

Research

Poland | Equity Research

 Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

MIRBUD & TORPOL

Cash is (still) King

Generacja gotówki i dystrybucja zysku do akcjonariuszy mniejszościowych kluczowe w ocenie atrakcyjności inwestycji

Od początku roku indeks WIG-Budownictwo wzrósł o ponad 20%, a notowania takich Spółek jak Budimex czy Mirbud osiągnęły najwyższe poziomy w historii. Materializuje się stawiana przez nas w strategii rocznej teza, że widoczna od 4Q'22 poprawa otoczenia surowcowo-kosztowego (od szczytów cenowych z ubiegłego roku ceny stali gorączkowo spadły o 41%, pręta żebrowanego o 49%, a ceny ropy brent o 35%, dodatkowo poprawiła się dostępność podwykonawców) umożliwi największym i najbardziej zdywersyfikowanym GW na rozszerzenie marż w '23. Obecnie jesteśmy zdania, że z uwagi na harmonogramy realizowanych inwestycji (przejście części kontraktów podpisywanych w ubiegłym roku do fazy budowy) największa poprawa rentowności może być widoczna w segmencie budownictwa drogowego.

Spółki budowlane weszły w '23 z bezpiecznymi bilansami i wysokimi gotówkowymi 'poduszkami bezpieczeństwa' – wartość gotówki na bilansie Mirbuda stanowi ok. 50% kapitalizacji rynkowej, a w przypadku Torpolu jest to ok. 100%. Kluczowym, z punktu widzenia oceny atrakcyjności inwestycji w akcje poszczególnych Spółek, jest dla nas obecnie profil generacji FCF i dystrybucji zysku do akcjonariuszy. W związku z tym w przy obecnej wycenie preferujemy Mirbud (18-27% FCF yield w '23-'25) bardziej niż Torpol (ujemny FCF w kolejnych 3 latach, rekomendacja niewypłacania dywidendy w '23).

Drogi. GDDKiA zapowiedziała ogłoszenie w '23 rekordowej liczby przetargów na budowę 565km dróg szybkiego ruchu o łącznej wartości ok. 29mld PLN. Pod względem długości ogłoszonych zadań, byłby to najmocniejszy rok od '20 kiedy to Generalna Dyrekcja ogłosiła przetargi na budowę 600km dróg, natomiast pod względem wartościowym '23 będzie (wg zapowiedzi) najmocniejszy w historii. Szacujemy, że z uwagi na wielomiesięczny proces przetargowy GDKiA podpisze w tym roku kontrakty na budowę 216km dróg (część przetargów ogłoszonych w '22 nie została jeszcze zakończona podpisaniem umowy), a większość umów z tegorocznej puli zostanie podpisana w '24.

Kolej. PKP PLK od kilku lat ma problemy z obsługą Krajowego Programu Kolejowego. Wprawdzie od 2018 w publikowanym co roku 'Sprawozdaniu z wykonania KPK' PKP PLK nie dzieli się informacją o wartości ogłoszonych kontraktów, natomiast szacujemy, że w ubiegłym roku państwowa spółka ogłosiła przetargi o łącznej wartości ponad 14mld PLN. Jednocześnie jedynie kilka z nich zakończyło się podpisaniem umów (szacujemy, że wartość podpisanych umów wyniosła ok. 2mld PLN) z uwagi na brak zapewnionego finansowania. W rezultacie kontrakty o wartości kilkunastu miliardów złotych znajdują się obecnie w 'poczekalni', a kluczowe, z punktu widzenia kondycji sektora, będzie przyznanie Polsce KPO. Zwracamy również uwagę, że finansowanie pomostowe zapewnione przez PFR (11mld PLN) najprawdopodobniej w większości zostanie przeznaczony na podpisanie umów na rozstrzygniętych w ubiegłym roku przetargach, w związku z czym nie ma pewności czy którekolwiek z planowanych na ten rok przetargów (o łącznej wartości 15-20mld PLN) zakończą się podpisaniem umów z wykonawcami.

Magazyny. Na koniec '22 na terenie Polski znajdowało się 28mln m2 nowoczesnej powierzchni magazynowej, a kolejne 3,4mln m2 znajdowało się w budowie – w prawdzie wzrost kosztów finansowania ograniczył w pewnym stopniu aktywność deweloperów na rynku polskim (np. Panattoni, które w ostatnich latach było najagresywniejszym deweloperem na rynku), natomiast biorąc pod uwagę pipeline projektów w budowie największych graczy na rynku polskim dochodzimy do wniosku, że w kolejnych 2-3 latach zasoby powierzchni magazynowej mogą rosnąć średniorocznie nawet o 2,5-3mln m2.

Wycena. Naszą wycenę opieramy w 100% na modelu DCF – w przypadku Mirbuda wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 10 PLN, a w przypadku Torpolu wydajemy rekomendację TRZYMAJ z ceną docelową 20 PLN. Wycena porównawcza, oparta o polskie i zagraniczne spółki budowlane, zwraca wartość 17 PLN na akcję dla Mirbuda oraz 32 PLN na akcję dla Torpolu.

Czynniki ryzyka. Do czynników ryzyka zaliczamy m.in. ryzyko surowcowe, brak środków unijnych, niedobór wykwalifikowanych pracowników czy opóźnienie w rozstrzygnięciu przetargów przez PKP PLK. (szerszy opis na str. 34).

MIRBUD

Kupuj

(Inicjacja)

Cena docelowa: 10 PLN

Potencjał wzrostu: +32%

TORPOL

Trzymaj

(Inicjacja)

Cena docelowa: 20 PLN

Potencjał wzrostu: +8%

	MIRBUD					
mIn PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 243	2 506	3 319	3 383	3 479	3 554
EBITDA	98	188	186	216	198	195
EBIT	84	174	172	201	183	179
Zysk netto	58	128	119	142	135	134
EPS (PLN)	0,6	1,4	1,3	1,6	1,5	1,5
P/E (x)	11,9	5,4	5,8	4,9	5,1	5,2
EV/EBITDA (x)	7,9	3,6	4,4	3,2	3,3	3,1
P/BV (x)	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
DY (%)	0,3%	1,1%	2,6%	3,4%	7,2%	6,8%

Źródło: dane Spółki, Trigon DM

	TORPOL					
mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 392	1 121	1 085	948	1 465	1 716
EBITDA	86	127	245	84	86	107
EBIT	64	105	221	59	60	80
Zysk netto	49	77	184	52	56	66
EPS (PLN)	2,1	3,4	8,0	2,3	2,4	2,9
P/E (x)	8,8	5,5	2,3	8,2	7,6	6,4
EV/EBITDA (x)	1,7	0,8	0,1	0,6	2,3	1,9
P/BV (x)	1,7	1,5	1,0	0,9	0,8	0,7
DY (%)	4,9%	8,3%	16,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: dane Spółki, Trigon DM

Research

Poland | Equity Research

 Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

MIRBUD

Cementując pozycję lidera

Na przestrzeni ostatnich kilku lat Grupa Kapitałowa Mirbud przeszła wyraźną transformację – ze Spółki skupionej głównie na budownictwie kubaturowym MRB przeobraził się w zdywersyfikowaną Grupę łączącą kompetencję z zakresu inżynierii drogowej, budownictwa magazynowo-logistycznego, deweloperki mieszkaniowej oraz zarządzania aktywami komercyjnymi. Co istotne, wraz z dynamicznym wzrostem skali segmentu budowlanego (wzrost przychodów z 0,9mld PLN w '19 do ponad 3mld PLN w '22) Spółce skutecznie udało się zmniejszyć zadłużenie finansowe (spadek ND/EBITDA z 3,0x do <1,0x) oraz zbudować gotówkową poduszkę bezpieczeństwa.

Obecnie MRB coraz odważniej rozpycha się wśród liderów rynku budownictwa drogowego – Mirbud (wraz z Kobyłarnią) jest największym wykonawcą inwestycji dla GDDKiA pod kątem długości realizowanych zadań (195km), a pod kątem wartościowym ustępują jedynie Interacorowi. Spodziewamy się, że ambitne plany Generalnej Dyrekcji znajdą swoje odzwierciedlenie w tegorocznej kontraktacji, a ubytek w portfelu zamówień związany z mniejszą aktywnością deweloperów powierzchni magazynowej zostanie zrekomensowany wzrostem zamówień z segmentu budownictwa militarnego oraz użyteczności publicznej.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Mirbudu od zalecenia inwestycyjnego 'Kupuj' i ceny docelowej 10 PLN. Od momentu dodania MRB do naszego portfela miesięcznego 'Top Picks' kurs akcji wzrósł o ponad 120%, jednak naszym zdaniem potencjał wzrostu jeszcze się nie wyczerpał, a wycena pozostaje konserwatywna – na naszej cenie docelowej Spółka wyceniana jest na EV/EBITDA 4,3-4,4x na lata '23-'25.

Prognozy. Zarząd wielokrotnie podkreślał, że kluczowym elementem dla rozwoju budowlanki w Mirbudzie jest utrzymanie portfela zamówień na poziomie powyżej 5mld PLN (5,6mld PLN na koniec '22). Spodziewamy się, że w perspektywie lat '23-'25 cel jest jak najbardziej do osiągnięcia, a średnioroczna kontraktacja w tym okresie wyniesie 3,0-3,6mld PLN. Biorąc pod uwagę zaawansowanie na poszczególnych budowach, rotację kontraktów kubaturowych i bardziej marżowy mix przychodów stawiamy tezę, że '23 przyniesie rekordowe wyniki, a MBnS w segmencie budowlanym wzrośnie o 0,5p.p. r./r. do 7,0%. W kolejnych latach zakładamy pogorszenie rentowności o 0,2-0,3p.p. i finalne zakotwiczenie MBnS na poziomie 6,2%, znacznie poniżej historycznych średnich. Dodatkowym wsparciem dla tegorocznych wyników będzie JHM, który powinien przekazać 350 lokali w całym roku, w tym ok. 170 na flagowym, zakopiańskim projekcie Spółki. Jednocześnie zwracamy uwagę, że nasze prognozy są konserwatywne – nasze założenia na lata '23-'32 implikują średnią MBnS w całej Grupie o 0,8p.p. niższą niż w latach '11-'22, pomimo bardziej marżowej struktury przychodów (większy udział kontraktów drogowych).

FCF i dywidenda. Grupa w ostatnich 2 latach dzieliła się zyskiem w ramach ogłoszonej polityki dywidendowej zakładającej wypłatę 10-50% jednostkowego zysku netto Mirbud S.A. Biorąc pod uwagę, że MRB wypracował w '22 120mln PLN jednostkowego zysku netto oznaczałoby to wypłatę dywidendy w wysokości 0,13-0,65 PLN na akcję. Spodziewamy się, że Zarząd w pierwszej kolejności skupi się na zbudowaniu rezerwy gotówkowej i zdelewarowaniu Spółki (zakładamy zerowy dług netto na koniec '23), natomiast w kolejnych latach atrakcyjny profil FCF (zakładamy 18-27% FCF yield w najbliższych trzech latach) może skłonić Zarząd do wypłaty większej dywidendy bądź nawet zrewidowania polityki dywidendowej – spodziewamy się 3,4-7,2% DY w latach '23-'25.

Wycena. Naszą wycenę akcji MRB opieramy w 100% na wycenie DCF – przyjmujemy RFR 6,5% i premię rynkową 6,0%. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 10 PLN. Wycena porównawcza, oparta o polskie i zagraniczne spółki budowlane, zwraca wartość 17 PLN na akcję, a sam Mirbud wyceniany jest z 36-43% dyskontem na EV/EBITDA do grupy porównawczej.

mIn PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 243	2 506	3 319	3 383	3 479	3 554
EBITDA	98	188	186	216	198	195
EBIT	84	174	172	201	183	179
Zysk netto	58	128	119	142	135	134
EPS (PLN)	0,6	1,4	1,3	1,6	1,5	1,5
P/E (x)	11,9	5,4	5,8	4,9	5,1	5,2
EV/EBITDA (x)	7,9	3,6	4,4	3,2	3,3	3,1
P/BV (x)	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
DY (%)	0,3%	1,1%	2,6%	3,4%	7,2%	6,8%

Źródło: dane Spółki, Trigon DM

Kupuj

(Inicjacja)

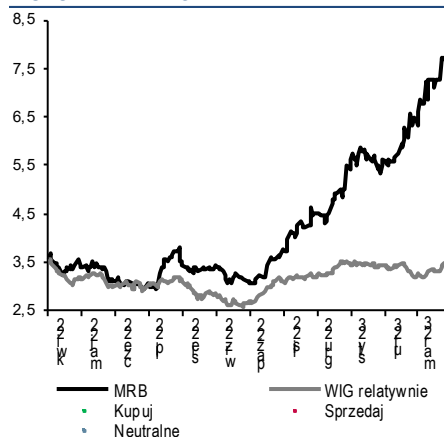
Cena docelowa: 10 PLN

Potencjał wzrostu: +32%

DANE SPÓŁKI

Ticker	MRB		
Sektor	Budownictwo		
Kurs (PLN)	7,56		
52 tyg. min/max (PLN)	2,9 / 7,83		
Liczba akcji (mIn szt.)	92		
Kapitalizacja (mIn PLN)	694		
Free-float	0,6		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	1,5		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	19,2%	31,7%	104,9%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

Data Wycena

AKCJONARIAT

	Udział %
Jerzy Mirgos	45,3%
OFE Nationale-Nederlanden	10,0%

WAŻNE DATY

Raport za 1Q'23	25.05.2023
Raport za 2Q'23	29.08.2023
Raport za 3Q'23	28.11.2023

ANALITYK

David Sharma

Research

Poland | Equity Research

Research Department

research@trigon.plwww.trigon.pl

TORPOL

Brak dywidendy, brak upside'u

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Torpolu od rekomendacji 'Trzymaj' oraz wyznaczamy cenę docelową na 20 PLN. Spółka posiada unikatowe kompetencje w zakresie wysokomarżowego budownictwa kolejowego, czego efektem była gradualna poprawa wyników finansowych – zysk netto w latach '19-'22 wzrósł o 531%. Jesteśmy również zdania, że w ostatnich latach Torpol należał do ulubieńców rynku, m.in. z uwagi na kompetentny Zarząd i regularne dzielenie się wypracowanym zyskiem z akcjonariuszami mniejszościowymi. Po zmianie akcjonariatu i rekomendacji niewypłacania dywidendy w '23 zaufanie uczestników rynków do Spółki zostało jednak wyraźnie nadwątlone, a wycena akcji TOR, po środowowej przecenie, wydaje się odzwierciedlać ryzyko i niepewność związaną z zachowaniem głównego akcjonariusza, CPK, w kolejnych latach.

Co istotne, '23 najprawdopodobniej przyniesie gwałtowną erozję wyników (spodziewamy się spadku EPS o 72% r.r.), a Torpol wreszcie będzie musiał zmierzyć się z problemem niskiej dywersyfikacji oraz niższej od oczekiwań kontraktacji w ubiegłych latach – portfel zamówień na koniec '22 wynosił jedynie 984mln PLN, vs. 3,1mld PLN w '19. Spodziewamy się w prawdzie, że PKP PLK ostatecznie podpisze umowy na przetargach rozstrzygniętych w ubiegłym roku, natomiast wojna cenowa w segmencie kolejowym, naszym zdaniem, przełoży się na trwale zakotwiczenie marż poniżej historycznych poziomów.

Prognozy. Spółka czeka na podpisanie kontraktów o łącznej wartości 2,6mld PLN netto – na koniec roku 'w poczekalni' znajdowały się umowy o wartości 1,4mld PLN netto, a dodatkowo w połowie marca Torpol informował o złożeniu najtańszej oferty (1,2mld PLN netto, 69% budżetu inwestora) na przetargu na budowę Obwodnicy Kolejowej Poznania. Dodatkowo TOG zawarł umowę z KGHM o wartości ok. 200mln PLN netto. Spodziewamy się więc, że tegoroczna kontraktacja wyniesie 1,9mld PLN, a przyszłoroczna 2,1mld PLN, co pozwoli Torpolowi przeskalować przychody o 81% w ciągu dwóch najbliższych lat. Jednocześnie jesteśmy zdania, że Spółka wykorzystwała już większość rezerwy wynikowej (zmiana szacunków wyceny kontraktów podniosła MBnS w '22 o 199mln PLN, a w '21 o 63mln PLN), w związku z czym spodziewamy się erozji MBnS do 10,5% w '23 (-13,4p.p. r.r.) oraz do 7,0-7,5% w kolejnych latach. Na bazie naszych założeń szacujemy, że średnia MBnS w latach '23-'32 będzie o 0,8p.p. niższa od średniej wypracowanej w latach '11-'22.

Dywidenda. Torpol przyzwyczaił swoich akcjonariuszy do regularnego dzielenia się z zyskiem – w ostatnich 8 latach Spółka jedynie raz (w '18, po zanotowaniu straty w '17) nie zdecydowała się na wypłatę dywidendy. W ubiegłym roku TOR wypłacił rekordową dywidendę (3PLN na akcję, ponad 16% DY przy obecnym kursie) i spodziewaliśmy się, że po rekordowych wynikach '22 (wzrost EPS o 138% r.r.) Zarząd zdecyduje się na podniesienie DPS o 33% do 4,0PLN na akcję. Rekomendację niewypłacania dywidendy w '23 odbieramy jednoznacznie negatywnie – pomimo przewidywanego przez nas wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy w kolejnych latach, jesteśmy zdania, że wypłata dywidendy nie przełożyłaby się na pogorszenie sytuacji płynnościowej Spółki (493mln PLN gotówki na koniec '22). Materializuje się czarny scenariusz, w którym nowy właściciel, CPK, nie będzie dzielił się zyskiem z akcjonariuszami mniejszościowymi. Rewidujemy nasze prognozy i nie zakładamy wypłaty dywidendy w kolejnych latach. Z naszego punktu widzenia analiza trajektorii FCF generowanego przez Spółkę nie ma znaczenia w kontekście możliwości do wypłaty dywidendy.

Wycena. Naszą wycenę akcji TOR opieramy w 100% na wycenie DCF – przyjmujemy RFR 6,5% i premię rynkową 6,0%. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 20 PLN. Mając na uwadze obecny koszt kapitału bieżąca wycena rynkowa Spółki nie wydaje się atrakcyjna. Wycena porównawcza, oparta o polskie i zagraniczne spółki budowlane, zwraca wartość 32PLN na akcję, a sam Torpol wyceniany jest z 55-89% dyskontem na EV/EBITDA do grupy porównawczej.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 392	1 121	1 085	948	1 465	1 716
EBITDA	86	127	245	84	86	107
EBIT	64	105	221	59	60	80
Zysk netto	49	77	184	52	56	66
EPS (PLN)	2,1	3,4	8,0	2,3	2,4	2,9
P/E (x)	8,8	5,5	2,3	8,2	7,6	6,4
EV/EBITDA (x)	1,7	0,8	0,1	0,6	2,3	1,9
P/BV (x)	1,7	1,5	1,0	0,9	0,8	0,7
DY (%)	4,9%	8,3%	16,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: dane Spółki, Trigon DM

Trzymaj

(Inicjacja)

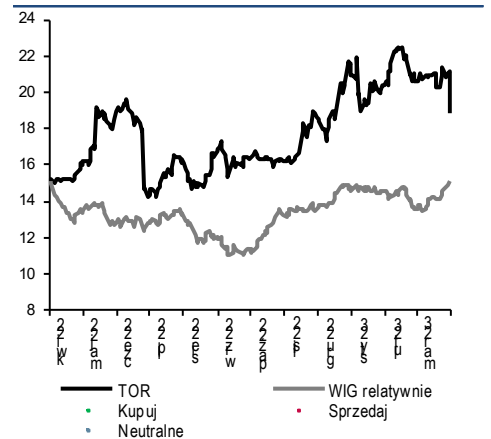
Cena docelowa: 20 PLN

Potencjał wzrostu: +8%

DANE SPÓŁKI

Ticker	TOR		
Sektor	Budownictwo		
Kurs (PLN)	18,52		
52 tyg. min/max (PLN)	13,98 / 24,15		
Liczba akcji (mIn szt.)	23		
Kapitalizacja (mIn PLN)	425		
Free-float	62%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	2,4		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-10,3%	-11,4%	22,0%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

Data Wycena

AKCJONARIAT

Udział %

CPK sp. z o.o.	38,0%
OFE Nationale-Nederlanden	9,8%
PKO TFI	7,9%

WAŻNE DATY

Raport za 1Q'23	19.05.2023
Raport za 2Q'23	01.09.2023
Raport za 3Q'23	17.11.2023

ANALITYK

David Sharma

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl



**NAGRODY
PSIK**
2022



EQUITY RESEARCH TEAM

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Konsument, Finanse

Maciej Marciniowski, Deputy Head of Research
Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszczyński
TMT

Łukasz Rudnik
Przemysł, Wydobycie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Piotr Rychlicki
Junior Analyst

Piotr Chodyra
Junior Analyst

SALES & TRADING TEAM

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Maciej Senderek

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym 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 „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).*

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – MIRBUD S.A., TORPOL S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: David Sharma

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta: Torpol S.A.. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał od Emitentów dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski świadczy ponadto dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem odpłatne usługi doradztwa finansowego oraz usługi bankowości inwestycyjnej oraz inne usługi maklerskie, otrzymując z tego tytułu wynagrodzenie niepowiązane z kursem instrumentów finansowych opisanych w Dokumencie. W szczególności Dom Maklerski historycznie świadczył na rzecz Emitenta oraz spółek z nim powiązanych usługi w zakresie pośrednictwa przy akwizycjach (przejściach innych spółek kapitałowych)

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcje animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 21 kwietnia 2023 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 21 kwietnia 2023 r. godz.: 8:15.