

Mirbud

4Q15: Omówienie wyników kwartalnych

1 marca 2016

Wyniki 4Q15 – mocne przepływy pieniężne

- W 4Q15 Mirbud wygenerował przychody na poziomie PLN 230.2m (spadek 15% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 6.7% vs. 5.4% w 4Q14.
- EBITDA wyniosła PLN 11.3m (marża 4.9% vs. 3.5% w 4Q14), a EBIT PLN 8.1m (marża 3.5% vs. 2.5%).
- EBITDA znormalizowana o rozliczenie dotacji w wys. PLN 2.3m wyniosła w 4Q15 PLN 9.0m (spadek 4% r/r, marża 3.9% vs. 3.5% w 4Q14), a EBIT PLN 5.7m (spadek 13.6% r/r, marża 2.5% płasko r/r).
- Koszty finansowe netto wyniosły PLN 7.4m (wzrost 83% r/r).
- Spółka zaraportowała zysk netto w wysokości PLN 0.2m (spadek 90% r/r).
- Dług netto wyniósł PLN 211.9m, a wskaźnik dług netto/12m znorm. EBITDA 4.8x. Spółka wygenerowała PLN 51.0m przepływów operacyjnych i PLN 13.9m przepływów inwestycyjnych. Wpływ na dodatnie przepływy inwestycyjne miało m.in. zbycie przez JHM nieruchomości inwestycyjnej (pawilonu handlowego) położonej w Bielsko Białej za PLN 6.8m.
- **Komentarz Vestor DM:** Wyniki Mirbudu za 4Q15 oceniamy neutralnie. Pozytywnie oceniamy poprawę rentowności sprzedaży, szczególnie w segmencie inżynieryjno-drogowym, w którym wygenerowała zysk ze sprzedaży na poziomie PLN 8.4m (marża 7.0% vs. 2.7% w 4Q14). Z drugiej strony na wynikach spółki ciężą koszty generowane przez spółkę Expo Mazury (koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły 17% r/r) oraz koszty finansowe (wzrost 56% r/r, głównie w wyniku wyższej pozycji odsetek od kredytów). Dodatkowo zwracamy uwagę, że na wyniki operacyjny spółki wpływ ma niegotówkowe rozliczenie dotacji w wys. PLN 2.3m – EBITDA znormalizowana o tą pozycję wyniosłaby PLN 9.0m (spadek 4% r/r). Pozytywna jest znaczna poprawa płynności finansowej spółki – w 4Q15 Mirbud wygenerował PLN 51m przepływów operacyjnych i PLN 14m dodatnich przepływów inwestycyjnych, co wpłynęło na spadek długu netto do PLN 212m (spadek o 20% kw./kw.) oraz wskaźnika dług netto/12mEBITDA do 4.8x (vs. 6.3x na koniec 3Q15).

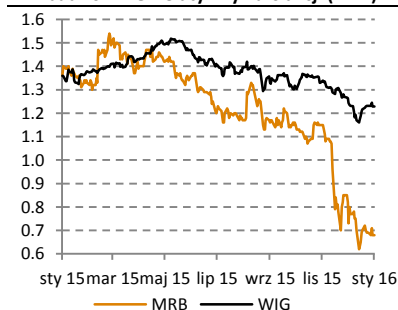
Podstawowe informacje

12M cena docelowa (PLN)	2.2
Cena bieżąca (PLN)	0.8
Min (52T)	0.6
Max (52T)	1.5
Kapitalizacja (PLNm)	66.8

Akcjonariat

	%
Jerzy Mirgos	39.5
NN OFE	12.4
Pozostali	48.1

Mirbud vs. WIG: relatywny kurs akcji (12M)



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Tabela 1. Mirbud: Wyniki finansowe 4Q2015

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	r/r	FY15	r/r
Przychody	271.0	125.9	180.5	219.8	230.2	-15.0%	756.4	-22.1%
Zysk brutto ze sprzedaży	14.6	16.2	17.2	15.8	15.4	6.0%	64.7	-3.8%
EBITDA	9.4	11.0	12.5	9.2	11.3	20.2%	44.0	1.7%
EBIT	6.7	9.3	10.8	6.9	8.1	20.5%	35.1	-3.7%
Zysk netto	1.7	4.9	5.9	3.1	0.2	-90.3%	14.0	-16.1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5.4%	12.9%	9.5%	7.2%	6.7%	1.3pp.	8.5%	1.6pp.
Marża EBITDA	3.5%	8.7%	6.9%	4.2%	4.9%	1.4pp.	5.8%	1.4pp.
Marża EBIT	2.5%	7.4%	6.0%	3.1%	3.5%	1.0pp.	4.6%	0.9pp.
Znorm. marża zysku netto	0.6%	3.9%	3.2%	1.4%	0.1%	-0.6pp.	1.8%	0.1pp.

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Piotr Raciborski

Analityk Akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@vestor.pl

Przychody. W 4Q15 Mirbud wygenerował przychody na poziomie PLN 230.2m (spadek 15% r/r). W segmencie budowlano-montażowym sprzedaż spadła do poziomu PLN 202.1m (spadek 17.8% r/r), głównie w wyniku spadku przychodów z projektów kubaturowych (PLN 82.9m, spadek 40.6% r/r). W segmencie drogowym spółka odnotowała wzrost sprzedaży o 12% r/r do PLN 119.2m, głównie w wyniku realizacji projektów drogi ekspresowej S3, obwodnicy Inowrocławia oraz drogi S-5. Segment mieszkaniowy wygenerował sprzedaż na poziomie PLN 12.6m (sprzedaż notarialna: 54 lokale vs. 54 w 4Q14, średnia wartość sprzedanego mieszkania PLN 233k vs. PLN 214k w 4Q14), podczas gdy segment najmu wygenerował przychody w wysokości PLN 9.3m (wzrost 14.4% r/r).

Na koniec 4Q2015 spółka posiadała portfel zamówień na PLN 1.6mld, z czego ponad PLN 800m przypada na 2016 r.

Tabela 2. Mirbud: Wyniki finansowe 4Q2015

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	r/r	FY2015	r/r
Przychody	271.0	125.9	180.5	219.8	230.2	-15.0%	756.4	-22.1%
Usługi budowlane	245.7	107.0	157.1	195.4	202.1	-17.8%	661.6	-23.9%
Działalność deweloperska	11.5	6.9	11.4	8.6	12.6	9.0%	39.6	-11.6%
Usługi wynajmu	8.1	8.8	9.3	9.9	9.3	14.4%	37.3	6.4%
Pozostałe usługi	2.7	1.8	0.4	2.3	2.2	-18.5%	6.7	-0.7%
Sprzedaż materiałów i towarów	2.9	1.3	2.3	3.5	4.1	40.1%	11.2	-29.4%
Zysk brutto ze sprzedaży	14.6	16.2	17.2	15.8	15.4	6.0%	64.7	-3.8%
Usługi budowlane	9.1	10.9	10.9	9.2	11.2	22.5%	42.3	-4.1%
Działalność deweloperska	1.8	1.4	2.6	1.2	2.2	23.4%	7.3	2.9%
Usługi wynajmu	2.5	3.3	3.6	4.2	3.7	45.1%	14.8	16.3%
Pozostałe usługi	1.4	0.4	-0.2	1.3	-2.1	n.a.	-0.6	n.a.
Sprzedaż materiałów i towarów	-0.3	0.1	0.3	0.0	0.5	n.a.	0.9	-13.6%
EBITDA	9.4	11.0	12.5	9.2	11.3	20.2%	44.0	1.7%
EBIT	6.7	9.3	10.8	6.9	8.1	20.5%	35.1	-3.7%
Zysk netto	1.7	4.9	5.9	3.1	0.2	-90.3%	14.0	-16.1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	5.4%	12.9%	9.5%	7.2%	6.7%	1.3pp.	8.5%	1.6pp.
Marża EBITDA	3.5%	8.7%	6.9%	4.2%	4.9%	1.4pp.	5.8%	1.4pp.
Marża EBIT	2.5%	7.4%	6.0%	3.1%	3.5%	1.0pp.	4.6%	0.9pp.
Marża zysku netto	0.6%	3.9%	3.2%	1.4%	0.1%	-0.6pp.	1.8%	0.1pp.

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Rentowność. Pomimo 15%-owego spadku przychodów spółki w ujęciu r/r zysku brutto ze sprzedaży wzrósł o 6% r/r. Wzrost rentowności brutto ze sprzedaży do 6.7% vs. 5.4% w 4Q14 jest wynikiem głównie wyższej rentowności segmentu inżynieryjno-drogowego (marża 7.0% vs. 2.7% w 4Q14). Na poprawę rentowności projektów drogowych oprócz niższych cen surowców wpływ miała finalizacja etapu projektowania, który charakteryzuje się wyższą marżowością. W przypadku segmentu mieszkaniowego marża brutto ze sprzedaży wyniosła 17.5% (wzrost o 2pp. r/r), zaś w segmencie najmu 39.3% (wzrost o 8pp. r/r). Segment pozostałych usług, do których od 3Q15 zaliczana jest działalność spółki Expo Mazury, wygenerował stratę w wysokości PLN 2.1m vs. zysk PLN 1.4m w 4Q14.

Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży wyniosły wzrosły w 3Q2015 o 17% do PLN 9.1m, głównie w wyniku kosztów generowanych przez spółkę Expo Mazury, która jest przez grupę konsolidowana od 3Q15.

EBITDA wyniosła PLN 11.3m (marża 4.9% vs. 3.5% w 4Q14), a EBIT PLN 8.1m (marża 3.5% vs. 2.5%). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły w 4Q15 PLN 1.8m vs. PLN 0.0m w 4Q14. Na wynik na pozostałej działalności operacyjnej wpływ miało rozliczenie dotacji o wartości PLN 2.3m. EBITDA znormalizowana o rozliczenie dotacji wyniosła w 4Q15 PLN 9.0m

(spadek 4% r/r, marża 3.9% vs. 3.5% w 4Q15), a EBIT PLN 5.7m (spadek 13.6% r/r, marża 2.5% płasko r/r).

Koszty finansowe netto wyniosły PLN 7.4m (wzrost 83% r/r). Znaczny wzrost kosztów finansowych netto wynika głównie ze wzrostu pozycji odsetek od kredytów do PLN 4.6m (wzrost o 54.9% r/r).

Spółka zaraportowała zysk netto w wysokości PLN 0.2m (spadek 90.3% r/r). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 51% vs. 32% w 4Q14.

Przepływy pieniężne i zadłużenie. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 51m (wzrost 88% r/r). Wysoka wartość przepływów operacyjnych wygenerowana została głównie na uwolnieniu przez spółkę kapitału obrotowego (suma zmian stanu zapasów, rozliczeń międzyokresowych oraz należności i zobowiązań handlowych wyniosła w 4Q15 PLN 40.5m vs. PLN 20.7m w 4Q14). Spółka wygenerowała również PLN 13.9m przepływów inwestycyjnych, m.in. poprzez zbycie przez JHM nieruchomości inwestycyjnej (pawilonu handlowego) położonej w Bielsko Białej za PLN 6.8m. W efekcie dług netto na koniec 4Q15 spadł do PLN 211.9m (spadek o 20.5% kw./kw.), a wskaźnik dług netto/12mEBITDA spadł do poziomu 4.8x vs. 6.3x na koniec 3Q15.

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.) oraz jest przeznaczony do dystrybucji na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazane obywatelowi lub rezydentowi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Australii lub Japonii, tj. krajów gdzie jego dystrybucja może być prawnie ograniczona. Jego dystrybucja może być ograniczona przez prawo również w innych krajach. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI ANI OFERTY ANI ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU DOWOLNYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE POWINIEN BYĆ TRAKTOWANY JAKO OFERTA SPRZEDAŻY LUB ZAKUPU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. TEN DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY I ZAPREZENTOWANY WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB DALEJ DYSTRYBUOWANY JAKIKOLWIEK OSOBOM TRZECIM.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom instytucjonalnym oraz profesjonalnym w rozumieniu wyżej wymienionych regulacji, jak również innym inwestorom kwalifikowanym uprawnionym do otrzymywania rekomendacji, analiz i raportów w oparciu o umowę o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są podmiotami profesjonalnymi lub inwestorami instytucjonalnymi, będący klientami Vestor, powinni uzyskać poradę od ich własnego doradcy finansowego przed podjęciem jakichkolwiek decyzji na podstawie tego materiału w celu uzyskania niezbędnego wyjaśnienia jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej ani podatkowej ani zapewnienia, że jakakolwiek inwestycja lub strategia w nim zawarta jest odpowiednia lub adekwatna w określonych okolicznościach lub stanowi osobistą rekomendację dla odbiorcy. Vestor nie świadczy usług doradztwa w zakresie konsekwencji podatkowych działalności inwestycyjnej, w związku z czym adresat materiału powinien skontaktować się z doradcą podatkowym przed podjęciem decyzji inwestycyjnej na jego podstawie.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców materiału, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahanom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Jeżeli niniejszy materiał jest dystrybuowany przez instytucję finansową inną niż Vestor lub podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję. Klienci tej instytucji powinni skontaktować się z tą instytucją w celu uzyskania dalszych informacji. Poprzez udostępnienie niniejszego materiału Vestor nie świadczy porady inwestycyjnej na rzecz klientów takiej instytucji dystrybuującej. Ani Vestor, jego podmioty powiązane, zarząd, dyrektorzy, czy pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności za szkodę lub utracone korzyści powstałe na skutek takiego wykorzystania niniejszego materiału.

Wszelkie opinie, prognozy i zawarte tu szacunki odzwierciedlają naszą ocenę w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez wcześniejszego powiadomienia. Analitycy działali z należytą starannością przy sporządzaniu tego dokumentu. Niniejsza analiza stosownych spółek i papierów wartościowych jest oparta na osobistych opiniach analityków o wspomnianych spółkach oraz papierach wartościowych. Opublikowane w niniejszym raporcie opinie, prognozy i szacunki odzwierciedlają osobiste przekonania analityków w czasie, gdy ta publikacja została wydana.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahanom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Vestor może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.