

ANALIZA GRUPY PROJPRZEM MAKRUM

SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Grupa Projprzem – podsumowanie.....	2
Projprzem – informacje o grupie	3
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat	3
Historia	3
Przedmiot działalności	3
Zarząd, akcjonariat, audytor	8
Strategia rozwoju	9
Grupa Projprzem – analiza finansowa	10
Przychody, wyniki i prognozy	10
Przychody i zyski.....	10
Sytuacja bilansowa i wskaźniki.....	10
Prognozy	11
Zdolność do generowania gotówki, dywidendy	12
Pozostałe kwestie	13
Zastrzeżenia	14

Autorem analizy jest Remigiusz Iwan. Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki III kwartałów 2018 roku.

Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prosba o dokładne zapoznanie się z nim.

ARGUMENTY ZA I PRZECIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Zdywersyfikowana działalność w segmentach wzajemnie się uzupełniających	Produkcja maszyn, systemy przeładunkowe – to segmenty mocno reagujące na kryzysy gospodarcze
Dobiega końca restrukturyzacja – szansa na wzrost sprzedaży i poprawę marż w kolejnych okresach	Obecna wycena giełdowa wydaje się już uwzględniać rozwój grupy w kolejnych okresach
Mocna pozycja rynkowa, uznana marka w systemach przeładunkowych, produkcji maszyn kruszących	Wzrost kosztów pracy, ryzyko zmian cen surowców – głównym surowcem w produkcji grupy jest stal
Stabilna kadra zarządzająca	W segmencie Budownictwo Przemysłowe grupa korzysta z podwykonawców, ryzyko niedoboru firm wykonawczych
Innowacyjny produkt – systemy parkingowe MODULO	
Perspektywa uwolnienia kilkunastu milionów złotych z nieruchomości przeznaczonych do sprzedaży	

GRUPA PROJPRZEM – PODSUMOWANIE

Projprzem działa od ponad 60 lat, a na GPW notowany jest od 1999 roku. W latach 2014-2016 grupa miała problemy z efektywnością, notowała straty. Potencjał do restrukturyzacji zauważył Rafał Jerzy, właściciel grupy Immobile i w 2016 roku dokonał przejścia Projprzemu. Rozpoczął się proces restrukturyzacji, a w jego ramach w 2017 roku Projprzem połączył się ze spółką córką Immobile – firmą Makrum (której historia sięga 150 lat).

Nowo powstała grupa Projprzem Makrum rozpoczęła restrukturyzację. Grupa sprzedała nierentowny zakład konstrukcji stalowych, sprzedaje aktywa nieprodukcyjne (grunty, biurowiec), po to, aby skupić się na 3 segmentach: Systemy Przeładunkowe, Maszyny Krusząco Mielące i Budownictwo Przemysłowe. Czwartym rozwijanym jest innowacyjny segment automatycznych systemów parkingowych MODULO.

Każdy z rozwijanych segmentów ma perspektywy wzrostu przychodów, a segmenty przemysłowe poprawy marży, chociażby poprzez wykorzystanie baz klientów z dwóch firm, czy wspólne zakupy surowców. Wyniki 3 kwartałów 2018 roku pokazują, że działania restrukturyzacyjne przynoszą spodziewane efekty.

W grudniu 2018 roku grupa sprzedała biurowiec za 7 mln zł netto, a w niedługim czasie grupa powinna „uwolnić” kolejne istotne środki finansowe z nieruchomości niepracujących (sprzedaż gruntów pod budownictwo mieszkaniowe). Grupa posiada niewielkie zadłużenie finansowe. W 2018 roku wypłaciła dywidendę, której stopa wyniosła 5,5%. I wydaje się, że jest spora szansa na dzielenie się dywidendą również w kolejnych okresach.

Pomysł na biznes, zarządzanie grupą, koncentracja na wybranych segmentach, szukanie pomiędzy nimi synergii, wyprzedaż aktywów nieprodukcyjnych – wszystko to wygląda bardzo ciekawie i pozwala oczekiwać trendu poprawy wyników w kolejnych okresach.

Zysk netto grupy za ostatnie 4 kwartały wynosi 16,5 mln zł przy wycenie spółki 130 mln zł daje wskaźnik C/Z = 7,9. Jednak blisko połowa tego zysku (7,3 mln zł) została wypracowana w IV kwartale 2017 roku i w części opiera się na zdarzeniach jednorazowych. Po korekcie o zdarzenia jednorazowe wskaźnik C/Z wzrósłby w okolice 10, co w dzisiejszych warunkach rynkowych wydaje się już uwzględniać przyszły rozwój spółki.

PROJPRZEM – INFORMACJE O GRUPIE

HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

HISTORIA

Historia grupy, to właściwie losy dwóch spółek (Projprzem i Makrum), które połączyły się w 2017 roku.

Projprzem prowadzi działalność w branży budowlanej od ponad 60 lat. Początkowo firma specjalizowała się w projektowaniu i budowie obiektów budownictwa przemysłowego. W roku 1990 w wyniku procesu prywatyzacji powstała Projprzem S.A., która rozpoczęła intensywny rozwój w sferze **produkcji konstrukcji stalowych**. W kolejnych latach spółka rozpoczęła działalność także w **segmencie techniki przeładunkowej** zyskując w Europie znaczącą pozycję producenta systemów przeładunkowych. Od sierpnia 1999 r. akcje spółki znajdują się w obrocie giełdowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W listopadzie 2016 r. spółka została włączona w struktury Grupy Kapitałowej Immobile, a następnie połączona z należącą do Immobile spółką Makrum.

Historia Makrum sięga 150 lat. Hermann Löehnert zakłada Fabrykę Maszyn w 1868 r. Löehnert produkuje maszyny rolnicze, maszyny do obróbki drewna, a od 1899 piece obrotowe do cementowni. W czasie II wojny światowej fabryka została dostosowana do potrzeb militarnych III Rzeszy. Produkowano sekcje do łodzi podwodnych, windy, kotwice itp. Po okupacji niemieckiej fabrykę znacjonalizowano, rozbudowano i unowocześniono. Firma pod nazwą **Makrum (MASZYNY KRUSZĄCO-MIĘŁACE)** zdobyła międzynarodowe uznanie jako producent kruszarek oraz maszyn do przemysłu wydobywczego. W lipcu 2007 roku Makrum zadebiutowała na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Na początku 2008 roku zrealizowano główny cel emisyjny: nastąpiło przejęcie szczecińskiej Stoczni Pomerania (sprzedana w 2018 roku). W 2014 roku grupa została połączona z Immobile. A jak już wiemy z powyższego, w 2017 roku następuje integracja Makrum z Projprzem.

Właściciel Makrum, grupa Immobile (kontrolowana przez Rafała Jerzego), zidentyfikowała potencjał do restrukturyzacji i rozwoju biznesu Projprzem i w 2016 roku dokonała przejęcia spółki Projprzem, a następnie w 2017 roku dokonała połączenia jej z Makrum.

Aktualnie grupa działa pod nazwą Projprzem Makrum. Po połączeniu grupa skoncentrowała się na reorganizacji, polegającej na sprzedaży nierentownych, a także nie związanych z podstawową działalnością aktywów, a także ekspansji sprzedaży.

PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI

Obecnie grupa koncentruje się na 3 segmentach działalności:

- Systemy przeładunkowe,
- Budownictwo przemysłowe,
- Produkcja maszyn krusząco miélących.

Grupa posiada własne zakłady produkcyjne w Koronowie (Projprzem) i Bydgoszczy (Makrum), przy czym odnośnie zakładu w Bydgoszczy planowane jest przeniesienie produkcji do Koronowa (są rozważane również inne opcje). Każda z opcji powinna przynieść grupie istotne oszczędności na kosztach stałych. Na terenach po zakładach w Bydgoszczy grupa Immobile (matka Projprzem Makrum) realizuje osiedle mieszkaniowe.

Sprzedaż grupy ma miejsce prawie w 40 krajach na 3 kontynentach. W 2017 roku 65% przychodów grupy pochodziło z zagranicy.

Ponieważ reorganizacja grupy (w tym sprzedaż aktywów, czy połączenie z Makrum) miała miejsce w latach 2016 – 2017 więc grupa działająca w obecnym kształcie ma krótką historię finansową, porównania do wyników historycznych nie mają wielkiego sensu. Zatem analiza finansowa będzie raczej uboga, natomiast przy okazji prezentacji segmentów grupy w tej analizie pojawi się sporo elementów związanych z prognozowaniem rozwoju i wyników grupy w kolejnych latach.

Co jest istotne, to reorganizacja grupy, czyli połączenie Makrum z Projprzem w zamierzeniach zarządu prowadzi i będzie prowadzić do korzyści w zakresie: optymalizacji kosztów zarządu, rozszerzenia bazy klientów (połączenie 2 kanałów dystrybucji), czy osiągnięcia synergii w zakresie zakupu materiałów produkcyjnych.

Segment Systemy Przeładunkowe (blisko 50% udział w przychodach w okresie III kwartałów 2018 roku).

Segment Systemów Przeładunkowych obejmuje sprzedaż i serwis pomostów, ramp przeładunkowych, uszczelnień, segmentowych bram przemysłowych i szybkiebieżnych. Za sprzedaż na rynki zachodnie odpowiada niemiecka spółka córka PROMStahl GmbH (14 przedstawicieli handlowych), za sprzedaż na Polskę PROMStahl Polska sp. z o.o., a sprzedaż do pozostałych krajów Europy odpowiada spółka dominująca. W Niemczech i Polsce mają miejsce pełne instalacje systemów, a w pozostałych krajach przeważa dostarczanie produktów, części do miejscowych instalatorów. W zakresie systemów przeładunkowych grupa zajmuje 2 miejsce na rynku niemieckim.

Segment Systemów Przeładunkowych można określić jako dojrzały w grupie, obecnie Projprzem Makrum skupia się na jego optymalizacji poprzez wykorzystanie synergii kosztowych w zakresie zakupu materiałów oraz poszerzenie grupy odbiorców. Przenoszenie handlu do Internetu wpływa pozytywnie na sprzedaż w tym segmencie. Wybrane realizacje:



Produkcja wyrobów z tego segmentu ma miejsce w zakładzie w Koronowie. Obecnie na etapie przygotowania dokumentacji projektowej i zbierania ofert dostawców jest inwestycja w modernizację i rozbudowę tego zakładu produkcyjnego pozwalająca na skrócenie czasu produkcji, istotne zwiększenie mocy produkcyjnych jak również docelowo zwiększenie konkurencyjności wytwarzanych produktów. Inwestycja pochłonie kilkanaście milionów złotych.

W skład segmentu wchodzi również innowacyjny segment działalności, czyli **automatyczne systemy parkingowe MODULO**. Parkingi są oparte o system hydrauliczny ze specjalnymi czujnikami oraz zabezpieczeniami mechanicznymi i pozwalają na zaparkowanie przynajmniej 2 samochodów na 1 miejscu parkingowym (ułożenie pionowe). Parkingi takie wykorzystywane są w budynkach mieszkalnych, w hotelach, czy nawet w domach jednorodzinnych. Przykład [działania systemu MODULO znajdziesz tutaj](#). Wybrane realizacje:



W 2017 roku grupa uzyskała pierwsze przychody w tym segmencie, a na kolejne lata planuje dynamiczne wzrosty sprzedaży. W ostatnich 12 miesiącach grupa zrealizowała już 1.000 parkingowych osiągając przychody o wartości 5 mln zł. Europejscy liderzy rynku notują przychody powyżej 100 mln EUR rocznie. Póki co systemy parkingowe kwalifikowane są do segmentu przeładunków, ale należy zakładać, że ze względu na dynamiczny rozwój zostaną wkrótce z niego wydzielone.

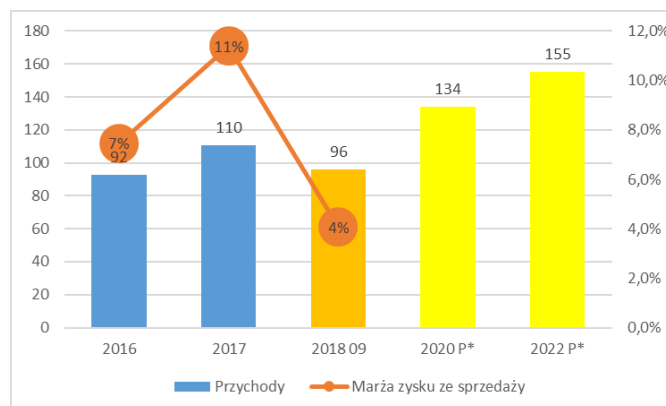
Jak już wspominałem segment Systemów Przeładunkowych jest dojrzałym, ale mimo to generuje kilkunastoprocentowe wzrosty przychodów ze sprzedaży. Patrząc na wyniki sprzedaży po III kwartałach 2018 roku i zakładając wykorzystanie efektów połączenia kanałów dystrybucji z Makrum, cele sprzedażowe postawione przez zarząd grupy (to nie są oficjalne prognozy) na lata 2020 i 2022 wydają się wykonalne. Kluczowym pytaniem pozostaje zysk, jaki z tego segmentu grupa będzie w stanie wygenerować.

Po 9 miesiącach 2018 roku marża zysku na sprzedaży (a więc przychody minus koszt wytworzenia produktu minus koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu) dla segmentu Systemy Przeładunkowe wynosi 3,9 mln zł, co stanowi 4,1% przychodów ze sprzedaży i jak widać istotnie spadła w porównaniu do 2017 roku. Według zarządu spowodowane jest to kilkoma powodami. Pierwszy z nich to koszty wejścia na nowe rynki. W związku z planowanym wzrostem mocy produkcyjnych grupa *inwestuje* (targi, konkurencyjne ceny) w zdobycie przychodów na nowych rynkach sprzedażowych. Drugi powód to koszty rozwoju segmentu Parkingów MODULO – zespół projektowy, uczestnictwo w targach, pierwsze „promocyjne” realizacje – powodują, że segment ten dopiero będzie „wchodził” na odpowiednią rentowność.

Powyższy wykres w zakresie prognoz dotyczy segmentu Systemów Przeładunkowych, ale nie uwzględnia Systemów Parkingowych. Dla tego segmentu plany grupy na 2020 rok w zakresie przychodów ze sprzedaży wynoszą 25 mln zł, a na 2022 rok 47,5 mln zł.

Segment Maszyn Krusząco – Mielących (12% przychodów grupy).

Segment ten obecnie opiera się na działalności grupy pod marką Makrum – produkcji maszyn dla przemysłu cementowego, wydobywczego, chemicznego i papierniczego. Flagowymi produktami są kruszarki, młyny i suszarnie Makrum. Celem spółki



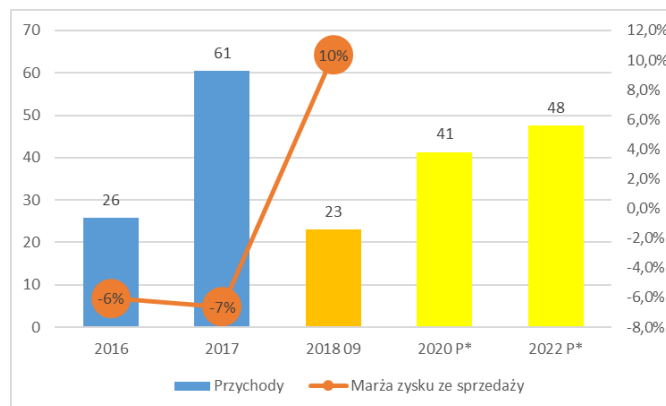
w tym segmencie jest uczynienie z Makrum firmy przede wszystkim o charakterze inżynierskim – rozwiązywanie potrzeb klienta, projektowanie całego procesu (zarabianie na kilku etapach inwestycji), a nie tylko produkcja konkretnej maszyny.



W segmencie tym wiele się działo. Przede wszystkim grupa sprzedała zajmujący się konstrukcjami stalowymi nierentowny zakład w Sępólnie Krajeńskim, stąd spadek przychodów w 2018 roku, ale dzięki temu wzrost marży. W 2018 roku widoczne (na marży brutto ze sprzedaży) są efekty prowadzonej restrukturyzacji.

Na kolejne lata zarząd grupy zakłada stabilne kilku – kilkunastoprocentowe wzrosty przychodów, tu również pytanie jak zachowywać będzie się marża na sprzedaży, czy uda się utrzymać wypracowaną w 2018 stopę lub nawet dalej ją zwiększyć.

Po 9 miesiącach 2018 roku marża na sprzedaży (a więc przychody minus koszt wytworzenia produktu minus koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu) dla segmentu Maszyn Krusząco Mielących wynosi 2,3 mln zł, co stanowi 10,3% przychodów ze sprzedaży tego segmentu. Korzystnie na przyszłe marże może wpływać przeniesienie zakładu w Bydgoszczy (ograniczenie kosztów stałych), a także zmiana specyfiki działalności – z firmy produkującej maszyny, na firmę obsługującą w szerszym zakresie inwestycję klienta.



Segment Budownictwo Przemysłowe (38% przychodów).

Segment ten stanowił pierwotną działalność spółki Projprzem, która od ponad 60 lat projektuje i buduje obiekty. Obecnie, od 2017 roku, następuje jego reaktywacja, za pośrednictwem spółki Projprzem Budownictwo. Na chwilę obecną Projprzem działa na terenie województwa wielkopolskiego, kujawsko – pomorskiego oraz dolnośląskiego.

Projprzem koncentruje się na projektach o wartości około 30 mln zł, z perspektywą wypracowania wyższych marż. Spółka stara się realizować projekty nie przekraczające 18 miesięcy, aby uniknąć ryzyka niespodziewanego wzrostu kosztów w dłuższym okresie. Grupa działa jako generalny wykonawca inwestycji, w realizacji inwestycji korzystając z usług podwykonawców.

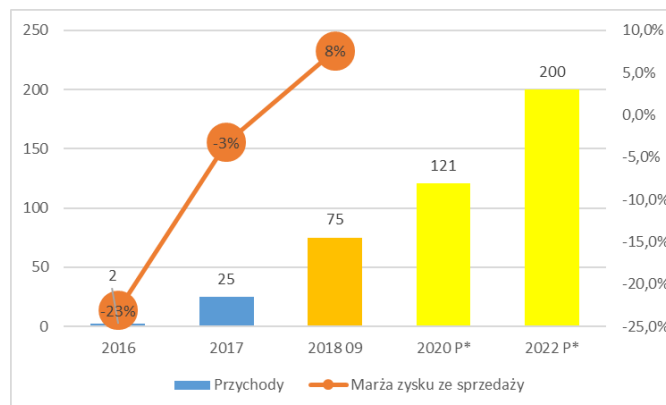
Od reaktywacji, spółka podpisała już 20 różnych kontraktów na kwotę około 140 mln zł, z tego 25 mln zł zrealizowane zostało w 2017 roku.



W zakresie segmentu Budownictwa Przemysłowego obserwujemy dynamiczny wzrost przychodów i jak widać grupa zakłada jego kontynuację. I to jest kolejny segment, w którym obserwujemy wzrost marży zysku brutto na sprzedaży.

Tradycyjnie pojawia się pytanie, na jakich marżach grupa będzie w przyszłości realizowała sprzedaż w tym segmencie.

Po 9 miesiącach 2018 roku marża na sprzedaży (a więc przychody minus koszt wytworzenia produktu minus koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu) dla segmentu Budownictwo Przemysłowe wynosi 5,7 mln zł, co stanowi 7,6% przychodów ze sprzedaży tego segmentu. Marże w segmencie Budownictwa Przemysłowego nie należą do wysokich i tutaj raczej ostrożnie należy podchodzić do perspektywy utrzymania rentowności osiągniętej w 2018 roku.



Podsumowując, każdy z segmentów operacyjnych grupy przechodzi(ł) restrukturyzację, a jej efekty zaczynają być widoczne w wynikach 2018 roku. Grupa posiada uznane produkty marki w zakresie systemów przeładunkowych (PROMStahl), maszyn kruszących (Makrum), czy w reaktywowanym segmencie budownictwa przemysłowego (Projprzem). Budownictwo przemysłowe i segment Systemów Przeładunkowych są z kolei dobrą bazą do oferowania i rozwoju sprzedaży automatycznych systemów parkingowych MODULO. Wszystkie segmenty wydają się mieć potencjał do uzupełniania się wzajemnie.

Z racji dynamiki zmian trudno porównywać wyniki grupy i rentowność prowadzonej działalności z latami poprzednimi. Natomiast możemy odnotować, że łączne przychody grupy Projprzem po III kwartałach wynoszą 196 mln zł (średnio 65 mln zł kwartalnie), zatem za cały 2018 rok należałoby oczekiwać przychodów w wysokości 260 mln zł. Cel przychodowy na rok 2020 to 321 mln zł, wydaje się być możliwym do realizacji. Kluczowym aspektem jest, na jakiej zyskowności ten cel uda się osiągnąć.

ZARZĄD, AKCJONARIAT, AUDYTOR

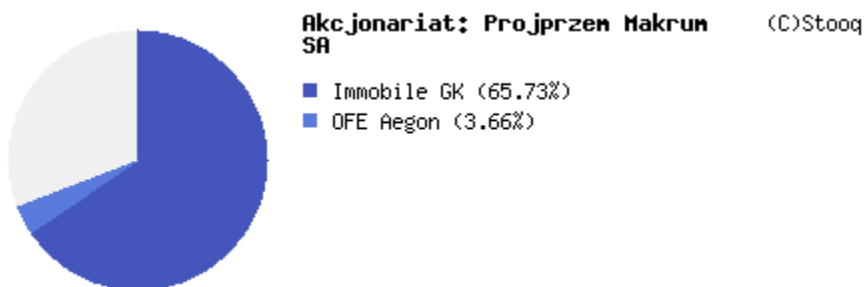
Prezesem zarządu Projprzem (od 2017 roku) jest Piotr Szczebblewski. Od 2005 roku związany jest z grupą Makrum. Pamiętajmy, że formalnie to Projprzem przejęło Makrum, ale obydwie spółki wchodziły w skład grupy kapitałowej Immobile, której głównym właścicielem jest Rafał Jerzy. W Makrum Piotr Szczebblewski pełnił funkcje Project Managera, szefa zespołu Project Managerów, od 2012 roku był prezesem zarządu Makrum Project Management, a od 2016 roku prezesem MODULO Parking. Zatem związany z biznesem Makrum jest już 13 lat, a także posiada doświadczenie na różnych stanowiskach. Poprzednie doświadczenie to stanowiska kierownicze w ZNTK Bydgoszcz, Zakład Mechaniczny Ramech w Bydgoszczy, Elektromontaż Gdańsk.

Wiceprezesem Zarządu (od 2017 roku) jest Dariusz Szczechowski, związany z grupą Makrum od 2013 roku, początkowo jako wiceprezes, a następnie prezes zarządu. Wcześniejsze doświadczenie: Bin – Biuro Inżynierskie, Budimex-Dromex, Budomont Pomorze – w zarządach i na stanowiskach kierowniczych.

Wiceprezesem zarządu (od września 2018 roku) jest Andrzej Goławski. W Projprzem odpowiedzialny jest za Segment Budownictwa Przemysłowego. Od 1997 do 2015 roku pracował dla grupy Budimex. Od 2015 do 2018 roku pełnił funkcję prezesa zarządu Mostostal Warszawa.

Głównym akcjonariuszem Projprzem jest kontrolowana przez Rafała Jerzego grupa kapitałowa Immobile. W ramach grupy Immobile działa jeszcze sieć hoteli pod marką Focus oraz segment deweloperski (budowa osiedli mieszkaniowych w Bydgoszczy). Rafał Jerzy jest również przedsiębiorcą i inwestorem ze znaczącym

doświadczeniem w przemyśle tekstylnym i odzieżowym oraz w obrocie i wynajmie nieruchomości. Od 1991 roku założył i zarządzał kilkoma spółkami z przemysłu tekstylnego, w tym spółką PBH S.A., będącą właścicielem sieci sklepów odzieżowych działających pod własną marką "Quiosque". Przeprowadził również kilka inwestycji w zakresie nieruchomości komercyjnych i mieszkaniowych. Postać znana w Bydgoszczy.

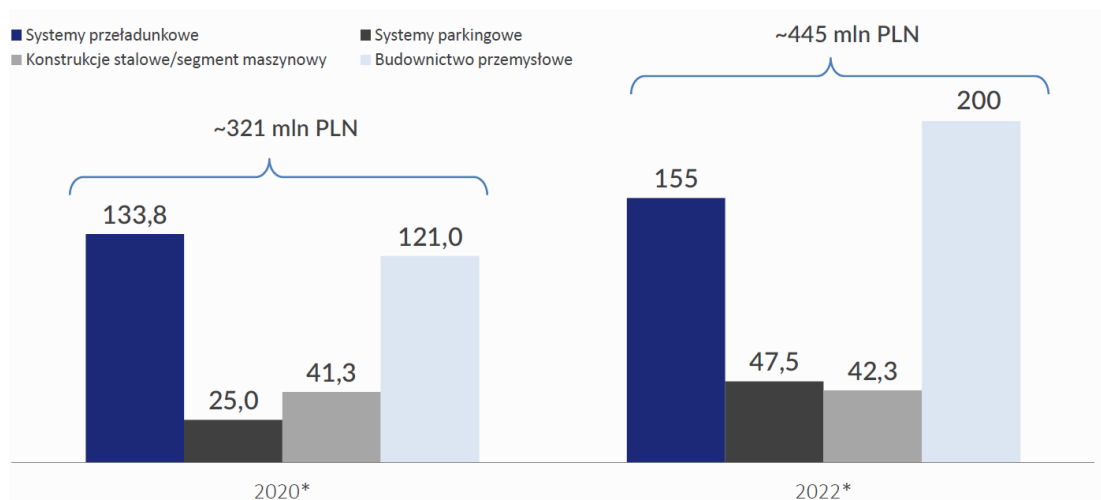


W akcjonariacie Projprzem znajdziemy również OFE Aegon. Ponad 30% stanowi free float.

Audytorem Projprzem jest Ernst & Young, sprawozdanie finansowe za 2017 rok otrzymało opinię „bez zastrzeżeń”.

STRATEGIA ROZWOJU

Celem strategicznym grupy Projprzem jest zwiększanie jej wartości dla akcjonariuszy. Cel ten będzie realizowany poprzez ciągłą optymalizację procesów wewnętrznych, ekspansję geograficzną, rozwój sieci serwisowo-montażowej oraz nowe produkty. Cele przychodowe założone w strategii wyglądają następująco (wobec 200 mln zł przychodów w 2017 roku i zapewne 260 mln zł w 2018 roku):



Główne cele operacyjne na kolejne kwartały to:

- zakończenie procesu optymalizacji zarządzania grupą kapitałową,
- zwiększenie przychodów i rentowności segmentu systemów przeladunkowych, w tym poprzez modernizację zakładu w Koronowie, po zakończeniu inwestycji planowanej na 2020,
- zwiększenie możliwości produkcyjnych parkingów MODULO i wzmocnienie rentowności i konkurencyjności parkingów,
- utrzymanie i dalsze zwiększenie przychodów w segmencie budownictwa przemysłowego,
- reorganizacja i optymalizacja aktywów trwałych w zakładzie w Bydgoszczy przy ul. Leśnej,
- optymalizacja wykorzystania potencjału produkcyjnego, rynkowego i kapitału ludzkiego spółki dominującej i jej podmiotów zależnych,
- koncentracja na działaniach związanych z podstawowymi segmentami operacyjnymi i sprzedaż aktywów nieoperacyjnych,
- koncentracja na ograniczeniu ryzyka kredytowego i ryzyka związanego z prowadzonymi kontraktami, co było znaczącym powodem strat spółki w latach 2013-2016.

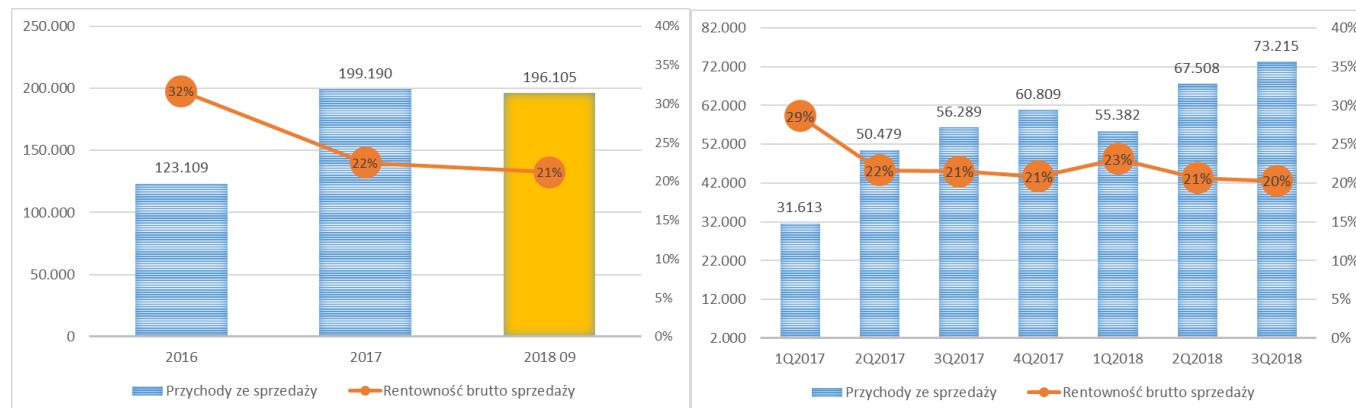
Podsumowując, w skład grupy wchodzi 3 (a właściwie wydzielając parkingi MODULO) 4 atrakcyjne segmenty, a przed zarządem Projprzemu zadanie restrukturyzacji tych segmentów i właściwego wykorzystania synergii pomiędzy nimi.

GRUPA PROJPRZEM – ANALIZA FINANSOWA

PRZYCHODY, WYNIKI I PROGNOZY

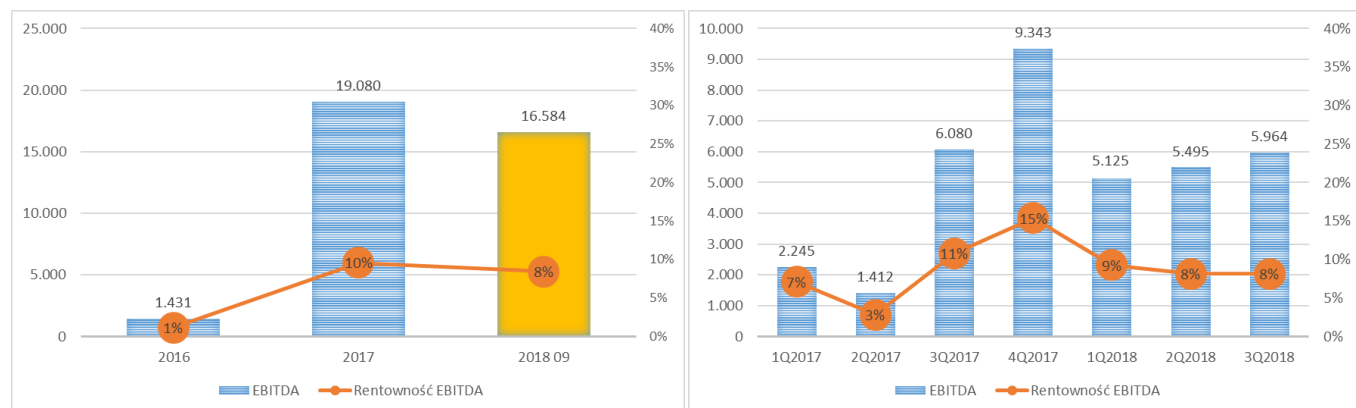
PRZYCHODY I ZYSKI

Tak jak wspominałem, z racji przekształceń i reorganizacji grupy nie ma sensu zbyt daleko wchodzić w jej historię wyników. Projprzem w latach poprzednich był nierentowny, a Makrum działało jako niezależna spółka. Tym niemniej jakaś analiza nam się należy ☺. Tradycyjnie zaczynamy od spojrzenia na przychody i marżę zysku brutto na sprzedaży:



W 2018 roku obserwujemy istotny wzrost przychodów ze sprzedaży, po III kwartałach wynoszą one praktycznie tyle, co w całym 2017 roku. Jednocześnie rentowność brutto na sprzedaży utrzymuje się na satysfakcjonujących poziomach.

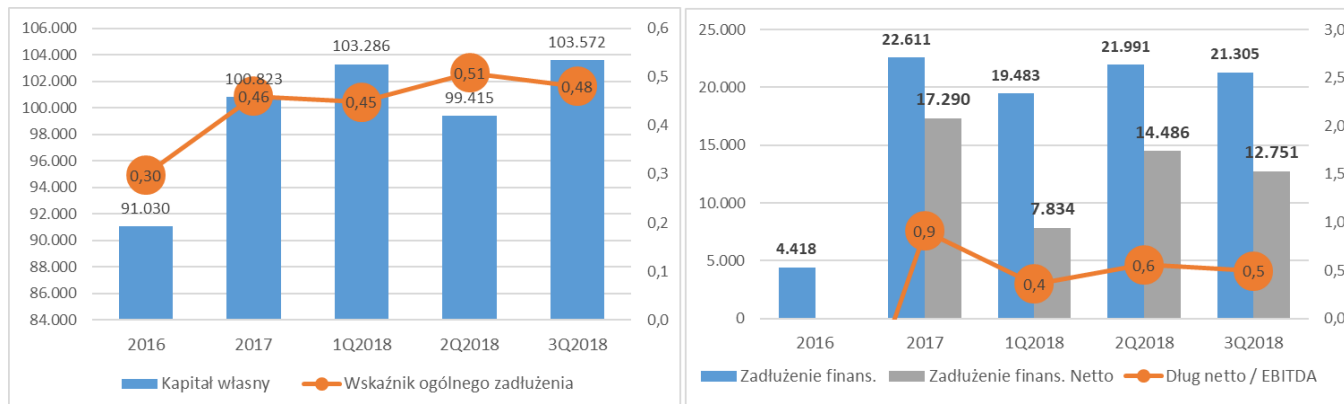
Poszczególne kwartały również potwierdzają wzrostową dynamikę przychodów i trzymanie marży na stabilnych poziomach. Ponieważ koszty sprzedaży i zarządu rosną wolniej, niż przychody, można by oczekiwać, że EBITDA po III kwartałach 2018 roku przekroczy EBITDA z 2017 roku. Niestety jeszcze tak nie jest, gdyż 2017 rok zawiera w sobie 4,6 mln zysku ze sprzedaży zakładu w Sępólnie Krajeńskim (i kilka mniejszych jednorazowych zysków).



O ile w poszczególnych kwartałach 2017 roku widać jeszcze dużą zmienność związaną z restrukturyzacją, to 2018 rok przynosi stabilizację w zakresie EBITDA i marży EBITDA. I na chwilę obecną marża EBITDA na poziomie 8% będzie naszym punktem odniesienia przy prognozowaniu przyszłej sytuacji grupy.

SYTUACJA BILANSOWA I WSKAŹNIKI

Zanim przejdziemy do omówienia prognoz wyników, jeszcze spojrzenie na sytuację bilansową grupy Projprzem. A ta wygląda całkiem nieźle.



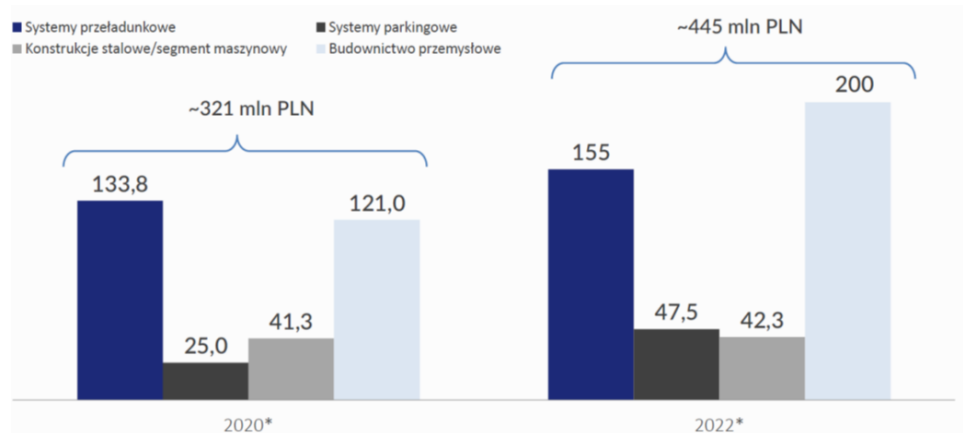
Kapitały własne wynoszą nieco ponad 100 mln zł (ich spadek na 30.06 to efekt wypłaty dywidendy), a wskaźnik zadłużenia znajduje się na bardzo przyzwoitym poziomie 0,48. Odnośnie kapitałów warto zauważyć, że *wartości niematerialne i prawne* wynoszą około 35 mln zł (18% sumy aktywów), korygując bilans o tą wartość wskaźnik zadłużenia nie prezentowałby się aż tak dobrze. Zadłużenie finansowe netto nie budzi większych obaw i wynosi niecałe 13 mln zł. Dług netto może zostać spłacony z EBITDA w pół roku, co również jest wartością bardzo dobrą.

Warto jeszcze dodać, że na dzień 30.09.2018 aktywa o wartości 13,5 mln zł zostały zakwalifikowane do sprzedaży (grunty, biurowiec w centrum Bydgoszczy oraz część maszyn z Makrum). Sprzedaż tych aktywów pozwoli uwolnić spore środki finansowe. Co zresztą już ma miejsce, w grudniu 2018 roku grupa sprzedała biurowiec za kwotę 7 mln zł netto.

PROGNOZY

Zarząd nie podaje oficjalnych prognoz na kolejne lata, prezentuje jedynie tak zwane cele w zakresie przychodów. I to będzie nasz punkt wyjścia do analizy. Zwracam uwagę, że moje wyliczenia również nie stanowią prognozy, a jedynie w celach edukacyjnych pokazuję, w jaki sposób podchodzę do wyceny spółki.

W 2017 roku przychody Projprzem wyniosły blisko 200 mln zł, po III kwartałach 2018 roku wynoszą 196 mln zł, można zatem zakładać, że w całym 2018 roku nie będą niższe niż 260 mln zł. W strategii na 2020 rok zarząd przyjmuje osiągnięcie 321 mln zł przychodów:



321 mln zł przychodów wobec 260 mln zł w 2018 roku oznaczałoby 23% wzrostu w ciągu 2 lat (i 60 mln zł licząc wartościowo). Wydaje się to możliwe do osiągnięcia, patrząc na rozwój (pod)segmentu Systemy Parkingowe czy segmentu Budownictwo Przemysłowe.

Gdybyśmy trzymali się wcześniej prezentowanej marży EBITDA na poziomie 8%, EBITDA Projprzem w 2020 roku wyniosłaby 25,7 mln zł. Po III kwartałach zysk netto stanowi 55% wartości EBITDA, a w 2017 roku stanowił 57% tej wartości. Idąc tropem 2018 roku (55%) na 2020 rok przy 321 mln zł przychodów otrzymalibyśmy 14,1 mln zł zysku netto (31% więcej niż w 2017 roku).

Aktualna wartość rynkowa Projprzem wynosi około 130 mln zł, a zatem tak liczony wskaźnik Cena / Zysk wynosiłby nieco ponad 9. Patrząc na aktualne wyceny spółek giełdowych, można znaleźć spółki z niższą (lepszą) wartością tego wskaźnika.

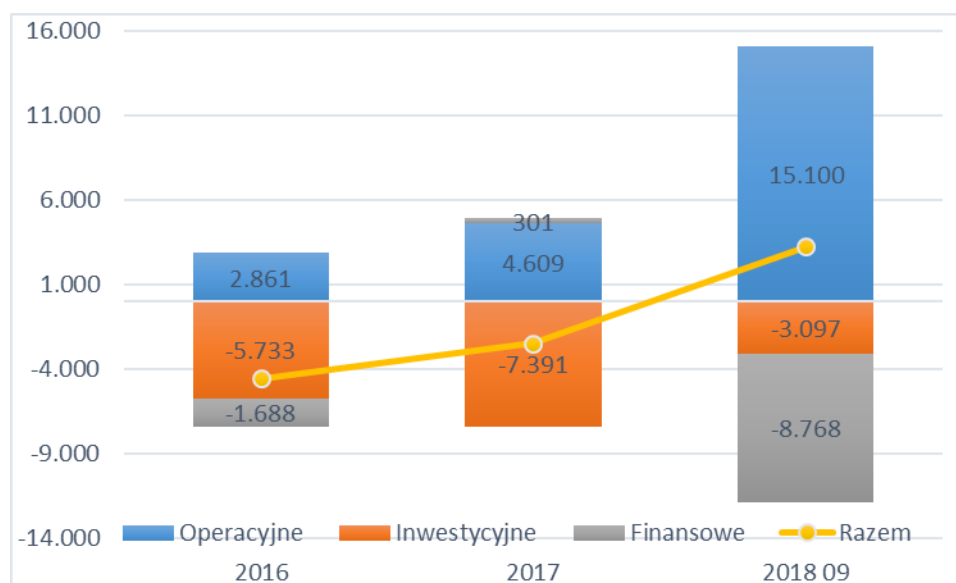
(w mln zł) / rok	2018	2020	2022
Przychody w mln zł (szacunek)	260	321	445
EBITDA przy założeniu 8% rentowności	21	26	36
Zysk netto przy założeniu 55% EBITDA	11	14	20
Cena / Zysk dla kapitalizacji 130 mln zł	11,4	9,2	6,6

Oczywiście warto pamiętać, że jest to bardzo ogólne wyliczenie. Wraz ze wzrostem przychodów powinien działać efekt dźwigni, czyli mniejszy niż proporcjonalny wzrost kosztów stałych. Grupa zakłada optymalizację marż w poszczególnych segmentach, czy reorganizację (przeniesienie zakładu z Bydgoszczy do Koronowa). Pytanie jak będzie zachowywać się marża w najbardziej dynamicznie rosnących segmentach grupy, czyli budownictwie i parkingach MODULO.

Jest zatem kilka potencjalnych czynników mogących mieć wpływ na wzrost marży. A wzrost marży EBITDA o 1 p.p. oznaczałby wzrost zysku netto w 2020 roku do blisko 16 mln zł i wskaźnik Cena / Zysk w rejonach 8,1. Z drugiej strony należy pamiętać, że wysokie wzrosty sprzedaży planowane są w Segmencie Budownictwa Przemysłowego, który charakteryzuje się niskimi marżami.

ZDOLNOŚĆ DO GENEROWANIA GOTÓWKI, DYWIDENDY

Ponownie, ze względu na reorganizację grupy, trudno się odnosić do historycznych danych odnośnie przepływów pieniężnych, natomiast przepływy roku 2018 potwierdzają, że spółka jest w stanie generować środki z działalności operacyjnej:



Część generowanych środków przeznaczana jest na inwestycje, a z części grupa wypłaciła w 2018 roku dywidendę (za rok 2017) w łącznej kwocie 6,5 mln zł. Była to pierwsza dywidenda od 3 lat dywidenda, a jej stopa wyniosła 5,7%.

Grupa nie posiada oficjalnie zaprezentowanej polityki dywidendowej, natomiast na spotkaniach z akcjonariuszami często podkreśla, że jego intencją jest dzielić się zyskiem. Pozycja gotówkowa Projprzem Makrum jest całkiem dobra (8,5 mln zł na rachunkach na 30.09.2018 roku), do tego w grudniu 2018 roku grupa za 7 mln zł sprzedała biurowiec, a w perspektywie ma sprzedaż kolejnych aktywów nieprodukcyjnych (grunty, maszyny). Dodatkowo główny udziałowiec, grupa Immobile, ma własne plany rozwoju (otwarcia kolejnych hoteli, deweloperka), co może „pomagać” w oczekiwaniu dywidend od spółki córki.

Patrząc na środki pieniężne, sprzedaż aktywów, czy generowanie kasy z działalności operacyjnej, wydaje się, że grupa Projprzem Makrum posiada potencjał do wypłaty solidnej dywidendy w kolejnych latach i jest w stanie to pogodzić z planowanymi inwestycjami w zakładzie w Koronowie.

POZOSTAŁE KWESTIE

Grupa nie podlega rekomendacjom biur maklerskich, brak więc możliwości odniesienia wcześniej prezentowanych wyliczeń do opracowań analitycznych. Na GPW Projprzem należy do sektora Budownictwo, co tylko częściowo pokrywa się z profilem działalności grupy, w związku z czym analizy porównawcze nie mają sensu.

Wskaźniki Altmana i Piotrowskiego pokazują, że grupa dobrze oceniana jest pod kątem wypłacalności.

Od 2017 roku kurs akcji grupy znajduje się w trendzie wzrostowym, aczkolwiek większość wskaźników analizy technicznej stosowanych przez biznesradar sugeruje sprzedaż akcji.

Właściciel i zarząd mają ciekawy pomysł na funkcjonowanie grupy, krok po kroku wdrażają zmiany, których efekty są widoczne. Projprzem Makrum jest na tyle ciekawą grupą, że mam nadzieję, iż wkrótce doczeka się *pokrycia analitycznego*.



ZASTRZEŻENIA

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

Konflikt interesów:

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów.

Autor analizy może posiadać relatywnie niewielki pakiet akcji lub obligacji spółki.

Zastrzeżenie:

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 jakimkolwiek osobom trzecim.

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.