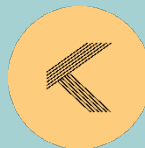
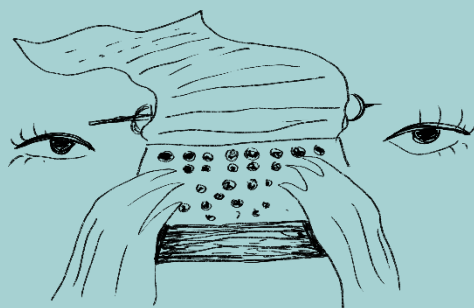


Mobruk



2021-06-19

Gästanalytiker: Daniel Kakai

Mo-BRUK \$MBR är ett polskt bolag som primärt sysslar med waste management. En bransch med stark strukturell tillväxt. Bolaget presterar siffror såsom 35% omsättningstillväxt, 83% EBITDA-tillväxt med en marginal på 58% och en vinsttillväxt som ligger på 91% med 44% vinstmarginal ('20).

Key Stats

VD	Jozef Tadeusz Mokrzycki
Ticker	MBR.WA
Lista	Warszawabörsen

- P/E 13x
- EV/S 5,7x
- EV/EBIT 10x
- EV/FCF 14x (40% FCF-marginal)

MOBRUK

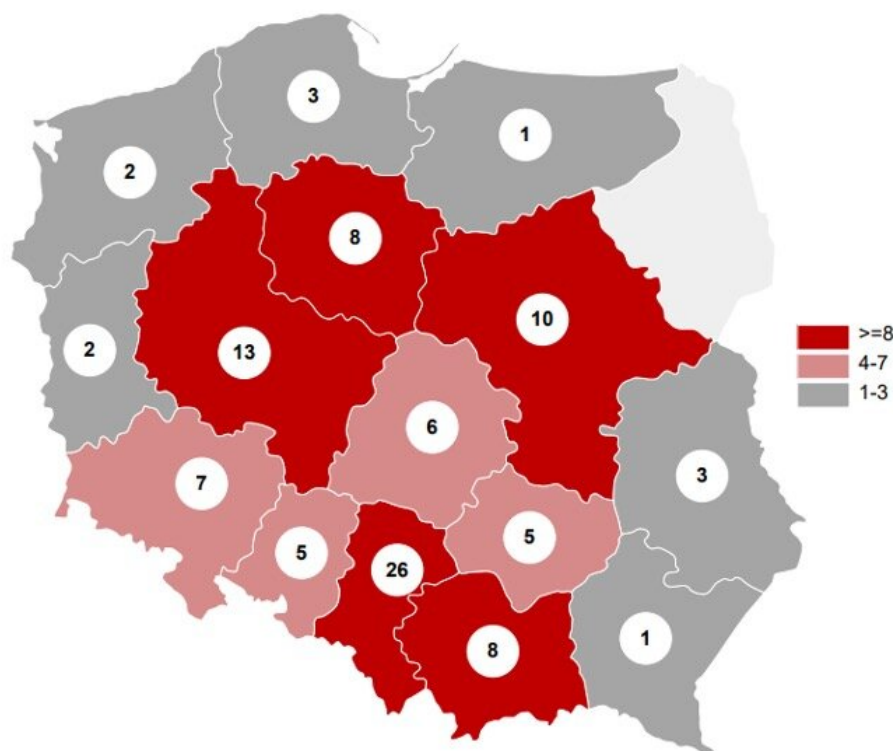
Det är lätt att tro att dessa siffror tillhör ett SaaS-bolag, men då tror du fel. Det är alltså den polska ledaren inom avfallshandlings Mo-BRUK som ligger bakom siffrorna. Bolaget grundades 1985 av deras nuvarande VD, Jozef Tadeusz Mokrzycki och har under åren skapat sig en stark position i branschen, främst inom hantering av industriellt avfall där bolaget just nu har en marknadsandel på 15-25%. För att förstå bolaget är det bäst att börja med att titta situationen i Polen (bolagets huvudmarknad som står för +90% av intäkterna).

Avfallshantering i Polen

Polen genererar ca 329 kg hushållsavfall per capita ('18), totalt genererade landet ca 12,5 M ton hushållsavfall varav 34% som återvinns och 42% deponeras jämfört med EU-snittet som ligger kring 47% respektive 23% ('18). EU har nu som mål att medlemsländerna ska återvinna minst 55% år '25, 60% år '30 och 65% år '35, men detta är endast 10% av allt avfall som bildas i landet. Den resterande 90% är industriellt avfall varav majoriteten kommer från södra delen av landet där Mo-BRUK har sina anläggningar. Totala mängden industriellt avfall är ca 115 M ton och kommer främst från gruv/energi-sektorn där större delen av avfallet deponeras internt. Detta avfall är miljöneutralt men Mo-BRUK har större fokus på giftigt avfall, det produceras ca 2 M ton av detta, främst från framställning av koppar, zink, järn, bly, produktion av olika kemikalier och från oljeindustrin. 2019 värderades avfallshantering sektorn till ca 15,3 miljarder Zloty, värdet av industriellt avfall uppgick till 7,5 miljarder Zloty.

För att kämpa emot avfallsdeponering och påskynda övergången till en cirkulär ekonomi har polska staten höjt landets deponeringsavgifter, även känt som "Marshal's fee" till rekordhöga nivåer, från 74 Zloty/ton år '16 till 276 Zloty/ton år '21. Tack vare detta har Mo-BRUK kunnat höja sina hanteringsavgifter (varier beroende hanteringsmetoder, mer i detalj sen) och nå högre marginaler. Fortsatt höjning av "Marshal's fee" är sannolikt då Polen har en lång väg kvar innan de når EU:s mål.

Denna bransch är känd som en smutsig bransch och det stämmer, bristen på kontroll och strikta lagar har lett till en snabbt växande illegal avfallsmarknad vars värde har växt från 2 miljarder Zloty år '13 till 2,7 miljarder Zloty idag. '18 avslöjades 471 fall med koppling till illegal hantering, förbränning, efterbehandling av utgrävning och dumpning. Mo-BRUK estimerar att mängden illegal deponerat avfall är ca 4,5 M ton. Polska staten satsar nu stora summor för att eliminera platser med illegalt avfall, så kallade "ecological bombs", detta har lett till att Mo-BRUK har fått kontrakt med lokala myndigheter för att hantera dessa. Vanligtvis är hanteringsavgifterna för illegalt deponerat avfall 2-3x högre än för vanlig förbränning vilket har gjort detta till en mycket gynnsam situation för bolaget.



Figur 1: Karta över "ecological bombs" identifierade av bolaget, estimerad kostnad för hantering är ca 15 miljarder Zloty med en hanteringstid på ca 20 år.

Flera av de identifierade "ecological bombs" är miljö/hälsosfarliga och är till stor oro för lokalbefolkningen och politiker, de flesta är överens om att illegala deponier måste hanteras. Notera att de flesta är i södra delen av landet, vilket är positivt för Mo-BRUK som har alla sina anläggningar där.

Mo-BRUK

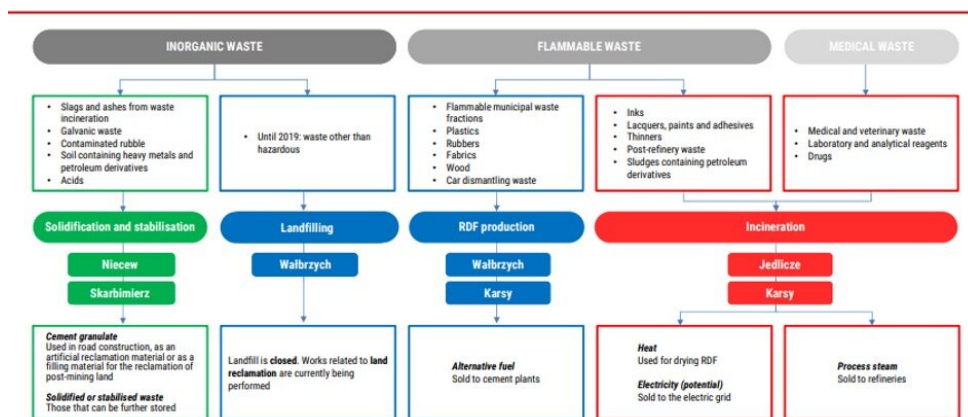
Bolaget går att dela upp i tre följande segment:

- Förbränning av industriellt och giftigt/skadligt avfall.
- Stelning och stabilisering av ogiftigt/giftigt oorganiskt avfall (SS).
- Produktion av avfallsbaserat bränsle (RDF).

Förbränning (38% av intäkterna FY '20): Inom detta segment är deras huvudkunder bland annat sjukhus, färgfabriker och läkemedelstillverkare. Lejonparten av intäkterna inom detta segment kommer från avgifter som bolaget kräver för att ta emot avfallet som ska hanteras. Priserna för mottaget avfall har stigit kraftigt sedan 2014 från 640 Zloty/ton till 3790 Zloty/ton år '20 denna ökning är tack vare höjningen av "Marshal's fee".

Bolaget estimerar att landets förbränningskapacitet ligger runt 100k ton avfall per år varav 35k ton är deras egen kapacitet, vilket ger de ca 35% marknadsandel. De har totalt två förbränningsanläggningar, den ena i Karsy med anslutning till deras RDF anläggning med kapaciteten att hantera 25k ton avfall och den andra belägen i Jedlice i anslutning med ett raffinaderi som ägs av PKN Orlen, kapacitet på 10k ton. Totalt förbrändes 17,4k ton avfall förra året varav ca 5k ton avfall var illegalt deponerat avfall, så mycket kan hanteras årligen. Just hantering av "ecological bombs" är väldigt lönsamt med höga hanteringsavgifter. Till exempel har Mo-BRUK just nu ett kontrakt med ett värde på 48 miljoner Zloty för att avlägsna 5k ton illegalt avfall från ett raffinaderi i Gorlice, det är en hanteringsavgift på ca 9,6k Zloty/ton (vanligtvis är det 3,7k/ton). I detta område finns det mycket potential då andelen förbränt avfall (i ton) fortfarande är väldigt liten (8%) och kommer växa med tiden, dessutom kommer bolaget troligen utöka sin kapacitet för "ecological bombs" givet den goda finansiella effekten det har.

Det som blir av vid förbränning av avfall är ånga som säljs till närliggande raffinaderi, damm, aska och slagg som hanteras vid deras SS anläggningar och värme som används vid torkning under produktion av RDF (i Karsy). På detta sätt lyckas bolaget återanvända restprodukter och bilda ett kretslopp inom sin egen verksamhet för öka effektiviteten (se figur 2).



Figur 2: Visualisering av bolagets tre segment och hantering av processerna.

SS (37% av intäkterna FY '20): Mo-BRUK har just nu två anläggningar för denna typ av hantering, en i Skarbimierz med 70k ton i kapacitet (ansökt om utökad kapacitet med ytterligare 70k ton) och den andra är belägen i Niecew med 100k ton i kapacitet. Hanteringsavgiften är 416 Zloty/ton

I detta segment hanterar bolaget oorganiskt avfall, detta kan vara rester från hanteringen av hushållsavfall eller olika kemiska anläggningar, avloppsslam, och aska från sina förbränningsanläggningar. Avfallet hanteras med kemiska processer varav vissa är patenterade av bolaget (mer om deras patent kommer sen). Denna process är unik och deras anläggningar är de enda i Central- och Östeuropa som klarar av att hantera nästan alla typer av giftigt avfall till återanvändbart ballast. Detta säljs och används till bland annat vägarbeten och efterbehandling/återställning av gruvområden.

RDF (17% av intäkterna FY '20): Mo-BRUK har två anläggningar för produktion av RDF, en i Karsy med 200k ton i kapacitet och en i Walbrzych med 60k ton i kapacitet.

Bolaget använder sig bland annat av brännbart hushållsavfall, plast, trä och gummi för att producera bränsle, RDF. Bränslet säljs främst till cementbolag och används som substitut för kol men eftersom det är en låg efterfrågan (i stort sett endast cementanläggningar som använder RDF) blir bolaget tvungna att sälja bränslet till ett negativt pris. Det innebär att de betalar cementbolagen för att ta emot RDF, 120 Zloty/ton. Detta är dock inget större problem då de höga hanteringsavgifterna (540 Zloty/ton) kompenserar för förlusterna av försäljningen. Mo-BRUK har sedan slutet av Q1 '21 fått tillåtelse av myndigheter att sälja RDF till Tyskland och väntar på godkännande i Ukraina för att få sälja även där (enligt kvartalspresentationen). RDF kan ha stor potential då det är ett miljövänligare alternativ än kol som är den vanligaste energikällan i både Polen och Ukraina, dessutom är RDF i ett tidigt stadiet i Polen och adoptionen är låg.

Konkurrenter

Sarpi Veolia, EkoPaliwa, Remondis, Eneris, Navago/Everbright Int. De flesta av Mo-BRUKs konkurrenter är verksamma i specifika segment av avfallshantering. Det innebär att väldigt få bolag är direkta konkurrenter till hela Mo-BRUK.

Konkurrensfördelar

Mo-BRUK har nödvändiga tillstånd, rätt erfarenhet och teknik för att hantera ca 90% av avfallskatalogen, vilket innebär att de nästan kan hantera allt tänkbart avfall till skillnad från deras konkurrenter som är specialiserade inom ett segment för specifika typer av avfall. Denna situation är gynnsam för bolaget eftersom deras konkurrenter också blir deras kunder, då restprodukterna från konkurrenterna hanteras av Mo-BRUK. De är oftast sist i kedjan av processerna inom avfallshantering tack vare deras marknadsposition.

Det är höga inträdesbarriärer i branschen främst tack vare att det är en hårt reglerad bransch som kräver flera godkända tillstånd innan man kan påbörja sin verksamhet, denna process kan ta flera år. Att expandera sin verksamhet tar också tid då även denna process måste godkännas.

En annan fördel är placeringen av deras anläggningar, södra Polen, ett industritunt område som står för majoriteten av det industriella avfallet i landet. Detta gynnar bolaget då de slipper långa transporter och underlättar förflyttningen av farligt avfall som kräver specifika hanteringsmetoder. Förutom att det är ett industritunt område så är det också gott om "ecological bombs" som utgör ett hot för människor och natur som förr eller senare måste hanteras och här blir Mo-BRUK ett självklart val då de är en av få som har kapaciteten och anläggningar för att hantera dessa (5k ton/år '20).

Mo-BRUK har fem egenutvecklade processer och teknologier som effektiviserar deras verksamhet samt underlättar skapandet av synergier mellan de olika segmenten, något som inte finns hos polska konkurrenter då bolaget har patent för dessa teknologier (endast giltiga i Polen).

Patent 1. Hålls i kraft till år 2037, medsökande: ett Universitet i Krakow. Tekniken består av ett sätt att hantera oorganiskt i avfall för att producera ballast. Segment - SS. Äger 100% av rättigheterna.

Patent 2. Hålls i kraft till år 2036, medsökande: Tekniska universitetet i Krakow. Tekniken baseras på användningen av farligt avfalls energipotential, som möjliggör energiåtervinning och produktion av ånga i förbränningsanläggningar. Ångan används för torkning av RDF, slutkunderna föredrar torkad RDF. Segment - Förbränning och RDF (i Karsy). Äger 100% av rättigheterna.

Patent 3. Hålls i kraft till år 2036, medsökande: Tekniska universitetet i Krakow. Tekniken är en metod för hantering av sekundärt avfall från förbränningsanläggningar. Segment - SS och förbränning. Äger 50% av rättigheterna.

Patent 4. Tekniken är ett system för hantering av sekundärt avfall från förbränningsanläggningar. Segment - SS och förbränning. Segment - SS och förbränning. Äger 50% rättigheterna.



Finansiell utveckling

	2017	2018	2019	2020
Omsättning	65,6	92,7	131	178
Tillväxt	23%	41%	41%	35%
EBITDA				
EBITDA	16,5	32,4	56,3	103
Tillväxt	36%	96%	74%	83%
EBITDA-marginal	25%	35%	43%	58%
Vinst				
Vinst	6,89	20,5	41,1	78,7
Tillväxt	218%	197%	100%	91%
Vinst-marginal	11%	22%	31%	44%
Vinst/Aktie	1,91	5,68	11,2	22,1
Tillväxt	144%	197%	97%	97%
Op. kassaflöde				
Op. kassaflöde	13,90	27,50	40,90	74,20
Fritt kassaflöde	12	26,5	39,4	72
FCF marginal	17,00%	28%	30%	40%

Figur 3: Bolagets finansiella utveckling '17-'20, skrivet i miljoner Zloty (förutom VPA)

Mo-BRUK har utvecklats starkt de senaste åren, detta är tack vare den medvind som finns i branschen (höjd "Marshal's fee") och det stora investeringarna bolaget utförde fram till '14 på ett belopp närmare 200 miljoner Zloty.

- R&D center för utveckling av olika teknologier inom avfallshantering. Färdigställdes 2011 med en total kostnad på 6,65 miljoner Zloty.
- Bygga av anläggning för hantering av kolslam i Walbrzych. Färdigställdes 2013 med total kostnad på 29,78 miljoner Zloty.
- Utbyggnad av RDF-anläggning i Karsy. Färdigställdes 2014 med total kostnad på 81,96 miljoner Zloty.
- Bygga av återvinningsanläggning av metaller i Zabrze. Färdigställdes 2014 med total kostnad på 14,58 miljoner Zloty
- Bygga av anläggning för hantering av oorganiskt avfall i Skarbimierz. Utfördes 2014 med total kostnad på 15,58 miljoner Zloty.

Estimat och framtiden

	E 2021	E 2022	E 2023	E 2024
Omsättning	253	341	423	507
Tillväxt	42%	35%	24%	20%
EBITDA	156,86	190,96	253,80	309,27
Tillväxt	51%	21%	32%	22%
EBITDA-marginal	62%	56%	60%	61%
Vinst	123,97	153,45	203,04	243,36
Tillväxt	56%	24%	32%	20%
Vinst-marginal	49%	45%	48%	48%
Vinst/Aktie	34,00	42	55,6	66

Figur 4: Mina estimat och bedömning av bolagets framtida tillväxt

Omsättningen '21 och framåt bör öka i samband med att andelen (i antal ton) förbränt avfall ökar då bolaget planerat att öka kapaciteten för både förbränning och "ecological bombs", detta segment har högre marginaler tack vare högre mottagningskostnader. Dessutom förväntar jag mig att bolaget vinner fler kontrakt för hantering av illegalt deponerat avfall samt utökar kapaciteten för samtliga segment. I övrigt bör omsättningen även öka tack vare höjningen av "Marshal's fee" vilket låter Mo-BRUK höja sina avgifter, däremot kommer denna höjning troligen sakta ner de kommande åren.

Bolaget nämnde under Q1 2021 presentationen att de letar efter förvärv av anläggningar inom befintliga affärsområden, främst förbränningsanläggningar och SS. Förvärv kommer göras med kassa och lån, maxskuldsättning om 2,5x EBITDA. Jag förväntar mig att det sker i slutet av året som kommer räknas in 2022 och därav ett brant fall i omsättningstillväxten 2023. Förvärvet kommer troligen vara marginaldämpande då det är få bolag vars marginaler är lika höga som Mo-BRUKs, därav marginalkontraktion 2022. Marginalerna över lag bör med tiden expandera tack vare höjningen av "Marshal's fee", ökad volym hanterat avfall via förbränning och växande andel hanterade "ecological bombs" som just nu utgör en relativt liten del av totalt förbränt avfall.

Eftersom eventuella förvärv kommer göras med befintlig kassa och belåning förväntar jag mig att antalet aktier kommer vara nästintill oförändrade och därav VPA-tillväxt i linje med vinsttillväxten.

Balansräkning

Mo-BRUK har en stark balansräkning och en god betalningsförmåga som kan visas genom (baserat på Q1'21, allt är skrivet i Zloty):

- **Kassalikviditet:** Bolaget har en kassalikviditet på 5,6; detta visar att de har en god förmåga att betala av kortfristiga skulder (19,8m). Kvoten kan anses vara hög men bolaget har samlat på sig likvida medel för framtida förvärv, dessutom har de en hög avkastning på sitt kapital/tillgångar. ROIC 54%, ROE 55%, ROA 45% (TTM Q1 '21).
- **Soliditet:** Bolaget har en soliditetskvot på 0,80 vilket visar att 80% av bolagets tillgångar är finansierade av eget kapital och att de har en god långsiktig betalningsförmåga.
- **Nettoskuld:** -29,9%, detta visar att bolaget klarar av att betala av sina skulder och fortfarande ha kvar likvida medel.
- **Nettoskuld/EBITDA:** -0,6; vilket innebär att 60% av EBITDA krävs för att betala av alla skulder

Risker

- **Förlust av kunder inom RDF,** bolaget förser två cement anläggningar med RDF, om Mo-BRUK inte lyckas hålla den önskade kvaliteten eller leverera enligt plan finns det risk för att anläggningarna säger upp sitt avtal. Det skulle leda till att Mo-BRUK blir tvungna att minska produktionen av RDF vilket skulle innebära en minskning mängden avfall som kan tas emot i sin tur skulle påverka intäkterna och marginalerna.
- **Om bolaget inte kan behålla alla nödvändiga och giltiga tillstånd för respektive anläggning** kan det ge stora negativa konsekvenser, såsom avveckling av specifika segment/stora delar av verksamheten. Bolaget bedömer denna risk som allvarlig och att sannolikheten att det sker är "medel".
- **Om bolaget på något sätt har en koppling till illegala verksamheter eller själva har utfört illegala handlingar** (vilket kan ha skett för många år sedan när denna bransch var oattraktiv) kan de straffas, baserat på tidigare fall av illegala handlingar i branschen kan det innebära flera år i fängelse samt böter. Det kan även innebära indragna kontrakt och tillstånd. Mo-BRUK har anklagats för att ha varit delaktig i landets sopmaffia samt haft kontakt med de som dumpat avfall på Glimar raffinaderiet i Gorlice. De som dumpade avfallet är nu gripna och väntar på sin dom. Om anklagelserna stämmer är fortfarande osäkert men det kommer sannolikt undersökas av lokala myndigheter.

Övrigt

I slutet av '20 utförde bolaget en re-IPO för att öka likviditeten i aktierna, ledningen/grundarfamiljen och Value FIZ (AgioFunds) sålde ca 30% av bolagets aktier (familjen äger fortfarande 35%) till ca 50% rabatt. Mo-BRUK var tidigare börsnoterat men på grund av familjens stora ägande var handelsvolymen låg. Just nu har ledningen en lock-up fram till mitten av 2022.

Sammanfattning

Mo-BRUK är en polsk ledare inom hantering av industriellt avfall. De går att dela upp i tre delar, förbränning, stabilisering & stelning och RDF produktion. Bolaget upplever en stark medvind i branschen från höjda deponeringsavgifter vilket har hjälpt dem att höja sina marginaler. Bolaget har utvecklat unika patentskyddade tekniker som effektiviserar verksamheten, dessutom är de en av få aktörer som klarar av att hantera så kallade "ecological bombs". Mo-BRUK har en stark balansräkning och en stark finansiell utveckling som ser ut att fortsätta i samma trend.

Författaren äger inga aktier i bolaget.

Disclaimer

Ingenting du läser på Kalqyl.se ska betraktas som investeringsrådgivning och det som presenteras i analysen kan vara felaktigt.