

# Mirbud

## Pomocna rewaluacja kontraktów drogowych

Spodziewamy się, że po spadku marży brutto o 1,8% w 2021 r., firma prawdopodobnie odnotuje spadek marży brutto o 2,2% w 2022 r. Będzie to spowodowane wzrostem cen stali i betonu, asfaltu i innych surowców. W pewnym stopniu będzie to jednak buforowane przeszacowaniem kontraktów drogowych z dyrekcją generalną (GDDKiA). Obecnie szacujemy, że Mirbud wykorzystał ok. 80 mln zł z 320 mln zł kwalifikujących się do przeszacowania kontraktów drogowych. Obecnie firmy budowlane mogą starać się o zwrot do 5% wartości kontraktów w przypadku wykazania wzrostu kosztów. Mechanizm ten został wdrożony w przeszłości, aby zapobiec upadłości firm budowlanych, które przed dekadą ogarnęły krajobraz budowlany, pozostawiając wiele kontraktów drogowych niedokończonych. Teraz słyszymy, że GDDKiA prawdopodobnie podwyższy ten limit z 5% do 10% dla nowych kontraktów, ale rozważa też dopuszczenie wyższych przeszacowań kosztów już podpisanych kontraktów. Byłoby to niezwykle pomocne dla firm działających w segmencie budownictwa infrastrukturalnego. Podnosimy prognozę EBITDA o 7,3% na 2022E, o 6,4% na 2023E i o 4,2% na 2024E do 147,8 mln zł (spadek o 21,3% r/r) w 2022E, 145,7 mln zł (spadek o 1,4% r/r) w 2023 r. i 146,3 mln zł (wzrost o 0,4% r/r) w 2024 r. Aktualizując nasze założenia dotyczące stopy wolnej od ryzyka, obniżamy naszą wartość godziwą o 26,2% do 3,53 zł i obniżamy naszą rekomendację z KUPUJ do TRZYMAJ.

### Prognoza wyników na 1 kw.22

Oczekuje się, że spółka opublikuje wyniki za 1Q22 27 maja 2022 r. Prognozujemy EBITDA na poziomie 30,7 mln zł, -23,8% r/r i -40,3% kw/kw. Oczekujemy, że przychody wyniosą 490,0 mln PLN, +64,2% r/r i -42,9% kw/kw. Linia EBIT ma wynieść 27,1 mln PLN, -27,0% r/r i -43,3% kw/kw. Wynik finansowy prawdopodobnie wyniesie 17,9 mln PLN, -34,9% r/r i -48,9% kw/kw. Oczekujemy niższych wyników ramienia deweloperskiego w okresie z wyższą sprzedażą w 2H22.

### Wyższy mnożnik gwarantowany

Mirbud wyceniany jest z EV/EBITDA 2022E na poziomie 3,1x, co stanowi 37,5% dyskonta do międzynarodowych konkurentów i 38,2% dyskonta do najbardziej znanej polskiej firmy budowlanej, jaką jest Budimex. Budimex rozpoznawany ze względu na wysoką historię wypłaty dywidendy; jednak nadal uważamy, że premia dla Mirbudu powinna być mniejsza ze względu na ciągłe podpisywanie przez Mirbud nowych kontraktów, które naszym zdaniem pozwolą spółce na zwiększenie marż w przyszłości.

Figure 1. Mirbud dane finansowe, (PLN m)

	2019	2020	2021	2022E	2023E
Przychody	949.1	1,242.9	2,505.6	2,815.0	2,906.2
EBIT	52.2	84.3	174.5	133.4	130.7
EBITDA	63.9	98.3	187.9	147.8	145.7
Zysk netto	28.1	58.2	128.0	95.9	90.0
EPS	0.3	0.6	1.4	1.0	1.0
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
P/E (x)	10.3	5.2	2.4	3.2	3.4
EV/EBITDA (x)	7.0	4.0	1.6	3.1	2.7

Source: Company, IPOPEMA Research

Sektor budowlany

## Mirbud

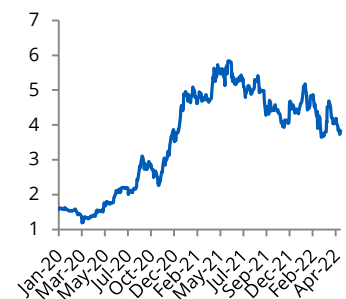
### TRZYMAJ

### WYCENA PLN 3.53

5.9% potencjału wzrostu

Cena 05 maja 2022 PLN 3.33

Obniżenie rekomendacji



#### Share data

Liczba akcji (m)	91.7
Kapitalizacja (EUR m)	61.8
12M średni dzienny wolumen (k)	242.3
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.2
12M max/min (PLN)	5.45/3.06
Waga w WIG (%)	0.06
Reuters	MRB.WA
Bloomberg	MRB.PW

#### Total performance

1M	-14.72%
3M	-22.56%
12M	-32.13%

#### Akcjonariusze

Jerzy Mirgos	45.09%
NN OFE	10.00%

#### Analysts

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



## Zmiany w prognozach

Figure 2.

PLN m	2022E			2023E			2024E		
	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)
Przychody	2,378.5	2,815.0	18.4%	2,437.6	2,906.2	19.2%	2,547.2	3,161.1	24.1%
Zysk brutto	173.3	197.4	13.9%	172.7	204.5	18.4%	177.4	217.7	22.8%
EBIT	119.7	133.4	11.4%	117.7	130.7	11.0%	119.9	137.5	14.7%
Zysk netto	84.8	0.0	13.0%	84.6	90.0	6.4%	87.7	97.3	11.0%
EBITDA	137.7	147.8	7.3%	136.9	145.7	6.4%	140.4	146.3	4.2%

Source: Company, IPOPEMA Research

## Metody wyceny

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

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego zostały ustalone przy zastosowaniu zmiennej stopy wolnej od ryzyka (równej 12-miesięcznej stopie procentowej forward) oraz 5.5% premii za ryzyko. Użyte przez nas 12-miesięczne stopy procentowe forward bazują na krzywej dochodowości dla okresu 2022-2031. Zakładamy również współczynnik beta na poziomie 1.0x, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Figure 3. Wycena DCF

PLN m	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Rok końcowy
Przychody	2,815.0	2,906.2	3,013.9	3,095.8	3,161.1	3,245.8	3,332.9	3,427.2	3,524.3	3,624.5	3,624.5
<b>EBIT</b>	<b>133.4</b>	<b>130.7</b>	<b>130.3</b>	<b>134.2</b>	<b>137.5</b>	<b>138.3</b>	<b>139.8</b>	<b>144.2</b>	<b>146.3</b>	<b>149.3</b>	<b>149.3</b>
Podatek na EBIT	22.9	23.5	24.8	25.5	26.1	26.3	26.6	27.4	27.8	28.4	28.4
NOPLAT	108.1	105.9	105.6	108.7	111.4	112.0	113.2	116.8	118.5	121.0	121.0
Amortyzacja	14.4	14.9	15.9	17.2	18.4	19.7	21.0	22.2	23.4	24.7	24.7
Wydatki inwestycyjne	-24.4	-25.3	-24.7	-25.1	-25.2	-25.1	-24.9	-23.3	-24.6	-25.9	-25.9
Zmiana w kapitale pracującym	-343.5	-15.8	-18.0	-14.1	-11.3	-14.3	-14.7	-16.2	-16.5	-17.1	-17.1
<b>Wolny przepływ gotówki</b>	<b>-245.5</b>	<b>79.8</b>	<b>78.8</b>	<b>86.7</b>	<b>93.4</b>	<b>92.3</b>	<b>94.6</b>	<b>99.5</b>	<b>100.9</b>	<b>102.7</b>	<b>102.7</b>
Stopa wolna od ryzyka	6.41%	6.44%	6.46%	6.47%	6.48%	6.46%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%	6.90%
Premia za ryzyko	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Koszt kapitału	11.91%	11.94%	11.96%	11.97%	11.98%	11.96%	12.40%	12.40%	12.40%	12.40%	12.40%
Koszt długu (przed podatkiem)	8.9%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
Efektywna stopa podatkowa	17.2%	18.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Waga długu	33.2%	42.6%	40.4%	39.8%	37.4%	38.7%	35.7%	35.8%	37.1%	33.8%	33.8%
Waga kapitału	66.8%	57.4%	59.6%	60.2%	62.6%	61.3%	64.3%	64.2%	62.9%	66.2%	66.2%
<b>WACC</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>
Współczynnik dyskontujący	0.91	0.82	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.46	0.41	0.37	0.34
Wartość bieżąca przepływu gotówki	-222.4	65.7	59.0	59.0	57.6	51.7	47.9	45.5	41.7	38.3	34.6
Suma	243.8										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku		1.0%									
Wartość końcowa	1,060.2										
Wartość bieżąca wartości końcowej	356.9										
Zwijanie dyskonta	20.7										
Wartość przedsiębiorstwa	621.4										
Dług netto 2021	-10.7										
Zobowiązania pracownicze i inne	-272.7										
Dywidenda wypłacona w 2022	0.0										
Wartość kapitału	359.4										
<b>Wartość na akcje (PLN)</b>	<b>3.92</b>										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 4. Wycena DDM

PLNm	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Rok końcowy
Dywidendy	12.8	9.6	9.0	18.1	23.6	29.2	39.4	45.4	46.8	53.0	53.0
Stopa dyskonta	11.9%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
Współczynnik dyskontujący	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51	0.45	0.40	0.36	0.32	0.28
Zdyskontowana dywidenda	11.4	7.7	6.4	11.5	13.4	14.8	17.8	18.3	16.7	16.9	15.0
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)	135.0										
Wzrost dywidendy w końcowym roku	1.0%										
Wartość końcowa	469.8										
Wartość bieżąca wartości końcowej	133.0										
Zwijanie dyskonta	20.0										
Wartość kapitału	287.9										
<b>Wartość na akcje (PLN)</b>	<b>3.14</b>										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 5. Podsumowanie wyceny

PLN m	
DCF	3.92
DDM	3.14
<b>Średnia</b>	<b>3.53</b>

Source: Company, IPOPEMA Research

## Wycena porównawcza

Mirbud jest notowany przy wskaźniku 2022 EV/EBITDA 3.1x co stanowi 37.5% dyskonta do zagranicznych spółek porównywalnych i 38.2% dyskonta do Budimexu. Budimex oczywiście wypłaca hojną dywidendę natomiast ciągle wyceniamy Mirbud z mniejszym dyskontem do najbardziej rozpoznawalnej polskiej spółki budowlanej.

Figure 6.

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA			Dividend yield		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
12.1	ABGV.VI	PORR	9.9	7.5	NaN	1.1	1.0	1.0	5.0	6.0	7.4
37.0	STRV.VI	STRABAG	9.0	9.2	8.9	1.6	1.6	1.6	4.8	4.8	4.6
24.5	WBSV.VI	WIENERBERGER	8.1	7.7	7.4	5.2	5.0	4.8	3.2	3.8	4.2
20.6	TKFEN.IS	TEKFEN HOLDING	5.1	4.4	4.0	3.1	2.9	2.6	2.5	2.8	0.0
15.9	ENKAI.IS	ENKA INSAAT	9.8	12.0	NaN	3.2	4.1	4.3	5.3	5.1	NaN
33.8	CIMSA.IS	CIMSA CIMENTO	8.9	5.7	NaN	7.7	5.4	4.1	4.4	2.1	NaN
243.8	BALF.L	BALFOUR BEATTY PLC	8.8	8.0	7.4	3.8	3.8	3.5	4.1	4.4	4.7
9.0	B5AG.DE	BAUER AG	25.7	8.4	6.1	4.2	3.4	3.1	0.0	2.1	2.9
11.0	FCC.MC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	11.9	11.9	7.8	7.9	7.6	7.4	4.1	4.4	3.6
57.8	HOTG.DE	HOCHTIEF AG	8.3	7.5	7.1	3.7	3.4	3.3	7.4	8.4	9.1
2.6	SCYR.MC	SACYR SA	9.7	9.6	23.2	9.5	8.8	8.5	4.1	4.1	4.1
172.1	SKAb.ST	SKANSKA AB	10.5	10.0	9.7	5.1	4.9	4.8	5.9	6.0	6.2
31.0	BOUY.PA	BOUYGUES SA	11.3	9.0	8.3	4.2	3.6	3.4	5.8	5.9	6.0
1.3	MOTA.LS	MOTA ENGIL SGPS SA	14.0	11.5	NaN	5.4	4.9	NaN	2.5	3.0	NaN
24.4	ACS.MC	ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA	13.9	12.5	11.4	3.9	3.7	3.4	7.9	8.2	8.2
186.0	ANA.MC	ACCIONA SA	23.2	20.2	18.3	9.9	9.1	8.6	2.2	2.4	2.4
24.5	FER.MC	FERROVIAL SA	87.7	53.5	34.9	34.3	28.6	24.0	2.9	3.0	3.2
93.5	FOUG.PA	EIFFAGE SA	10.4	9.8	9.4	6.3	6.0	5.8	3.7	4.0	4.2
38.8	GBFG.DE	BILFINGER SE	16.6	13.7	11.9	4.8	4.4	4.1	2.8	3.5	2.6
3.9	YIT.HE	YIT OYJ	13.1	11.2	8.7	8.7	7.7	6.9	4.4	4.8	5.6
1.6	WBD.MI	SALINI IMPREGILO SPA	14.5	10.0	9.1	3.7	3.3	3.0	3.8	4.2	3.8
91.3	SGEF.PA	VINCI SA	13.7	12.1	11.0	8.0	7.4	7.0	4.0	4.5	5.1
		<b>MEDIAN</b>	<b>10.9</b>	<b>9.9</b>	<b>9.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>
3.3	MRB.WA	MIRBUD	3.2	3.4	3.4	3.1	2.7	2.2	4.2	3.1	2.9
		Premium/discount to median									
		Mirbud	-70.8%	-65.7%	-62.4%	-37.5%	-42.2%	-47.4%	2.6%	-26.7%	-29.8%

Source: Company, IPOPEMA Research

## ESG Section

### Środowisko

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

### Ład korporacyjny

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

## Ryzyka związane z wartością godziwą

### Zmienność popytu

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

### Niekorzystny trend na rynkach cen materiałów i usług

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

### Możliwy wzrost konkurencji

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

### Brak siły roboczej

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

### Wzrost należności

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

### Spowolnienie gospodarcze

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

## Wyniki finansowe

Figure 7.

Rachunek Zysków i Strat (PLN m)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Przychody</b>	<b>1,143.1</b>	<b>949.1</b>	<b>1,242.9</b>	<b>2,505.6</b>	<b>2,815.0</b>	<b>2,906.2</b>	<b>3,013.9</b>
Koszty	-1,049.9	-848.5	-1,105.6	-2,274.0	-2,617.6	-2,701.7	-2,807.1
<b>Zysk Brutto</b>	<b>93.2</b>	<b>100.6</b>	<b>137.3</b>	<b>231.6</b>	<b>197.4</b>	<b>204.5</b>	<b>206.8</b>
Koszty sprzedaży i administracji	-51.9	-54.1	-59.2	-65.5	-72.0	-83.5	-86.6
<b>EBIT</b>	<b>51.0</b>	<b>52.2</b>	<b>84.3</b>	<b>174.5</b>	<b>133.4</b>	<b>130.7</b>	<b>130.3</b>
Działalność finansowa	-17.6	-15.2	-14.0	-18.4	-17.1	-19.6	-18.8
Udział w zyskach	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk przed podatkiem</b>	<b>33.4</b>	<b>37.0</b>	<b>70.3</b>	<b>156.1</b>	<b>116.3</b>	<b>111.2</b>	<b>111.5</b>
Podatek	-6.4	-8.9	-12.1	-28.0	-20.4	-21.1	-21.2
Mniejszości	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>24.6</b>	<b>28.1</b>	<b>58.2</b>	<b>128.0</b>	<b>95.9</b>	<b>90.0</b>	<b>90.3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>62.4</b>	<b>63.9</b>	<b>98.3</b>	<b>187.9</b>	<b>147.8</b>	<b>145.7</b>	<b>146.3</b>

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 8.

Bilans (PLN m)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>515.4</b>	<b>518.6</b>	<b>677.9</b>	<b>714.7</b>	<b>730.3</b>	<b>742.1</b>	<b>752.6</b>
Aktywa Trwałe	207.0	217.5	217.0	153.0	164.3	175.1	184.3
Investment properties	254.1	249.6	422.3	506.3	506.3	506.3	506.3
Należności	14.5	12.3	9.6	6.0	6.7	6.9	7.2
Podatek odroczony	22.3	23.1	21.8	33.2	37.3	38.5	40.0
Pozostałe	17.6	16.1	7.1	16.3	15.7	15.3	14.9
<b>Aktywa bieżące</b>	<b>564.1</b>	<b>627.8</b>	<b>861.2</b>	<b>1,325.9</b>	<b>1,667.7</b>	<b>1,778.3</b>	<b>1,933.9</b>
Zapasy	216.9	261.0	282.8	316.2	430.3	444.1	461.4
Należności handlowe	279.3	256.8	287.5	498.0	771.2	796.2	825.7
Gotówka	64.1	108.2	289.0	467.8	422.3	494.1	602.8
Pozostałe	3.7	1.9	1.9	43.9	43.9	43.9	43.9
<b>Aktywa razem</b>	<b>1,079.6</b>	<b>1,146.4</b>	<b>1,539.1</b>	<b>2,040.6</b>	<b>2,398.0</b>	<b>2,520.4</b>	<b>2,686.4</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>382.6</b>	<b>405.3</b>	<b>461.6</b>	<b>582.3</b>	<b>665.4</b>	<b>745.8</b>	<b>827.2</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>274.6</b>	<b>347.2</b>	<b>605.8</b>	<b>668.4</b>	<b>780.0</b>	<b>793.3</b>	<b>809.9</b>
Dług	170.2	164.3	293.6	366.7	366.7	366.7	366.7
Odroczony podatek	30.9	34.2	24.3	22.8	26.3	27.1	28.2
Rezerwy	2.5	3.2	4.4	6.1	6.9	7.1	7.4
Pozostałe zobowiązania	71.1	145.5	283.6	272.7	380.1	392.3	407.6
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>422.3</b>	<b>394.0</b>	<b>471.7</b>	<b>790.0</b>	<b>952.6</b>	<b>981.3</b>	<b>1,049.4</b>
Dług	66.9	98.2	79.2	90.4	205.5	210.3	248.3
Zobowiązania finansowe	2.7	2.4	16.1	19.7	22.6	23.4	24.3
Rezerwy	3.3	3.1	7.4	5.5	6.2	6.4	6.6
Pozostałe	26.6	26.9	9.9	1.1	1.1	1.1	1.1
Zobowiązania handlowe	322.8	263.4	359.1	673.3	717.2	740.2	769.1
<b>Zobowiązania i Kapitał Razem</b>	<b>1,079.6</b>	<b>1,146.4</b>	<b>1,539.1</b>	<b>2,040.6</b>	<b>2,398.0</b>	<b>2,520.4</b>	<b>2,686.4</b>

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 9.

Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Zysk netto	24.6	28.1	58.2	128.0	95.9	90.0	90.3
Amortyzacja	11.4	11.7	14.0	13.4	14.4	14.9	15.9
Zmiana w kapitale pracującym	-28.3	-1.8	166.8	52.7	-343.5	-15.8	-18.0
Pozostałe	41.2	-9.7	8.9	11.3	110.4	12.8	16.1
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>48.9</b>	<b>28.2</b>	<b>247.9</b>	<b>205.4</b>	<b>-122.8</b>	<b>102.0</b>	<b>104.4</b>
Inwestycje	-0.8	-18.2	-4.8	-1.1	-24.4	-25.3	-24.7
Pozostałe	1.6	-5.2	0.0	-9.6	0.0	0.0	0.0
<b>Inwestycje</b>	<b>0.8</b>	<b>-23.4</b>	<b>-4.7</b>	<b>-10.7</b>	<b>-24.4</b>	<b>-25.3</b>	<b>-24.7</b>
<b>Wolny przepływ gotówki</b>	<b>49.7</b>	<b>4.8</b>	<b>243.1</b>	<b>194.7</b>	<b>-147.2</b>	<b>76.7</b>	<b>79.7</b>
Zmiana długu	-19.9	34.3	-54.3	22.0	115.2	4.7	38.1
Dywidendy	-0.3	0.0	-1.8	-7.3	-12.8	-9.6	-9.0
Pozostałe	-5.3	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-25.4</b>	<b>45.6</b>	<b>-56.1</b>	<b>14.6</b>	<b>102.4</b>	<b>-4.9</b>	<b>29.1</b>
<b>Cały przepływ gotówki</b>	<b>24.3</b>	<b>50.4</b>	<b>187.0</b>	<b>209.4</b>	<b>-44.9</b>	<b>71.8</b>	<b>108.7</b>
Gotówka na początku okresu	46.5	64.1	108.2	289.0	467.8	422.3	494.1
<b>Gotówka na końcu okresu</b>	<b>64.1</b>	<b>108.2</b>	<b>289.0</b>	<b>467.8</b>	<b>422.2</b>	<b>494.1</b>	<b>602.8</b>

Source: Company, IPOPEMA Research



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

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

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

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

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

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

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

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

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

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

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

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

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

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

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

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

Definicje terminów użytych w materiale obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

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

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

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

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

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

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

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

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### IPOPEMA Research – Rozkład według kategorii rekomendacji (July 1 – September 30, 2021)

	Number	%
Kupuj	52	74%
Trzymaj	14	20%
Sprzedaj	4	6%
Suma	70	100%

#### Historia rekomendacji – Mirbud

Data	Rekomendacja	Wartość godziwa	Cena z rekomendacji	Autor
03/09/2020	KUPUJ	PLN 3.14	PLN 2.26	Robert Maj
04/03/2021	KUPUJ	PLN 5.06	PLN 4.43	Robert Maj
27/05/2021	KUPUJ	PLN 6.60	PLN 4.97	Robert Maj
13/12/2021	KUPUJ	PLN 4.78	PLN 4.09	Robert Maj
06/05/2022	KUPUJ	PLN 3.53	PLN 3.33	Robert Maj