

Poniższe opracowanie jest przygotowane wyłącznie w celach edukacyjnych. Nie stanowi ono propozycji żadnej decyzji inwestycyjnej w odniesieniu do jakiegokolwiek instrumentu finansowego oferowanego przez Mirbud S.A.

3 lipca 2018

Informacje podstawowe (na 3 lipca 2018)

Kurs akcji w PLN	1.18
Kapitalizacja w mln PLN	97.3
Liczba akcji w mln	82.5
Free Float	42.1%
Max 1R w PLN	1.46
Min 1R w PLN	1.07

Akcjonariat

Jerzy Mirgos	40.2%
OFE Nationale-Nederlanded	12.5%
Peter Gyllenhammar AB	5.2%
Pozostali	42.1%

Wybrane wyniki finansowe*

Dane (mln PLN)	2015	2016	2017	1Q18
Przychody	760.8	774.0	859.9	142.5
Zysk brutto ze sprzedaży	63.7	71.2	84.3	18.5
EBITDA	42.4	51.2	58.3	11.4
Zysk netto**	14.6	21.5	25.1	4.0
Aktywa	951.0	955.7	1 004.1	1 002.2
Dług odsetkowy	213.2	215.7	199.1	269.0
Kapitał własny	309.6	330.8	355.9	360.4

* należy akcjonariuszom jednostki dominującej
Źródło: sprawozdania finansowe Mirbud S.A.

Niedoceniony element branży budowlanej

MIRBUD S.A. działa jako generalny wykonawca w większości segmentów budownictwa. Poprzez spółki zależne JHM Development S.A oraz PBDiM Kobyłarnia S.A. realizuje odpowiednio projekty z branży deweloperskiej oraz sektora robót inżynieryjno-drogowych. Mirbud notowany jest na głównym parkiecie GPW od 2008 r, posiadając blisko 30-letnie doświadczenie oraz ponad 500 zakończonych projektów inwestycyjnych.

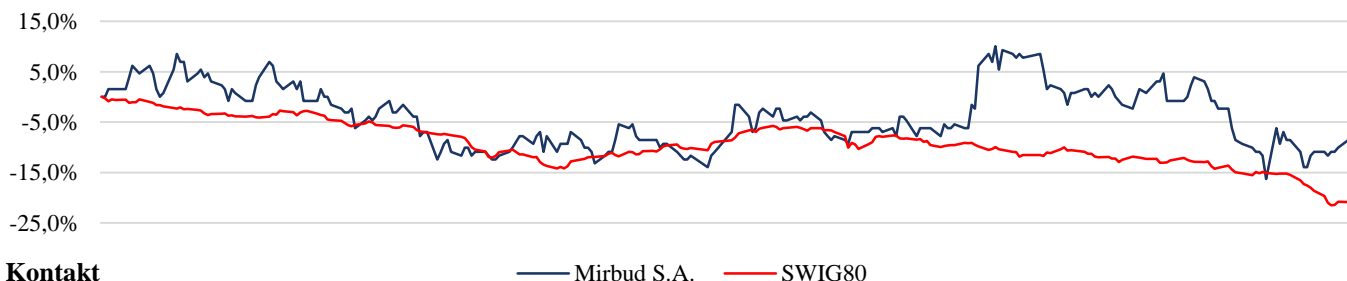
Szacujemy, że w przyszłych wynikach Mirbud rosnący udział będzie miał sektor działalności deweloperskiej, który w obrębie całej Grupy Mirbud charakteryzuje się jedną z wyższych rentowności. Prognozujemy również, że działalność w zakresie sprzedaży usług wynajmu realizowana głównie poprzez obiekt Marywilska 44 będzie w dalszym ciągu utrzymywała stabilną rentowność na poziomie 40% i w 2022 wygeneruje blisko 50 mln zł przychodu. Ponadto zakładamy, że w zakresie robót inżynieryjno-drogowych oraz budownictwa produkcyjnego nastąpi stabilizacja marż na poziomie odpowiednio ok. 5% oraz ok. 8%.

Prognozujemy wzrost przychodów całej grupy do poziomu 1,24 mld zł w roku 2022. W latach 2018 – 2022 oczekujemy rentowności brutto na sprzedaży dla całej Grupy na poziomie ok. 9%. W przypadku zysku netto oczekujemy utrzymania w perspektywie do 2022 stabilnego poziomu w okolicach 27 mln zł

W latach 2018-2023 oczekujemy stabilnego poziomu długu z lekką spadkową w długim terminie w skali całej Grupy oraz zmiany struktury długu między Spółkami w grupie. Zakładamy, że MIRBUD S.A. będzie delewarował się w tempie około 10 mln PLN rocznie, natomiast w spółce JHM Development S.A. zadłużenie będzie początkowo wzrastało o około 20 mln PLN rocznie z tytułu realizacji inwestycji deweloperskich, a następnie o około 10 mln zł z tytułu kolejnych inwestycji.

Bazując na wycenie porównawczej akcje Mirbud mogą osiągnąć wartość rzędu 1,39 zł / akcja. Metoda dochodowa wskazuje na wartość rzędu 1,86 zł / akcja. Po zastosowaniu wag odpowiednio 30% oraz 70% prognozujemy, że w przeciągu 12 miesięcy kurs akcji Mirbud może osiągnąć kurs na poziomie 1,72 zł / akcja, co w porównaniu z obecną ceną na rynku jest wartością o 45,8% wyższą.

Relatywny kurs akcji Mirbud S.A. oraz SWIG80 (03.07.2017 – 03.07.2018)



Kontakt

Wszystkie pytania do tego materiału prosimy kierować na adres: analizy@zmid.org.pl

Niniejsze opracowanie NIE STANOWI rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i zostało sporządzone wyłącznie w celu edukacyjnym oraz promocyjnym.

Model biznesowy

Grupa Kapitałowa

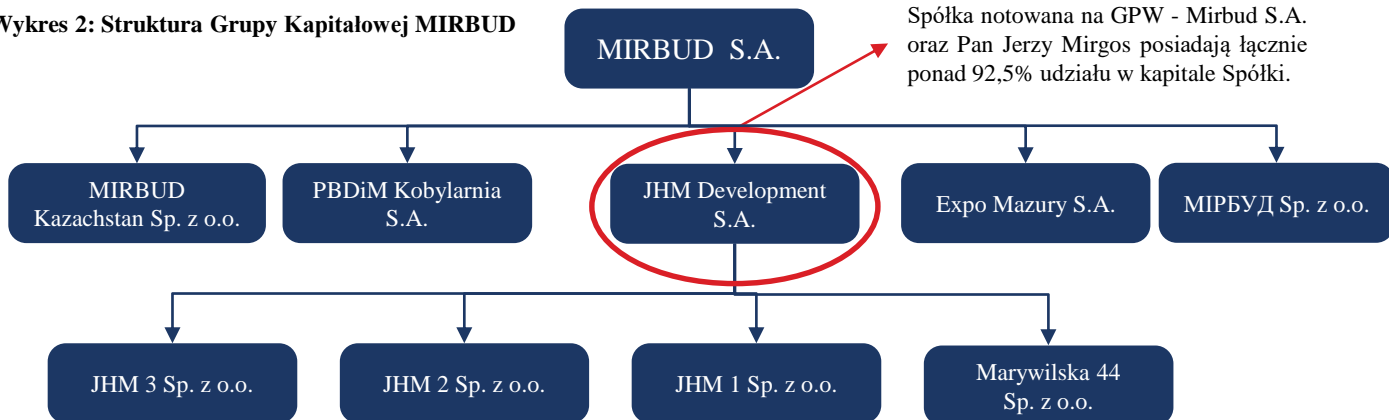
Spółka Mirbud S.A. założona została przez Jerzego Mirgosa, obecnie największego akcjonariusza. Działa na rynku od blisko 30 lat jako generalny wykonawca we wszystkich segmentach budownictwa. Przez ten okres Spółka zakończyła ponad 500 projektów. Grupa Kapitałowa (GK) Mirbud zatrudnia prawie 800 osób i mocno dywersyfikuje swoją działalność. Od wejścia Spółki na giełdę w 2008 r. wszelka działalność związana z budownictwem mieszkaniowym w systemie deweloperskim została wydzielona do spółki zależnej – JHM Development, która również od 2011 roku jest notowana na głównym parkiecie.

Do Grupy Kapitałowej Mirbud zaliczają się:

- Mirbud S.A. – spółka dominująca działająca jako generalny wykonawca;
- PBDiM Kobyłarnia S.A. – spółka zależna wyspecjalizowana w budowie dróg i mostów oraz produkcji masy bitumicznej;
- JHM Development S.A. – spółka zależna działająca w segmencie usług deweloperskich;
- Expo Mazury S.A. – spółka zależna działająca w segmencie targowo-wystawowym;
- Mirbud Kazachstan Sp. z o.o. – spółka zajmująca się budownictwem drogowym i kubaturowym powstała w celu pozyskiwania kontraktów na roboty drogowe w Kazachstanie (obecnie nie prowadzi działalność gospodarczą);
- Marywilka 44 Sp. z o.o. – spółka zależna JHM Development S.A. odpowiedzialna za zarządzanie największym centrum handlowym w obrębie M.S. Warszawy;
- МІРБУД Сп. з о.о. – spółka z siedzibą w Kijowie ma za zadanie realizować i pozyskiwać projekty z zakresu budownictwa inżynieryjno-drogowego i kubaturowego na Ukrainie;

Wszystkie z powyższych podmiotów są konsolidowane w ramach Grupy Kapitałowej metodą pełną za wyjątkiem spółki kazachskiej, która z uwagi na jej nieistotność oraz nieprowadzenie działalności gospodarczej jest pomijana oraz spółki ukraińskiej. Pełną strukturę Grupy przedstawia poniższy wykres.

Wykres 2: Struktura Grupy Kapitałowej MIRBUD

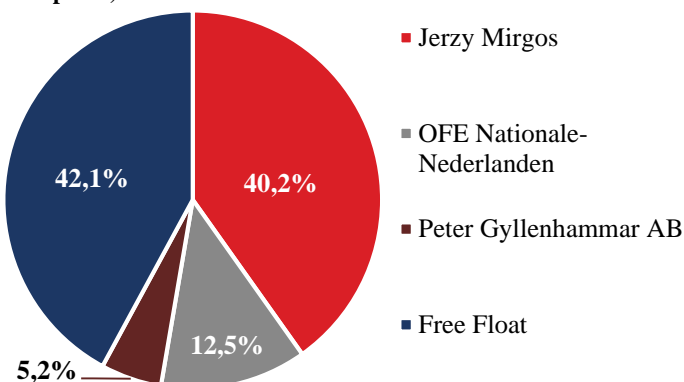


Źródło: opracowanie na podstawie danych Spółki

Akcyonariat

Największym akcjonariuszem Mirbud S.A. jest Pan Jerzy Mirgos posiadający 40,2% akcji. Kolejnymi pod względem zaangażowania akcjonariuszami są OFE Nationale-Nederlanden oraz Peter Gyllenhammar AB. Spośród innych funduszy z o wiele mniejszym zaangażowaniem znajdują się również OFE Pekao (1,1%), AgioFunds TFI (0,3%) oraz OFE Pocztylion (0,2%). Spółka nie emitowała akcji uprzywilejowanych co do głosu więc udział w kapitale jest tożsamy z udziałem podczas WZA.

Wykres 1: Struktura Akcjonariatu Mirbud S.A. (udział w kapitale).



Źródło: opracowanie na podstawie danych Spółki

Przedmiot działalności

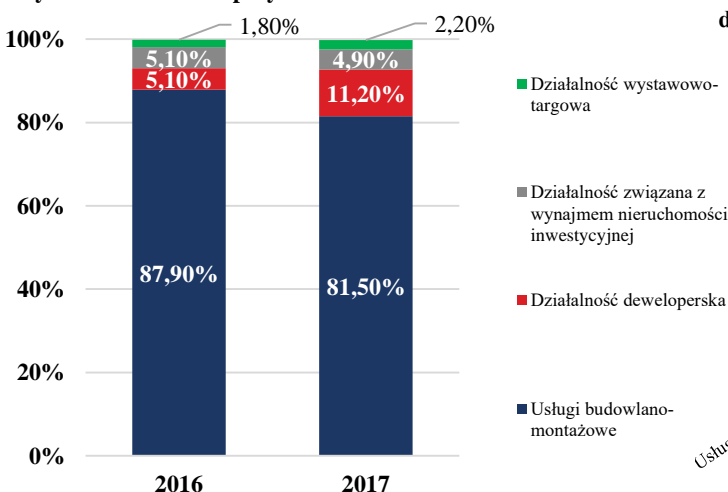
Spółka dywersyfikując swoją działalność realizuje projekty w poniższych segmentach:

- Sprzedaż usług budowlano-montażowych** – największy obszar działalności spółki. W 2017 roku przychody z tego segmentu stanowiły 81,5% całości przychodów (87,9% w 2016r.). W ramach tego tej działalności realizowane są:
 - Budynki użytku publicznego** – w tym zakresie Mirbud S.A. realizuje i projektuje: budynki administracji publicznej, obiekty sportowe, szpitale, hotele, salony samochodowe, centra wystawienniczo-konferencyjne, etc.
 - Budynki mieszkalne** – w tym zakresie Mirbud S.A. działa jako wykonawca projektów realizowanych przez spółkę zależną JHM Development S.A.
 - Budynki produkcyjne, handlowe i usługowe** – Mirbud S.A. oferuje również roboty w systemie generalnego wykonawstwa ofertując budowę oraz modernizację budynków produkcyjnych, hal logistycznych czy magazynów.
 - Roboty inżynieryjno-drogowe** – w tym zakresie Spółka za pomocą Spółki zależnej PBDiM Kobylarnia S.A. świadczy usługi w zakresie budownictwa lub modernizacji dróg wraz z infrastrukturą towarzyszącą.
- Działalność deweloperska** – działalność obejmuje sprzedaż lokali w budynkach realizowanych przez JHM Development S.A. w średniej wielkości miastach takich jak Konin, Łowicz czy Zakopane. W 2017 roku przychody z tego segmentu stanowiły 11,2% całości przychodów (5,1% w 2016r.).
- Sprzedaż usług wynajmu** – do Grupy Kapitałowej należy nieruchomość inwestycyjna Marywilska 44, która zarządza Centrum Handlowym Marywilska 44 w Warszawie. JHM Development S.A. posiada również podobne inwestycje w mniejszych miastach wynajmując powierzchnię handlową najemcom. W 2017 roku przychody z tego segmentu stanowiły 4,9% całości przychodów (5,1% w 2016 r.).
- Sprzedaż materiałów i towarów oraz pozostałych usług** – w ramach tej działalności Grupa Kapitałowa wynajmuje maszyny oraz pojazdy budowlane. Za pomocą spółki Expo Mazury jest zaangażowana w organizowanie imprez okolicznościowych, targów oraz konferencji w swoim centrum targowo-wystawienniczym Expo Mazury w Ostródzie. W 2017 roku przychody z tego segmentu stanowiły 2,2% całości przychodów (1,8% w 2016 r.).

Struktura przychodów

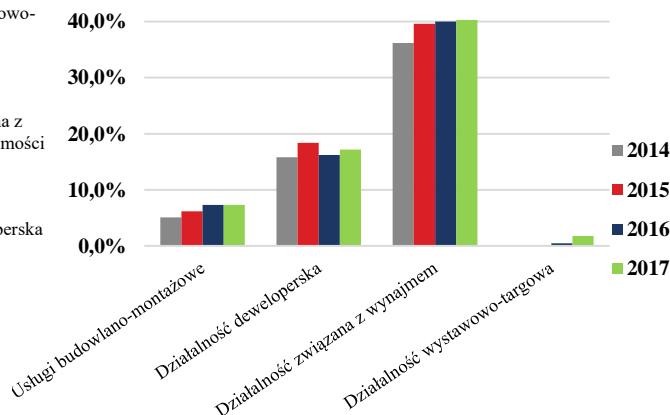
W ramach swojej działalności Mirbud S.A. wygenerował w 2017 roku na poziomie skonsolidowanym całej Grupy Kapitałowej 859,9 mln zł przychodów. Największym generatorem przychodów pozostaje segment usług budowlano-montażowych, jednak w ciągu roku mocno wzrosło znaczenie segmentu deweloperskiego. W połączeniu z rosnącymi przychodami ogółem i jego zdecydowanie większą rentownością istotnie przyczyniło się to do wzrostu wyniku netto całej Grupy.

Wykres 3: Struktura przychodów w 2017 r.



Źródło: opracowanie na podstawie danych Spółki

Wykres 4: Rentowność sprzedaży poszczególnych segmentów działalności w latach 2014 - 2017.



Źródło: opracowanie na podstawie danych Spółki

Sytuacja rynkowa (otoczenie makroekonomiczne i branżowe)

Branża budowlana jest sektorem wysoce zależnym od ogólnej koniunktury gospodarczej, która bezpośrednio wpływa na wyniki branży i rynkowy popyt. Obecna sytuację w gospodarce należy jednak traktować jako dobrą. Zgodnie z danymi oraz prognozami GUS i Economist Intelligence Unit wzrost PKB w roku 2017 wyniósł 4,6%. Poza szybkim wzrostem i pomniejszaniem luki gospodarczej do krajów Europy Zachodniej dodatkowo można spodziewać się utrzymania korzystnej koniunktury w kolejnych kwartałach. Potwierdzać może to chociażby zainteresowanie inwestorów zagranicznych. Pod względem liczby inwestycji zagranicznych i miejsc pracy, które mogą stworzyć, Polska została już liderem Unii Europejskiej (raport fDI Markets).

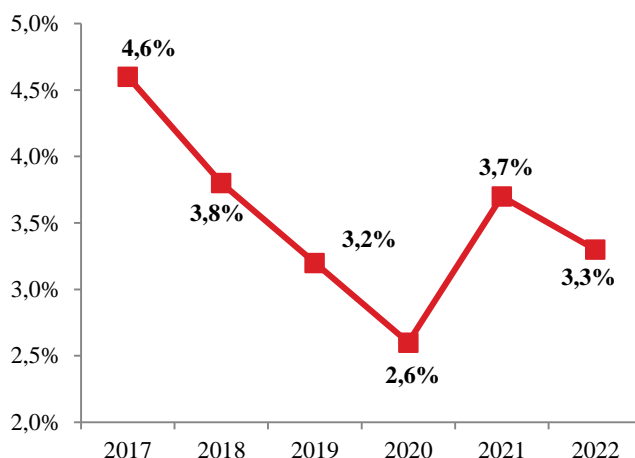
Ponadto, od dłuższego czasu zaobserwować można stabilną sytuację kredytową. Stopy procentowe pozostają bez zmian od 2015 roku. W kontekście np. rynku deweloperskiego, na którym obecny jest JHM Development oznacza to tańsze kredyty hipoteczne, a w konsekwencji zwiększony popyt na nieruchomości.

Wartość polskiego rynku budowlanego za 2016 rok wyniosła 177 mld zł. Kompletne dane za rok 2017 zostaną oficjalnie podane przez GUS dopiero pod koniec 2018 r. Jednak biorąc pod uwagę trendy w budownictwie jednorodzinym i niemieszkaniowym, firma badawcza Spectis w swoim raporcie „Rynek budowlany w Polsce 2018-2025” oszacowała na początku roku, że wartość rynku może sięgnąć nawet 193 mld zł. Byłaby to rekordowa liczba przekraczająca nawet budowlany boom z 2011 r. związany z organizacją EURO 2012. Pomimo, że szacunki te mogą wydawać się mocno optymistyczne, to jednak zarówno budownictwo mieszkalne jak i niemieszkalne utrzymuje w ostatnich latach silną tendencją wzrostową (patrz strony 5-6).

Najwyższa Izba Kontroli (NIK) ostrzega, że może powtórzyć się sytuacja z lat 2010-2012, gdy wiele firm branży budowlanej miało duże problemy finansowe spowodowane głównie realizacją projektów poniżej progu rentowności. Wynikały one najczęściej z powodów trudniejszych wcześniej do przewidzenia jak np. silny wzrost cen materiałów budowlanych będący konsekwencją dynamicznie rosnącego popytu. Obecnie również występuje spiętrzenie inwestycji z uwagi na potrzebę wykorzystania środków unijnych, rosną ceny materiałów budowlanych oraz usług, a także konsekwentny niedobór pracowników.

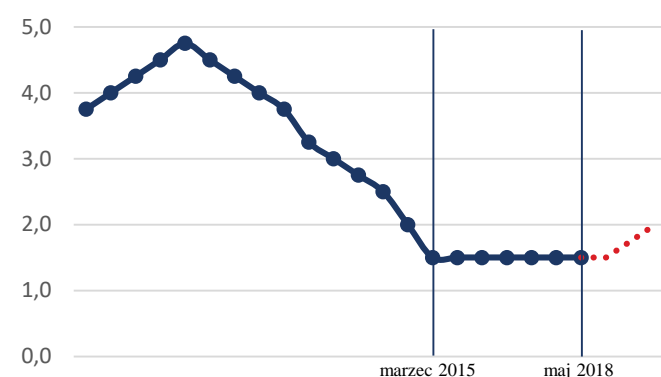
Nastroje na rynku budowlanym są pozytywne. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury dla sektora budowlanego podawany przez GUS na podstawie ankiet wśród menadżerów pracujących w danej branży jest obecnie na poziomie najwyższym od 2010 roku.

Wykres 5: Szacowany wzrost PKB Polski w latach 2017-2022.



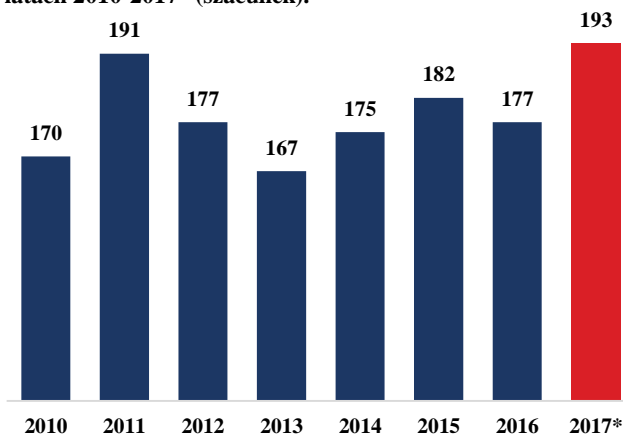
Źródło: Economist Intelligence Unit – Analizy dla Polski.

Wykres 6: Stopa procentowe NBP w okresie 2011-2018.



Źródło: NBP

Wykres 7: Wartość rynku budowlanego w Polsce w mld zł w latach 2010-2017* (szacunek).

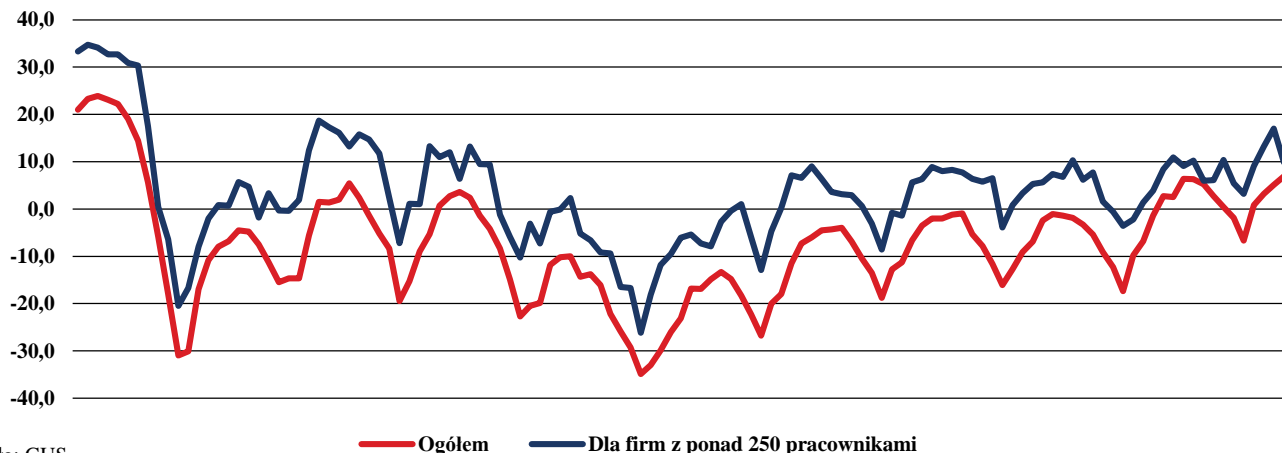


Źródło: Raport „Rynek budowlany w Polsce 2018-2025, Spectis na podstawie danych GUS.

Niniejsze opracowanie NIE STANOWI rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i zostało sporządzone wyłącznie w celu edukacyjnym oraz promocyjnym.

Potwierdza to pozytywną tendencję ogólnego sentymentu w branży. Sytuacja jest dodatkowo jeszcze lepiej postrzegana w przypadku dużych podmiotów zatrudniających ponad 250 pracowników, do których zalicza się Mirbud.

Wykres 8: Ogólny klimat koniunktury dla sektora budowlanego w latach 2008-2018



Źródło: GUS

Zadłużenie i rentowność sektora

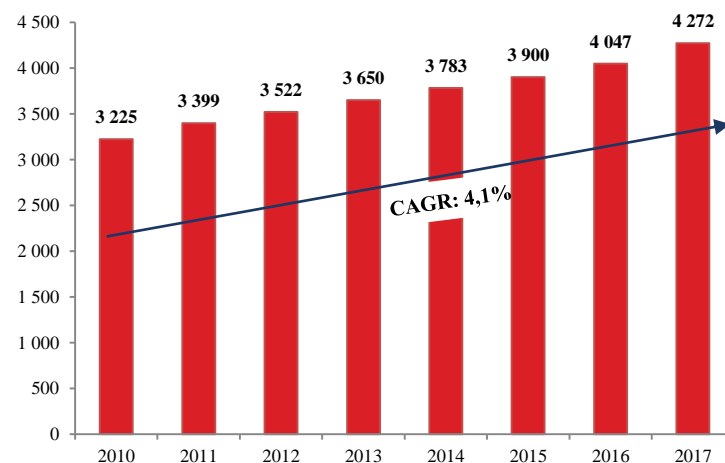
Pomimo widocznego ożywienia sektora budowlanego, obecna kondycja sprawia wrażenie umiarkowanie optymistycznej, gdyż wiele firm ma problemy ze spłatą bieżących zobowiązań (dane Big Monitor oraz Polskiego Związku Pracodawców Budownictwa). Na koniec 3 kwartału 2017 roku przeterminowane (powyżej 60 dni) zadłużenie firm budowlanych osiągnęło **4,27 mld zł**. To wzrost o **470 mln zł** w porównaniu z końcem roku 2016. Tak rosnące zadłużenie to silnie niepokojący trend zwłaszcza w sytuacji gdy pomimo wzrostu wartości rynku spada jego rentowność. Potwierdzają to zarówno dane pojedynczych przedsiębiorstw jak i ogólne dane GUS. Zgodnie z nimi wskaźnik zyskowności sprzedaży w budownictwie jest obecnie niższy niż dla ogółu podmiotów gospodarczych (po I półroczu 2017 r. wynosił 2,5% wobec 5,3% dla pozostałych firm). Przyczyn takiego stanu należy szukać we wzroście cen materiałów i surowców budowlanych, rosnących kosztach zatrudnienia, wzrostach cen podwykonawców oraz możliwych problemach z logistyką towarów (z uwagi na obszerny program modernizacji kolei).

Budownictwo niemieszaniowe

Zgodnie z danymi GUS w 2017 r. oddano do użytkowania 23 432 nowe budynki niemieszkalne (wobec 23 072 przed rokiem) o powierzchni użytkowej 13 800 tys. m² (5,6% więcej). Ponad 88% oddanej powierzchni zostało zrealizowanej w ramach pięciu rodzajów budynków:

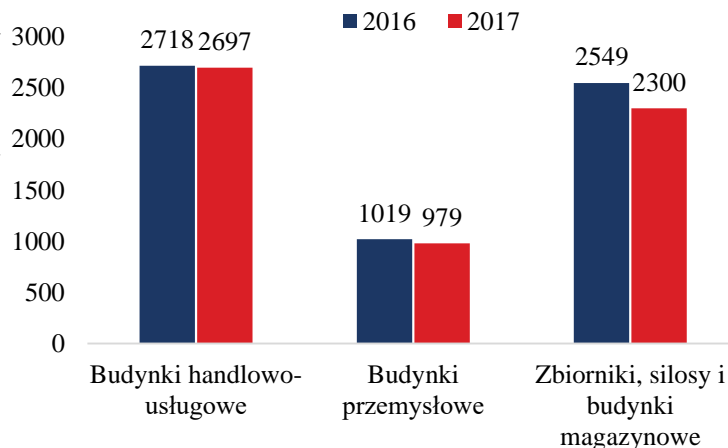
- zbiorników, silosów i budynków magazynowych,
- budynków gospodarstw rolnych,
- przemysłowych,
- handlowo-usługowych
- biurowych.

Wykres 9: Średnie wynagrodzenie w Polsce.



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Wykres 10: Ilość oddanych do użytku budynków niemieszkalnych.

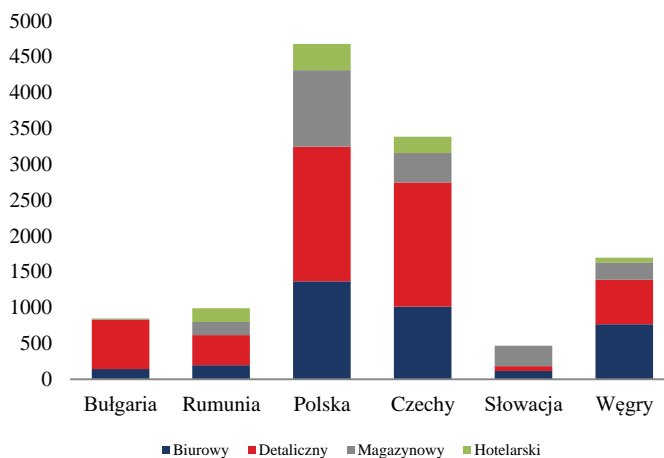


Źródło: Główny Urząd Statystyczny

Jednym z najdynamiczniej rozwijających się segmentów budownictwa niemieszkaniowego był rynek magazynowy. W ciągu roku wzrastała aktywność zarówno wśród deweloperów, jak i najemców powierzchni, co pozwoliło na kolejny rok intensywnego wzrostu. Podaż nowoczesnej powierzchni magazynowej dostarczonej w 2017 r. osiągnęła poziom ponad 2,3 mln m² (w porównaniu do ok. 1,26 mln m² w 2016 r.), a całkowita powierzchnia magazynowa oferowana w Polsce przekroczyła 13,5 mln m². Co istotne, na koniec grudnia ubiegłego roku w budowie znajdowało się ponad 1,3 mln m² powierzchni. Na rynku wciąż jest więc miejsce oraz zapotrzebowanie na kolejne projekty tego typu. Wraz z dalszym rozwojem Polski jako dobrej lokalizacji dla hubów logistycznych do realizacji dostaw pomiędzy Azją, a Europą Zachodnią trend ten powinien się utrzymywać.

Kolejnym istotnym segmentem rynku niemieszkaniowego jest sektor handlowy. Według danych Colliers, całkowite zasoby nowoczesnej powierzchni centrów handlowych w Polsce na koniec 2017 r. przekroczyły 11,5 mln m². Pod względem formatów niezmiennie w czołówce pozostają tradycyjne centra handlowe stanowiące 88%. Konsekwentnie rośnie w Polsce poziom nasycenia nowoczesną powierzchnią centrów handlowych. Na koniec 2017 r. współczynnik wynosił 301m²/1000 mieszkańców. Daje to poziom nasycenia nowoczesną powierzchnią handlową na poziomie średniej europejskiej. Należy więc spodziewać się spowolnienia dalszych przyrostów. Ten trend już zdaje się potwierdzać - w minionym roku na rynek dostarczono prawie 360 tys. m² nowoczesnej powierzchni handlowej, co w porównaniu z rokiem 2016 daje wynik o ok. 15% mniejszy.

Wykres 11: Wartość inwestycji na rynku Europy Środkowo-Wschodniej w 2017 (w mln euro)



Źródło: Cushman & Wakefield, 2017

Rynek Mieszkaniowy

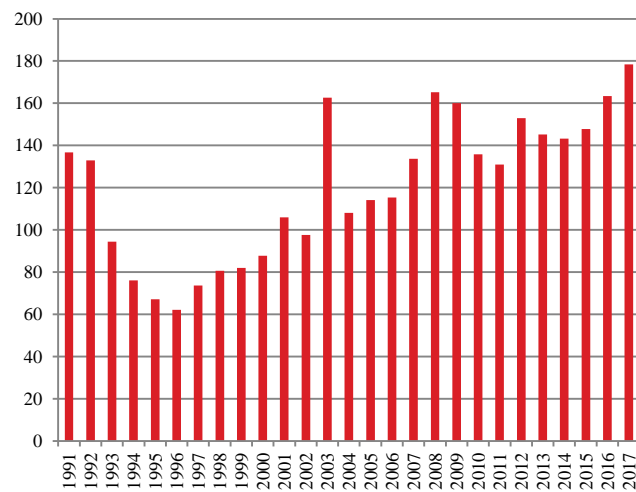
Według danych GUS w 2017 r., w porównaniu z rokiem 2016 odnotowano:

- wzrost liczby pozwoleń na budowę mieszkań o 19,1%,
- wzrost liczby mieszkań, których budowę faktycznie rozpoczęto o 18,4%,
- wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania o 9,3%., co nominalnie przełożyło się na 178 460 mieszkań oddanych do użytku w 2017 roku.

Z raportu firmy REAS wynika, że w 2017 r. sprzedaż nowych mieszkań w 6 głównych miastach w Polsce tj. Warszawie, Krakowie, Wrocławiu, Trójmieście, Poznaniu i Łodzi wyniosła 72,7 tys., czyli o 17 proc. więcej niż w 2016 r. Tylko w ostatnim kwartale 2017 roku deweloperzy sprzedali 18,9 tys. lokali, co jest rekordowym wynikiem. Tak dużemu popytowi towarzyszyła też prężna praca deweloperów, którzy w minionym roku oddali do użytku 67,3 tys. nowych lokali. Można jednak

zaobserwować, że firmy budujące mieszkania nie nadążają z kolejnymi projektami. Oczywiście, w 2018 r. nie należy spodziewać się załamania rynku, można jednak oczekiwać mniej spektakularnych wyników. Kilka zmian w otoczeniu wpłynie znacząco na działalność deweloperską zarówno zmieniając warunki dla budujących, jak i kupujących mieszkania. Po pierwsze zakończony zostanie program MdM. Co prawda jego zastępstwem ma być program Mieszkanie +, jednak jego formuła nie powinna równie korzystnie wpływać na wyniki sprzedaży deweloperów. Zmianę w cenach (na minus) można było zaobserwować już od III kwartału 2017 roku, a tym co najbardziej dotyka deweloperów, w szczególności w średnich i dużych miastach (na które silniejszy nacisk planuje położyć również Mirbud), brak jest atrakcyjnych gruntów pod budowę kolejnych inwestycji - rosną ich ceny, a w wyniku zmian na rynku pracy, także stawki za wykonawstwo.

Wykres 12: Mieszkania oddane do użytku (w tys.) od roku 1991 do 2017.



Źródło: Główny Urząd Statystyczny

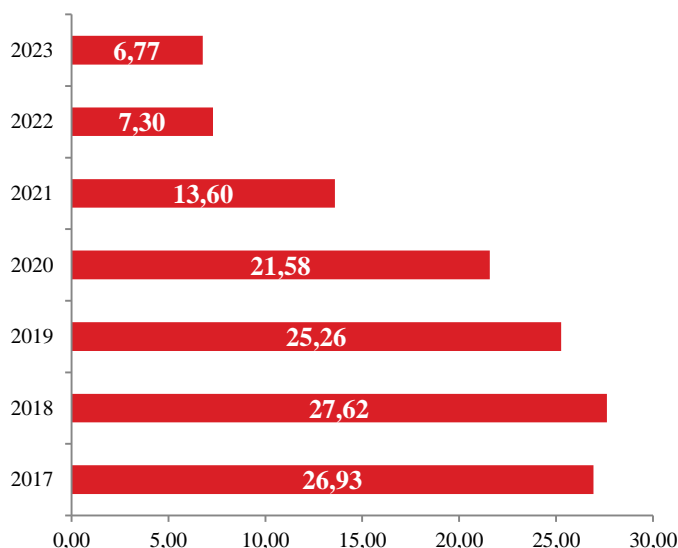
Budownictwo drogowe

W 2017 roku Rada Ministrów przyjęła szereg uchwał, które aktualizują Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2023. Oficjalnym celem, do którego dąży resort infrastruktury jest budowa spójnego i nowoczesnego systemu dróg krajowych. Zgodnie z planem wydatki na budowę dróg w roku 2018 mają osiągnąć 27,62 mld PLN a całkowity budżet na budowę dróg do roku 2023 wyniesie 102,13 mld PLN.

Koniunktura w obszarze budownictwa transportu drogowego będzie w sposób istotny napędzana kontynuacją budowy autostrad m.in. dokończenie budowy odcinków na A2 między Warszawą – Terespołem, dróg ekspresowych oraz obwodnic m.in.: Krakowa i Warszawy, oraz planem stworzenia dróg paneuropejskich m.in. Via Carpatia.

Wartość planowanych wydatków na budownictwo drogowe i kolejowe w latach 2017-2020 jest ponadto wyższa niż przed EURO 2012. Jednak dobra koniunktura, obserwowana w innych obszarach budownictwa oraz coraz trudniejszy dostęp do pracowników mogą wpłynąć na presję płacową, a w ostateczności nawet na opóźnienia w realizacji prac budowlanych oraz obniżenie i tak niewielkiej w tym sektorze rentowności. Firmy, które będą chciały się zaangażować w projekty drogowe będą musiały bardzo ostrożnie konstruować umowy z podwykonawcami, tak aby zmiany cen robót oraz surowców nie odbiły się na ich kondycji finansowej.

Wykres 13: Planowe wydatki na budowę dróg wg planu na lata 2014-2023 (mld PLN)



Źródło: Program Budowy Dróg Krajowych Na Lata 2014-2023.

Szanse branży



1. Koniunktura gospodarcza w Polsce.
2. Silny popyt wewnętrzny oraz rosnące inwestycje zagraniczne.
3. Rozwój sektora logistycznego (rynek magazynowy), rosnąca zamożność Polaków (rynek mieszkaniowy i handlowy).
4. Napływ funduszy unijnych skutkujący popytem na inwestycje infrastrukturalne.

Ryzyka branży



1. Rosnące koszty materiałów oraz wynagrodzeń.
2. Pogłębiający się niedobór pracowników.
3. Rosnące zadłużenie sektora połączone ze spadającą zyskownością realizowanych projektów.
4. Wzrost poziomu stóp procentowych mogący negatywnie wpłynąć na popyt w przyszłości.

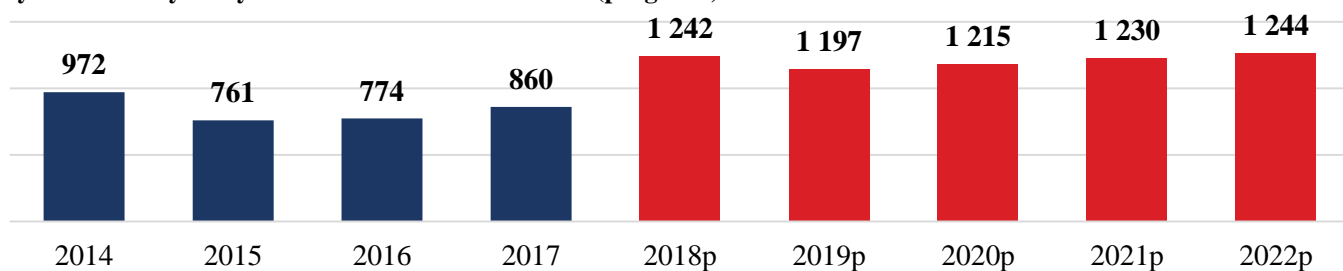
Prognozy finansowe

Przychody

Dane w tys. PLN	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Sprzedaż usług budowlano-montażowych:	1 038 430	981 603	987 725	993 610	997 738	1 001 986
- budynki użytku publicznego	83 810	85 067	86 088	88 240	89 652	91 176
% dynamika	2,0%	1,5%	1,2%	2,5%	1,6%	1,7%
rentowność	2,5%	2,5%	2,7%	3,2%	3,3%	3,3%
- budynki produkcyjne, handlowe, usług.	487 920	429 370	429 799	430 229	431 519	432 814
% dynamika	0,0%	-12,0%	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%
rentowność	9,0%	8,5%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
- roboty inżynieryjno-drogowe	466 700	467 167	471 838	475 141	476 567	477 996
% dynamika	5,0%	0,1%	1,0%	0,7%	0,3%	0,3%
rentowność	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Działalność deweloperska	136 440	145 991	156 940	164 787	173 026	181 678
% dynamika	42,4%	7,0%	7,5%	5,0%	5,0%	5,0%
rentowność	9,9%	9,9%	12,0%	12,1%	12,5%	13,5%
Sprzedaż usług wynajmu	45 900	46 818	47 754	48 709	49 684	50 677
% dynamika	15,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
rentowność	39,3%	39,0%	39,0%	39,0%	38,7%	38,7%
Sprzedaż pozostałych usług (działalność wystawowo targowa)	20 022	20 623	21 138	21 667	22 209	22 764
% dynamika	4,5%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
rentowność	1,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Sprzedaż materiałów i towarów	1 903	1 987	2 090	2 195	2 239	2 295
% dynamika	5,1%	4,4%	5,2%	5,0%	2,0%	2,5%
rentowność	-21,5%	4,6%	4,8%	4,9%	4,9%	5,4%
SUMA	1 242 696	1 197 022	1 215 649	1 230 969	1 244 896	1 259 400

- ✓ Według informacji Spółki wartość kontraktów pozostających do zrealizowania i uwzględniona w przychodach wynosi ponad 800 mln zł, w tym na rok 2018 przypada ok. 620 mln zł.
- ✓ Zakończenie i oddanie budowy S3 – kontrakt o wartości 448 mln PLN brutto - według informacji spółki ma dokonać się roku 2018. W powyższej prognozie przychodów uwzględnione jest zamknięcie tego kontraktu w roku 2018.
- ✓ Obecnie Spółka czeka na rozstrzygnięcie dwóch istotnych kontraktów, w których złożyła najniższą ofertę o łącznej wartości ok. 1 mld PLN. **Prognozy i dalsza wycena opierają się na założeniu, że kontrakty te zostaną wygrane oraz zrealizowane przez Spółkę z zakładaną rentownością.**
- ✓ Bank ziemi będący w posiadaniu Grupy obejmuje ponad 42 ha, z przeznaczeniem pod zabudowę jedno i wielorodzinną oraz komercyjną.
- ✓ W okresie objętym prognozą generującym przychody Grupa będzie realizowała projekty w mniejszych i średniej wielkości miastach Polski oraz w dużych miastach takich jak Katowice, Bydgoszcz i Łódź.

Wykres 14: Przychody Mirbud w latach 2014 – 2022 (prognoza)

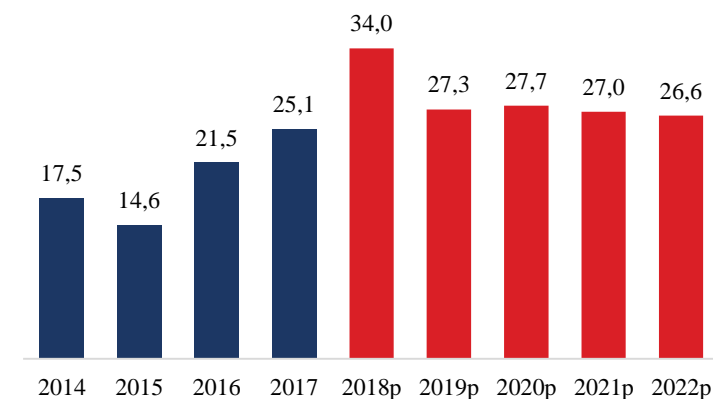


Źródło: Sprawozdania finansowe Spółki oraz prognozy własne..

Rentowność

- **Segment budowlano-montażowy:** zakładamy osiągnięcie marż w tym segmencie na poziomie odpowiednio ok. 3% dla budownictwa użytku publicznego, ok. 8% dla budownictwa produkcyjno-handlowo-usługowego oraz ok. 5% dla robót inżyniersko-drogowych.
- **Segment wynajmu:** po oddaniu do użytku w 2017r. Wodnego Parku Handlowego oraz zrealizowaniu założenia pełnej komercjalizacji obiektu w 2018r. planowany jest wzrost przychodów w segmencie najmu na poziomie 15%. Natomiast w latach 2018-2020 planowane są przychody segmentu na poziomie odpowiednio 45,9 mln zł, 46,8 mln zł oraz 47,7 mln zł z utrzymaniem średniej rentowności na poziomie ok. 39%.
- **Segment wystawowo-targowy:** zakładamy stabilny poziom aktywności tego segmentu. W latach 2018-2020 planowane są przychody na poziomie odpowiednio 20,0 mln zł, 20,6 mln zł oraz 21,1 mln zł.
- **Segment deweloperski:** zgodnie z założeniami Spółki przyjęliśmy, że w najbliższych 3 latach roczna sprzedaż przekroczy 500 lokali mieszkalnych i usługowych rocznie. W pierwszym kwartale 2018r. przychody ze sprzedaży JHM Development wyniosły 28,3 mln zł (170% wzrost r/r). Do końca pierwszego kwartału br. zawarto 2014 umowy przedwstępne i deweloperskie (wzrost 37% r/r). Planowane jest utrzymanie długoterminowej marży brutto na działalności deweloperskiej na poziomie 5%, przy dynamice przychodów w latach 2018-2020 na poziomie odpowiednio 136,4 mln zł, 145,9 mln zł oraz 156,1 mln zł.

Wykres 15: Zysk netto Mirbud w latach 2014 – 2022 (prognoza)



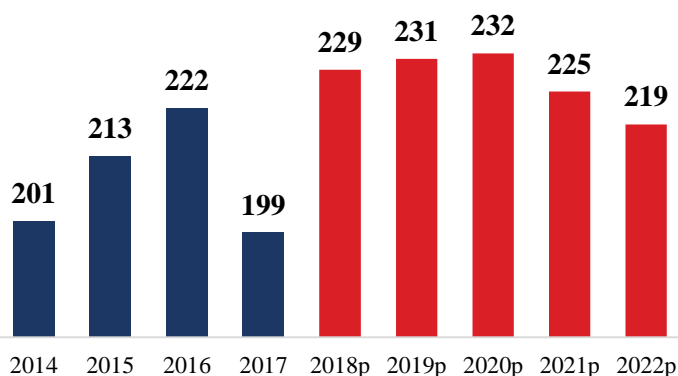
Źródło: Sprawozdania finansowe Spółki oraz prognozy własne..

Dane w tys. PLN	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody ze sprzedaży	1 242 696	1 197 022	1 215 649	1 230 969	1 244 896	1 259 400
Koszt wytworzenia produkcji sprzedanej	1 141 920	1 101 462	1 116 408	1 129 575	1 141 229	1 152 197
Zysk ze sprzedaży	100 776	95 561	99 241	101 394	103 667	107 203
Pozostałe przychody operacyjne	22 736	23 872	25 066	26 319	27 635	29 017
Pozostałe koszty operacyjne	64 694	67 928	71 325	74 891	78 636	82 567
Amortyzacja	11 806	12 210	12 400	12 556	12 698	12 846
EBITDA	70 623	63 714	65 382	65 378	65 365	66 499
Zysk operacyjny (EBIT)	58 818	51 505	52 982	52 822	52 667	53 653
Przychody finansowe	0	0	0	0	0	0
Koszty finansowe	16 841	17 800	18 780	19 431	19 811	20 191
Pozostałe przychody (koszty)	0	0	0	0	0	0
Zysk z działalności gospodarczej	41 977	33 705	34 202	33 391	32 856	33 461
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	0	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	41 977	33 705	34 202	33 391	32 856	33 461
Zysk (strata) netto z działalności zaniechanej	0	0	0	0	0	0
Podatek	-7 976	-6 404	-6 498	-6 344	-6 243	-6 358
Zysk netto	34 001	27 301	27 704	27 047	26 613	27 104
Przyporządkowany do udziałów niekontrolujących	-3 122	-2 507	-2 544	-2 483	-2 444	-2 489
Przyporządkowany do właścicieli jednostki dominującej	30 879	24 794	25 160	24 563	24 169	24 615

Bilans i zadłużenie

Dane w tys. PLN	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Aktywa trwałe	549 353	564 129	579 275	594 800	610 716	627 038
Wartości niematerialne i prawne	16 085	15 230	14 362	13 483	12 594	11 695
Rzeczowe składniki majątku trwałego	280 397	289 830	299 442	309 231	319 197	329 344
Należności długoterminowe	15 118	15 420	15 728	16 043	16 364	16 691
Inwestycje długoterminowe	214 895	219 193	223 576	228 048	232 609	237 261
Pozostałe aktywa trwałe	22 859	24 457	26 166	27 996	29 953	32 047
Aktywa obrotowe	574 637	568 322	586 378	590 545	610 534	630 772
Zapasy	252 702	252 261	258 910	254 763	259 571	264 219
Należności krótkoterminowe	296 866	282 630	283 651	287 226	290 476	293 860
Inwestycje krótkoterminowe	21 959	30 260	40 582	45 256	57 122	69 260
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	21 959	30 260	40 582	45 256	57 122	69 260
Pozostałe aktywa obrotowe	3 110	3 172	3 235	3 300	3 366	3 433
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	1 123 990	1 132 451	1 165 654	1 185 345	1 221 251	1 257 810
Kapitał własny	386 745	411 539	436 699	461 262	485 432	510 047
Kapitał (fundusz) podstawowy	8 249	8 249	8 249	8 249	8 249	8 249
Udziały (akcje) własne	0	0	0	0	0	0
Zyski (straty) przypadające właścicielom jednostki	30 879	24 794	25 160	24 563	24 169	24 615
Kapitał (fundusz) zapasowy	293 353	324 232	349 026	374 186	398 749	422 919
Udziały niekontrolujące	54 264	54 264	54 264	54 264	54 264	54 264
Zobowiązania długoterminowe	319 385	329 879	340 432	347 296	354 222	361 212
Z tytułu dostaw i usług	50 033	51 034	52 054	53 095	54 157	55 241
Kredyty i pożyczki	169 722	177 222	184 722	188 472	192 222	195 972
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	13 209	13 473	13 742	14 017	14 297	14 583
Inne zobowiązania długoterminowe	86 422	88 150	89 913	91 711	93 545	95 416
Zobowiązania krótkoterminowe	417 859	391 034	388 523	376 787	381 596	386 551
Z tytułu dostaw i usług	293 414	266 005	260 014	246 194	248 979	251 880
Kredyty i pożyczki	61 570	64 070	66 570	67 820	69 070	70 320
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	6 954	7 093	7 235	7 379	7 527	7 678
Inne zobowiązania krótkoterminowe	55 921	53 866	54 704	55 394	56 020	56 673
Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	1 123 990	1 132 451	1 165 654	1 185 345	1 221 251	1 257 810

Wykres 16: Zadłużenie netto Mirbud w latach 2014 – 2022 (prognoza)



Źródło: Sprawozdania finansowe Spółki oraz prognozy własne.

➤ Prognozy finansowe zostały sporządzone przy założeniu bezpiecznego poziomu płynności całej Grupy. W latach 2018-2023 planowany jest stabilny poziom długu z lekką tendencją spadkową w skali całej Grupy.

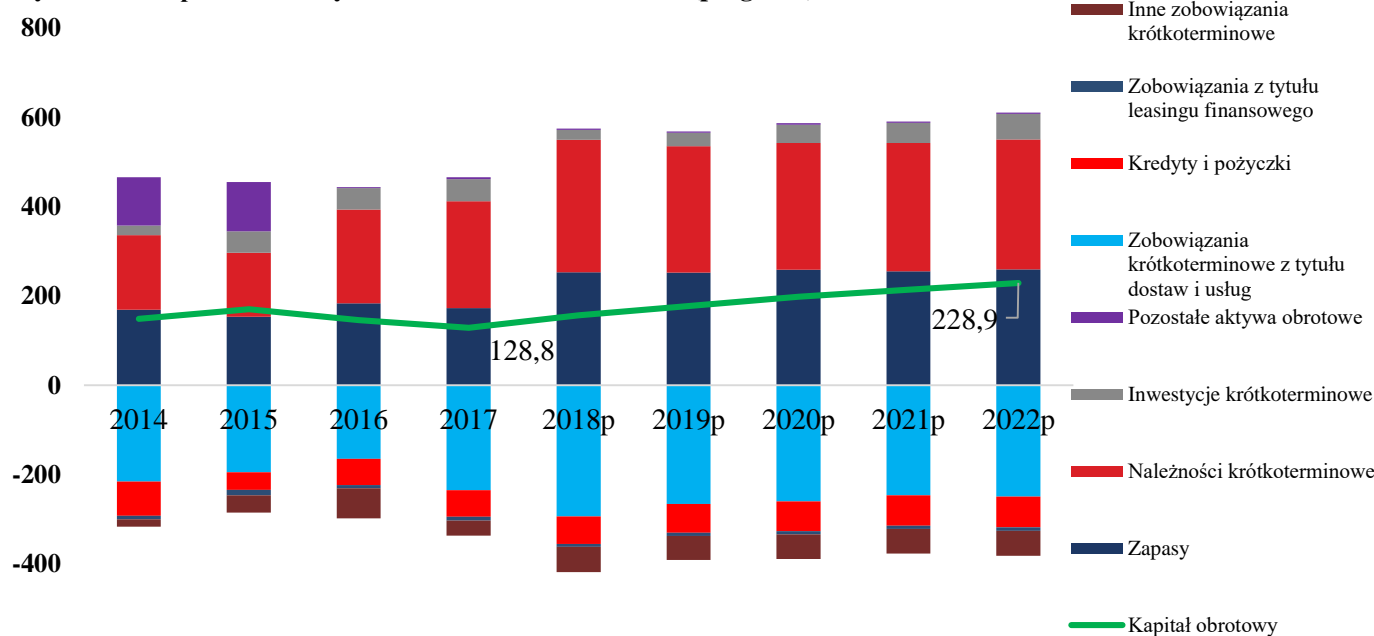
➤ Zmianie ulegnie struktura długu między Spółkami w grupie. Zakładamy, że MIRBUD S.A. będzie delewarował się w tempie około 10 mln PLN rocznie, natomiast w grupie JHM zadłużenie będzie początkowo wzrastało o około 20 mln PLN rocznie z tytułu realizacji inwestycji deweloperskich planowanych w kolejnych latach takich jak np. inwestycje w Bydgoszczy czy Łodzi, następnie w tempie ok 10 mln rocznie

Kapitał obrotowy

Poziom kapitału obrotowego niezbędny do utrzymania płynności finansowej w Grupie Kapitałowej bezpośrednio wpływa na poziom kosztów za pośrednictwem poziomu kapitału obcego co implikuje poziom rentowności osiąganej na realizowanych kontraktach i osiąganym ROE. W latach 2018-2023 prognozujemy systematyczny wzrost kapitału obrotowego ze względu na wzrost skali działalności na poziomach odpowiednio 156,8 mln PLN, 177,3 mln PLN, 197,9 mln PLN, 213,8 mln PLN, 228,9 mln PLN oraz 244,2 mln PLN.

Dane w tys. PLN	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Zysk netto	34 001	27 301	27 704	27 047	26 613	27 104
Amortyzacja	11 806	12 210	12 400	12 556	12 698	12 846
Zmiana stanu zobowiązań z wyłączeniem zobowiązań finansowych	83 293	-26 735	-2 369	-10 291	6 308	6 508
Zmiana stanu należności	-56 623	13 934	-1 330	-3 889	-3 571	-3 712
Zmiana stanu zapasów	-80 066	441	-6 650	4 148	-4 808	-4 648
Inne zmiany w kapitale obrotowym	381	-2 569	-2 607	-2 548	-2 510	-2 556
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	-7 208	24 581	27 148	27 022	34 731	35 541
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-12 986	-13 431	-13 640	-13 811	-13 968	-14 130
Pozostałe wydatki związane z działalnością inwestycyjną	-5 707	-5 896	-6 094	-6 301	-6 518	-6 746
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-18 693	-19 326	-19 733	-20 112	-20 486	-20 877
Zaciągnięcie zobowiązań z tytułu pożyczek i kredytów	82 900	76 535	77 991	10 000	10 000	18 171
Spląty zobowiązań z tytułu pożyczek i kredytów	-72 900	-66 535	-67 991	-5 000	-5 000	-13 171
Spląty zobowiązań z tytułu leasingu	-8 684	-6 954	-7 093	-7 235	-7 379	-7 527
Środki pieniężne z działalności finansowej	1 316	3 046	2 907	-2 235	-2 379	-2 527
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	46 544	21 959	30 260	40 582	45 256	57 122
Zwiększenia (zmniejszenia) netto stanu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	-24 585	8 301	10 322	4 675	11 866	12 138
Środki pieniężne na koniec okresu	21 959	30 260	40 582	45 256	57 122	69 260

Wykres 17: Kapitał obrotowy Mirbud w latach 2014 – 2022 (prognoza)



Źródło: Sprawozdania finansowe Spółki oraz prognozy własne.

Oszacowanie wartości spółki

Metoda porównawcza

Nasza wycena metodą porównawczą oparta została o wybrane spółki notowane na głównym parkiecie warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, których zakres działalności pokrywa się z zakresem działalności Mirbud S.A. Jednocześnie wybraliśmy jedynie podmioty, których rynkowa kapitalizacja przekracza 100 mln zł. Wszystkie dane dla spółek porównywalnych obejmują okres od 01.04.2017 do 31.03.2018, tj. ostatnie 3 kwartały roku 2017 oraz pierwszy kwartał roku 2018.

Do wyceny wybrano następujące wskaźniki z odpowiednio zastosowanymi wagami:

- **P/E (Cena / Zysk)** – 30%
- **P/BV (Cena / Wartość Księgową)** – 30%
- **EV/EBIT** – 20%
- **EV/EBITDA** – 20%

Oszacowanie wartości spółki Mirbud S.A. metodą porównawczą

			P/E	P/BV	EV/EBIT	EV/EBITDA
Spółki porównawcze	Ticker	Cena akcji (03.07.2018)				
Budimex	BDX	131	7,6	3,53	3,6	3,3
Erbud	ERB	14,8	7,0	0,66	6,4	4,9
Trakcja	TRK	2,69	9,1	0,19	14,8	6,1
Elektrobudowa	ELB	72,4	5,6	0,82	3,0	2,5
Instal Kraków	INK	13,75	3,5	0,42	2,5	2,3
PA Nova	NVA	19,5	6,5	0,55	12,5	11,9
Unibep	UNI	5,6	4,9	0,72	6,2	5,0
Mediana			6,5	0,7	6,2	4,9

Wartość implikowana przez wskaźnik (mln zł)	150	202	26	18
--	------------	------------	-----------	-----------

Liczba akcji Mirbud (mln sztuk)	82,5
--	-------------

W przeliczeniu na 1 akcję	1,39
----------------------------------	-------------

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółek. Użyte do szacunku dane finansowe dotyczą ostatnich 12-miesięcy sprawozdawczych tj. 01.04.2017 -31.03.2018.

Metoda dochodowa

Nasza wycena metodą dochodową oparta została o wolne przepływy pieniężne, które skalkulowano na podstawie prognozy finansowej przygotowanej na najbliższe sześć lat działalności (obejmuje ona pełne lata od 2018 do 2022r.). Najważniejsze z przyjętych przez nas założeń do modelu (najbardziej rzutujących na końcowy wynik) to:

- ✓ realizacja zakładanych planów inwestycyjnych, przedstawionych przez Grupę Mirbud,
- ✓ wygrana w dwóch przetargach na kontrakty w sektorze robót drogowych o wartości 1 mld zł,
- ✓ utrzymanie rentowności na sprzedaży brutto w długim terminie dla następujących obszarów działalności: budownictwa produkcyjne: 8,1%, roboty inżynieryjno-drogowe: 5,1% oraz działalność deweloperska: 13,5%. Nieutrzymanie przez Spółkę powyższych wyników istotnie wpływa na końcową wycenę.
- ✓ krótkoterminowy wzrost zadłużenia w związku z planowanym wzrostem aktywności Grupy w obszarze deweloperskim, a następnie stabilizacja długu oraz utrzymanie sprzedaży na poziomie 500 mieszkań rocznie.
- ✓ koszt kapitału skalkulowany na bazie modelu CAPM wynoszący 9,0%, stopa podatkowa równa 19% oraz koszt długu na poziomie 6,7%
- ✓ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 4,7% - oszacowana na bazie średniej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, dla ograniczenia wpływu rekordowo niskich stóp posłużono się średnią 10-letnią,
- ✓ tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2023 na poziomie 1% oraz współczynnik beta na poziomie 0,7

WACC w latach 2018-2023p	7,5 – 7,8%
Stopa wzrostu FCFF do nieskończoności	1,0%
Koszt kapitału	9,0%
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,7%
Tarcza podatkowa	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,4%
Udział kapitału w strukturze kapitałowej	59%
Udział długu odsetkowego w strukturze kapitałowej	41%
Wartość bieżąca CF (tys. PLN)	86 174
Wartość rezydualna (PV w tys. PLN)	321 196
Enterprise Value (tys. PLN)	407 369,3
Equity Value	153 959 348
(po korektach długu netto i udziałów mniejszości w PLN)	
Liczba akcji:	82 493 000
Wartość akcji zgodnie z metodą dochodową (w PLN)	1,86

Wycena końcowa

Waga zastosowana do wyceny porównawczej: 30%

Waga zastosowana do wyceny dochodowej: 70%

Po zastosowaniu powyższych wag otrzymano wycenę na poziomie 1,72 zł. W zestawieniu z obecnym kursem spółki wynoszącym 1,18 zł (na dzień publikacji tego opracowania) jest ona o 45,8% wyższa.

Zastrzeżenia prawne

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane przez ZMID sp. z o.o. (dalej: ZMID) z siedzibą w Warszawie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem: **4 lipca 2018r., 7:50.**

Dystrybucja niniejszego opracowania: **4 lipca 2018 r., 8:00.**

Opracowanie to **NIE JEST** badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016r. uzupełniającego dyrektywę Parlamenty Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie **NIE STANOWI** rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i zostało sporządzone **wyłącznie w celu edukacyjnym oraz promocyjnym.**

Niniejsze opracowanie **NIE STANOWI** porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też **NIE JEST** wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. a także z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone i udostępnione publicznie wszystkim zainteresowanym podmiotom przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji.

Przy sporządzeniu niniejszego opracowania nie uwzględniano indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jego odbiorcą, w tym jakiegokolwiek konkretnego inwestora. Żadna z informacji zawartych w niniejszym opracowaniu nie stanowi oświadczenia ani zapewnienia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia ze względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi indywidualnej rekomendacji. Inwestycje oraz usługi przedstawione w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultacje z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszego opracowania musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejsze opracowanie się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. ZMID zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i jego wyników finansowych, jak np. sytuacja makroekonomiczna na świecie i w kraju, zmieniające się warunki ekonomiczne, zmiana sytuacji na rynkach towarowych, katastrofy naturalne, zmiany polityczne, prawne lub podatkowe.

Każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez inwestora straty. Dlatego osoba podejmując pojedynczą decyzję inwestycyjną powinna nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w opracowaniu, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione w niniejszym dokumencie).

Niniejsze opracowanie ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentów finansowych. Żaden z jego zapisów nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejszy dokument nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe.

Niniejszy dokument może zawierać informacje i opinie, które nie są kierowane ani przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się na obszarze jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem. W szczególności niniejszy dokument ani jego kopie nie mogą być rozpowszechniane w: USA, Australii, Kanadzie, Japonii ani udostępniane obywatelom lub rezydentom tych państw, gdzie rozpowszechnianie tego dokumentu może być ograniczone przez prawo. W takich przypadkach osoby rozpowszechniające niniejszy dokument powinny zapoznać się i dostosować do wszelkich tego typu ograniczeń.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które uważamy za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w opracowaniu to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykom, w tym m.in.: raporty okresowe i bieżące Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Nie gwarantujemy jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto opracowanie okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. ZMID nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez ZMID i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. ZMID nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Zastrzeżenia prawne

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w opracowaniu stanowią jedynie wyraz oceny analityka według stanu na dzień sporządzenia opracowania i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. ZMiD nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka zawarte w niniejszym opracowaniu są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi. ZMiD może wydać w przyszłości inne przykładowe opracowania, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym opracowaniu. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia, a także metody analityczne, przyjęte przez przygotowujących je analityków.

ZMiD, jego organy zarządcze ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszego opracowania. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ponoszą wyłącznie inwestorzy.

ZMiD nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie. ZMiD niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego opracowania przez jakikolwiek podmiot trzeci – inny niż ZMiD lub podmioty z nim powiązane – podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję niniejszego opracowania. Niniejsze opracowanie nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez ZMiD do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejsze opracowanie i ZMiD, członkowie jego organów oraz pracownicy, ani podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszego opracowania lub jego poszczególnych treści.

ZMiD świadczy usługi marketingowe na rzecz spółki Mirbud S.A. i otrzymuje z tego tytułu wynagrodzenie. Niniejsze opracowanie powstało w ramach świadczenia tych usług. Zostało ono również przekazane do Spółki przed jego publikacją. Nie miało to jednak wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i treści zawarte w niniejszym opracowaniu. Opiniom zawartych w niniejszym opracowaniu nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Poprawne wywiązanie się z umowy dotyczącej marketingu Spółki nie jest zależne od jakichkolwiek wniosków zawartych w tym opracowaniu.

Na dzień sporządzenia niniejszego opracowania ZMiD ani podmioty z nim powiązane, ani analitycy sporządzający niniejsze opracowanie, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji Emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;
- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów emitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem

ZMiD nie prowadzi działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 2486 z późn.zm.).

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie opracowania ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie

ZMiD jest autorem niniejszego opracowania. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym opracowaniu, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do ZMiD. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody ZMiD.