

Mirbud

Przepis na sukces

Mirbud kontynuuje dobrą passę w podpisywaniu kontraktów infrastrukturalnych. Zakładamy, że takie nowo podpisywane umowy pozwolą co najmniej zachować marże (po 9M20 szacujemy, że wynosiła ona ponad 7% na poziomie brutto). Szacujemy, że marża brutto grupy wzrośnie z 8.9% w 2020 do 9.7% w 2021. Obecnie, dwucyfrowe podwyżki cen stali na pewno wywołują pytania o utrzymanie dochodowości ale zakładamy, że Spółce udało się zabezpieczyć cenę surowca w przeważającej części kontraktów na 2021, natomiast w przypadku nowych kontraktów zakładamy, że ten koszt będzie ponoszony przez zamawiającego. Na koniec 3 kw.20 Spółka posiadała rekordowy portfel zamówień na poziomie PLN 5.5 mld, obejmujący projekty do 2024 r. W związku ze wzrostem skali działalności oczekujemy wzrostu zadłużenia (w związku ze zwiększeniem zaangażowania w kapitał obrotowy) oraz prognozujemy wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 2.6x na koniec 2020 r. oraz spadek do 1.7x na koniec 2021 r. oraz 1.3x na koniec 2022 r. Podwyższamy prognozy EBITDA o 15.5% do PLN 75.9m w 2020E (+18.8% r/r), o 14.9% do PLN 89.5m w 2021E (+17.9% r/r) oraz o 12.2% do PLN 101.9m w 2022E (+13.9% r/r). Podwyższamy naszą wycenę o 62% do PLN 5.06 na akcję i utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Prognoza wyników na 4 kw.20

Spółka będzie publikować swoje wyniki za 4kw.20 w dniu 27 kwietnia 2021. Zakładamy, że EBITDA wyniesie PLN 22.1m (-2.2%r/r, -14.5%kw/kw). Liczymy, że poziom przychodów osiągnie poziom PLN 498.4m +58.7%r/r i +50.8 kw/kw. Zysk operacyjny wg naszych prognoz osiągnie poziom PLN 18.7m, -5.1%r/r i -13.8%kw/kw. Przewidujemy, że zysk netto osiągnie PLN 12.8m, +16.4%r/r i -19%kw/kw. Poziom operacyjny może być obciążony przez dodatkowe odpisy należności co z reguły towarzyszy dynamicznemu wzrostowi przychodów.

Oczekujemy niższego dyskonta

Mirbud jest notowany przy wskaźniku 2021 EV/EBITDA 6.3x co stanowi 9.2% dyskonta do zagranicznych spółek porównywalnych i 18.2% dyskonta do Budimexu. Budimex oczywiście wypłaca hojną dywidendę natomiast ciągle wyceniamy Mirbud z mniejszym dyskontem do najbardziej rozpoznawalnej polskiej spółki budowlanej.

Ciągle wysoka dźwignia finansowa

Zakładamy, że terminy płatności większości zadłużenia zostaną zrolowane w latach 2021-23, jednak sądzimy, że kowenant pozwalający bankom decydować o wypłacie dywidend pozostanie bez zmian. Mirbud posiadał dług netto/EBITDA na poziomie 2.2x na koniec 3Q20; prognozujemy wzrost do 2.6x na koniec 2020 (ze względu na zwiększenia zaangażowania w kapitał obrotowy) oraz spadek do 1.7x na koniec 2022r i 1.3x na koniec 2022.

Figure 1. Mirbud dane finansowe, (PLN m)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Przychody	859.9	1,143.1	949.1	1,263.7	1,649.9	1,844.4
EBIT	47.9	51.0	52.2	62.0	70.9	81.6
EBITDA	58.3	62.4	63.9	75.9	89.5	101.9
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	39.2	48.5	54.5
EPS	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
P/E (x)	16.0	14.8	13.7	10.4	8.4	7.5
EV/EBITDA (x)	10.6	9.5	8.5	8.0	6.3	5.3

Source: Company, IPOPEMA Research

Sektor budowlany

Mirbud

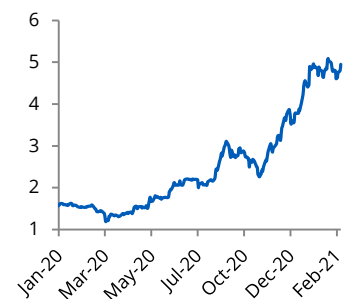
KUPUJ

WYCENA PLN 5.06

14.3% potencjału wzrostu

Cena 3 marca 2021 PLN 4.43

Podtrzymanie rekomendacji



Share data

Liczba akcji (m)	91.7
Kapitalizacja (EUR m)	84.9
12M średni dzienny wolumen (k)	374.0
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.2
12M max/min (PLN)	4.63/0.65
Waga w WIG (%)	0.07
Reuters	MRB.WA
Bloomberg	MRB.PW

Total performance

1M	6.757%
3M	51.19%
12M	375.27%

Akcjonariusze

Jerzy Mirgos	44.98%
NN OFE	11.21%

Analysts

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

MIRBUD**KUPUJ****Wartość godziwa PLN 5.06**

Kapitalizacja EUR 84.9m

Potencjał wzrostu +14.3%

Wskaźniki	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E (x)	14.8	13.7	10.4	8.4	7.5
EV/EBITDA (x)	9.5	8.5	8.0	6.3	5.3
EV/Sprzedaż (x)	0.52	0.57	0.48	0.34	0.29
P/Wk (x)	0.96	0.95	0.92	0.83	0.76
Stopa cash flow (%)	14%	0%	3%	12%	13%
Stopa dywidendy (%)	0%	0%	0%	1%	1%

Na akcje	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Liczba akcji (m)	82.5	87.1	91.7	91.7	91.7
EPS (PLN)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
BVPS (PLN)	4.64	4.65	4.82	5.31	5.85
FCFPS (PLN)	0.63	0.01	0.12	0.53	0.59
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.02	0.04	0.05

Zmiana r/r (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	32.9%	-17.0%	33.2%	30.6%	11.8%
EBITDA	7.0%	2.4%	18.8%	17.9%	13.9%
EBIT	6.6%	2.3%	18.8%	14.3%	15.1%
Zysk przed podatkiem	6.4%	10.7%	32.2%	22.4%	12.4%
Zysk Netto	8.1%	14.1%	39.5%	23.7%	12.4%

Dźwignia finansowa	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Marża brutto (%)	8.2%	10.6%	8.9%	9.6%	9.3%
Marża EBITDA (%)	5.5%	6.7%	6.0%	5.4%	5.5%
Marża EBIT (%)	4.5%	5.5%	4.9%	4.3%	4.4%
Marża netto (%)	2.2%	3.0%	3.1%	2.9%	3.0%
Dług netto / EBITDA (x)	2.77	2.42	2.61	1.71	1.32
Dług netto/ Kapitał (x)	0.45	0.38	0.45	0.31	0.25
Dźwignia finansowa (x)	1.25	1.19	1.13	1.07	1.02
ROE (%)	6.7%	7.1%	9.3%	10.4%	10.6%
ROA (%)	5.4%	6.0%	8.2%	9.7%	10.4%
ROCE (%)	7.8%	6.9%	7.2%	7.3%	7.7%

Założenia	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Produkcja (k m3)	1,143	949	1,264	1,650	1,844
Generalne wykonawstw	1,074.7	908.4	1,425.1	1,624.6	1,819.5
Inżynieryjne (PLN m)	493.2	397.5	712.5	812.3	909.8
Działalność wystaw. (PL)	5.9	8.0	4.2	0.0	0.0
Wynajem (PLN m)	45.3	46.6	34.8	41.7	42.5
Konsolidacja (PLN m)	-82.7	-108.5	-301.2	-113.7	-127.4
Inna sprzedaż (PLN m)	2.0	1.8	1.4	1.4	1.4
Nieruchomości (PLN m)	97.8	92.7	99.6	96.0	108.2
Polska GDP (%)	5.2%	4.1%	-4.6%	4.3%	2.4%
Polska CPI (%)	2.1%	2.2%	3.0%	2.0%	2.0%
Rynek budowlany (%)	9.2%	2.6%	-3.7%	2.4%	1.8%
USD PLN (średni)	3.61	3.84	3.90	3.90	3.90
EUR PLN (średni)	4.26	4.30	4.30	4.30	4.30

RZIS (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Przychody	859.9	1,143.1	949.1	1,263.7	1,649.9
Koszty	-775.6	-1,049.9	-848.5	-1,150.9	-1,490.8
Zysk brutto	84.2	93.2	100.6	112.9	159.2
generalne wykonawstwo	54.6	52.6	58.6	130.0	146.2
deweloperka	16.5	18.8	18.6	25.6	24.7
wynajem	16.9	18.5	19.0	4.8	8.3
działalność wystawowa	0.3	0.0	2.4	2.0	0.0
Pozostałe	-0.6	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7
Korekty	-3.5	3.8	2.7	-48.9	-19.4
EBITDA	58.3	62.4	63.9	75.9	89.5
EBIT	47.9	51.0	52.2	62.0	70.9
Działalność finansowa	-16.5	-17.6	-15.2	-13.1	-11.0
Zysk przed podatkiem	31.4	33.4	37.0	48.9	59.9
Podatek	-6.3	-6.4	-8.9	-9.7	-11.4
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	39.2	48.5

Bilans (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Aktywa trwałe	538.8	515.4	518.6	537.8	567.9
Wartości niematerialne	210.5	254.1	249.6	242.0	242.0
Aktywa trwałe	273.9	207.0	217.5	236.9	254.5
Należności	15.9	14.5	12.3	12.6	16.5
Aktywa krótkoterminowe	465.2	564.1	627.8	802.4	1,037.8
Zapasy	172.6	216.9	261.0	353.1	408.4
Należności handlowe	236.9	279.3	256.8	346.2	429.4
Gotówka	46.5	64.1	108.2	101.1	198.0
Inne krótkoterminowe aktywa	9.2	3.7	1.9	1.9	1.9
Aktywa Razem	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,340.1	1,605.7
Kapitał	355.9	382.6	405.3	442.6	487.2
Mniejszości	54.3	56.7	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	311.7	274.6	347.2	413.2	487.0
Pożyczki i leasing	177.9	170.2	164.3	164.3	164.3
Inne	133.8	104.4	182.9	248.8	322.7
Zobowiązania krótkoterm.	336.5	422.3	394.0	484.3	631.5
Zobowiązania handlowe	235.2	322.8	263.4	315.3	408.4
Pożyczki i leasing	67.8	66.9	98.2	134.7	186.5
Inne	33.5	32.6	32.4	34.3	36.6
Kapitał i zobowiązania	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,340.1	1,605.7
Obrót zapasów (dni)	81.2	75.4	112.3	112.0	100.0
Obrót należności (dni)	100.5	89.2	98.8	100.0	95.0
Net debt (PLN m)	199.1	172.9	154.4	197.9	152.8

CASH FLOW (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Cash Flow operacyjny	68.4	48.9	28.2	-9.2	84.5
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	39.2	48.5
Amortyzacja	10.5	11.4	11.7	13.9	18.6
Zmiana w kapitał obrotowym	11.7	-28.3	-1.8	-129.7	-45.4
Inne	18.9	-4.9	13.1	67.4	62.8
Cash flow inwestycyjny	-29.9	3.0	-19.8	-32.5	-35.5
Inwestycje	1.5	-0.8	-18.2	-32.5	-35.5
Nieruchomości inwestycyjne	-26.7	2.2	3.6	0.0	0.0
Inne	-4.8	1.6	-5.2	0.0	0.0
Cash flow finansowy	-42.4	-34.3	35.6	34.7	47.8
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-15.6	-19.9	34.3	36.5	51.8
Dywidenda	0.0	-0.3	0.0	-1.8	-3.9
Inne	-26.9	-14.2	1.3	0.0	0.0
Zmiana w gotówce	-3.9	17.6	44.0	-7.1	96.9
Gotówka na koniec okresu	46.5	64.1	108.2	101.1	198.0

Prognoza na 4 kw.20

Spółka będzie publikować swoje wyniki za 4kw.20 w dniu 27 kwietnia 2021. Zakładamy, że EBITDA wyniesie PLN 22.1m (-2.2%r/r, -14.5%kw/kw). Liczymy, że poziom przychodów osiągnie poziom PLN 498.4m +58.7%r/r i +50.8 kw/kw. Zysk operacyjny wg naszych prognoz osiągnie poziom PLN 18.7m, -5.1%r/r i -13.8%kw/kw. Przewidujemy, że zysk netto osiągnie PLN 12.8m, +16.4%r/r i -19%kw/kw. Poziom operacyjny może być obciążony przez dodatkowe odpisy należności co z reguły towarzyszy dynamicznemu wzrostowi przychodów.

Figure 2. Mirbud: prognoza na 4kw.20

Mirbud: Wyniki	4Q19	3Q20A	4Q20E	y/y	q/q
Przychody	314.1	330.4	498.4	58.7%	50.8%
Koszty produkcji sprzedanej	-276.0	-295.2	-462.7	67.7%	56.8%
Zysk na sprzedaży	38.1	35.3	35.7	-6.5%	1.1%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-13.6	-15.0	-15.0	10.5%	-0.1%
Zysk operacyjny	19.7	21.6	18.7	-5.1%	-13.8%
Przychody i koszty finansowe	-4.0	-3.0	-2.9	-26.6%	-1.7%
Zysk przed opodatkowaniem	15.7	18.7	15.8	0.4%	-15.7%
Podatek dochodowy	-5.2	-2.9	-3.0	-42.0%	1.9%
Zysk netto	11.0	15.8	12.8	16.4%	-19.0%
EBITDA	22.6	25.8	22.1	-2.2%	-14.5%

Source: Company, IPOPEMA Research

Zmiany w prognozach

Figure 3. Zmiany w prognozach

PLN m	2020E			2021E			2022E		
	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)
Przychody	1,242.1	1,263.7	1.7%	1,594.1	1,649.9	3.5%	1,765.7	1,844.4	4.5%
Zysk brutto	111.8	112.9	1.0%	140.9	159.2	13.0%	160.9	171.0	6.3%
EBIT	52.6	62.0	17.9%	59.5	70.9	19.1%	70.8	81.6	15.3%
Zysk netto	29.0	0.0	35.2%	36.5	48.5	32.8%	41.1	54.5	32.7%
EBITDA	65.7	75.9	15.5%	77.8	89.5	14.9%	90.8	101.9	12.2%

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 samym założeniu 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 kombinację 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 5.0% premii za ryzyko. Użyte przez nas 12-miesięczne stopy procentowe forward bazują na krzywej dochodowości dla okresu 2021-2029. Po tym okresie stosujemy stałą stopę procentową na poziomie 4.5%, która jest naszym szacunkiem stopy procentowej w całym cyklu dla wschodzącej Europy. Zakładamy również współczynnik beta na poziomie 1.0x, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Figure 4. Wycena DCF (PLN m)

PLN m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Rok końcowy
Przychody	1,649.9	1,844.4	2,026.8	2,087.0	2,131.5	2,194.7	2,256.5	2,315.3	2,375.1	2,444.3	2,444.3
EBIT	70.9	81.6	90.0	94.6	95.4	98.9	101.6	105.4	111.2	116.6	116.6
Podatek na EBIT	14.1	15.5	17.1	18.0	18.1	18.8	19.3	20.0	21.1	22.1	22.1
NOPLAT	57.4	66.1	72.9	76.6	77.3	80.1	82.3	85.4	90.0	94.4	94.4
Amortyzacja	18.6	20.3	21.6	23.0	24.8	26.6	28.4	30.2	32.0	33.7	33.7
Wydatki inwestycyjne	-35.5	-35.0	-36.2	-35.4	-35.9	-36.0	-36.1	-35.8	-33.6	-35.3	-35.3
Zmiana w kapitale pracującym	-45.4	-50.6	-47.5	-15.7	-11.6	-16.5	-16.1	-15.3	-15.5	-18.0	-18.0
Wolny przepływ gotówki	-4.8	0.8	10.7	48.5	54.6	54.2	58.6	64.5	73.0	74.8	74.8
Stopa wolna od ryzyka	1.53%	1.55%	1.59%	1.65%	1.77%	2.00%	2.17%	2.36%	2.33%	2.32%	4.50%
Premia za ryzyko	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
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	6.53%	6.55%	6.59%	6.65%	6.77%	7.00%	7.17%	7.36%	7.33%	7.32%	9.50%
Koszt długu (przed podatkiem)	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
Efektywna stopa podatkowa	19.8%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
Waga długu	31.3%	33.0%	32.3%	30.4%	30.4%	30.4%	31.4%	31.1%	31.7%	29.6%	29.6%
Waga kapitału	68.7%	67.0%	67.7%	69.6%	69.6%	69.6%	68.6%	68.9%	68.3%	70.4%	70.4%
WACC	5.5%	5.5%	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%	6.1%	6.3%	6.2%	6.3%	7.8%
Współczynnik dyskontujący	0.95	0.90	0.85	0.81	0.76	0.72	0.68	0.64	0.60	0.56	0.52
Wartość bieżąca przepływu gotówki	-4.6	0.7	9.1	39.1	41.6	39.0	39.7	41.1	43.8	42.2	39.1
Suma	291.7										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku		1.0%									
Wartość końcowa	1,103.2										
Wartość bieżąca wartości końcowej	577.4										
Zwijanie dyskonta	8.1										
Wartość przedsiębiorstwa	877.2										
Dług netto 2020E	197.9										
Zobowiązania pracownicze i inne	-198.2										
Dywidenda wypłacona w 2020	0.0										
Wartość kapitału	481.1										
Wartość na akcje (PLN)	5.24										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 5. Wycena DDM (PLN m)

PLNm	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Rok końcowy	
Dywidendy		3.9	4.9	16.4	18.2	32.4	33.0	34.4	35.4	36.9	47.9	47.9
Stopa dyskonta		6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	6.8%	7.0%	7.2%	7.4%	7.3%	7.3%	9.5%
Współczynnik dyskontujący		0.94	0.88	0.83	0.77	0.73	0.68	0.63	0.59	0.55	0.51	0.47
Zdyskontowana dywidenda		3.7	4.3	13.5	14.1	23.5	22.4	21.8	20.9	20.3	24.5	22.4
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)		168.9										
Wzrost dywidendy w końcowym roku		1.0%										
Wartość końcowa		569.5										
Wartość bieżąca wartości końcowej		266.2										
Zwijanie dyskonta		13.1										
Wartość kapitału		448.2										
Wartość na akcje (PLN)		4.89										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 6. Podsumowanie wycen

PLN m	
DCF	5.24
DDM	4.89
Średnia	5.06

Source: Company, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Mirbud jest notowany przy wskaźniku 2021 EV/EBITDA 6.3x co stanowi 9.2% dyskonta do zagranicznych spółek porównywalnych i 18.2% dyskonta do Budimexu. Budimex oczywiście wypłaca hojną dywidendę natomiast ciągle wyceniamy Mirbud z mniejszym dyskontem do najbardziej rozpoznawalnej polskiej spółki budowlanej.

Figure 7. Wycena porównawcza – spółki zagraniczne

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
15.0	ABGV.VI	PORR	NaN	16.2	8.6	5.5	3.0	2.6
30.2	STRV.VI	STRABAG	7.9	9.4	8.7	1.9	2.1	2.1
28.8	WBSV.VI	WIENERBERGER	17.6	13.1	11.3	7.6	6.7	6.1
17.3	TKFEN.IS	TEKFEN HOLDING	18.3	9.0	9.5	7.3	4.6	4.0
7.5	ENKAI.IS	ENKA INSAAT	17.1	20.5	17.1	8.1	7.7	7.2
22.3	CIMSA.IS	CIMSA CIMENTO	15.7	10.7	8.1	8.9	7.1	6.1
280.0	BALF.L	BALFOUR BEATTY PLC	49.4	13.3	10.1	14.5	7.7	6.2
11.9	B5AG.DE	BAUER AG	NaN	27.5	14.0	6.0	5.3	4.7
9.9	FCC.MC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	15.9	14.9	13.7	7.6	8.0	7.7
74.1	HOTG.DE	HOCHTIEF AG	10.6	10.9	9.8	3.1	4.1	3.9
0.6	OHL.MC	OBRASCON HUARTE LAIN SA	NaN	NaN	NaN	4.9	4.7	4.4
2.1	SCYR.MC	SACYR SA	25.1	7.4	6.2	11.3	10.3	10.2
207.5	SKAb.ST	SKANSKA AB	9.0	15.6	14.5	5.1	8.0	7.1
33.7	BOUY.PA	BOUYGUES SA	19.9	13.1	11.3	6.8	5.6	5.1
1.5	MOTA.LS	MOTA ENGIL SGPS SA	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN
26.5	ACS.MC	ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA	13.1	12.0	11.7	4.5	5.3	5.2
133.1	ANA.MC	ACCIONA SA	35.3	25.5	19.6	11.3	9.8	8.6
21.0	FER.MC	FERROVIAL SA	NaN	NaN	66.8	55.4	37.2	31.5
86.5	FOUG.PA	EIFFAGE SA	24.5	12.8	10.5	9.0	7.0	6.5
30.3	GBFG.DE	BILFINGER SE	NaN	24.2	12.5	15.2	6.7	5.4
4.7	YIT.HE	YIT OYJ	27.1	13.1	9.3	14.7	9.5	7.8
1.6	WBD.MI	SALINI IMPREGILO SPA	17.2	16.1	12.1	5.1	6.0	5.4
88.0	SGEF.PA	VINCI SA	42.4	19.4	15.2	13.8	9.9	8.7
		MEDIAN	17.6	13.2	11.3	7.6	6.9	6.1
4.4	MRB.WA	MIRBUD	10.4	8.4	7.5	8.0	6.3	5.3
		Premium/discount to median Mirbud	-41.1%	-36.6%	-34.3%	4.3%	-9.2%	-13.3%

Source: Reuters, IPOPEMA Research

Figure 8. Wycena porównawcza – spółki krajowe

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
314.00	BDXP.WA	BUDIMEX	21.1	15.2	15.0	9.7	7.6	7.5
21.60	PBX.WA	PEKABEX	7.9	5.9	5.9	6.8	4.9	4.4
		MEDIAN	14.5	10.6	10.5	8.3	6.3	5.9
4.43	MRB.WA	MIRBUD	10.4	8.4	7.5	8.0	6.3	5.3
		Premium/discount to median Mirbud	-28.6%	-20.8%	-28.7%	-3.7%	0.0%	-10.4%

Source: Reuters, 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 9. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	859.9	1,143.1	949.1	1,263.7	1,649.9	1,844.4	2,026.8
Koszty	-775.6	-1,049.9	-848.5	-1,150.9	-1,490.8	-1,673.3	-1,838.6
Zysk Brutto	84.2	93.2	100.6	112.9	159.2	171.0	188.3
Koszty sprzedaży i administracji	-44.7	-51.9	-54.1	-57.3	-122.2	-127.3	-139.9
EBIT	47.9	51.0	52.2	62.0	70.9	81.6	90.0
Działalność finansowa	-16.5	-17.6	-15.2	-13.1	-11.0	-14.3	-15.1
Udział w zyskach	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed podatkiem	31.4	33.4	37.0	48.9	59.9	67.3	74.9
Podatek	-6.3	-6.4	-8.9	-9.7	-11.4	-12.8	-14.2
Mniejszości	2.3	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	39.2	48.5	54.5	60.6
EBITDA	58.3	62.4	63.9	75.9	89.5	101.9	111.5

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 10. Bilans (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	538.8	515.4	518.6	537.8	567.9	589.4	610.3
Aktywa Trwałe	273.9	207.0	217.5	236.9	254.5	269.9	285.3
Investment properties	210.5	254.1	249.6	242.0	242.0	242.0	242.0
Należności	15.9	14.5	12.3	12.6	16.5	18.4	20.3
Podatek odroczony	19.4	22.3	23.1	30.7	40.1	44.8	49.2
Pozostałe	19.1	17.6	16.1	15.5	14.9	14.2	13.5
Aktywa bieżące	465.2	564.1	627.8	802.4	1,037.8	1,217.0	1,337.2
Zapasy	172.6	216.9	261.0	353.1	408.4	458.4	503.7
Należności handlowe	236.9	279.3	256.8	346.2	429.4	480.0	527.5
Gotówka	46.5	64.1	108.2	101.1	198.0	276.7	304.0
Pozostałe	9.2	3.7	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Aktywa razem	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,340.1	1,605.7	1,806.4	1,947.5
Kapitał Własny	355.9	382.6	405.3	442.6	487.2	536.9	581.2
Zobowiązania długoterminowe	311.7	274.6	347.2	413.2	487.0	526.3	562.1
Dług	177.9	170.2	164.3	164.3	164.3	164.3	164.3
Odroczony podatek	26.8	30.9	34.2	46.4	60.1	67.4	74.1
Rezerwy	2.4	2.5	3.2	4.3	5.6	6.3	6.9
Pozostałe zobowiązania	104.5	71.1	145.5	198.2	257.0	288.3	316.8
Zobowiązania krótkoterminowe	336.5	422.3	394.0	484.3	631.5	743.2	804.2
Dług	67.8	66.9	98.2	134.7	186.5	247.0	261.7
Zobowiązania finansowe	0.4	2.7	2.4	3.3	4.2	4.8	5.2
Rezerwy	3.0	3.3	3.1	4.2	5.5	6.1	6.7
Pozostałe	30.2	26.6	26.9	26.9	26.9	26.9	26.9
Zobowiązania handlowe	235.2	322.8	263.4	315.3	408.4	458.4	503.7
Zobowiązania i Kapitał Razem	1,004.1	1,079.6	1,146.4	1,340.1	1,605.7	1,806.4	1,947.5

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 11. Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Zysk netto	22.8	24.6	28.1	39.2	48.5	54.5	60.6
Amortyzacja	10.5	11.4	11.7	13.9	18.6	20.3	21.6
Zmiana w kapitale pracującym	11.7	-28.3	-1.8	-129.7	-45.4	-50.6	-47.5
Pozostałe	23.4	41.2	-9.7	67.4	62.8	33.8	30.5
Przepływy z działalności operacyjnej	68.4	48.9	28.2	-9.2	84.5	58.0	65.2
Inwestycje	1.5	-0.8	-18.2	-32.5	-35.5	-35.0	-36.2
Pozostałe	-4.8	1.6	-5.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-3.2	0.8	-23.4	-32.5	-35.5	-35.0	-36.2
Wolny przepływ gotówki	65.2	49.7	4.8	-41.7	49.1	23.0	29.0
Zmiana długu	-15.6	-19.9	34.3	36.5	51.8	60.6	14.7
Dywidendy	0.0	-0.3	0.0	-1.8	-3.9	-4.9	-16.4
Pozostałe	-16.5	-5.3	11.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-32.0	-25.4	45.6	34.7	47.8	55.7	-1.6
Cały przepływ gotówki	33.2	24.3	50.4	-7.1	96.9	78.7	27.4
Gotówka na początku okresu	44.5	46.5	64.1	108.2	101.1	198.0	276.7
Gotówka na końcu okresu	46.5	64.1	108.2	101.1	198.0	276.7	304.0

Source: Company, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 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. 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 wahaniom, 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. 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 GPW, IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: AS S.A., Capital Park S.A., Mirbud S.A., PKB Pekabex 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.

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.

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	między (włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	poniżej 0%

IPOPEMA Research – Rozkład według kategorii rekomendacji (Październik 1 – Grudzień 31, 2020)

	Number	%
Kupuj	17	53%
Trzymaj	10	31%
Sprzedaj	5	16%
Suma	32	100%

Historia rekomendacji – Mirbud

	Data	Rekomendacja	Wartość godziwa	Cena z rekomendacji	Autor
03/09/2020		BUY	PLN 3.14	PLN 2.26	Robert Maj
04/03/2021		BUY	PLN 5.06	PLN 4.43	Robert Maj