

poniedziałek, 11 stycznia 2021 | raport analityczny

Mo-BRUK: kupuj (nowa)

MBR.PW; MBR.WA | Przemysł, Polska

„EKO” na fali...

Prośrodowiskowa polityka UE zmierzająca do maksymalizacji ponownego wykorzystania odpadów oraz rosnąca świadomość społeczna odnośnie dbania o środowisko sprzyjają branży przetwórstwa odpadów. Zgodnie z prawem UE do 2035 roku 65% odpadów ma być ponownie wykorzystywanych, podczas gdy w Polsce obecnie 50% strumienia odpadów jest składowanych. Szansą dla Mo-BRUK są również plany budowy spalarni śmieci komunalnych (praktycznie podwojenie zainstalowanych mocy w kraju w perspektywie kilku lat), które są bezpośrednim klientem w zakresie zestawiania i stabilizacji odpadów (na rynku, gdzie Mo-BRUK ma jednego konkurenta). W segmencie produkcji paliw alternatywnych sprzyjają plany utylizacji około 1,7 mln ton zużytych podkładów kolejowych. Z kolei segment spalania korzysta na ciągłym wzroście opłat za składowanie (opłata marszałkowska wzrosła z 74 PLN/t w 2017 roku do 270 PLN/t w 2020 roku) oraz rosnącego rynku unieszkodliwiania tzw. „bomb biologicznych” (szacunkowy koszt utylizacji 15 mld PLN na 20 lat). Po przeprowadzonych inwestycjach za 200 mln PLN Mo-BRUK planuje dalszą ekspansję w Polsce północnej i w Europie przy utrzymaniu 50-100% wypłaty dywidendy z zysku. Spółce w realizacji tych celów sprzyjać będzie niskie zadłużenie (brak długu), małe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy przy wzroście skali działalności oraz wysokie bariery wejścia wynikające z wymagań technicznych i prawnych (3-4 lata na uruchomienie tożsamych instalacji). **Rekomendujemy kupno akcji Mo-BRUK, a cenę docelową wyznaczamy na 387,49 PLN.**

Potencjalny wzrost przez akwizycje

Obecnie Zarząd Mo-BRUK rozważa oportunistyczne przejęcia podmiotów o profilu tożsamym do segmentów Mo-BRUK o przychodach 15-50 mln PLN i EBITDA 5-15 mln PLN. Ich celem jest zwiększenie obecności Grupy w północnej części kraju, gdzie planowane są obecnie spalarnie odpadów komunalnych. Zakładamy, że skala przejęć nie przekroczy 100 mln PLN, a dodatkowe środki na usprawnienie instalacji nie przekroczą 35 mln PLN. W rezultacie dług netto w relacji do EBITDA nie przekroczy 1,0x, co pozwoli na kontynuowanie wypłaty do 100% wyniku netto w dywidendzie.

Duże zdolności generowania gotówki

Mimo dynamicznie rosnących przychodów w latach 2017-19 Mo-BRUK generował przepływ z działalności operacyjnej na poziomie średnio nieco ponad 80% skorygowanej EBITDA. Spółka za przyjęcie odpadów uzyskuje niezwłocznie opłatę od klientów, co sprawia, że przy wzroście skali działalności zapotrzebowanie na kapitał obrotowy jest znikome.

Zapas wolnych mocy produkcyjnych

Przeprowadzane do końca 2014 roku inwestycje za około 200 mln PLN sprawiły, że obecnie Mo-BRUK dysponuje nowoczesnymi instalacjami, wykorzystywanymi w około 50%. Wiodąca pozycja na rynku recyklingu odpadów daje możliwość Mo-BRUK na rozpoczęcie konsolidacji sektora gospodarki odpadami przemysłowymi.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	92,7	130,6	180,0	239,7	272,8
EBITDA	31,5	56,9	99,7	122,2	133,9
marża EBITDA	34,0%	43,6%	55,4%	51,0%	49,1%
EBIT	25,6	50,9	93,8	115,5	125,8
Zysk netto	19,7	40,6	75,3	92,9	101,1
P/E	44,5	21,6	11,5	9,3	8,5
P/CE	33,3	19,0	10,6	8,7	7,9
P/BV	8,0	6,6	5,4	4,5	4,0
EV/EBITDA	28,1	15,2	8,3	6,6	5,9
DPS	0,56	4,82	13,77	17,14	21,15
DYield	0,2%	2,0%	5,6%	7,0%	8,6%

Cena bieżąca	246,00 PLN
Cena docelowa	387,49 PLN
Kapitalizacja	864,2 mln PLN
Free float	561,6 mln PLN
Średni dzienny obrót (1 m-c)	3,6 mln PLN

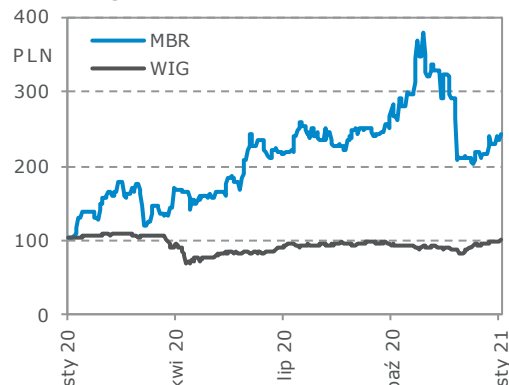
Struktura akcjonariatu

Ginger Capital	35,01%
Value FIZ	23,80%
OFE NN	6,32%
Pozostali akcjonariusze	34,87%

Profil spółki

Mo-BRUK to lider przetwarzania odpadów przemysłowych w Polsce z udziałami rynkowymi szacowanymi na poziomie 15-25%. Spółka posiada w Grupie 6 zakładów przetwarzania odpadów usytuowanych w południowej Polsce o łącznych mocach produkcyjnych ponad 500 tys. ton (z obłożeniem mocy w 2019 roku na poziomie około 50%). Mo-BRUK działa w trzech uzupełniających się obszarach gospodarki odpadami. Są to spalanie odpadów przemysłowych i medycznych, zestawianie i stabilizacja odpadów oraz produkcja paliw alternatywnych (RDF). Spółka w ostatnich latach zrealizowała szeroko zakrojony program inwestycyjny na kwotę 200 mln PLN, a w kolejnych latach zamierza zwiększyć obłożenie mocy produkcyjnych i poszerzyć działalność o nowe lokalizacje.

Kurs akcji MBR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Mo-BRUK	387,49	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Mo-BRUK	246,00	387,49	+57,5%

Analitycy:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił funkcję podmiotu współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. współprowadził księgę popytu na akcje emitenta w ofercie publicznej.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 11 stycznia 2021 o godzinie 08:09.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 11 stycznia 2021 o godzinie 08:20.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Mo-BRUK.

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl