<i>bd</i>	<i>bd</i>

Źródło: GUS; w tys.

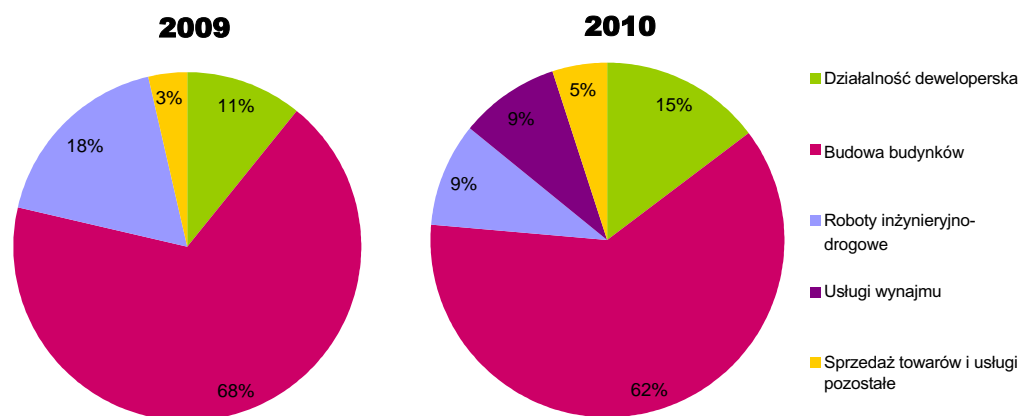
Liczba wydanych pozwoleń na budowę w minionym roku była ok. 2% r/r niższa na poziomie ogólnym, jednak w przypadku deweloperów wzrosła o ponad 8% r/r. Wzrost rozpoczętych budów w minionym roku wyniósł 10.6% ogółem oraz aż 42.2% jeśli chodzi o deweloperów.

Trwała poprawa w budownictwie mieszkaniowym będzie zależała od popytu na mieszkania, na co decydujący wpływ mieć będą decyzje RPP odnośnie wysokości stóp procentowych NBP, polityka kredytowa banków komercyjnych, dostępność mieszkaniowa dla Polaków mierzona liczbą metrów kwadratowych możliwych do nabycia za przeciętne wynagrodzenie oraz działania nadzorcze KNF ograniczające dostępność kredytów walutowych.

Wyniki finansowe

Sprzedaż

Struktura przychodów w 2009 i 2010 roku



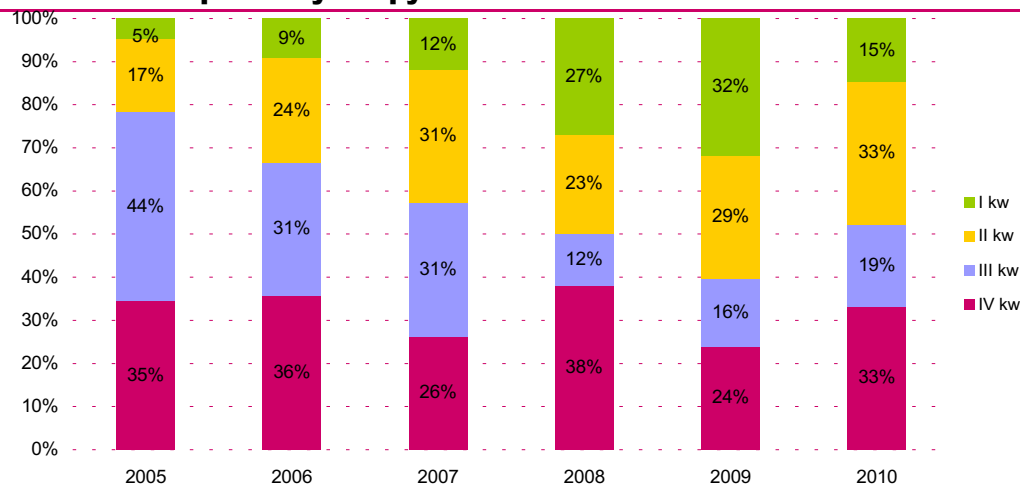
Źródło: Spółka

W strukturze przychodów ze sprzedaży w ubiegłym roku widoczne są zmiany w stosunku do 2009 roku. Nadal największy udział w obrotach stanowi segment budowy budynków (62%), jednak jego znaczenie, spadło na korzyść usług wynajmu (9%) oraz działalności deweloperskiej (15%). Mniejsze znaczenie odnotował także segment inżynierjno drogowy (z 18% do 9%).

Specyfika branży powoduje, że w przypadku spółki wielkości Mirbudu, na poziom przychodów istotny wpływ mają pojedyncze kontrakty o znacznej wartości zawierane i realizowane w danym okresie (np. umowa w konsorcjum, w którym Mirbud ma ponad 55% udział, na budowę obwodnicy Ełku za niemal 130 mln PLN brutto).

Obserwowane kwartalne wahania sprzedaży są charakterystyczne dla branży budowlanej i wynikają ze specyfiki procesów produkcyjnych przebiegających w budownictwie oraz z cyklu na rynku usług budowlano-montażowych. Z uwagi na uwarunkowania technologiczne i atmosferyczne większość prac budowlanych prowadzona jest w okresie od marca do listopada. Wartości te mogą być zaburzone w przypadku oddawania do użytkowania deweloperskich projektów mieszkaniowych i rozpoznawania z nich w danym okresie przychodów.

Sezonowość sprzedaży Grupy Mirbud

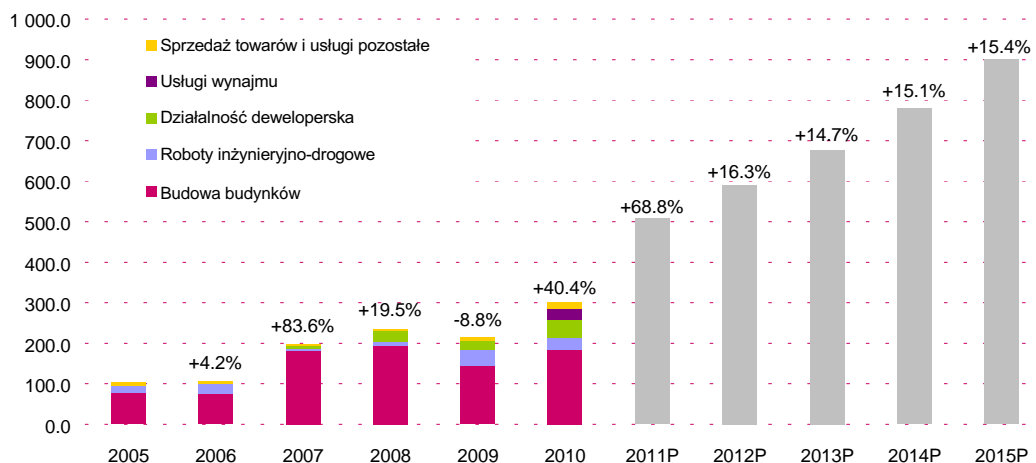


Źródło: Spółka

Prognoza sprzedaży

W naszej prognozie zakładamy wzrost sprzedaży w bieżącym roku do poziomu ponad 0.5 mld PLN (tj. +68.8% r/r).

Sprzedaż w latach 2005-2010 i prognoza do 2015 roku (mln PLN)

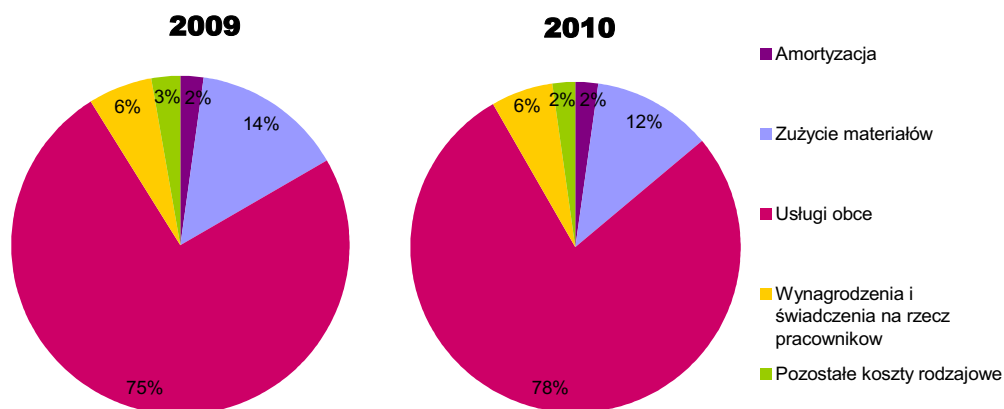


Źródło: Spółka, Millennium DM; P - prognozy Millennium DM

W naszej prognozie zakładamy, że na wzrost sprzedaży w bieżącym roku w decydujący sposób wpłynie konsolidacja wyników PBDiM oraz kontrakt na budowę obwodnicy Etku. Przejęty podmiot oraz jego referencje umożliwią spółce utrzymanie ok. 15% r/r tempa wzrostu przychodów przez najbliższe kilka lat. Rozwój spółki po roku 2015 zwolni według naszych założeń do ok. 7% r/r, a pierwszy 1 mld PLN rocznej sprzedaży spółka osiągnie w 2017 roku.

Koszty

Struktura kosztów rodzajowych w 2009 i 2010 roku

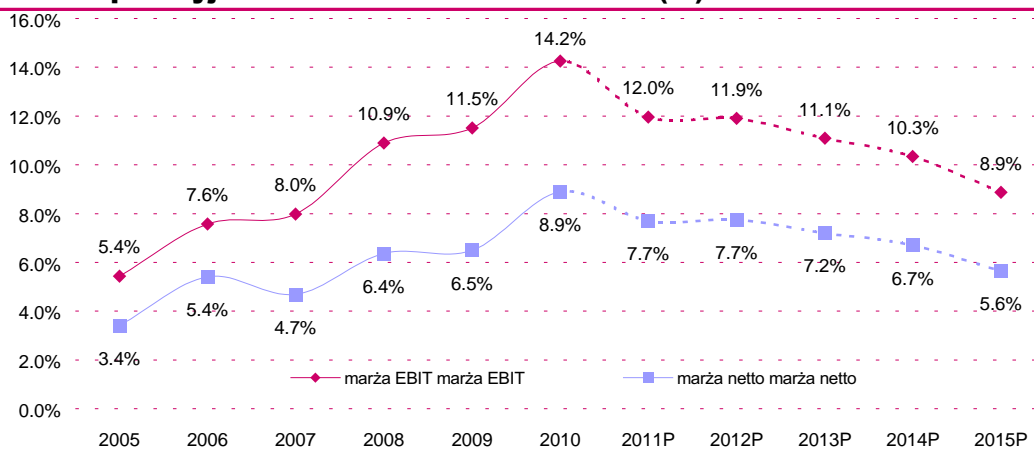


Źródło: Spółka

Zdecydowanie największą pozycję w kosztach rodzajowych Mirbudu zajmują usługi obce, których udział wzrósł w ubiegłym roku do 78% z 75% w roku poprzednim. Na drugim miejscu znalazła się pozycja zużycie materiałów, których udział w całości kosztów rodzajowych spadł z 14% do 12%. Wynika to ze wzrostu skali działalności spółki, która realizuje coraz więcej zleceń i korzysta z pomocy podwykonawców nadzorując ich prace. Koszty wynagrodzeń i świadczeń na rzecz pracowników podobnie jak w 2009 roku zajęły trzecie miejsce, a ich udział utrzymał się na poziomie ok. 6%.

Rentowność

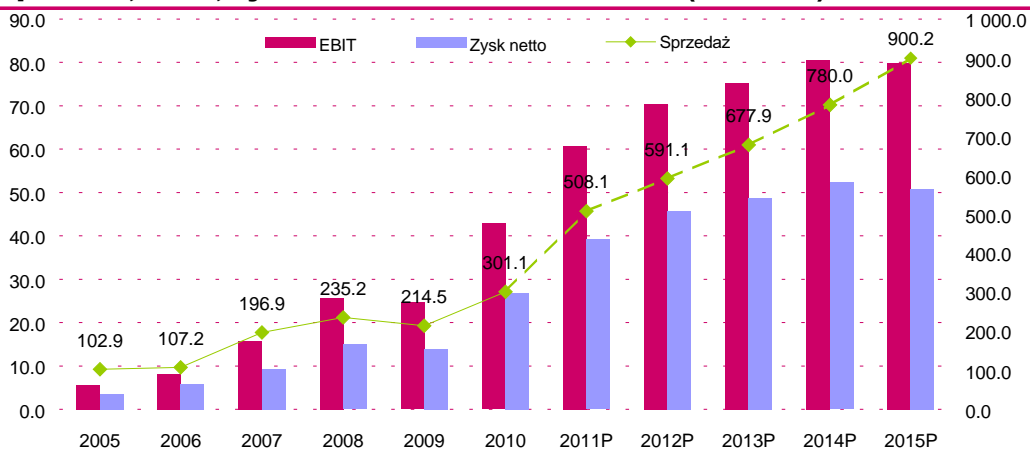
Marża operacyjna i netto w latach 2005-2015 (%)



Źródło: Spółka, P - prognozy Millennium DM

Mirbud należy do najbardziej rentownych spółek z branży budowlanej. Marża operacyjna grupy na przestrzeni ostatnich lat systematycznie rosła osiągając poziom 14.25% w ubiegłym roku wobec 5.4% uzyskanych w 2005 roku. Według naszych założeń tak wysoki poziom rentowności operacyjnej nie będzie możliwy do utrzymania w długim terminie, dlatego zakładamy spadek do ok. 9% w 2015 roku i latach kolejnych. W pierwszym kwartale 2012 roku planowane jest oddanie powiększonej powierzchni CHT, co dzięki wysoce rentownym usługom wynajmu powinno wpłynąć na wolniejszy spadek rentowności w tym okresie.

Sprzedaż, EBIT, zysk netto w latach 2005-2015 (mln PLN)



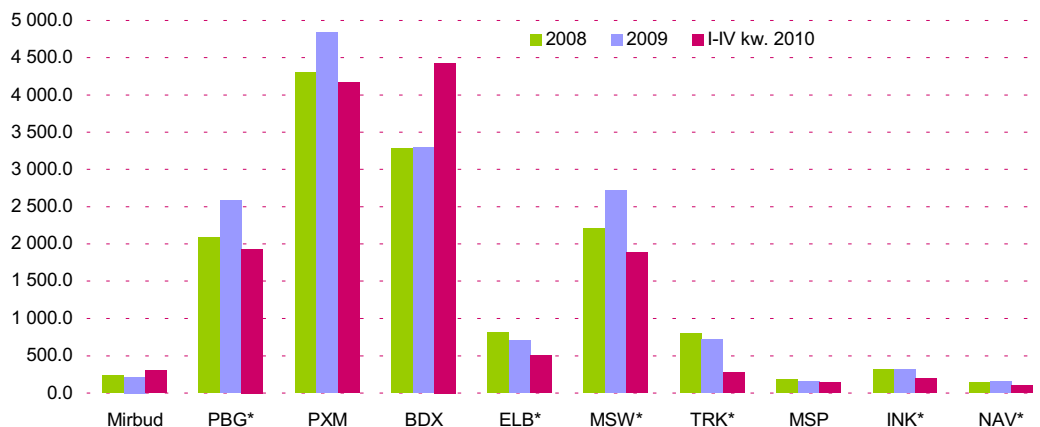
Źródło: Spółka, P - prognozy Millennium DM

Według naszych założeń wysokie marże uzyskiwane przez Grupę Mirbud ulegną erozji. Wpływ na to będzie miał coraz większy udział w przychodach segmentu inżynieryjno-drogowego, w tym kontraktów realizowanych w konsorcjach. Spółka rozpoznaje sprzedaż przypadającą na całe konsorcjum, co powoduje zaniżanie poziomu realizowanej marży.

Porównanie z konkurentami

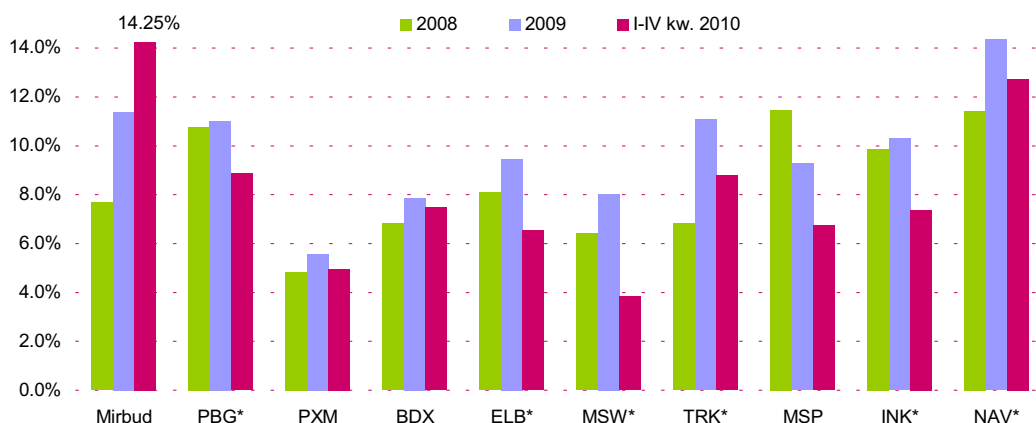
Spośród spółek z branży budowlanej notowanych na GPW wybraliśmy podmioty o największym udziale w indeksie WIG Deweloperzy (PBG, Polimex-Mostostal, Budimex, Elektrobudowa, Mostostal Warszawa) oraz spółki wyróżniające się ponadprzeciętnie wysoką rentownością (Trakcja Polska, Mostostal Płock, Instal Kraków, PA Nova).

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)



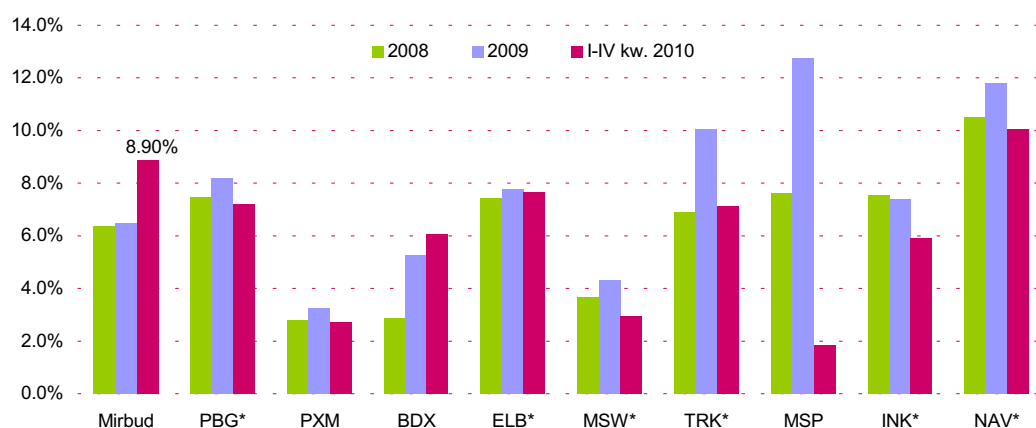
Źródło: Bloomberg, Spółki; * - dane za I-III kw. 2010

Marża EBIT



Źródło: Bloomberg, Spółki; * - dane za I-III kw. 2010

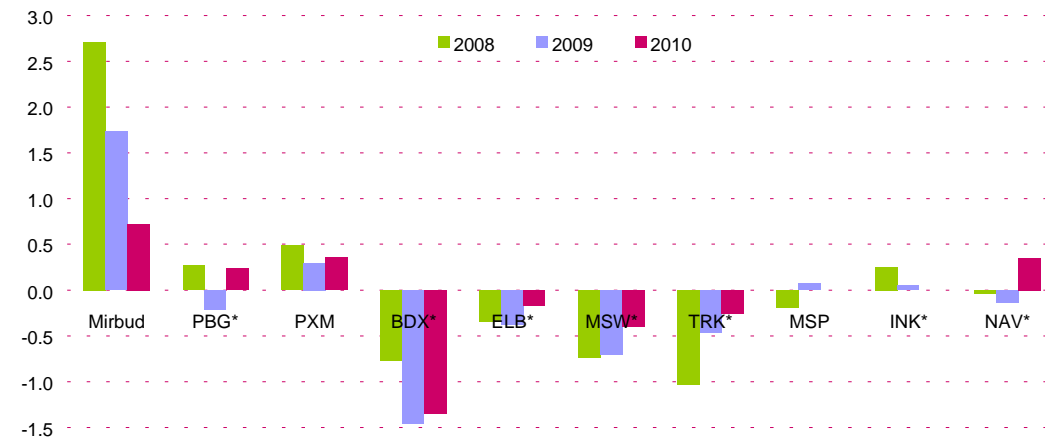
Marża netto



Źródło: Bloomberg, Spółki; * - dane za I-III kw. 2010

Mirbud należy do najbardziej rentownych spółek z branży budowlanej. Według prognozy Zarządu na rok 2011 marża operacyjna wynieść ma ok 13.0%(wobec 14.2% w 2010 roku), natomiast marża netto ma przekroczyć 8.3% (przy 8.9% w 2010 roku).

Zadłużenie netto kapitałów własnych (mln PLN)



Źródło: Bloomberg, Spółki; * - dane za 1-3 kw. 2010, wartość <0 oznacza gotówkę netto

Mirbud wyróżnia się w analizowanej grupie spółek budowlanych najwyższym wskaźnikiem zadłużenia netto kapitałów własnych. Poniżej zestawienie pokazujące terminy spłaty zadłużenia kredytowego według danych na koniec ubiegłego roku.

Kwota przypadająca do spłaty w danym roku (mln PLN)

ROK	2011	2012	2013	2014	...	2019	...	2023
Zadłużenie kredytowe do spłaty w danym roku	99.09	15.11	0.00	0.37	0.00	4.64	0.00	16.49

Źródło: Spółka

Wśród założeń przypadającego na rok bieżący jest m.in. kredyt o wartości 40 mln PLN, który zostanie w bieżącym roku rolowany.

Wyniki finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p
przychody netto	214.5	301.1	508.1	591.1	677.9	780.0
zysk na sprzedaży	34.2	66.0	88.7	102.5	111.6	122.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	8.7	16.7	27.9	32.1	36.4	41.4
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0.9	-6.4	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	31.5	50.2	72.6	82.5	87.6	93.4
EBIT	24.7	42.9	60.7	70.4	75.2	80.6
saldo finansowe	-6.6	-6.4	-10.2	-11.3	-12.3	-13.4
zysk przed opodatkowaniem	18.1	36.5	50.5	59.1	62.9	67.3
podatek dochodowy	4.2	8.3	9.6	11.2	12.0	12.8
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	1.4	1.8	2.1	2.1	2.2
zysk netto	13.9	26.8	39.1	45.8	48.8	52.3
EPS	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7

Bilans (mln PLN)

	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p
aktywa trwałe	70.8	189.2	230.6	235.7	242.2	248.8
wartości niematerialne i prawne	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
rzeczowe aktywa trwałe	69.0	165.2	207.8	212.9	219.3	225.9
inwestycje długoterminowe	1.7	24.0	22.7	22.8	22.8	22.9
aktywa obrotowe	210.3	246.1	341.6	401.1	464.8	535.9
zapasy	134.1	156.4	201.1	234.3	271.5	315.4
należności	49.6	53.0	83.5	97.2	111.4	128.2
inwestycje krótkoterminowe	4.7	7.4	27.8	40.4	52.6	63.0
rozliczenia międzyokresowe	22.0	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
aktywa razem	281.2	435.3	572.1	636.7	707.0	784.7
kapitał własny	76.1	182.3	221.4	267.2	316.1	368.4
kapitał mniejszości	0.0	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
zobowiązania i rezerwy	205.0	242.9	340.6	359.4	380.8	406.2
zobowiązania długoterminowe	98.8	82.4	131.5	131.5	131.5	131.5
zobowiązania krótkoterminowe	104.1	156.7	196.0	214.8	236.1	261.5
rezerwy na zobowiązania	2.1	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6
pasywa razem	281.2	435.3	572.1	636.7	707.0	784.7
BVPS	1.7	2.4	3.0	3.6	4.2	4.9

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p
wynik netto	13.9	26.8	39.1	45.8	48.8	52.3
amortyzacja	6.8	7.3	11.8	12.1	12.4	12.7
zmiana kapitału obrotowego	-39.1	-8.9	-26.2	-28.1	-30.2	-35.3
gotówka z działalności operacyjnej	-12.0	33.0	35.0	41.2	43.3	43.0
inwestycje (capex)	-8.4	-104.7	-54.4	-17.2	-18.9	-19.3
gotówka z działalności inwestycyjnej	-16.5	-126.5	-54.4	-17.2	-18.9	-19.3
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	22.8	88.9	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	19.5	5.9	50.0	0.0	0.0	0.0
odsetki	-6.6	-6.4	-10.2	-11.3	-12.3	-13.4
gotówka z działalności finansowej	31.7	96.3	39.8	-11.3	-12.3	-13.4
zmiana gotówki netto	3.2	2.7	20.3	12.7	12.1	10.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	0.5	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9
FCFPS	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1

Wskaźniki (%)

	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p
zmiana sprzedaży	-8.81	40.36	68.77	16.34	14.69	15.06
zmiana EBITDA	-6.60	59.38	44.65	13.71	6.19	6.56
zmiana EBIT	-3.65	73.76	41.61	15.89	6.83	7.23
zmiana zysku netto	-6.87	92.12	46.04	17.11	6.61	7.07
marża EBITDA	14.67	16.66	14.28	13.96	12.92	11.97
marża EBIT	11.51	14.25	11.96	11.91	11.09	10.34
marża netto	6.50	8.90	7.70	7.75	7.20	6.70
sprzedaż/aktywa (x)	0.76	0.69	0.89	0.93	0.96	0.99
dług / kapitał (x)	0.64	0.46	0.48	0.43	0.39	0.36
odsetki / EBIT (x)	0.27	0.15	0.17	0.16	0.16	0.17
stopa podatkowa	23.03	22.78	19.00	19.00	19.00	19.00
ROE	18.32	14.69	17.67	17.14	15.45	14.20
ROA	4.96	6.15	6.84	7.19	6.91	6.66
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-131.7	-148.2	-177.8	-165.1	-153.0	-142.6

Źródło: Prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Analityk
branża spożywcza, handel

Franciszek Wojtal
+48 22 598 26 05
franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

Analityk
energetyka, papier i drewno

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Analityk
budownictwo i deweloperzy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytuła@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Kamil Dadan
+22 598 26 26
kamil.dadan@millenniumdm.pl

Paulina Rudolf
+22 598 26 90
paulina.rudolf@millenniumdm.pl

Łukasz Wójcik
+22 598 26 26
lukasz.wojcik@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Aplsens, Ciech, Sygnity, Wielton, Skyline, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Handlowy, KGHM, PGE, PKO BP, Puławy, Mieszko, PZU, PKN, Alterco, Eurofilms, Konsorcjum Stali. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ferro, Bank Millennium, ZPC Otmuchów od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium TFI S.A., spółka zależna Millennium Dom Maklerski S.A., posiada 9.95% akcji spółki Graal S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.
Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2010 roku				
		Liczba rekomendacji	% udział	
Kupuj		6	19%	
Akumuluj		11	35%	
Neutralnie		10	32%	
Redukuj		3	10%	
Sprzedaj		1	3%	
Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*				
Kupuj		2	8%	
Akumuluj		12	50%	
Neutralnie		9	38%	
Redukuj		1	4%	
Sprzedaj		0	0%	

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora