

poniedziałek, 6 września 2021 | raport analityczny

Pozbud: trzymaj (nowa)

POZ.PW; POZ.WA | przemysł, Polska

Nowe ciekawe perspektywy

Po znaczących zmianach w akcjonariacie w 2020 roku Pozbud ma zostać spółką holdingową o zdywersyfikowanej strukturze przychodów. Grupa z portfelem projektów 460 MW opartych o odnawialne źródła energii zamierza rozpocząć działalność w zakresie kompleksowego przygotowania i realizacji wraz z zarządzaniem projektów elektrowni fotowoltaicznych i wiatrowych, czego skutkiem może być nawet 140 mln PLN rocznej sprzedaży od 2024 roku. Pozbud wkrótce może ogłosić współpracę z zagranicznym podmiotem, co pozwoliłoby na uzyskanie odpowiednich referencji, technologii i dostępu do nowych produktów. Spółka w konsorcjum z Mag-Train złożyła najlepsze oferty na modernizację taboru kolejowego dla PKP Intercity za 594 mln PLN, z czego oczekujemy, że pierwsza umowa (70,6 mln PLN) może zostać podpisana we wrześniu, a druga w 4Q'21 (391,7 mln PLN). Pozbud jeszcze przez ponad 2 lata będzie realizować kontrakt GSM-R na kolei (zostało 420 mln PLN do zaksięgowania), po czym zamierza rozwinąć ofertę świadczenia usług w zakresie realizacji inwestycji kolejowych oraz budowy sieci światłowodowych. W przypadku segmentu stolarki otworowej Grupa zamierza skorzystać z dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym, co pozwoliłoby na odbudowę skali przychodów segmentu do 100 mln PLN w 2025 roku (z 28 mln PLN w 2020 roku). Podjęte inicjatywy naszym zdaniem dają szansę na co najmniej podwojenie skali sprzedaży w perspektywie najbliższych 5-ciu lat i wyraźnego wzrostu wyników finansowych. Szacujemy wartość Grupy Pozbud na 5,24 PLN na akcję, oraz wydajemy rekomendację trzymaj.

OZE szansą na zwiększenie skali biznesu

Obecnie Grupa weryfikuje wykonalność projektów w 8 lokalizacjach (fotowoltaicznych, wiatrowych i hybrydowych) o łącznej, maksymalnej docelowej mocy 460 MW. Obecnie zakładany model biznesowy polega na oferowaniu inwestorom, jaki i na własne potrzeby gotowych projektów OZE, zrealizowanych pod klucz, wraz z długoterminowym zarządzaniem jakością i efektywnością tych projektów. Pierwsze farmy mogłyby przejść w fazę realizacji już na przełomie 2021/2022 roku (pierwsze przychody koniec 2022 r.).

Nowy Ład szansą na modernizację taboru

Pozbud i Mag-Train (bazujący na infrastrukturze i zasobach dawnego Fablok) mogą skorzystać na Europejskim Funduszu odbudowy oraz „Nowym Ładzie”, które nakierowane w dużej mierze będą na inwestycje w ramach budownictwa kolejowego i modernizacji istniejącego taboru. Największy krajowy przewoźnik - PKP Intercity planuje inwestycje w tabor do 2030 roku na poziomie 19 mld PLN. Obecnie konkurencja na rynku modernizacji wagonów skupia się wokół trzech graczy (Cegielski, Pesa, Mag-Train).

Kontrakt GSM-R, opcja na utrzymanie i sieci światłowodowe

Po realizacji kontraktu GSM-R Pozbud posiada opcję na usługi dodatkowe związane z utrzymaniem sieci (opcja na 5 lat za 100 mln PLN). Dodatkowo Spółka zamierza wraz z nowym partnerem krajowym wrócić do realizacji zadań w zakresie inwestycji na kolei określonych w programie „Nowy Ład” oraz realizacji sieci światłowodowych. Warto zwrócić uwagę, że w VII'21 Nexera zdobyła finansowanie 1 mld PLN na budowę sieci operatora, która może objąć 1 mln gospodarstw domowych.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	197	194	220	338	417
EBITDA skor.	37	51	37	44	53
marża EBITDA	18,8%	26,1%	16,7%	13,1%	12,8%
EBIT skor.	30	42	28	36	45
zysk netto skor.	16	25	20	23	29
P/E skor.	8,5	9,3	11,5	9,9	7,9
P/FCFE	24,5	7,0	7,7	-12,2	9,3
FCFF/EV	4,2%	11,3%	11,4%	-4,5%	8,2%
EV/EA skor.	5,5	5,9	7,6	7,2	5,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

cena bieżąca	5,16 PLN
cena docelowa	5,24 PLN
kapitalizacja	231 mln PLN
free float	73 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,7 mln PLN

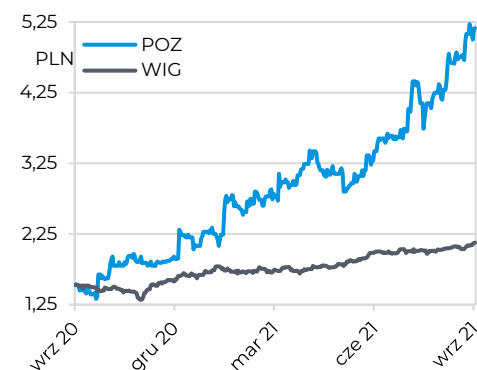
Struktura akcjonariatu

Łukasz Fojt	26,6%
Andrzej Raubo	25,3%
NN OFE	16,6%
pozostali	31,5%

Profil spółki

Pozbud S.A. z siedzibą w Poznaniu tworzy Grupę Kapitałową o strukturze holdingowej, w której ofercie można znaleźć produkcję drewnianej stolarki otworowej (głównie okna), usługi budowlane (wznoszenie budynków kubaturowych, budowa sieci światłowodowych, rewitalizację dworców kolejowych, budownictwo kolejowe), deweloperkę mieszkaniową, modernizację taboru kolejowego (przy udziale partnera Mag-Train) i inwestycje w obszarze OZE (głównie fotowoltaika). Pozbud realizuje obecnie w konsorcjum kontrakt GSM-R na kolei (udział Grupy Pozbud 720 mln).

Kurs akcji POZ na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Pozbud	5,24	-	trzymaj	-

Spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
	Pozbud	5,16	5,24

Analitik:

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

Czynniki ryzyka

Koniunktura na rynku mieszkaniowym

Sprzedaż stolarki otworowej ściśle jest związana z koniunkturą na rynku mieszkaniowym. Obecnie rynek mieszkaniowy przy niskich stopach procentowych przeżywa renesans, ale w przyszłości nie można wykluczyć ochłodzenia koniunktury, co może mieć wpływ na sprzedaż stolarki. Szczególności dotyczy to nowych projektów deweloperskich na których obecnie koncentruje się Pozbud w strategii rozwoju zakładu stolarki w Słonawach. Dlatego też spółka intensywnie rozwija działalność eksportową w szczególności współpracę z partnerem amerykańskim.

Wzrost cen surowców, podwykonawstwa

Rosnące koszty drewna, okuć, szyb mogą mieć negatywny wpływ na rentowność w segmencie stolarki otworowej. Spółka koncentruje się w tym segmencie na produktach premium, co powinno w mniejszym stopniu narażać na spadek marży, ale nie można wykluczyć krótkoterminowych wahań rentowności. W przypadku usług budowlanych, inwestycji w OZE, czy remontów taboru wzrostu cen komponentów, stali czy usług podwykonawczych może mieć negatywny wpływ na rentowność prowadzonej działalności.

Ryzyko utraty środków z UE

Pozbud w ramach realizowanych projektów inwestycyjnych na kolei, modernizacji taboru bazuje na dotacjach w ramach programów wsparcia z UE. Istnieje ryzyko, że w efekcie konfliktów Rządu Polskiego z instytucjami wspólnoty w ramach praworządności czy reform sądownictwa Komisja Europejska może narzucić na Polskę kary bądź ograniczyć dystrybucję środków w ramach dedykowanych funduszy. Wówczas mogłoby to mieć negatywny wpływ na podaż dostępnych projektów inwestycyjnych w przyszłości.

Ryzyko wzrostu płac

Według danych finansowych za 2017 i 2018 rok średni koszt pracownika w Grupie Pozbud wynosił 3,5-3,8 tys. PLN na miesiąc. W 2020 roku średni koszt wzrósł do 7,1 tys. PLN na osobę, ale wciąż znajduje się poniżej poziomów w innych spółkach przemysłowych. Nie można w przyszłości wykluczyć, że spółka będzie musiała zmierzyć się z dalszą presją ze strony płac.

Ryzyko zmian prawnych w zakresie OZE

W ostatnich latach branża odnawialnych źródeł energii była stymulowana przez programy wsparcia i korzystne otoczenie prawne. Nie można w przyszłości wykluczyć, że regulacje prawne zmienią się na niekorzyść, co ograniczyłoby potencjał rynku w przyszłości. Dodatkowo coraz więcej podmiotów planuje podjąć się działalności związanej z budową farm fotowoltaicznych czy wiatrowych, co może generować wzrost konkurencji i presje na marże w przyszłości. Ryzykiem jest również uzyskanie wszystkich wymagań w celu przyłączenia instalacji do sieci. Dodatkowo budowa farm fotowoltaicznych wymaga ogromnych nakładów kapitału obrotowego, który zostanie zamrożony na okres nawet ponad roku do momentu sprzedaży przedsięwzięcia. W przypadku Pozbud, który dopiero zaczyna działalność w obszarze OZE Spółka może mieć trudności w uzyskaniu finansowania bankowego pod nowe projekty, a w przypadku pozyskania finansowania od innych instytucji może być zmuszona do oddania części swojej marży na projektach. Również w przypadku pogorszenia sentymentu do branży OZE chęć finansowania tego typu przedsięwzięć

może się pogorszyć. Pozbud aby mitygować te ryzyka rozważa również sprzedaż części projektów na etapie przygotowania inwestycji do realizacji.

Ryzyko spadku rentowności na kontrakcie GSM-R

Pozbud jeszcze co najmniej dwa lata realizować będzie prace nad kontraktem ERTMS/GSM-R na liniach kolejowych za 2,3 mld PLN netto. W poprzednich latach Pozbud księgował ponad 20% rentowność brutto ze sprzedaży na powyższym kontrakcie, a segment usług budowlanych był głównym kontrybutorem wyników. Gdyby się okazało, że marże znacząco spadną w kolejnych latach, to mogłoby mieć to negatywny wpływ na wyniki finansowe Grupy. Obecnie Zarząd nie widzi takiego ryzyka, a prace prowadzone są zgodnie z planem. Nie można też wykluczyć, że któryś z kooperantów (Nokia, Wasko, Herkules) nie spotka się z trudnościami na kolejnych etapach prac, a odpowiedzialność wszystkich kooperantów jest solidarna. Ryzyko realizacji prac obecnie dotyczy udostępnienia kolejnych odcinków do realizacji przez PLK. Ze względu na liczne inwestycje na kolei obecnie PLK spóźnia się z udostępnieniem kolejnych odcinków pod osadzanie okablowania i udostępnianie placów budów.

Ograniczenie skali działalności po zrealizowaniu kontraktu GSM-R

Po zakończeniu prac and kontraktem GSM-R obecnie nie są prowadzone prace nad kolejnymi podobnymi przedsięwzięciami na kolei. Pozbud szykuje się obecnie do podjęcia nowych kontraktów po 2023 roku dotyczących inwestycji w zakresie budowy sieci światłowodowych do gospodarstw domowych. Spółka również planuje rozpocząć współpracę z firmą z zakresu budownictwa kolejowego w celu pozyskania kontraktów na kolei.

Ryzyko umocnienia PLN do walut obcych

W swojej strategii rozwoju segmentu stolarki okiennej Pozbud zakłada wzrost sprzedaży na rynki zagraniczne w tym między innymi USA i Europy Zachodniej. W przypadku krajów europejskich często czynnikiem determinującym o wyborze oferty przez zamawiającego jest cena, dlatego umocnienie PLN do EUR może mieć negatywny wpływ na konkurencyjność oferty Pozbud i może stanowić przeszkodę w ekspansji zagranicznej.

Ryzyko corporate governance

W 2020 roku WZA Pozbud zdecydowało o podwyższeniu kapitału i połączenie ze swoim kooperantem spółką Agnes. Połączenie ze względu na sprzyjającą dla akcjonariuszy Agnes wycenę nowych akcji wzbudziło kontrowersje wśród mniejszościowych akcjonariuszy Pozbud. W przyszłości nie można wykluczyć podobnych transakcji powiązanych z branżami, w których zamierza funkcjonować Pozbud.

Wycena

Wartość spółki Pozbud szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 5,24 PLN

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	4,57
wycena DCF	50%	5,19
	cena wynikowa	4,88
	cena docelowa za 9 m-cy	5,24

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Pozbud odnosimy do polskich spółek przemysłowych. Zdecydowaliśmy się jeszcze nie ujmować w wycenie porównawczej spółek z obszaru modernizacji taboru kolejowego i OZE jako że Pozbud dopiero

przedstawił plany rozwoju w tych obszarach, co będzie mieć wpływ na wyniki w perspektywie kolejnych lat. W wycenie zakładamy 10% dyskonto za ryzyko corporate governance, opisane w części dotyczącej głównych ryzyk.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
FABRYKI MEBLI FORTE SA	11,3	10,4	12,1	8,0	7,5	8,0
GRUPA KETY SA	12,7	13,8	13,2	9,1	9,8	9,4
STALPRODUKT SA	7,3	10,4	10,7	3,3	3,3	3,1
ALUMETAL SA	7,0	10,4	9,8	6,6	8,2	6,6
WIELTON SA	11,0	8,6	8,6	6,8	5,8	5,4
MANGATA HOLDING SA	10,4	9,8	8,0	7,4	6,6	6,0
AMICA SA	10,9	14,8	13,4	5,5	5,8	5,4
BORYSZEW SA	22,4	14,9	12,3	7,1	6,2	5,4
FAMUR SA	11,1	12,2	12,8	3,1	3,7	3,5
NEWAG SA	7,9	9,6	11,0	5,0	3,9	4,1
FERRO SA	8,4	10,1	9,3	9,3	7,6	7,5
COGNOR SA	4,0	7,8	8,4	2,9	4,6	4,9
PKP CARGO SA	-	-	6,1	-	-	-
maksimum	4,0	7,8	6,1	2,9	3,3	3,1
minimum	22,4	14,9	13,4	9,3	9,8	9,4
mediana	10,6	10,4	10,7	6,7	6,0	5,4
Pozbud	11,5	9,9	7,9	7,6	7,2	5,9
premia (dyskonto)	7,9%	-5,2%	-26,0%	14,0%	20,2%	8,5%

Implikowana wycena

mediana	10,6	10,4	10,7	6,7	6,0	5,4
premia (dyskonto)	10%	10%	10%	10%	10%	10%
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
wartość firmy na akcję (PLN)	4,57					

Źródło: mBank



Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- W wycenie zakładamy parametr Beta na poziomie 1,3x. Wyższa wartość związana jest z planami rozwoju Pozbud w branżach, w których dotychczas spółka nie miała doświadczenia.

- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec sierpnia 2021 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2020 roku.

Model DCF

(mIn PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	+
przychody ze sprzedaży	220,0	337,8	417,0	416,8	444,0	446,0	448,0	450,1	452,2	454,4	456,6
Zmiana	13,6%	53,5%	23,5%	0,0%	6,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
EBITDA	36,8	44,2	53,5	47,5	51,5	51,7	51,9	52,0	52,2	52,5	50,6
marża EBITDA	16,7%	13,1%	12,8%	11,4%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%	11,1%
Amortyzacja	8,5	8,3	8,3	8,1	7,9	7,8	7,6	7,5	7,3	7,2	5,0
EBIT	28,3	35,8	45,2	39,4	43,6	43,9	44,2	44,6	44,9	45,2	45,6
marża EBIT	12,9%	10,6%	10,8%	9,5%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%
opodatkowane EBIT	5,0	6,5	8,2	7,1	7,9	8,0	8,1	8,2	8,4	8,5	8,5
NOPLAT	23,3	29,4	37,0	32,3	35,7	35,9	36,2	36,4	36,5	36,7	37,1
CAPEX	-5,0	-8,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0
kapitał obrotowy	-4,7	-60,1	-24,5	-33,6	-34,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
FCF	22,1	-30,4	15,8	1,9	4,3	38,6	38,6	38,7	38,7	38,8	37,0
WACC	9,1%	8,7%	8,8%	8,6%	8,6%	8,8%	9,1%	9,5%	9,9%	10,0%	10,0%
współczynnik dyskonta	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
PV FCF	21,5	-27,2	13,0	1,4	3,0	24,5	22,2	19,9	17,6	15,9	13,8
	0,33	1,33	2,33	3,33	4,33	5,33	6,33	7,33	8,33	9,33	10,33
WACC	9,1%	8,7%	8,8%	8,6%	8,6%	8,8%	9,1%	9,5%	9,9%	10,0%	10,0%
koszt długu	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
premia za ryzyko	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
dług netto / EV	18,1%	27,1%	25,7%	28,3%	30,0%	24,2%	18,0%	10,6%	1,8%	0,0%	0,0%
koszt kapitału własnego	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3

wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
wartość rezydualna (TV)	462,1
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	189,9
zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	111,9
wartość firmy (EV)	301,7
dług netto	69,2
udziałowcy mniejszościowi	0,0
wartość firmy	232,6
liczba akcji (mIn)	44,8
wartość firmy na akcję	5,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,4%
cena docelowa (PLN)	5,6

EV/EBITDA ('22) dla ceny docelowej	7,6
P/E ('22) dla ceny docelowej	10,7
udział TV w EV	62,9%

Źródło: mBank

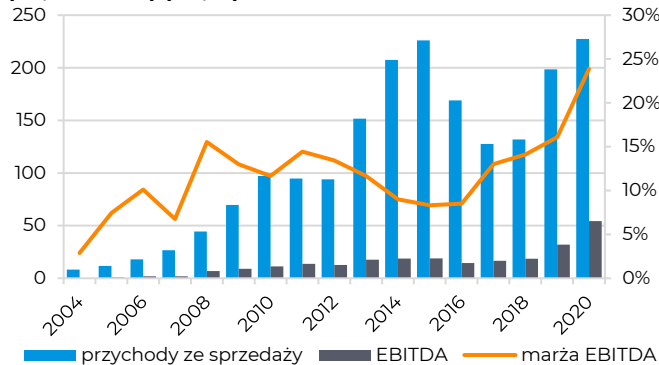
Analiza wrażliwości

	wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	3,9	4,2	4,6	5,0	6,4
WACC +0,5 p.p.	4,3	4,6	5,0	5,6	7,3
WACC	4,7	5,1	5,6	6,2	8,3
WACC -0,5 p.p.	5,1	5,6	6,2	6,9	9,5
WACC -1,0 p.p.	5,6	6,1	6,8	7,8	11,1

Profil Spółki

Historycznie Pozbud był rodzinną (założyciele Tadeusz i Roman Andrzejak) spółką z branży materiałów budowlanych, która **zadebiutowała na GPW w czerwcu 2008 roku** (cena emisyjna 2,40 PLN, pozyskane środki 13 mln PLN). W czasie, kiedy akcje Pozbud pojawiły się na giełdzie spółka zajmowała się głównie **produkcją drewnianej stolarki otworowej**, a środki z nowej emisji pozwoliły na zakup nowych maszyn i urządzeń oraz rozszerzenie oferty produktowej.

Historyczne wyniki Grupy Pozbud w latach 2004-2020 (LP; mln PLN) (PP; %)



Źródło: monitor B, mBank

W 2010 roku Pozbud zdecydował się na podwyższenie kapitału w celu pozyskania środków na zakup i uruchomienie linii do produkcji drzwi wewnętrznych (18 mln PLN) oraz akwizycje podmiotów z branży stolarki otworowej (7 mln PLN). Ostatecznie z akwizycji udało się zakupić aktywa spółki EverHome – producenta podłóg drewnianych, który uzupełnił ofertę Grupy o kolejny asortyment (inwestycja za wkład pieniężny ok. 2 mln PLN i aktywa produkcyjne; w 2012 roku sprzedaż EverHome wyniosła 12 mln PLN przy zysku netto 1,5 mln PLN). W 2016 roku EverHome osiągnął sprzedaż 20 mln PLN, a w 2018 roku podjęta została decyzja o sprzedaży tej części prowadzonej działalności (w 2018 roku Pozbud stracił kontrolę nad spółką). Obecnie Pozbud posiada 32% w EverHome, a aktywa są przeznaczone do sprzedaży. W IV'20 EverHome ogłosił upadłość, a podmiotem zarządza syndyk masy upadłościowej. W 2011 roku Pozbud nabył 100% udziałów w zakładach obróbki drewna w Grzywnie za około 5 mln PLN. Obecnie nieruchomości w Grzywnie w części należą do będącego w upadłości EverHome, Pozbud chciałby sprzedać działkę. Szacunkowa cena sprzedaży wynosi około 5 mln PLN.

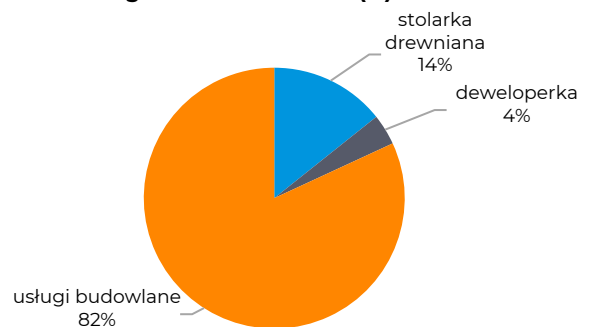
Segment stolarki otworowej największą skalę przychodów osiągnął w 2014-2015 roku (około 80 mln PLN). Później obroty zaczęły dynamicznie spadać ze względu na ograniczenie prac przy modernizacji dworców kolejowych. W 2013 roku Pozbud ogłosił chęć połączenia z Grupą Baumal, zajmującą się produkcją okien plastikowych, która notowana była na warszawskiej giełdzie. W efekcie przejęcia właściciele Pozbud i Baumal mieli się wymienić akcjami, a wartość transakcji sięgnąć miała 32 mln PLN. Ostatecznie jednak transakcja nie powiodła się. Również po 2012 roku dynamicznie w ramach Grupy Kapitałowej rozwijał się segment **usług budowlanych** związany z wznoszeniem budynków kubaturowych (głównie mieszkalnych), a z czasem również usług modernizacji obiektów usługowych jak dworce czy inne inwestycje kolejowe. Realizowane prace budowlane w latach 2013-2015 były prowadzone we współpracy z Torpol, a przychody segmentu przekroczyły 100 mln PLN rocznie. W kolejnych latach ograniczenie ilości inwestycji na rynku spowodowało presję na marżę i ograniczenie ekspozycji na segment kolejowy. W 2018 roku Pozbud w konsorcjum z Nokia Solutions and Networks, Wasko i Herkulesa został wybrany do realizacji

dla PKP PLK budowy systemu **ERTMS/GSM-R** na liniach kolejowych o wartości 2,268 mld PLN netto. Udział Pozbud wynosi 720 mln PLN, z czego do końca 2020 roku zaksięgowanych zostały prace za nieco ponad 200 mln PLN. W 2016 roku Pozbud rozpoczął inwestycje związaną z budową osiedla mieszkaniowego w Strzeszynie koło Poznania (**segment deweloperski**) o łącznej powierzchni około 6750 PUM (1 etap). Mieszkania były przekazywane w 2019 i 2020 roku, ale ostatecznie spółka nie zdecydowała się na drugi etap inwestycji i odsprzedała pozostałą część projektu. Aktualnie w ofercie pozostało już tylko 9 mieszkań o łącznej wartości nieco ponad 3 mln PLN. W 2020 roku **akcjonariusze Pozbud zdecydowali się na połączenie ze spółką Agnes**, z którą Pozbud ściśle współpracował przy realizacji kontraktu GSM-R. W efekcie emisji 18 mln akcji serii H po 2,36 PLN/akcja Panowie Łukasz Fojt i Wojciech Ziółkowski nabyli łącznie 40% akcji Pozbud. Ostatecznie dotychczasowi akcjonariusze (rodzina Andrzejak) wycofali się z akcjonariatu (sprzedając akcje nowym akcjonariuszom). Transakcja ze względu na niską cenę zamiany akcji Agnes na Pozbud (~4,4x EV/EBITDA'20) wzbudziła kontrowersje wśród inwestorów (szczegóły w raporcie). Pod nowymi sterami Zarząd Pozbud zapowiedział ekspansję w nowych obszarach jak modernizacja taboru kolejowego, czy dewelopowanie farm fotowoltaicznych i wiatrowych. Dodatkowo przyjęta została nowa strategia w zakresie rozwoju segmentu stolarki otworowej.

Segmenty działalności

W 2020 roku 82% sprzedaży Grupy Pozbud pochodziło z segmentu usług budowlanych, w ramach którego 52% sprzedaży wynikało z kontraktu dla PLK GSM-R. W ostatnich latach udział segmentu usług budowlanych przekraczał nieco ponad 50% obrotów Grupy, ale ze względu na słabszy rok w segmencie stolarki i zakończenie sprzedaży mieszkań w ramach projektu w Strzeszynie-Zacisze udział segmentu usług budowlanych w 2020 roku wyraźnie wzrósł.

Struktura przychodów Grupy Pozbud za 2020 rok w zależności od segmentu działalności (%)



Źródło: Pozbud, mBank

Stolarka drewniana

Najstarszym segmentem Grupy Pozbud jest stolarka drewniana. Pozbud oferuje elementy stolarki otworowej z drewna jak okna i drzwi zewnętrzne i wewnętrzne, czy bramy. Głównymi konkurentami na rynku krajowym są POMO (niszowy produkt), Szewpol (średnia półka produktowa), Urzędowski (wyższa półka), Ronkowski, Sokółka i CDM.

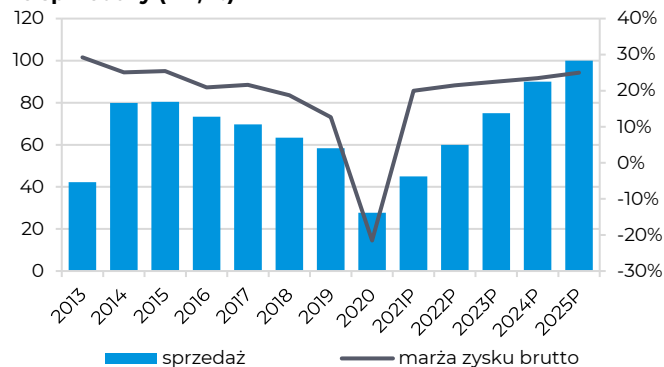
We wcześniejszych latach Pozbud koncentrował się nad budową szerokiej gamy produktowej w ramach konkretnych kolekcji, co miało ułatwić sprzedaż stolarki z różnych Grup produktowych (okna zewnętrzne, drzwi wewnętrzne, zewnętrzne) w obrębie jednej kolekcji. Strategia była

nakierowana na pozyskanie klienta indywidualnego, ale ze względu na wielowymiarowość i dużą ilość kombinacji stolarki nie zawsze przekładała się na wysokie marże. Obecnie Pozbud koncentruje się na produkcji okien głównie dla deweloperów, a z uwagi na obserwowany renesans rynku strategia naszym zdaniem może się przełożyć na wzrosty sprzedaży. W przypadku większych obiektów deweloperskich powtarzalność produktów przekłada się na efekty skali i wzrost realizowanej rentowności.

Stolarka drewniana jest wyraźnie droższa od tej wykonanej z plastiku, ale jest bardziej ekologiczna i daje wyższe poczucie estetyki. Systemy aluminiowe są o około 20% droższe od stolarki drewnianej. Główni klienci na stolarkę otworową drewnianą to deweloperzy kamienic, wyższej klasy obiekty mieszkalne, budynki modernizowane pod nadzorem konserwatora zabytków, obiekty użytkowe jak dworce, czy muzea i urzędy. Według Zarządu Pozbud w ostatnich latach widać trend, że przy wzroście wartości mieszkania do ponad 10 tys. PLN z metra kwadratowego wykonawca coraz częściej przechodzi na rozwiązania stolarki otworowej w klasie premium, wykonanej z drewna lub aluminium. Warto zauważyć, że Robyg w dwóch lokalizacjach w Poznaniu zdecydował się na zastosowanie stolarki drewnianej.

Przy produkcji okien drewnianych około 40-50% kosztów stanowią materiały. Wśród nich największy udział posiada szyba (nawet kilkadziesiąt procent kosztów materiałowych), następnie kantówka (kilkanaście procent kosztów materiałowych). Okucia stanowią niskie kilkanaście procent udziału w kosztach materiałowych. Praktycznie wszystkie kategorie kosztowe wyraźnie rosły w 2021 roku (kantówka nawet o 100%, szyby +7-18%), okucia (+100%). Aby odpowiedzieć na wzrost kosztów producenci drewnianej stolarki otworowej podnieśli w bieżącym roku ceny o ponad 20% r/r. Większość materiałów do produkcji okien jest zaopatrywana w Polsce lub Europie (kantówka już praktycznie w całości w Polsce).

Sprzedaż w segmencie stolarki drewnianej Grupy Pozbud w latach 2013-2025 (LP; mln PLN) oraz rentowność brutto ze sprzedaży (PP; %)



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

W segmencie stolarki otworowej Pozbud w 2021 roku wprowadził **nową markę Slonawy**. Zarząd chce kontynuować produkcję **wyrobów premium** w oparciu o współpracę z deweloperami oraz sprzedaż eksportową. Celem jest osiągnięcie **100 mln PLN sprzedaży w ciągu 5-ciu lat** (wobec 28 mln PLN w 2020 roku). Pozbud **zreorganizował dział sprzedaży**, przygotowując technicznie jego struktury do realizacji sprzedaży eksportowej, nawiązał też współpracę w Niemczech, Szwajcarii i prowadzi rozmowy z przedstawicielami na rynek skandynawski. Efekt reorganizacji będzie rozpoznawalny w wynikach za 2H'21. Pozbud zwiększył zakres oferowanych asortymentów do USA o drzwi wewnętrzne i stolarkę okienną (głównie do tej pory drzwi

zewnętrzne). Grupa ponadto rozważa nawiązanie współpracy z dużym producentem stolarki otworowej plastikowej jeśli taka okazja by się zmaterializowała. W opinii Zarządu Pozbud do tej pory segment stolarki budował wynik w oparciu o handel i podwyższanie wartości dodanej zakupionych półproduktów. Teraz ma się skupić nad wzrostem marży w oparciu o własne wyroby gotowe. W 2020 roku sprzedaż wyrobów własnych była zbliżona do 2019 roku, mimo że obroty segmentu w 2020 roku wyniosły 28 mln PLN, a w 2019 roku 58 mln PLN. Grupa zakłada zwiększenie sprzedaży produktów klasy premium oraz zwiększenie sprzedaży drzwi zewnętrznych i wznowienie sprzedaży drzwi wewnętrznych. Do końca IV'21 Pozbud w zakresie stolarki złożył **oferty na 190 mln PLN**, z czego do fazy negocjacji przeszły zamówienia na kwotę 33,7 mln PLN. Poza tym zawarto już umowy o wartości około 9,1 mln PLN.

Pozbud już w 3Q'21 w związku ze zwiększeniem kontraktacji uruchomił **drugą zmianę w zakładzie w Slonawach** na wybranych wydziałach produkcyjnych.

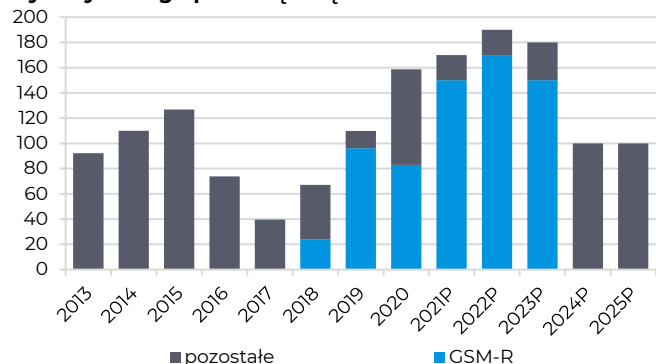
Usługi budowlane

Obroty segmentu usług budowlanych rosły dynamicznie w latach 2013-2015, dzięki rosnącej w tamtym czasie współpracy z Torpol nad kontraktami kolejowymi w tym również **rewitalizacji dworców i innych obiektów kolejowych**. Do większych przedsięwzięć zakończonych w poprzednich latach wymienić można: budowę stacji i tunelu technologicznego multimodalnego Dworca NLF (wartość brutto: 58,8 mln PLN), budowę stacji i tunelu technologicznego multimodalnego Dworca NLF (wartość brutto: 88,9 mln PLN), odnowę infrastruktury Transportu Publicznego w związku z organizacją EURO 2012 (wartość brutto 78,1 mln PLN), modernizację Linii Kolejowej E 75 Rail Baltica, Warszawa - Białystok - Granica z Litwą, Etap I (wartość brutto: 209,7 mln PLN), rewitalizację linii kolejowej nr 143 na odcinku Kalety - Kluczbork (wartość brutto: 366,0 mln PLN), modernizację linii kolejowej E-59, etap III odc. Czempin - Poznań (wartość brutto: 68,8 mln PLN). Dodatkowo Spółka realizowała liczne **prace kubaturowe** jak Inwestycja mieszkaniowa w Dąbrowie pod Poznaniem (za 32 mln PLN), Inwestycja mieszkaniowa w Mielnie (za 20 mln PLN), budowę osiedla „Na Fali” w Gdyni (za 21 mln PLN), czy budowę budynku mieszkalnego w Świnoujściu (za około 29 mln PLN). Pozbud również na własne potrzeby realizował projekt mieszkaniowy w Strzeszynie (za około 45 mln PLN).

Spółka liczy, że uzyskanie referencji na realizowanym kontrakcie GSM-R (721 mln PLN) umożliwi wzięcie udziału w realizacji planu inwestycji PKP PLK do roku 2040, który jest wart ponad 250 mld PLN. Zarząd liczy na przyśpieszenie prac na **kontrakcie GSM-R** w nadchodzących miesiącach (tempo sprzedaży wyższe przy prowadzonej obecnie certyfikacji). Do rozpoznania zostało jeszcze około 420 mln PLN przychodów z powyższego kontraktu licząc od końca 2020 roku. Rentowność na kontrakcie ma być zbliżona do dotychczasowej, choć warto zauważyć, że wysoka rentowność z 2020 roku, to efekt połączenia z Agnes i retrospektywnego rozpoznania marży na kontrakcie. Aktualnie nie ma opóźnień na realizowanej umowie. Umowę w przetargu PKP PLK na budowę systemu ERTMS/GSM-R na liniach kolejowych za 2,3 mld PLN netto realizują **Nokia Solutions and Networks, Wasko, Pozbud i Herkules**. Przedmiotem oferty jest zaprojektowanie, dostawa i wykonanie wszystkich niezbędnych prac oraz robót budowlanych w celu wdrożenia na liniach kolejowych w Polsce sieci GSM-R, jako dedykowanego dla kolei systemu bezprzewodowej łączności cyfrowej. Około **500 mln PLN** wartości oferty przypada na Wasko, a na **Pozbudu 720 mln PLN**. Zakres prac, które ma wykonać spółka z grupy Herkules został wyceniony na **300 mln PLN**. W przypadku Pozbud kontrakt jest obecnie realizowany w założonym budżecie,

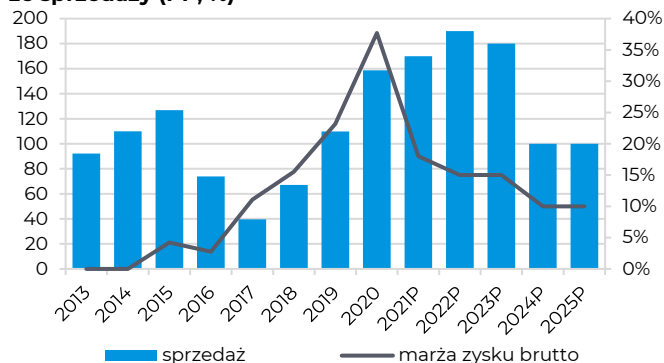
głównym kosztem materiałowym są studnie i rura okalająca przewód światłowodowy. **Opcją kontraktu** na kolejne lata po realizacji są możliwe dodatkowe usługi związane z utrzymaniem sieci (opcja na 5 lat za 100 mln PLN). W ramach opcji Pozbud byłoby zobowiązany do reagowania na usterki w funkcjonowaniu sieci i doprowadzenie do ich likwidacji. Kontrakt GSM, mimo zaliczek generuje na bilansie Pozbud około 100 mln PLN należności, które zostaną zmonetyzowane po zakończeniu prac.

Sprzedaż w segmencie usług budowlanych Grupy Pozbud w latach 2013-2025 (mln PLN) ze względu na rodzaj wykonywanego przedsięwzięcia



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

Sprzedaż w segmencie usług budowlanych Grupy Pozbud w latach 2013-2025 (LP; mln PLN) oraz rentowność brutto ze sprzedaży (PP; %)



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

W segmencie usług budowlanych Pozbud obecnie składa oferty pod nowe zamówienia, ale dużo ostrożniej ze względu na obserwowany **wzrost kosztów**. Zarząd ma nadzieję na pozyskanie **nowych kontraktów w ramach inwestycji infrastrukturalnych w ramach budownictwa kolejowego przewidzianych do realizacji do roku 2030**.

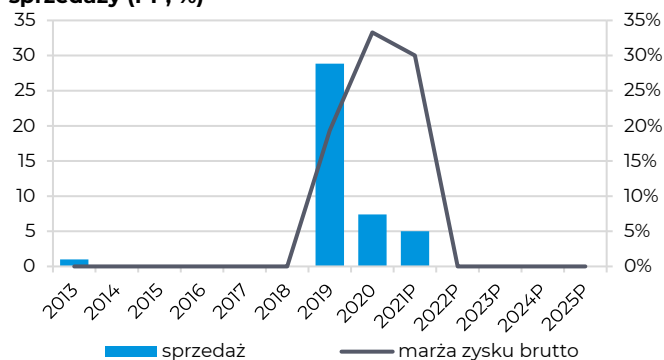
Pozbud planuje wziąć udział w wybranych postępowaniach przetargowych, planowanych na łączną kwotę 17 mld PLN, których wszczęcie możliwe jest jeszcze w 2021 roku (zamawiający PKP Polskie Linie Kolejowe). Grupa analizuje możliwość zaangażowania się w modernizację linii tramwajowych.

Spółka zakłada wejście na **rynek odnawialnych źródeł energii** między innymi poprzez powołane w 2020 roku spółki zależne POZBUD Inwestycje Sp. z o.o. oraz POZBUD OZE Sp. z o.o., również w formule zawiązania współpracy z firmami i inwestorami działającymi w branży hydrotechnicznej i inżynierijnej.

Deweloperka

W ramach segmentu Pozbud historycznie prowadził **jedną inwestycję mieszkaniową** w Poznańskim Strzeszynie. W 2016 roku Pozbud zakupił nieruchomości w Strzeszynie pod Poznaniem za 11 mln PLN netto w celu budowy dwuetapowego osiedla mieszkaniowego. W ramach inwestycji przewidziano dwa etapy o powierzchni 6750 m² każdy. Pierwszy został zakończony w 2019 roku, a obecnie trwa sprzedaż ostatnich mieszkań (plan do końca 3Q'21). Drugi etap projektu został zaniechany, a grunt został sprzedany. Obecnie w ofercie pozostało 9 mieszkań o łącznej wartości nieco ponad 3 mln PLN. Wysokie przepływy gotówki z działalności operacyjnej w 2020 roku, to efekt licznych przekazania na wspomnianym projekcie deweloperskim.

Sprzedaż w segmencie deweloperskim Grupy Pozbud w latach 2013-2025 (LP; mln PLN) oraz rentowność brutto ze sprzedaży (PP; %)



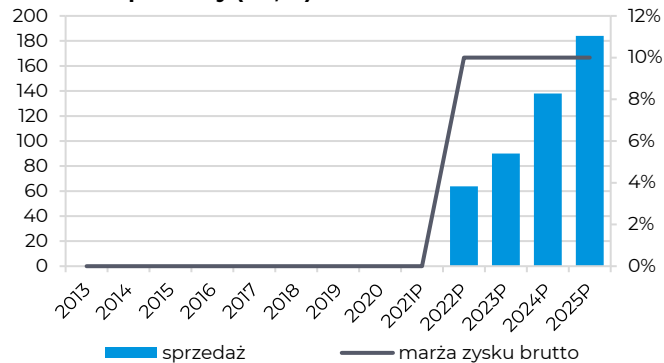
Źródło: Pozbud, prognozy mBank

Grupa obecnie analizuje przedsięwzięcia deweloperskie w podwyższonym standardzie, w realizacji z partnerem biznesowym (naszym zdaniem najprawdopodobniej Dekpol ze względu na długookresową współpracę). Nie ma w planach kupna gruntów pod realizację inwestycji. Obecnie trwają analizy wspólnego przedsięwzięcia nad morzem (11 tys. PUM), ale tylko z partnerem.

OZE

W segmencie OZE Pozbud podjął działania związane z pozyskaniem terenów pod projekty oparte o Odnawialne Źródła Energii generacji rozproszonej. Obecnie Grupa weryfikuje wykonalność projektów w 8 lokalizacjach (fotowoltaicznych, wiatrowych i hybrydowych) o łącznej docelowej, maksymalnej mocy 460 MW. Obecnie realizowany model biznesowy polega na oferowaniu inwestorom, jaki i na własne potrzeby gotowych projektów OZE, realizowanych pod klucz, wraz z długoterminowym zarządzaniem jakością i efektywnością tych projektów. Jeśli wszystko pójdzie zgodnie z planem, to pierwsze projekty mogłyby przejść w fazę realizacji już w końcówce 2021 roku / początku 2022 roku (pierwsze przychody koniec 2022 roku). Zarząd rozważa również model w oparciu o przygotowanie projektów pod zamówienie. Do końca roku Grupa chciałaby uzupełnić ofertę o dostawę technologii. Możliwe jest pozyskanie zagranicznego partnera do prowadzonej działalności w Polsce. W portfolio dominują projekty w oparciu o dostawę prądu odbiorcom przemysłowym (bez aukcji).

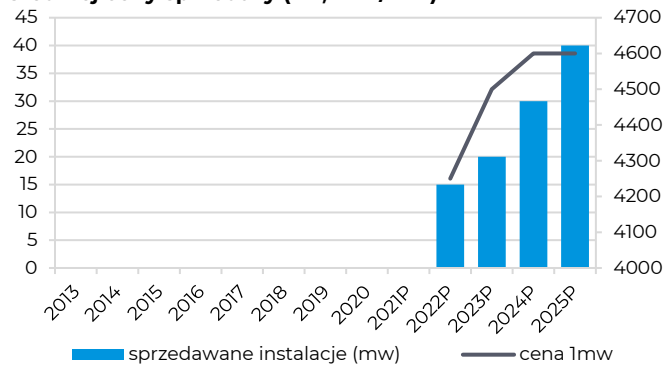
Sprzedaż w segmencie odnawialnych źródeł energii Grupy Pozbud w latach 2013-2025 (LP; mln PLN) oraz rentowność brutto ze sprzedaży (PP; %)



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

Pozbud ma udział 52% w Spółce POZBUD OZE Sp. z o.o. która zajmować się będzie dewelopowaniem projektów OZE (26 udziałów). Reszta należy do Pana Andrzeja Raubo (18 udziałów wiodący akcjonariusz Pozbud) i do Pana Jacka Cezarego Świerkowskiego (6 udziałów).

Założenia sprzedaży w segmencie odnawialnych źródeł energii Grupy Pozbud w latach 2013-2025 (LP; mw) oraz średniej ceny sprzedaży (PP; PLN/mw)



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

Głównymi wyzwaniami stojącymi przed działalnością w obszarze OZE jest obserwowane rosnące zainteresowanie tego typu działalnością na rynku. W związku z ograniczoną wydolnością sieci dystrybucyjnych ogranicza to przyłączenia do sieci energetycznej dla nowych źródeł energii. Wyzwaniem są również rosnące koszty usług budowlanych i komponentów (np. stal pod konstrukcję stalową). Dodatkowo czynnikiem hamującym rozwój jest potrzeba dużej ilości kapitału obrotowego pod realizację inwestycji (osiągnięcie skali sprzedaży 140 mln PLN, może naszym zdaniem nieść za sobą zaangażowanie kapitałowe na poziomie nawet 100 mln PLN). W związku z faktem, że Pozbud jest nowym graczem na rynku chęć banków do finansowania tego typu inwestycji może być ograniczona. Być może Pozbud będzie musiał skorzystać z finansowania zewnętrznych podmiotów, co powodować będzie konieczność oddania części realizowanej marży. Naszym zdaniem osiągnięcie większej skali sprzedaży w ramach segmentu OZE będzie możliwe po 2023 roku. Pozbud przy dewelopowaniu instalacji prawdopodobnie będzie chciał wykorzystywać część swoich zasobów z segmentu usług budowlanych.

Przemysł kolejowy

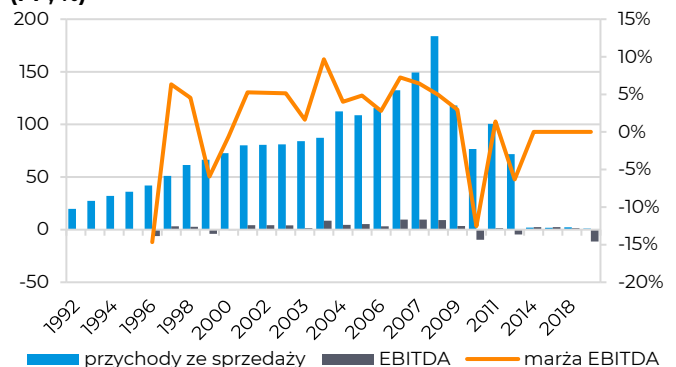
Pozbud rozważa rozwinięcie działalności związanej z **modernizacją wagonów kolejowych**. Spółka w ramach segmentu współpracuje z **Mag-Train** (wstępnie ustalony udział Pozbud w konsorcjach wahać się będzie na poziomie około 40%). Mag-Train powstała w 2019 roku, obecnie Grupa planuje zwiększyć zatrudnienie do około 260 osób na koniec roku (to uzależnione od sukcesów w pozyskiwaniu nowych zamówień). Firma ma siedzibę w Piasecznie, a prace wykonuje w Chrzanowie. Mag-Train posiada własne opracowania projektów i dopuszczeń dla lokomotyw, które będzie modernizować na lokomotywy dwusystemowe. Zaplecze uwzględnia nową lakiernię i przygotowalnię oraz śrutownię. Spółka wykorzystuje infrastrukturę upadłych zakładów naprawczych taboru kolejowego Fablok w Chrzanowie z której historycznie wyszło ponad 180 lokomotyw o różnych przeglądach od P3 do P5 (w zależności od zaawansowania przeglądu – P3 przesmarowanie, P5 to całkowita modernizacja z odnową całego wnętrza wagonu). Poniżej prezentujemy podane do wiadomości przetargi w których uczestniczy Mag-Train w konsorcjum z Pozbud.

Oferty konsorcjom z Pozbud wybrane jako najkorzystniejsze cenowo

Zamawiający	Wartość	Opis
PKP Intercity	70,6 mln PLN	14 wagonów 11Alux/112Alux
PKP Intercity	132 mln PLN	26 wagonów
PKP Intercity	391,7 mln PLN	90 wagonów 111A/141A

Źródło: Pozbud S.A.

Historyczne wyniki Fablok w latach 1992-2019 (LP; mln PLN) (PP; %)



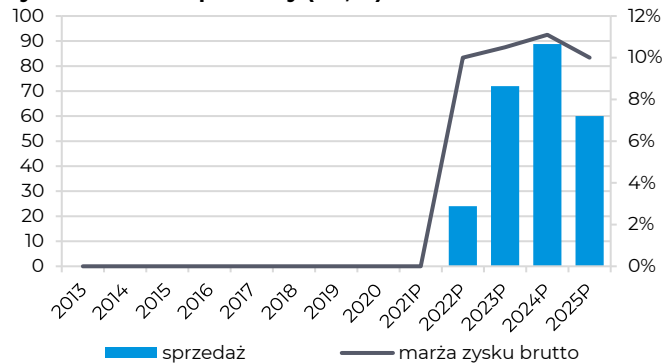
Źródło: monitor B, mBank

W segmencie przemysłu kolejowego Pozbud złożył oferty w postępowaniach przetargowych na modernizację **130 wagonów na łączną kwotę ponad 590 mln PLN**. W przypadku kontraktu za 71 mln PLN ten jest już po procedurze odwołań do Krajowej Izby Odwoławczej, a we wrześniu naszym zdaniem możliwe jest podpisanie kontraktu na realizację (pierwsze przychody mogłyby się pojawić w 2Q'22). W przypadku kontraktu za 392 mln PLN rozstrzygnięcie może nastąpić w końcówce września, a podpisanie w 4Q'21.

Rolą MagTrain w realizacji kontraktów będzie zapewnienie obróbki zasadniczej modernizowanych wagonów (prace rozbiórkowe, spawalnicze, montażowe). Pozbud ma nadzorować prace podwykonawcze, a także nadzorować dostawę. Pozbud ma również zapewnić finansowanie realizacji kontraktów.

Obecne **moce Mag-Train** pozwalają na modernizację około 5 wagonów miesięcznie, czyli po zdobyciu kontraktów za 590 mln PLN portfel zamówień byłby praktycznie pełny. Istnieje możliwość zwiększenia mocy poprzez dodanie kolejnego stanowiska kolejowego w Chorzowie (za kilka mln PLN) oraz większe zaangażowanie podwykonawców.

Założenia sprzedaży w segmencie przemysłu kolejowego Grupy Pozbud w latach 2013-2025 (LP; mw) oraz marży zysku brutto ze sprzedaży (PP; %)



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

Kontrakty są zawiązywane na modernizację określonej ilości wagonów w określonym czasie. Umowy zawierają 5-10% zaliczki na realizację. Pozostała wartość kontraktu płatna jest po zakończonych pracach modernizacyjnych. Naszym zdaniem realizacja wymagać będzie utrzymywania kapitału obrotowego w kwocie około 10% wartości kontraktu w trakcie jego trwania.

Obecnie największą konkurencją w zakresie modernizacji wagonów kolejowych stanowią **Bydgoska Pesa** oraz **Zakłady H.Cegielski w Poznaniu**. W Polsce niegdyś funkcjonowały Zakłady Naprawcze Taboru Kolejowego, ale praktycznie wszystkie oddziały zostały zamknięte (około 30 oddziałów). Zarząd Pozbud szacuje, że potrwac może nawet 5 lat, aby co niektóre mogły wznowić działalności. To ogranicza ryzyko konkurencji w krótkim i średnim terminie.

Zarząd spostrzega dobre perspektywy dla segmentu (PKP Intercity planuje inwestycje w tabor do 2030 roku na poziomie 19 mld PLN) oraz ograniczoną konkurencją. Pozbud i Mag-Train mogą również skorzystać na Europejskim Funduszu Odbudowy oraz „Nowym Ładzie”, które nakierowane w dużej mierze będą na inwestycje w ramach budownictwa kolejowego i modernizacji istniejącego taboru.

Pozbud wraz z konsorcjantem rozważa budowę taboru własnego i wynajem floty na rzecz krajowych przewoźników (konkretnie cysterny dla Lotos Kolej oraz OrlenKolTrans). Obecnie trwa walidacja wyprodukowanych cystern.

Połączenie Pozbud z Agnes

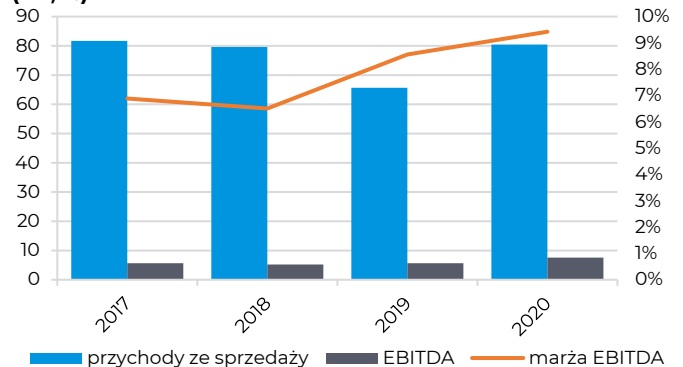
W połowie III'20 Zarząd Pozbud poinformował o podjęciu negocjacji z akcjonariuszami spółki Agnes S.A. w sprawie **objęcia przez nich akcji nowej emisji w zamian za wniesienie aportem akcji w spółce Agnes**. W efekcie Pozbud wyemitował 18,1 mln akcji serii H po cenie 2,36 PLN/akcja, które objęte zostały przez akcjonariuszy Agnes w zamian za aport (wartość 42,6 mln PLN). Jednocześnie niezależny rewident (Musiał, Sowisło & Topolewski Audit Services Sp. z o.o. w Poznaniu) oszacował wartość Pozbud na 42,6 mln PLN, co implikowało wskaźnik EV/EBITDA'20 na poziomie **~7,6x**. W przypadku Pozbud cena implikowała, że akcjonariusze Agnes obejmowali akcje na wskaźniku **~4,4x** EV/EBITDA bazując na

2020 roku. Transakcja wzbudziła kontrowersje wśród mniejszościowych posiadaczy akcji Pozbud, którzy wnieśli formalne protesty na WZA spółki. Naszym zdaniem transakcja uzasadnia zastosowania współczynnika dyskonta, na który zdecydowaliśmy się w wycenie.

Agnes historycznie był podwykonawcą Pozbud w zakresie realizacji kontraktu dla PLK GSM-R.

Po objęciu akcji przez nowych akcjonariuszy dotychczas kontrolująca Pozbud rodzina Andrzejak zbyła posiadane przez siebie akcje.

Historyczne wyniki Agnes w latach 2017-2020 (LP; mln PLN) (PP; %)

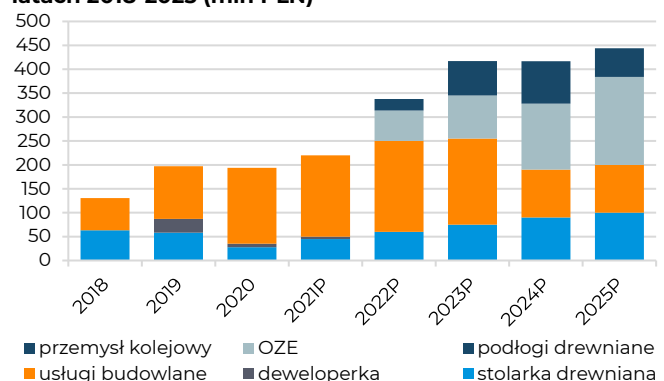


Źródło: monitor B, mBank

Prognozy finansowe

W naszych prognozach dla Grupy Pozbud zakładamy **dynamiczny wzrost obrotów w segmencie OZE oraz przemysłu kolejowego w latach 2022-2024**. W roku 2023 zakładamy zakończenie kontraktu GSM-R, co przekłada się na obniżenie obrotów w segmencie usług budowlanych. Docelowo OZE w 2025 roku generować może ponad 40% obrotów Grupy.

Założenia sprzedaży według segmentu Grupy Pozbud w latach 2018-2025 (mln PLN)

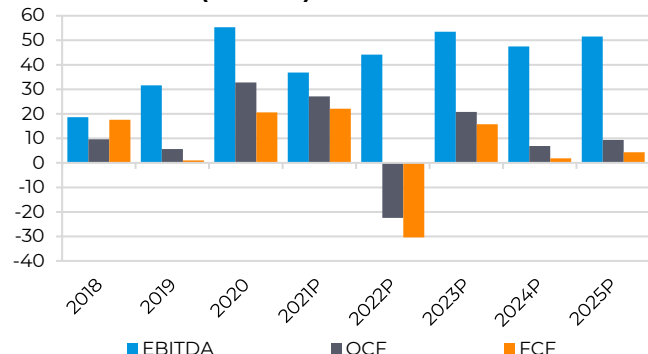


Źródło: Pozbud, prognozy mBank

Wzrost zaangażowania w OZE i przemyśle kolejowym naszym zdaniem prowadzić będzie do skokowego **wzrostu EBITDA Grupy w latach 2021-2024**. Zakładamy, że wzrost obrotów w tych segmentach będzie niósł za sobą **wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy**, co z kolei przełoży się na ujemne przepływy z działalności operacyjnej i ujemne wolne przepływy pieniężne. Zakładamy również, że zakończenie realizacji projektu GSM-R w 2023 roku uwolni w 2024 roku około 100 mln PLN zamrożonych środków w należnościach.



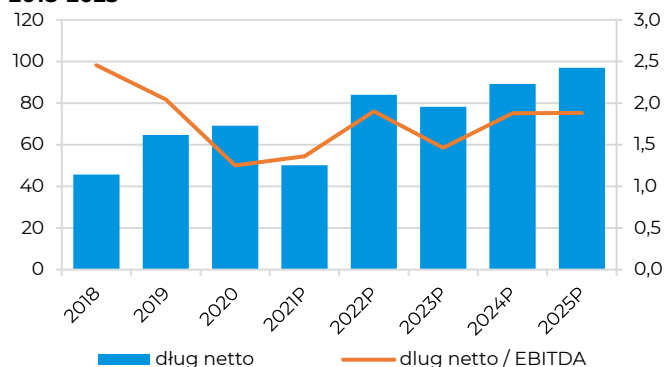
Założenia EBITDA, przepływów z działalności operacyjnej oraz wolnych przepływów pieniężnych Grupy Pozbud w latach 2018-2025 (mln PLN)



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

W naszych prognozach nie zakładamy **wyraźnego wzrostu zadłużenia finansowego w latach 2021-2024**. Niewykluczone, że Pozbud zdecyduje się na udział większej ilości partnerów w projektach OZE, bądź dopuści do finansowania zewnętrzne podmioty, co implikowałoby mniejsze zapotrzebowanie na dług.

Założenia wartości długu netto (LP; mln PLN) oraz relacji długu netto (PP) do EBITDA Grupy Pozbud w latach 2018-2025



Źródło: Pozbud, prognozy mBank

Polityka dywidendowa

Zarząd Pozbud w swojej polityce dywidendowej zamierza przedkładać Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy propozycję wypłaty dywidendy w wysokości do 66% zysku netto Spółki, przy założeniu że relacja długu oprocentowanego do zysku brutto powiększonego o amortyzację na koniec roku obrotowego, którego dotyczyć będzie podział zysku, będzie wynosiła mniej niż 4,0 oraz udział kapitałów własnych w aktywach Spółki, po uwzględnieniu planowanej do wypłaty dywidendy, nie będzie niższy niż 50%.

Wypłata dywidendy może być realizowana w dwóch częściach: w formie zaliczki w danym roku obrotowym oraz pozostała część – po zatwierdzeniu ostatecznej wysokości dywidendy przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy.

Naszym zdaniem z uwagi na potrzebny do realizacji OZE i kontraktów na modernizację taboru kapitał obrotowy Grupa będzie się mogła po raz pierwszy podzielić zyskiem z akcjonariuszami w 2023 roku (wówczas ku końcowi zmierzać będzie kontrakt GSM-R).

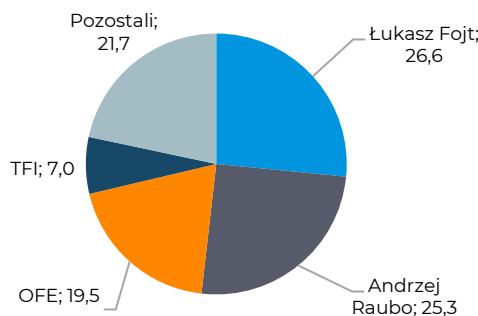
Nieruchomości inwestycyjne

Pozbud obecnie posiada trzy nieruchomości nieoperacyjne na bilansie. Pierwsza w **Rogoźnie k. Poznania**, która obejmuje grunt, który mógłby zostać przeznaczony na realizację projektu deweloperskiego lub inwestycje pod projekt OZE. Druga w **Grzywnie k. Chełmży**, która mogłaby zostać sprzedana. Niestety część nieruchomości jest w posiadaniu EverHome, które znajduje się w upadłości. Pozbud rozważa sprzedaż obu nieruchomości w pakiecie, ale do tego potrzebna będzie wola również syndyka EverHome. Część Pozbud mogłaby być naszym zdaniem warta około 5 mln PLN. W przypadku nieruchomości w **Mrowinie k. Poznania** grunt jest uzbrojony i przeznaczony potencjalnie na sprzedaż. Szacujemy jego wartość na 2,5-3 mln PLN).

Struktura akcjonariatu

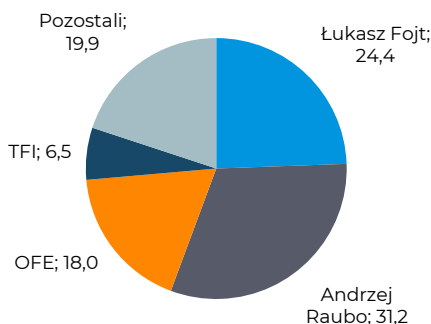
Obecnie największymi akcjonariuszami Grupy Pozbud pozostają Pan **Łukasz Fojt** (26% głosów na WZA; Prezes Grupy, wcześniej główny udziałowiec i Prezes Agnes S.A.) oraz Pan **Andrzej Raubo** (31% głosów na WZA; wcześniej członek zarządu, a obecnie przewodniczący Rady Nadzorczej Grupy Pozbud, posiada również udziały w Pozbud OZE). W sumie **OFE** posiadają 18% głosów na WZA (z czego najwięcej NN OFE – ponad 15% głosów), a **TFI** 6,5% głosów. W wolnym obrocie pozostaje ponad 20% akcjonariatu Spółki.

Struktura akcjonariatu Grupy Pozbud w kapitale (%)



Źródło: Stooq

Struktura akcjonariatu Grupy Pozbud w głosach na WZA (%)



Źródło: Stooq

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	197	194	220	338	417
stolarka	58	28	45	60	75
deweloperka	29	7	5	0	0
usługi bud.	110	159	170	190	180
GSMR	96	83	150	170	150
podłogi drewn.	0	0	0	0	0
OZE	0	0	0	64	90
przem. kolej.	0	0	0	24	72
zysk brutto	38	56	41	50	60
stolarka	7	-6	9	13	17
deweloperka	6	2	2	0	0
usługi bud.	25	60	31	29	27
podłogi drewn.	0	0	0	0	0
OZE	0	0	0	6	9
przem. kolej.	0	0	0	2	8
EBIT	25	47	28	36	45
dz. fin.	-8	-5	-3	-3	-4
zysk brutto	16	40	25	32	41
podatek doch.	5	11	5	6	8
mniejszości	0	0	0	3	4
zysk netto	12	29	20	23	29
skor. EBITDA	37	51	37	44	53
skor. ZN	16	25	20	23	29

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa trwałe	168	208	205	204	201
rzeczowe	142	154	151	151	147
niematerialne	0	0	0	0	0
goodwill	0	15	15	15	15
aktywa obrot.	192	316	316	352	383
zapasy	28	15	17	26	32
należności	135	248	248	299	318
gotówka	23	47	45	21	27
kapitały wł.	151	222	242	265	289
mniejszości	0	0	0	3	6
zob. długo.	35	48	48	48	48
kredyty	35	45	45	45	45
zob. krótko.	132	191	170	180	180
kredyty	53	71	50	60	60
zob. handlowe	80	120	120	120	120
dług netto	65	69	50	84	78
DN/EBITDA	2,04	1,25	1,36	1,90	1,46
DN/EA skor.	1,74	1,37	1,36	1,90	1,46

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF oper.	6	33	27	-22	21
kapitał obrot.	-26	-16	-5	-60	-24
CF inw.	-7	-1	-5	-8	-5
CAPEX	-3	-1	-5	-8	-5
CF fin.	-20	-8	-24	7	-10
dywidenda	0	0	0	0	-6
CF	-22	24	-2	-24	6
CFO/EBITDA	15%	65%	74%	-51%	39%
FCFF	8	34	32	-14	26
FCFF/EV	4%	11%	11%	-5%	8%
FCFE	6	33	30	-19	25
FCFE/MCAP	4%	14%	13%	-8%	11%
ROIC	7,5%	12,7%	7,3%	8,5%	9,6%
ROCE	11,2%	18,8%	9,7%	11,4%	13,5%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%

Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	11,7	8,0	11,5	9,9	7,9
P/E skor.	8,5	9,3	11,5	9,9	7,9
EV/EBITDA	6,4	5,4	7,6	7,2	5,9
EV/EA skor.	5,5	5,9	7,6	7,2	5,9
P/S	0,7	1,2	1,1	0,7	0,6
P/BV	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
P/CF	24,5	7,0	8,5	-10,3	11,1
P/FCFE	24,5	7,0	7,7	-12,2	9,3
marża EBITDA	18,8%	26,1%	16,7%	13,1%	12,8%
zm. EBITDA r/r	70%	75%	-33%	20%	21%
marża netto	8,3%	12,9%	9,2%	6,9%	7,0%
zm. EPS r/r	58%	45%	-30%	16%	25%
cena (PLN)	5,16	5,16	5,16	5,16	5,16
l. akcji (mln)	26,8	44,8	44,8	44,8	44,8
MCap	138	231	231	231	231
EV	203	301	282	318	316



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1 - stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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 (U, 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:

KUPUJ – 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, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie 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 przedstawieniem 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, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

Opracowanie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści opracowania. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 6 września 2021 o godzinie 07:51.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 września 2021 o godzinie 08:15.

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 bądź 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 branych 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) – wyliczona 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Pozbud

rekomendacja	zawieszona	równoważ
data wydania	2020-12-08	2020-09-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,91	1,65

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

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

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

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

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

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

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

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

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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

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

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

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl