

wtorek, 4 września 2018 | komentarz specjalny

Pozbud – Aktualizacja prognoz

Pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 3,57 PLN

POZ PW; POZP.WA | Przemysł, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

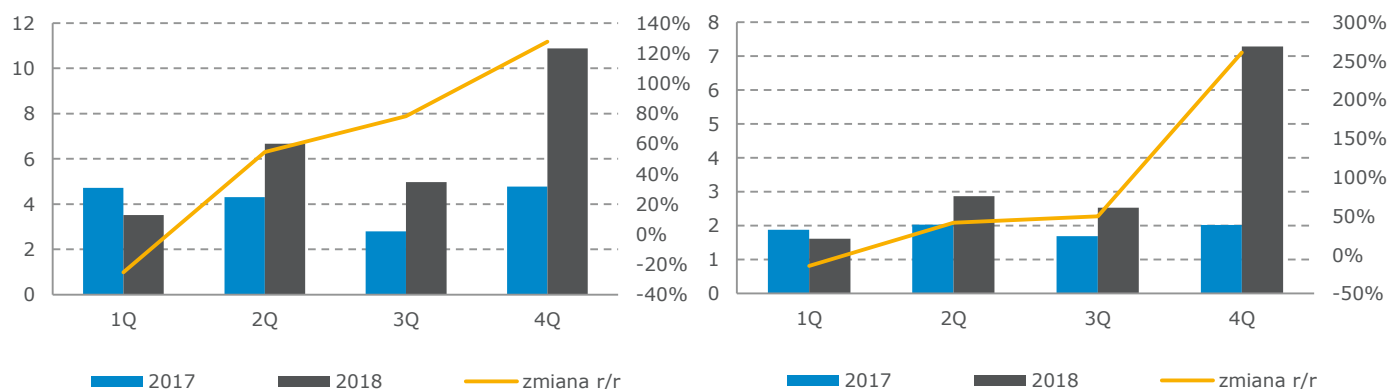
Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Pozbud o sprzedaż spółki zależnej EverHome (sprzedaż 30% EverHome za 4,5 mln PLN) oraz przesunięcie na 4Q'18 przekazań mieszkań w zakresie projektu Zaczęś Strzeszyn (wcześniej zakładaliśmy rozpoczęcie przekazania w 3Q'18). Naszym zdaniem w 3Q'18 Grupa utrzyma porównywalną do 2Q'18 dynamikę wzrostu rezultatów, która naszym zdaniem wyraźnie przyspieszy w ostatnim kwartale wraz z rozpoczęciem przekazania mieszkań w Strzeszynie oraz wzrostem zaawansowania kontraktu GSM-R. Naszym zdaniem w całym roku Pozbud wypracować może 26 mln PLN EBITDA i 14 mln PLN zysku netto. Biorąc pod uwagę

dotychczasową korelację kursu z oczekiwaniami odnośnie całorocznych wyników naszym zdaniem cena akcji Pozbud powinna zmierzać w kierunku powyżej 4 PLN/akcja. W naszych najnowszych prognozach nie zakładamy wypłaty dywidendy w 2018 roku, ale naszym zdaniem możliwe, że Spółka w to miejsce mogłaby przeprowadzić skup akcji własnych. Wszystko zależy będzie od szybkości, z jaką Grupa uwalniać będzie gotówkę zaangażowaną w projekty mieszkaniowe i jak wiele kapitału obrotowego będzie potrzebne na realizację kontraktu kolejowego GSM-R. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważaj dla Grupy Pozbud.

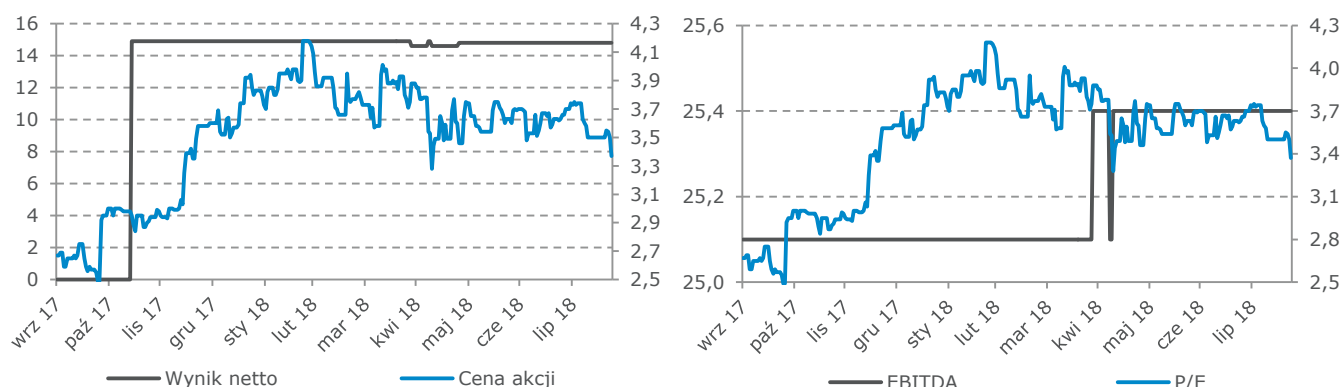
Zmiana prognoz Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Pozbud

(mln PLN)	Nowe prognozy		Stare prognozy		Zmiana	
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P
Przychody	171,7	361,6	189,7	377,2	-9,5%	-4,1%
EBITDA	26,0	39,1	25,4	38,7	2,5%	1,0%
Zysk netto	14,3	26,4	14,8	26,3	-3,3%	0,7%
DPS (PLN)	0,00	0,27	0,19	0,28	-100,0%	-3,3%
Dług netto	43,6	-11,6	47,3	-1,8	-7,8%	-

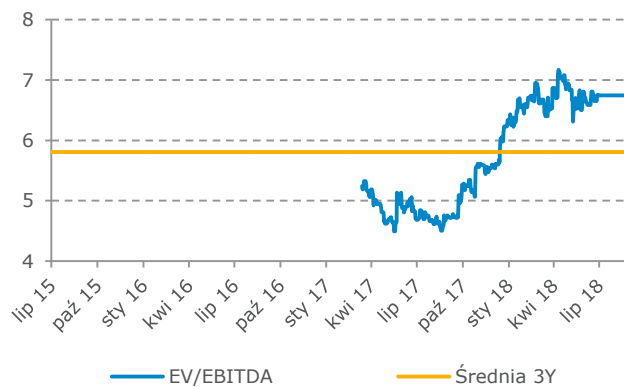
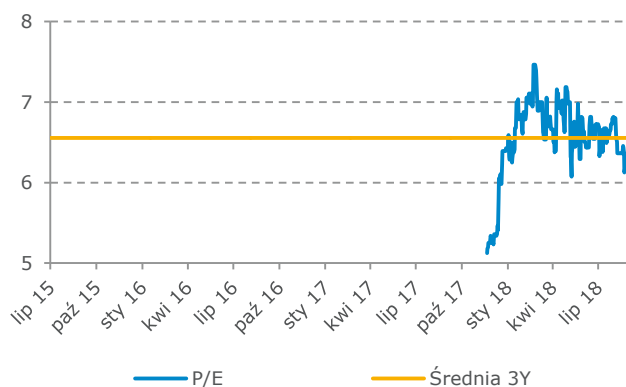
Prognoza wyników Grupy Pozbud w kolejnych kwartałach



Notowania Grupy Pozbud na tle oczekiwań rynku odnośnie wyniku netto i EBITDA (mln PLN)



Źródło: Pozbud, prognozy Domu Maklerskiego mBanku; konsensus Bloomberg

Wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA Grupy Pozbud na tle 3-letnich średnich


Źródło: Pozbud, prognozy Domu Maklerskiego mBanku; konsensus Bloomberg

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Pozbud

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Cena (PLN)	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57	3,57
P/E	9,3	10,6	8,2	7,2	9,5	14,7	12,5	6,7	3,6
EV/EBITDA	6,9	7,7	5,6	5,8	6,0	9,9	9,3	5,3	2,2
DY/buyback	0,0%	1,4%	2,5%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%
Dług netto / EBITDA	0,9	1,3	0,5	1,0	0,9	3,3	3,5	1,7	-0,3
P/BV	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
P/(BV-goodwill)	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
Przychody	93,7	93,2	153,7	205,0	225,1	167,6	126,1	171,7	361,6
zmiana (%)	-3,0%	-0,6%	65,0%	33,4%	9,8%	-25,5%	-24,7%	36,1%	110,7%
Stolarka drewniana	-	-	42,2	79,9	80,4	73,3	69,7	73,9	77,5
Deweloperka (Szczecin)	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	20,1
Deweloperka (Poznań)	-	-	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,6	54,0
Usługi budowlane	-	-	92,2	110,0	126,9	73,8	39,6	73,2	210,0
Podłogi drewniane	-	-	13,3	15,1	17,8	20,4	16,8	0,0	0,0
Zysk brutto ze sprzedaży	17,0	14,5	23,3	29,6	27,4	18,5	20,2	30,8	51,6
marża (%)	18,2%	15,6%	15,1%	14,4%	12,2%	11,0%	16,0%	17,9%	14,3%
Stolarka drewniana	-	-	12,4	20,1	20,4	15,3	15,1	16,3	17,4
Deweloperka (Szczecin)	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	4,3
Deweloperka (Poznań)	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,1	17,4
Usługi budowlane	-	-	0,0	0,0	5,4	2,0	4,4	7,3	16,8
Podłogi drewniane	-	-	0,0	0,0	1,6	1,1	0,8	0,0	0,0
Koszty sprzedaży	2,2	1,5	4,0	5,0	4,1	4,3	4,3	5,5	12,4
Koszty zarządu	3,7	3,1	4,5	4,3	5,7	4,2	4,7	4,7	5,2
EBITDA	13,8	13,1	18,7	20,3	18,8	14,4	16,6	26,0	39,1
marża (%)	14,7%	14,1%	12,2%	9,9%	8,4%	8,6%	13,2%	15,2%	10,8%
EBIT	11,0	10,3	15,5	16,5	15,5	9,9	12,1	21,0	34,0
marża (%)	11,7%	11,1%	10,1%	8,0%	6,9%	5,9%	9,6%	12,2%	9,4%
Działalność finansowa	-0,5	-1,1	-1,6	-2,1	-3,1	-2,9	-3,2	-1,3	-0,8
Zysk netto	9,0	7,9	11,7	13,2	10,1	6,5	7,6	14,3	26,4
Dług netto	12,3	17,2	9,0	21,3	17,3	47,1	58,0	43,6	-11,6

Źródło: Pozbud, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

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 Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 4 września 2018 o godzinie 8:45.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 września 2018 o godzinie 8:45.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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 Domu 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)** – 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.**Rekomendacje dotyczące spółki Pozbud wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-11-13
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	2,98

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@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@mbank.pl

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