

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa
 Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analitik: Łukasz Rosiński

MIRBUD S.A.

Budownictwo

Kurs bieżący (zł): 2,94
 Liczba akcji (tys.): 45 000
 Free float: 13,3% (138,1 mln zł)

Dane (tys. zł)	2007	2008s	1H2009s	2009Ps
Sprzedaż	196 902	235 218	129 390	246 979
Zysk operacyjny	19 382	25 624	13 441	24 698
Zysk netto*	12 969	14 971	6 575	15 189
Wartość księgowa*	20 161	40 101	48 787	66 290
Kapitalizacja	100 328	117 600	117 600	132 300
Liczba akcji (tys)**	34 125	40 000	40 000	45 000
EPS (zł)	0,38	0,37	0,43	0,34
BVPS (zł)	0,59	1,00	1,22	1,47
P/E	7,7	7,9	6,9	8,7
P/BV	5,0	2,9	2,4	2,0
Kurs (zł) ***	2,94	2,94	2,94	2,94

* zysk netto i kapitały własne przypadające jednostce dominującej

** dla 2009 roku liczba akcji po uwzględnieniu emisji akcji serii E

*** kurs bieżący

s - dane skonsolidowane

Akcjonariusze*:	% akcji	% głosów
Jerzy Mirgos	75,6%	75,6%
Rubicon Partners Dom Maklerski	11,1%	11,1%
Pozostali	13,3%	13,3%
RAZEM	100,0%	100,0%

*stan akcjonariatu po uwzględnienia emisji akcji serii E



* dane za okres od 29.12.2008

Jedną akcję Mirbud S.A. wyceniamy na 3,86 zł. W związku z tym, że jest to poziom wyższy o 31,3% od bieżącej wyceny rynkowej, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

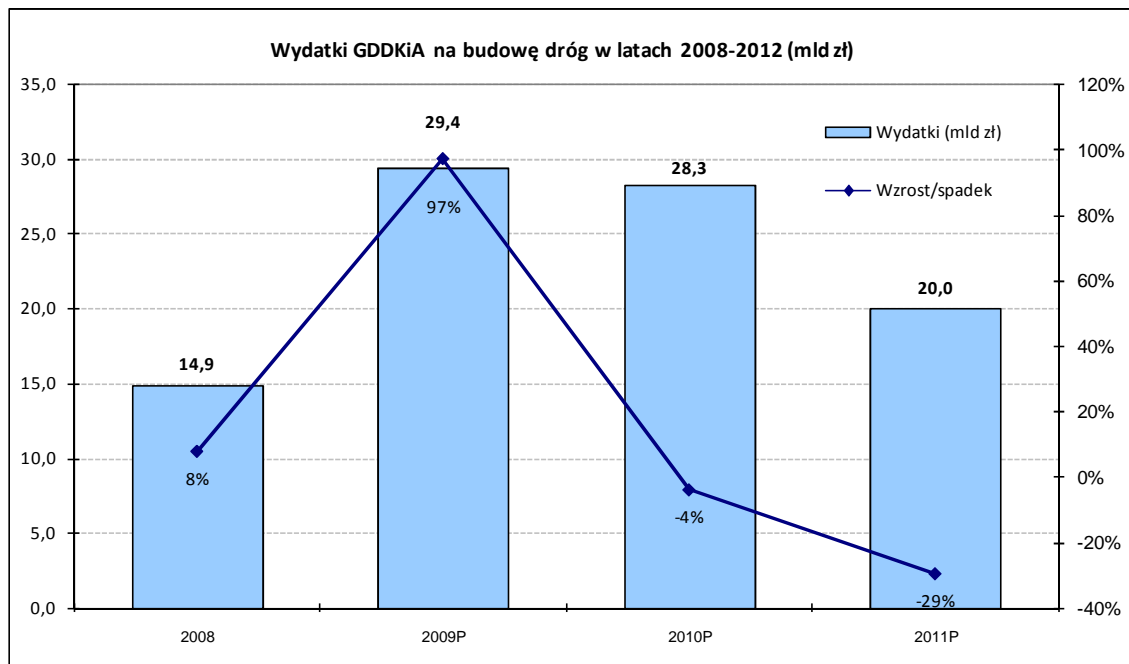
Grupa Kapitałowa Mirbud S.A. prowadzi bardzo zdywersyfikowaną działalność w branży budowlanej – od projektów kubaturowych (Centrum Hal Targowych dla kupców ze Stadionu X-lecia, Hale Maximus), poprzez projekty infrastrukturalne (obwodnica Mszczonowa) kończąc na projektach deweloperskich (przez spółkę zależną JHM Development). **W latach 2006-2008 przychody ze sprzedaży Grupy wzrastały w średniorocznym tempie wynoszącym 29,9%.**

Mirbud prowadzi negocjacje w sprawie akwizycji z dwoma podmiotami, które mają doświadczenie i referencje w segmencie drogowym oraz posiadają w swych strukturach wytwórnię masy bitumicznej (najczęściej jest to wymóg w procedurze przetargowej). Jedna ze spółek ma przychody porównywalne do Mirbudu, druga rzędu 100 – 150 mln zł. **Po konsolidacji, obroty Grupy mają sięgać minimum 500 mln zł.** W przyszłym roku Spółka planuje przeprowadzić emisję akcji, z której będzie chciała pozyskać około 50-70 mln zł. Przejęcie podmiotu o niskim zadłużeniu, oprócz skokowego wzrostu skonsolidowanych przychodów i zysków, pozytywnie wpłynęłoby na poprawę sytuacji bilansowej Mirbudu. **Grupa posiada bowiem duże zadłużenie, które naszym zdaniem stanowi istotny czynnik ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. W przewyższającej części jest to jednak zadłużenie o charakterze średnio- i długoterminowym.**

W związku z opóźnieniem w ogłaszaniu przetargów przez GDDKiA, stosunkowo późno rozpoczęło się kontraktowanie zamówień do portfela Grupy na 2009 rok. **Aktualny portfel zamówień wynosi około 330 mln zł.** Z tego powodu w bieżącym roku nie zakładamy istotnego wzrostu przychodów, przyjęliśmy także spadek rentowności na poziomie operacyjnym i netto do 10% i 6,2% (z 10,9% i 6,4%). W naszej prognozie nie uwzględniamy efektów ewentualnych akwizycji, natomiast bierzemy pod uwagę istotny wzrost przychodów generowanych przez segment drogowy. **Zakładamy znaczny (30%) wzrost przychodów w 2010 roku.** W kolejnych latach dynamika przychodów będzie się obniżać, nieznacznie spadać będą także rentowności.

Sytuacja w branży

Rynek
budownictwa
drogowego



Źródło: GDDKiA

W pierwszym półroczu 2009 roku wartość realizowanych robót drogowych i mostowych w Polsce sięgnęła 6,8 mld zł, czyli była o 20,5% więcej niż w analogicznym okresie 2008 roku. Rekordowe wyniki pod względem przychodów i rentowności, zanotowane przez spółki z branży budowlanej w I połowie 2009 roku, są w dużej mierze efektem korzystnego zakontraktowania projektów. Kontrakty były bowiem podpisywane około 1,5-2 lata temu, przy założeniu oczekiwanych dalszych wzrostów kosztów wykonawstwa. Kryzys spowodował spadek cen materiałów i robocizny o 20-30% od szczytowych poziomów w roku 2008. Najwięcej na spadku cen zyskują więc duzi gracze realizujący najdłuższe kontrakty infrastrukturalne. Spółki wyspecjalizowane w małych projektach, bazujące na krótkoterminowych kontraktach odczuwają istotny wzrost konkurencji. Zauważalnym zjawiskiem, zwłaszcza w przypadku podmiotów nieposiadających zapewnionego portfela zamówień na 2009 i 2010 rok, jest generowanie presji cenowej, która może się przekładać na istotne obniżenie marż w celu pokrycia kosztów stałych. Istotny wpływ na ostateczny poziom rentowności zawieranych w dzisiejszych warunkach kontraktów, będzie miał poziom kosztów materiałów i robocizny w momencie realizacji kontraktów.

Zestawienie wyników rostrzygniętych w ostatnim czasie przetargów

Droga	Ilość ofert	Kosztorys (mln zł)	Wygrana (mln zł)	Najtańsza oferta / kosztorys
A2 Stryków-Łyszkowice	9	1 790	755	42,2%
A2 Łyszkowice-Nieborów	6	1 049	844	80,4%
A2 Nieborów-Wiskitki	9	1 171	535	45,7%
A2 Wiskitki-Tłuste	6	1 004	644	64,1%
A2 Tłuste-Konotopa	7	669	426	63,6%
S8 Piotrków Trybunalski-Rawa Maz	3	1 894	1 721	90,9%
A4 Jarosław - Korczowa	12	2 350	1 790	76,2%

Źródło: www.nowedrogi.pl

Czas dobrej koniunktury w budownictwie może się jednak wydłużyć dzięki segmentowi budownictwa inżynierskiego (głównie budowa dróg i mostów), w którym produkcja budowlano-montażowa osiągnęła w 2008 roku rekordowy poziom 37,6 mld zł. Liczyć należy przede wszystkim na przyspieszenie realizacji projektów związanych z organizacją Euro 2012. Pomóc w tym mają zmiany prawa dokonane w 2008 roku. W 2009 roku Ministerstwo Infrastruktury planuje ogłosić łącznie 44 przetargi na budowę dróg ekspresowych i autostrad, na łączną kwotę 29 mld zł. Dla porównania w 2008 roku przeprowadzono

przetargi i podpisano umowy na 32 odcinki drogowe o łącznej wartości 14 mld zł. W 2009 roku oddanych ma zostać 249 km dróg (z czego 91,6 km to autostrady). W roku ubiegłym zostało oddanych do użytku 243,4 km dróg i autostrad. Wzmocniono również konstrukcje sieci drogowej na długości 186,9 km. Wg raportu firmy badawczej PMR, średnioroczny realny wzrost produkcji budowlano-montażowej na rynku drogowo-mostowym do 2012 roku może sięgnąć 13%. Ilościowo dróg będzie budowanych coraz więcej, natomiast wzrost procentowy będzie mały (efekt niskiej bazy).

Potencjalne nowe kontrakty w drogownictwie (mln PLN)

Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
5 494	3 383	944	2 573	6 339	3 566

Źródło: GDDKiA

Rynek mieszkaniowy

Z danych GUS wynika, że od stycznia do sierpnia br., liczba zezwoleń na budowę wyniosła 121 987, o 23,6% mniej r/r. Rozpoczęto budowę 94 511 mieszkań, czyli o 25,4% mniej niż w analogicznym okresie 2008 roku. Wg REAS, w pierwszym półroczu w samej Warszawie na rynek trafiło o ok. 80% mniej lokali niż rok wcześniej. Dla sześciu największych aglomeracji spadek ten sięgnął 70%. Zauważalny jest więc istotny spadek aktywności inwestorów. W związku z tym, należy się liczyć z możliwością spadku liczby oddawanych mieszkań w kolejnych latach. Wg PMR, w całym 2009 roku do użytku oddanych zostanie 175,1 tys. mieszkań (o 6% więcej niż w 2008 roku), zaś w przyszłym roku liczba ta wzrośnie o kolejne 0,5%. Tak dobre tegoroczne statystyki mogą dziwić, jednakże należy pamiętać, że są one rezultatem wysokiego stopnia zaawansowania inwestycji mieszkaniowych z lat 2006 - 2007. Od 2011 roku mieszkań ma przybywać wolniej. W latach 2010 - 2011 mogą dodatkowo wystąpić pewne przesunięcia w ilości oddawanych mieszkań z racji wstrzymywania inwestycji na początku 2009 roku. Część wybudowanych w latach 2005-2008 mieszkań (zwłaszcza w największych miastach), to lokale zakupione w celach inwestycyjnych. W najbliższym czasie mogą być one upłynniane na rynku wtórnym ze względu na brak podaży nowych mieszkań, co wynika z długiego cyklu wznawiania inwestycji deweloperskich.

Sytuacja na rynku mieszkaniowym

Miasto	Mieszkania oddane do użytku w 2009 roku (prognoza)*	Mieszkania niesprzedane na koniec 2008 roku	Mieszkania inwestycyjne do sprzedaży, wybudowane w	Razem
Warszawa	9 000	16 800	15 000	40 800
Poznań	1 400	3 200	3 000	7 600
Kraków	3 500	7 000	6 500	17 000
Wrocław	3 300	4 700	4 500	12 500
Łódź	800	1 300	300	2 400
Trójmiasto	3 000	4 100	3 000	10 100
Razem	21 000	37 100	32 300	90 400

*szacunki i prognozy Gazety Prawnej

Źródło: Gazeta Prawna z dnia 08.06.2009

Działalność Spółki

Historia

Mirbud powstał w 2002 roku, zaś w roku 2006 został przekształcony w spółkę akcyjną. W początkowym okresie głównym przedmiotem działalności Spółki było budownictwo przemysłowe i mieszkaniowe. W latach 2002-2003 Spółka realizowała kontrakty związane m.in. z budową hal sportowych, obiektów handlowych, robotami drogowymi i budownictwem mieszkaniowym. W 2004 roku Mirbud zaczął ubiegać się o zlecenia, w których pełnił rolę generalnego wykonawcy. Zakres swojej specjalizacji Spółka poszerzyła o budowę centrów handlowych i logistycznych. Przełomowym rokiem był 2005, kiedy to ponad trzykrotnie wzrosły jej przychody. Największą inwestycją wykonaną przez Mirbud była budowa centrum handlowo - logistycznego w Wólce Kosowskiej o powierzchni ponad 40 tys. m². W 2006 roku jedną z ważniejszych realizacji była modernizacja drogi krajowej nr 70 (al. Rataja) w Skierniewicach (14,0 mln zł). Wykonanie tego kontraktu otworzyło Spółce drogę do realizacji inwestycji o podobnym charakterze jako ich generalny wykonawca. W tym samym roku rozpoczęto również realizację zamierzeń deweloperskich – Spółka zakupiła grunty i przystąpiła do budowy budynków mieszkalnych, jednorodzinnych oraz wielorodzinnych. W 2007 roku Spółka zrealizowała m.in. kompleks biurowo –

produkcyjny dla PCO w Warszawie, cynkownię ogniową w Rawie Mazowieckiej dla spółki FAM, halę obsługi logistycznej w Wólce Kosowskiej dla GDII Polska (52,3 mln zł), halę sportową w Mławie oraz rozbudowę pawilonu handlowego w Łodzi dla firmy Black Red White (25,2 mln zł). W 2008 roku rozpoczęto realizację jednego z największych kontraktów w historii MIRBUDU – rozbudowę centrum handlowego „Maximus” w Nadarzynie dla spółki Sybil Development (87,4 mln zł). Wśród rozpoczętych realizacji znalazły się także m.in.: budowa hali magazynowej z częścią biurową w Skierniewicach dla firmy VOG Polska (26,6 mln zł), centrum handlowo – biurowego w Jabłonowie (20,4 mln zł), rozbudowa fabryki KONGSKILDE w Kutnie (15,9 mln zł). W połowie roku powstała spółka zależna – JHM Development, która przejęła sektor działalności deweloperskiej. W dniu 29.12.2008 Spółka zadebiutowała na GPW, nie przeprowadzając emisji akcji.

Przychody ze sprzedaży

Sprzedaż realizowana przez Grupę w ujęciu asortymentowym

	2005	%	2006	%	2007	%	2008	% IH 2009		%
Sprzedaż usług budowlano-montażowych:	95 019	92%	101 035	94%	186 549	95%	203 559	87%	146 430	93%
- budynki mieszkalne	2 209	2%	22 659	22%	66 110	34%	53 061	23%	29 115	18%
- budynki użytku publicznego	541	1%	1 465	1%	6 255	3%	6 300	3%	0	0%
- budynki produkcyjne, usługowe, handlowe	75 591	80%	51 965	51%	109 367	59%	135 529	58%	112 567	71%
- roboty inżynierijno-drogowe	16 677	18%	24 946	25%	4 817	3%	8 669	4%	4 749	3%
Działalność deweloperska	0	0%	0	0%	5 991	3%	27 463	12%	10 006	6%
Sprzedaż materiałów i towarów	3 596	4%	1 647	2%	424	0%	712	0%	436	0%
Pozostałe	4 273	4%	4 542	4%	3 938	2%	3 484	1%	3 484	2%
SUMA	102 888	100%	107 224	100%	196 903	100%	235 218	100%	157 817	100%

Źródło: dane ze Spółki

Przychody w Grupie Mirbud są generowane głównie przez segment usług budowlano-montażowych, przy czym największy w nim udział mają budynki produkcyjne, usługowe i handlowe. Rosnący udział ma również działalność deweloperska, rozpoczęta w 2007 roku. W 2007 roku nastąpił również znaczny wzrost przychodów ogółem - ze 107,2 mln zł w 2006 do 196,9 mln zł. Największy pod względem udziału w sprzedaży przyrost, odnotowany został w kategorii budynki mieszkalne: z 22,43% w 2006 roku do 34,44% w 2007 roku. Ponad 7% wzrost udziału w sprzedaży ogółem nastąpił także w kategorii: budynki produkcyjne, usługowe, handlowe. Warto zwrócić również uwagę na fakt, że w rzeczywistości udział robót inżynierijno-drogowych w sprzedaży realizowanej przez Grupę jest wyższy, ponieważ około 10% wartości prac przy budynkach kubaturowych stanowią roboty inżynierijno-drogowe.

Kontrakty

Aktualnie realizowane duże kontrakty Mirbud S.A.

Inwestycja	Inwestor	Termin zakończenia	Wartość inwestycji (tys. zł)
Buildings biurowo-magazynowe w Łazach	SINDA POLAND CORPORATION Sp. z o.o.	30.06.2010	20 764
Obwodnica Mszczonowa w ciągu drogi krajowej nr 50	GDDKiA	31.10.2009	67 954
Centrum Handlowe w Wólce Kosowskiej	ASEANEU Sp. z o.o.	30.09.2009	8 662
Centrum Hal Targowych w Warszawie przy ul. Marywilskiej 44	Kupiec Warszawski Spółka z o.o.	30.04.2010	135 420
Centralny Blok Operacyjny z Centralną Sterylizatornią i Oddziałem Intensywnej Terapii	Uniwersytecki Szpital Dziecięcy w Krakowie	30.05.2011	24 154
II etap osiedla w Walendowie	Aurum Development	31.12.2011	19 050
SUMA DUŻYCH KONTRAKTÓW			276 004
ŁĄCZNY PORTFEL ZAMÓWIEŃ			330 000

Źródło: Spółka

Największym realizowanym aktualnie przez Grupę projektem jest Centrum Hal Targowych w Warszawie przy ul. Marywilskiej 44, dla kupców handlujących w pobliżu Stadionu Narodowego. Wartość kontraktu wynosi 135,4 mln zł brutto. Umowa obejmuje wykonanie prac projektowych, niezbędnych rozbiórek na terenie i wybudowanie czterech hal handlowych, wraz z parkingami i drogami dojazdowymi. Powierzchnia każdej hali (podzielonej na boksy) wyniesie 17 tys. m².

W najbliższym czasie zakończona zostanie inwestycja o wartości 67,95 mln zł na budowę 6,3-kilometrowej obwodnicy Mszczonowa na drodze krajowej nr 50. Mirbud S.A. jest liderem Konsorcjum i odpowiada w szczególności za realizację robót drogowych i instalacyjnych. Szacowany zakres przypadający na Mirbud S.A. wynosi 52,34% całego zakresu robót. O bezpiecznym tworzeniu zdywersyfikowanego portfela zamówień świadczy podpisana w sierpniu br. umowa na budowę Centralnego Bloku Operacyjnego z Centralną Sterylizatornią i Oddziałem Intensywnej Terapii w Uniwersyteckim Szpitalu Dziecięcym w Krakowie. Wartość kontraktu to ponad 24 mln zł.

Inwestycje deweloperskie JHM DEVELOPMENT Sp. z o.o. i MIRBUD S.A.

Lokalizacja inwestycji	Rodzaj zabudowy	PUM (w m ²)	Liczba mieszkań /domów*	% sprzedanych lokali na dzień 30.09.2009	Termin realizacji
ZAKOŃCZONE					
Skierniewice, ul. Jana Brzechwy	szeregowa	8 288	66	90%	30.11.2008
Skierniewice, ul. Armii Krajowej	wielorodzinna	5 769	86	100%	30.11.2008
Rawa Mazowiecka, ul. Kazimierza Wielkiego	wielorodzinna	1 870	34	59%	30.09.2009
Rawa Mazowiecka, ul. Solidarności	wielorodzinna	1 810	32	56%	30.09.2009
PROWADZONE					
Rumia, ul. Dębogórska, I etap	wielorodzinna	12 978	241	7%	30.03.2010
Rawa Mazowiecka, ul. Katowicka	jednorodzinne	10 503	73	7%	30.06.2010
Żyrardów, ul. Hulki Laskowskiego	wielorodzinna	4 410	83	55%	31.12.2009
Brzeziny, ul. Głowackiego	wielorodzinna	2 822	84	10%	31.03.2011
Skierniewice, ul. Trzcicka	wielorodzinna	4 562	48	42%	30.06.2010
PLANOWANE					
Hel, ul. Stayera	2 budynki apartamentowe	3 530	4 509	-	2011
Rumia, ul. Dębogórska, II etap	2 budynki mieszkalne wielorodzinne	15 500	11 260	-	2011/2012
Skierniewice ul. Trzcicka	3 budynki mieszkalne wielorodzinne	12 500	14 050	-	2011/2012
Brzeziny	wielorodzinna	11 040	15 832	-	2010/2011
Jastrzębia Góra	3 budynki apartamenty wczasowe	7 600	13 142	-	2011/2012
Zakopane	apartamentowiec	9 000	9 921	-	2011/2012
Łódź	domy wolnost., bliźniacze i szeregowe	60 000	125 826	-	2012/2015
Skierniewice Pod Borem	domy wolnost., bliźniacze i szeregowe	30 000	153 342	-	2012/2015

* dla inwestycji planowanych powierzchnia gruntu w m²

Źródło: DM AmerBrokers S.A.

Największym realizowanym przez spółkę zależną JHM Development Sp. z o.o. projektem jest budowa apartamentów i mieszkań w Rumii. Projekt będzie się składał z trzech budynków, zawierających 540 mieszkań. W pierwszym etapie zostanie wybudowane 241 mieszkań. Kolejny duży projekt, którego realizacja rozpoczęła się w lipcu br. to Osiedle „Słoneczne” na 332 mieszkań przy ulicy Trzcickiej w Skierniewicach. Oprócz dużych projektów mieszkaniowych spółka realizuje także mniejsze projekty, m.in. w budownictwie szeregowym (zrealizowano I etap Osiedla „Pod Borem” - 40 domów, aktualnie w sprzedaży jest II etap osiedla - 26 domów jednorodzinnych).

Sprawozdania finansowe

Bilans

Skonsolidowany bilans (w tys. zł)					Struktura			
	31.12.06*	31.12.07	31.12.08	30.06.09	31.12.06*	31.12.07	31.12.08	30.06.09
AKTYWA TRWAŁE	23 558	39 726	61 269	74 100	39,8%	29,6%	27,5%	29,3%
Wartości niematerialne i prawne	38	68	76	79	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Rzeczowe aktywa trwałe	20 319	32 656	58 249	71 132	86,3%	82,2%	95,1%	96,0%
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inwestycje długoterminowe	2 039	2 798	195	195	-	7,0%	0,3%	0,3%
Długoterminowe rozliczenia międzyokr.	1 162	4 204	2 749	2 694	4,9%	10,6%	4,5%	3,6%
AKTYWA OBROTOWE	35 578	94 332	161 495	178 470	60,2%	70,4%	72,5%	70,7%
Zapasy	9 686	52 997	82 428	96 707	27,2%	56,2%	51,0%	54,2%
Należności	23 831	28 372	60 147	71 172	67,0%	30,1%	37,2%	39,9%
- Należności z tytułu dostaw i usług	2 408	24 945	57 629	68 761	6,8%	26,4%	35,7%	38,5%
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokr.	672	11 231	17 449	8 849	1,9%	11,9%	10,8%	5,0%
Inwestycje krótkoterminowe	1 389	1 732	1 471	1 743	3,9%	1,8%	0,9%	1,0%
- Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 139	1 732	1 471	1 743	3,2%	1,8%	0,9%	1,0%
AKTYWA RAZEM	59 136	134 058	222 764	252 570	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
KAPITAŁ WŁASNY	11 442	20 161	40 101	48 787	19,3%	15,0%	18,0%	19,3%
Kapitał zakładowy	1 950	3 413	4 000	4 000	17,0%	16,9%	10,0%	8,2%
Kapitał zapasowy	3 691	9 492	26 843	37 648	32,3%	47,1%	66,9%	77,2%
Zysk (strata) z lat ubiegłych	0	-1 983	-5 713	-1 538	0,0%	-9,8%	-14,2%	-3,2%
Zysk (strata) netto	5 801	9 239	14 971	8 677	50,7%	45,8%	37,3%	17,8%
ZOBOWIĄZANIA I REZERWY	47 694	113 897	182 663	203 783	80,7%	85,0%	82,0%	80,7%
Zobowiązania długoterminowe	14 859	45 959	96 507	98 887	31,2%	40,4%	52,8%	48,5%
- Kredyty i papiery dłużne	4 357	36 629	92 266	94 860	9,1%	32,2%	50,5%	46,5%
- Leasing		8 893	3 799	4 027	0,0%	7,8%	2,1%	2,0%
Zobowiązania krótkoterminowe	26 729	60 640	76 863	99 155	56,0%	53,2%	42,1%	48,7%
- Kredyty i pożyczki	7 667	26 994	18 047	28 532	16,1%	23,7%	9,9%	14,0%
- Zobowiązania handlowe	b.d.	26 615	45 020	55 107	-	23,4%	24,6%	27,0%
- Zobowiązania krótkoterminowe inne	b.d.	5 963	13 669	15 187	-	5,2%	2,1%	7,5%
Rozliczenia międzyokresowe	6 106	7 298	7 593	5 233	12,8%	6,4%	4,2%	2,6%
Rezerwy na zobowiązania	0	0	1 700	508	0,0%	0,0%	9,9%	0,2%
PASYWA RAZEM	59 136	134 058	222 764	252 570	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

* dane jednostkowe

Źródło: Spółka

Skonsolidowany bilans pokazuje skokowy rozwój Grupy. Suma bilansowa od 2006 roku do połowy 2009 roku wzrosła prawie 8-krotnie. W 2008 roku po stronie aktywów nastąpił bardzo istotny (71,2%), wzrost aktywów obrotowych. Na wzrost ten miał wpływ przede wszystkim bardzo istotny wzrost należności (a w szczególności należności z tytułu dostaw i usług – wzrost o 133% r/r, 67% z nich o okresie spłaty do 1 miesiąca) oraz zapasów (o 55,5%). Istotnemu wzrostowi uległa także pozycja rzeczowych aktywów trwałych. Wynika to z budowy nowej siedziby Spółki w Skierniewicach, zakupu gruntu położonego w Rumi oraz prawa wieczystego użytkowania gruntu w Brzezinach. Wydatki inwestycyjne zostały sfinansowane ze środków własnych. Jedynie budowa siedziby Spółki w Skierniewicach, w części sfinansowana została kredytem bankowym w kwocie 21 mln zł. W I półroczu br. widoczna jest kontynuacja powyższych tendencji – wzrost rzeczowych aktywów trwałych o 22% w stosunku do końca 2008 roku spowodował, że stanowią one już 96% aktywów trwałych i ponad 28% całości aktywów. Podobnie zwiększył się udział zapasów i należności w aktywach obrotowych (odpowiednio wynoszą już 54% i 40%), które łącznie stanowią już 94% aktywów obrotowych.

Po stronie pasywów zauważalna jest istotna tendencja zwiększania zadłużenia Spółki. Na koniec 2008 roku oprocentowane zobowiązania wynosiły ponad 127 mln zł, czyli stanowiły 62,5% sumy bilansowej i były 2,84 razy większe od kapitału własnego Spółki. Tak wysokie lewarowanie działalności Spółki stanowi dla nas istotny czynnik ryzyka. Należy przy tym zaznaczyć, że znaczna część kredytów (75%) ma okres spłaty od 1 do 3 lat. Największe zobowiązanie to kredyt obrotowy w kwocie 40 mln zł o okresie spłaty do 30.09.2011 roku oraz kredyt obrotowy na 20 mln zł o okresie spłaty do 01.04.2011. Częściowym wytłumaczeniem tak wysokiego stanu zobowiązań kredytowych jest fakt, że większość z nich zostało zaciągniętych w istotnie lepszych warunkach rynkowych, a Spółka liczyła że część zobowiązań spłaci ze środków uzyskanych z emisji akcji. Coraz istotniejszą rolę w zobowiązaniach odgrywają zobowiązania handlowe. Na koniec 2008 roku stanowiły 24,6% łącznego salda zobowiązań i rezerw, na koniec I półrocza już 27%, czyli 55,6% zobowiązań krótkoterminowych. Po części wynika to z rozliczenia kontraktów, a więc wielkości te są zaburzone ze względu specyfikę dnia bilansowego. Przy przeprowadzeniu planowanej emisji 5 mln akcji po 2,20 zł i pozyskaniu 11 mln zł sytuacja po stronie pasywów powinna ulec poprawie. Dla równowagi w badanym okresie następował systematyczny wzrost kapitałów zapasowych – o ponad 40% w I półroczu 2009 roku w stosunku do końca 2008 roku. Spółka dotychczas nie wypłacała dywidendy.

Rachunek zysków i strat

Skonsolidowany rachunek zysków i strat (w tys. zł)						zmiana %		
	2006	2007	2008	1H 08	1H 09	2007/2006	2008/2007	1H08/1H09
Przychody ze sprzedaży	107 224	196 902	235 218	117 174	129 390	83,6%	19,5%	10,4%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i mat.	96 791	174 171	205 388	110 748	111 147	79,9%	17,9%	0,4%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	10 433	22 731	29 830	6 426	18 243	117,9%	31,2%	183,9%
Koszty sprzedaży	0	0	373	0	243	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	2 206	3 645	6 832	2 451	3 906	65,2%	87,4%	59,4%
Pozostałe przychody operacyjne	3 380	657	8 214	6 781	384	-80,6%	1150,2%	-94,3%
Pozostałe koszty operacyjne	3 488	361	5 215	1 025	1 037	-89,7%	1344,6%	1,2%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	8 119	19 382	25 624	9 731	13 441	138,7%	32,2%	38,1%
Przychody finansowe	52	17	550	6	23	-67,3%	3135,3%	283,3%
Koszty finansowe	1 140	3 192	6 982	2 680	3 151	180,0%	118,7%	17,6%
Zysk (strata) brutto	7 031	16 207	19 192	7 057	10 313	130,5%	18,4%	46,1%
Podatek dochodowy	1 230	3 238	4 221	482	1 642	163,3%	30,4%	240,7%
Zysk (strata) netto	5 801	12 969	14 971	6 575	8 677	123,6%	15,4%	32,0%

Źródło: sprawozdania finansowe Spółki, obliczenia własne

W latach 2006-2008 przychody ze sprzedaży Grupy wzrastały w średniorocznym tempie (CAGR) wynoszącym 29,9%. Po I półroczu br. zauważalna jest kontynuacja pozytywnej tendencji. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży w latach 2006-2008 rentowność oscylowała w okolicy 10-14%, natomiast w I półroczu 2008 roku spadła do nieco ponad 5%, co było związane z zamknięciem ze stratą dwóch kontraktów, ze względu na drastyczny skok cen materiałów i robót budowlanych podczas ich realizacji w latach 2006-2007. W 2008 roku istotnie więcej niż przychody wzrosły koszty ogólnego zarządu (przychody wzrost o 19,5%, koszty – 87,4%), podobnie tendencja została zachowana w porównaniu

wyników półrocznych 2008 i 2009 roku. Wynikało to głównie z kosztów związanych z utworzeniem i funkcjonowaniem spółki zależnej JHM Development. Na wynik 2008 roku istotny wpływ miała pozycja „Pozostałe przychody operacyjne”. Jej główną część stanowi zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych w postaci nieruchomości w wysokości 7 545 tys. zł. Istotny wzrost kosztów finansowych w 2008 roku i 1H 2009 roku wynika ze znacznego zadłużenia Grupy.

Analiza wskaźnikowa

Wskaźniki finansowe	2006*	2007	2008	1H 09
Rentowność				
Wskaźnik rentowności brutto na sprzedaż	9,7%	11,5%	12,7%	14,1%
Wskaźnik rentowności EBITDA	10,2%	13,2%	14,3%	16,0%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	7,6%	9,8%	10,9%	10,4%
Wskaźnik rentowności brutto	6,6%	8,2%	8,2%	8,0%
Wskaźnik rentowności netto	5,4%	6,6%	6,4%	6,7%
ROA	12,6%	13,4%	8,4%	3,7%
ROE	67,1%	82,1%	49,7%	19,5%
Płynność				
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	8 849	33 692	84 632	79 315
Wskaźnik bieżący	1,33	1,56	2,10	1,80
Wskaźnik płynności szybkiej	0,97	0,68	1,03	0,82
Zadłużenie				
Wskaźnik zadłużenia	70,3%	79,5%	82,0%	78,4%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	363,5%	528,7%	455,5%	405,9%
Dług netto (w tys. zł)	10 885	61 891	108 842	121 649
Rotacja				
Rotacja zapasów (w dniach)	27	65	119	145
Rotacja należności (w dniach)	64	48	68	91
Rotacja zobowiązań handlowych (w dniach)**	31	35	55	70

* dane jednostkowe

** ze względu na brak danych dotyczących zobowiązań handlowych w 2005 i 2006, przyjęto ich proporcjonalny stan

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki

Wskaźniki rentowności w latach 2006-2008 systematycznie rosły. Także w I półroczu 2009 roku wskaźniki były na wysokim poziomie. Rentowność netto rosła wolniej ze względu na duże zadłużenie Grupy. Kapitał obrotowy fluktuuje ze względu na wzrost skali działania, a co za tym idzie – nierównomiernym rozłożeniem kontraktów w roku. Bardzo wysokie wskaźniki zadłużenia Grupy są naszym zdaniem istotnym czynnikiem ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Wskaźnik zadłużenia (zobowiązania ogółem/aktywa ogółem) na poziomie 78,4% oraz wskaźnik zadłużenia kapitału własnego na poziomie 405,9% na koniec 1H 2009 są na tak wysokim poziomie, że w przypadku pogorszenia współpracy z bankami finansującymi działalność Mirbudu, może to zagrozić płynności Spółki. Zarząd twierdzi, że współpraca z PKO BP S.A. i ING Bankiem Śląskim S.A. (łącznie ponad 90% umów kredytowych) układa się bardzo dobrze, kredyty mają charakter ramowy i nie ma zagrożenia wypowiedzenia umów, bądź braku ich rolowania. Rotacje zapasów, należności i zobowiązań uległy wydłużeniu, jednakże profil większości klientów Grupy (samorządy, instytucje publiczne, długoterminowi kontrahenci) sprawia, że takie poziomy rotacji są dopuszczalne, zwłaszcza że stan zapasów i należności wynika po części ze specyfiki prowadzonej przez Grupę działalności deweloperskiej.

Wycena

Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki.

Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki. Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto wyliczonego na koniec 1H 2009 roku. Dług netto skorygowano o wpływ 11 mln zł z emisji akcji serii E, która naszym zdaniem służyła poprawie płynności.

**Założenia do
prognozy**

Grupa Mirbud znajduje się na początku drogi budowania silnej pozycji na rynku budownictwa kubaturowego i drogowego. Zarząd zakłada, że przychody z segmentu drogowego wzrosną w najbliższym czasie do 40% łącznych obrotów. Mirbud realizuje aktualnie zlecenie na budowę obwodnicy Mszczonowa o długości 7 km i wartości prac oszacowanych na 55,7 mln zł netto. Realizacja tego kontraktu i uzyskane referencje pozwalają brać udział w większych przetargach na kontrakty drogowe i autostradowe. Spółka startuje m.in. w przetargach na obwodnice Pabianic oraz Opoczna. Na skokowy wzrost w tym segmencie Spółka liczy po dokonaniu akwizycji. Mirbud rozmawia z dwoma podmiotami, które mają duże doświadczenie i referencje w segmencie drogowym oraz posiadają w swych strukturach wytwórnię masy bitumicznej (najczęściej jest to wymóg w procedurze przetargowej). Jedna ze spółek ma przychody porównywalne do Mirbudu, druga około 100 - 150 mln zł. Po konsolidacji obroty Grupy mają sięgać minimum 500 mln zł. W przyszłym roku Spółka planuje przeprowadzić emisję akcji i będzie chciała z niej pozyskać około 50-70 mln zł. Jej ostateczna wartość jest uzależniona od wielkości przejmowanego podmiotu, w grę wchodzi także emisja akcji dla właścicieli przejmowanego podmiotu. Akwizycja niezadłużonego podmiotu, oprócz skokowego wzrostu skonsolidowanych przychodów i zysków, istotnie wpłynęłaby także na poprawę sytuacji bilansowej Mirbudu (wspomniane powyżej duże zadłużenie Grupy).

Prognozowane główne pozycje rachunku zysków i strat MIRBUD S.A. (tys. zł)

	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody	235 218	246 979	321 073	369 233	406 157	426 465
EBITDA	33 694	32 047	40 056	44 956	48 639	51 071
Amortyzacja	8 070	7 349	9 554	10 987	12 085	12 690
EBIT	25 624	24 698	30 502	33 969	36 554	38 382
Zysk brutto	19 192	18 075	22 925	25 484	27 550	28 927
Zysk netto	14 971	15 189	19 264	21 416	23 151	24 308

Źródło: Prognoza Amerbrokers

Sytuacja na rynku budowlanym w najbliższym czasie będzie uzależniona od kontraktów infrastrukturalnych związanych z Euro 2012. Część projektów uległo przesunięciu, jednakże większość inwestycji drogowych powinna zostać zrealizowana przed Mistrzostwami. W tym torcie swój kawałek chce wykroić także Mirbud. Liczymy, że Spółce na przełomie 2009 i 2010 roku uda się pozyskać kontrakt infrastrukturalny o wartości powyżej 100 mln zł (aktualnie Spółka startuje w przetargach drogowych na kwotę około 2,9 mld zł, z naszych informacji wynika, że w kilku przegranych przetargach Mirbud był już w pierwszej trójce oferentów). Aktualny portfel zamówień Spółki wynosi około 330 mln zł, Zarząd zapowiada podpisanie w najbliższym czasie kontraktów na ponad 150 mln zł.

Prognozowane wskaźniki MIRBUD S.A.

	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Zmiana przychodów	19,5%	5,0%	30,0%	15,0%	10,0%	5,0%
Marża EBITDA	14,3%	13,0%	12,5%	12,2%	12,0%	12,0%
Marża operacyjna	10,9%	10,0%	9,5%	9,2%	9,0%	9,0%
Marża zysku brutto	8,2%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,8%
Marża zysku netto	6,4%	6,2%	6,0%	5,8%	5,7%	5,7%
P/Sales*	0,56	0,54	0,41	0,36	0,33	0,31
EV/EBITDA*	6,89	7,78	6,10	5,32	4,82	4,49
P/E*	8,84	8,71	6,87	6,18	5,71	5,44

* wskaźniki wyliczone na podstawie aktualnego kursu giełdowego

Źródło: Prognoza Amerbrokers

W związku z przesunięciem realizacji części projektów i wyraźnym wyhamowaniem tempa ogłaszania nowych przetargów przez GDDKiA, stosunkowo późno rozpoczęło się kontraktowanie zamówień do portfela na 2009 rok. Z tego powodu w bieżącym roku nie zakładamy istotnego wzrostu przychodów, natomiast zgodnie z tendencją z 1H 2009 przyjęliśmy spadek rentowności na poziomie operacyjnym i netto. W kolejnych latach naszej prognozy nie uwzględniamy efektów ewentualnych akwizycji. Bierzemy natomiast pod uwagę istotny wzrost przychodów generowanych przez segment drogowy. Z powodu aktualnego stanu zakontraktowania, potencjalnych kontraktów ze stałymi kontrahentami (m.in. Maximus) oraz uzyskania referencji w branży drogowej, zakładamy istotny (30%) wzrost przychodów Grupy w 2010 roku. W kolejnych latach dynamika przychodów będzie się obniżać, zakładamy również spadek rentowności EBIT do 9% w 2013 roku (z 10,9% w 2008 roku), rentowność netto będzie się obniżać wolniej, ponieważ zakładamy, że Grupa będzie systematycznie zmniejszać zadłużenie (w dużej mierze wynika ono bowiem z zakupu na kredyt działek, a nie bieżących potrzeb finansowych Grupy).

Wycena MIRBUD S.A. metodą DCF

(tys. zł)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2013P+
Zysk operacyjny	24 698	30 502	33 969	36 554	38 382	38 382
- opodatkowanie EBIT	-4 693	-5 795	-6 454	-6 945	-7 293	-7 293
NOPLAT	20 005	24 707	27 515	29 609	31 089	31 089
+ Amortyzacja	7 349	9 554	10 987	12 085	12 690	12 690
- Zmiana kapitału pracującego	-4 752	-29 937	-19 459	-14 918	-8 205	-2 051
Nadwyżka operacyjna	22 602	4 324	19 043	26 776	35 574	41 728
- Wydatki inwestycyjne netto	-8 819	-11 464	-13 184	-14 502	-15 228	-13 324
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	13 784	-7 141	5 859	12 273	20 346	28 404
ws półczynnik dyskonta	92,7%	85,5%	78,7%	72,3%	66,4%	66,4%
Wartość bieżąca (PV FCF)	12 784	-6 103	4 609	8 873	13 502	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko (dług)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	71,7%	54,5%	51,3%	47,5%	44,2%	41,2%
WACC	7,8%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,1%
Suma DCF 2009-2013	33 664					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2013+ (RV)	355 922					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	236 198					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	269 862					
Dług netto	114 676					
Wartość 100% akcji	155 186					
Liczba akcji (mln)*	45,000					
Wartość 1 akcji	3,45 zł					

* liczba akcji uwzględnia emisję akcji serii E

Źródło: Amerbrokers

Na podstawie powyższych założeń **wartość 1 akcji spółki Mirbud S.A. wyliczona metodą dochodową wynosi 3,45 zł.**

Metoda porównawcza

Wycena porównawcza na dzień 09.10.2009, wyniki narastająco za ostatnie 4 kwartały

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Budimex	81,00 zł	0,62	9,75	16,24	3,07
Budopol	1,20 zł	0,76	1,04	-	1,26
Elektrobudowa	181,80 zł	0,98	9,27	14,40	3,32
Hydrobudowa	4,16 zł	0,70	20,77	12,14	3,38
Mostostal Warszawa	75,00 zł	0,68	6,63	14,54	2,23
Mostostal Zabrze	4,53 zł	0,72	7,93	14,58	2,89
PBG	216,00 zł	1,57	11,69	17,30	2,63
Pol-Aqua	26,80 zł	0,50	7,21	46,95	1,10
Polimex-Mostostal	3,94 zł	0,42	6,57	13,70	1,60
Mediana	x	0,70	7,93	14,56	2,63
MIRBUD	2,94 zł	0,48	6,48	6,89	2,41
Wycena porównawcza MIRBUD S.A.		4,34	4,30	6,22	3,21
Wagi		0,20	0,40	0,20	0,20
Wycena 1 akcji MIRBUD S.A. - średnia ważona					4,47 zł

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Mirbudu w stosunku do notowanych na GPW spółek z branży budowlanej o najbardziej zbliżonym profilu działalności. Porównanie wskaźników wskazuje na niedowartościowanie Mirbud S.A., zwłaszcza biorąc pod uwagę

wskaźnik P/E, uwzględniający zadłużenie Spółki wskaźnik EV/EBITDA również wskazuje nieznaczne niedowartościowanie waloru. Naszym zdaniem wskaźnik ten najbardziej odzwierciedla sytuację Spółki, dlatego nadano mu wagę 0,4, a pozostałym wskaźnikom 0,2.

W oparciu o przedstawione w powyższej tabeli wskaźniki rynkowe, **wartość 1 akcji Mirbud S.A. wynosi 4,47 zł.**

Podsumowanie wyceny

W celu uzyskania końcowej wyceny Mirbud S.A. obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą dla wybranych spółek. Metodzie dochodowej nadano wagę 0,6, metodzie porównawczej nadano wagę 0,4.

Końcowa wycena MIRBUD S.A.

Metoda	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,60	3,45
Metoda porównawcza	0,40	4,47
Końcowa wycena MIRBUD S.A. (w zł)	1,00	3,86

Źródło: obliczenia własne

Wyznaczona w ten sposób **wartość jednej akcji Mirbud S.A. wynosi 3,86 zł.** W związku z tym, że jest ona wyższa o 31,3% od bieżącej wyceny rynkowej, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

Analiza techniczna

Komentarz

Kurs Mirbudu od dnia debiutu w dniu 29.12.2008 roku do sierpnia br. poruszał się w długoterminowym trendzie horyzontalnym. Jednocześnie od lipca br. rozpoczęło się kształtowanie średnioterminowego trendu wzrostowego. W jego wyniku, na początku września br. kurs Mirbudu wybił się w górę powyżej górnego ograniczenia wspomnianej konsolidacji (2,48 zł). Trwająca cały czas fala wzrostowa doprowadziła do ustanowienia 06.10.2009 roku historycznego szczytu na poziomie 2,96 zł.

Wsparciem dla kursu jest aktualnie linia trendu wzrostowego oraz lokalne dno na poziomie 2,63 zł. Oscylatory MACD i RSI są w strefie wykupienia. Na RSI istnieje ryzyko powstania negatywnej dywergencji.

Wykres



Źródło: Metastock Equis International

Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję
EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję
P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję
P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję
EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję
BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
ROA - stopa zwrotu z aktywów
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne
FCF - wolne przepływy pieniężne
NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)
WACC - średni ważony koszt kapitału
PV - wartość bieżąca
RV - wartość rezydualna
EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

Metoda dochodowa (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

KUPIJ - uważamy, że dana Spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość Spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

SPRZEDAJ - sądymy, że dana Spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje Spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

TRZYMAJ - uważamy, że akcje Spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPIJ. Sądymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

NEUTRALNIE - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

Powiązania

Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką: powiązania nie występują.

Rekomendacje

Wykaz rekomendacji wydanych dla Spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy: DM AmerBrokers nie wydawał rekomendacji w tym okresie.

Nadzór

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.