

Trzymaj, 24,50 PLN

Inicjacja

07 września 2021 r., 07:30

Mur beton

Grupa Pekabex jest firmą produkcyjno-budowlaną, krajowym liderem w produkcji (z ponad 20% udziałem) i kompleksowym wykonawstwie konstrukcji z prefabrykatów żelbetowych i sprężonych. Na tle konkurencji Grupa Pekabex wyróżnia się jakością zarządu, skalą i możliwością kompleksowej realizacji kontraktów. Moce produkcyjne Pekabeksu można w przybliżeniu określić na około 280 tys. m³.

Pekabex od lat działa w trybie ciągłego wzrostu choć wyważonego. Kroki milowe firmy to najpierw modernizacja i powiększenie zakładu w Poznaniu (2006), potem przejęcie zakładów w Bielsko Białej (2012), w Gdańsku (2015) i w Warszawie (2016). W ostatnim czasie firma wydaje się przyspieszać ekspansję. Na początku 2020 roku spółka ukończyła dużą inwestycję – zautomatyzowaną fabrykę stropów i ścian filigranowych. Pod koniec 2020 firma przejęła niemiecki zakład prefabrykacji o rocznych mocach około 30 tys. m³. Przez te 15 lat wolumen produkcji prefabrykatów w spółce wzrósł czternastokrotnie (CAGR prawie 20%).

Ten wzrost jest dopasowany do szybko rosnącego rynku. Wartość rynku prefabrykacji w Polsce przez ostatnie 5 lat podwoiła się. Obserwowana teraz silna inflacja kosztów (szczególnie pracy) w budownictwie tylko przyspieszy ten proces. Ponadto za pewniak uważamy zwiększenie się dotąd dość nieistotnej (1-2% udziału w rynku) roli prefabrykatów w budownictwie mieszkaniowym. Udział prefabrykatów w budownictwie będzie się stopniowo zbliżał do krajów zachodnioeuropejskich.

Z drugiej jednak strony obecna gwałtowna inflacja kosztów obciąży wynik 2021 roku. Dobrze to odzwierciedla dużą wrażliwość Pekabeksu na koniunkturę gospodarczą (duża dźwignia operacyjna) co podwyższa ryzyko inwestycji

Inicjujemy wydawanie raportów na Pekabex rekomendacją Trzymaj z ceną docelową 24,5 PLN.

mln PLN	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	772	952	1 388	1 453	1 573
EBITDA	55	89	94	106	114
EBIT	39	69	66	77	84
Zysk netto	30	58	50	59	65
P/E	7,9	5,1	11,3	9,6	8,8
EV/EBITDA	4,6	5,6	7,6	6,7	6,1
EPS	1,24	2,33	2,02	2,38	2,62
DPS	0,41	0,16	0,41	0,50	0,70
FCF	-	-	-50	23	25
CAPEX	92	20	40	41	41

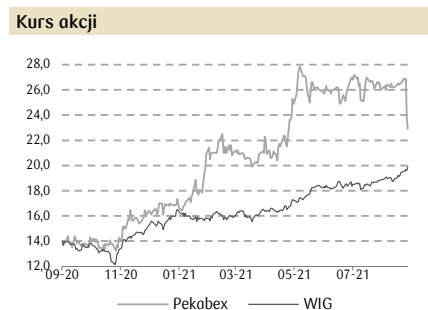
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	22,90
Upside	7%
Liczba akcji (mn)	24,83
Kapitalizacja (mln PLN)	568,52
Free float	52%
Free float (mln PLN)	297
Free float (mln USD)	78
EV (mln PLN)	717,73
Dług netto (mln PLN)	149,21

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	1,8%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
STE Sp. z o.o.	39,41
Cantorelle Limited	11,43
Fernik Holdings	8,17
NN OFE	6,89

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
-	-



	WIG	Spółka
1 miesiąc	5,9%	-13,6%
3 miesiące	8,1%	-11,9%
6 miesięcy	24,7%	6,0%
12 miesięcy	41,7%	80,3%
Min 52 tyg. PLN		13,20
Max 52 tyg. PLN		27,80
Średni dzienny obrót mln PLN		0,33

Analitik	
Piotr Łopaciuk, CFA	
+48 609 091 976	
piotr.lopaciuk@pkobp.pl	

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

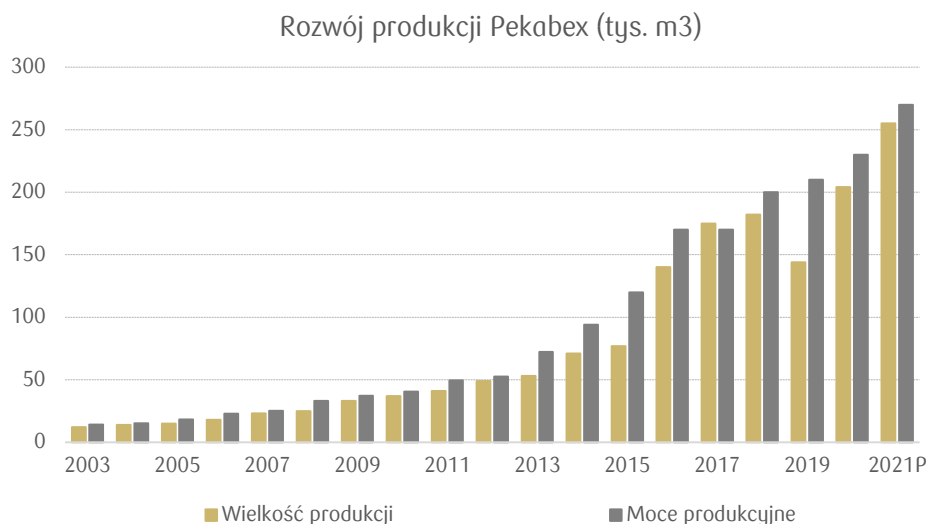
ARGUMENTY INWESTYCYJNE

Lider na rynku prefabrykatów żelbetowych i sprężonych

W przeszłości państwowy, bliski upadłości Pekabex, został (często powtarzający się schemat) uratowany przez prywatny kapitał i know-how. Począwszy od 2006 roku Pekabex został dofinansowany przez biznesmena Macieja Grabskiego i private equity Sovereign Capital. W ciągu kolejnych lat powiększał skalę działalności, by zostać zdecydowanym liderem rynku z ponad dwudziesto procentowym udziałem w rynku. Generuje to przewagę konkurencyjną poprzez ciągle rosnący know-how, zwiększającą się automatyzację, gotowość do obsługi dużych kontraktów, kompleksowość oferty, przewagę logistyczną i mniejszy w stosunku do konkurencji udział kosztów administracyjnych w masie marży.

Zrównoważony racjonalny wzrost, zdrowe przepływy

Podoba nam się realizowana przez Grupę Pekabex strategia. Wzrost spółki jest zrównoważony. Wraz z rozwojem biznesu spółka przeprowadzała akwizycje implementując własny know-how i kulturę organizacyjną. Dość agresywna ekspansja finansowana była solidnymi przepływami pieniężnymi i bez emisji akcji. Również w ostatnim czasie Pekabex nie zwalnia. Nowa (ukończona na początku 2020 roku) znacząca (65mln PLN) inwestycja w zautomatyzowaną fabrykę stropów i ścian filigranowych jest kwintesencją przewag prefabrykatów nad tradycyjnym budownictwem – szybkość, standaryzacja i automatyzacja zamiast ręcznej pracy. Przejęcie w Niemczech pokazuje, że Pekabex myśli o zdobyciu pozycji na tym rynku a w późniejszym okresie wykorzystaniu przewagi kosztowej. Niemiecka FTO GmbH została przejęta za 12,3mln EUR wspólnie z PFR TFI (Pekabex objął 76%). Transakcja zwiększa moce produkcyjne Grupy o około 10% (30tys. m3).



Źródło: DM PKO BP

Dobrze przemyślana ekspansja

Koszty transportu w kontraktach dotyczących prefabrykatów są bardzo istotne i na przykład zakładając dystans 300km wynoszą około aż 10% wartości zlecenia. Kolejne akwizycje były bardzo dobrze przemyślane i spółka dysponuje obecnie bardzo dobrze rozłożonym potencjałem produkcyjnym w Polsce. Ponadto zakład na wybrzeżu umożliwia bardzo udaną aktywność sprzedażową na rynku mieszkaniowym w Skandynawii.

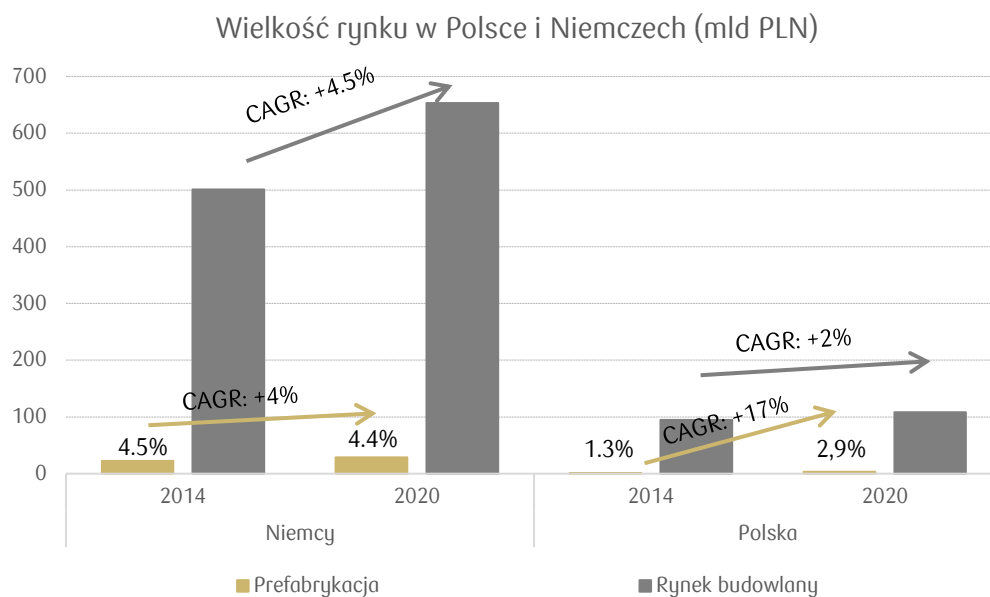
Zakłady produkcyjne Pekabeksu



Źródło: Pekabex

Długoterminowe perspektywy wzrostu

Wraz ze wzrostem cen pracy i rosnącymi wymaganiami w budownictwie popularność prefabrykatów powinna rosnąć i to jest wyraźnie zauważalne w Polsce. Budowanie z użyciem prefabrykatów przyspiesza inwestycje, gwarantuje powtarzalną i wysoką jakość i wraz ze wzrostem cen i spadkiem dostępności usług budowlanych staje się relatywnie tańsze i wygodniejsze. Przez 5 ostatnich lat wartość rynku prefabrykatów betonowych w Polsce urosła dwukrotnie. Udział prefabrykatów w budownictwie podąża w ślad za wzorcami w Europie Zachodniej i ta dysproporcja w dalszym ciągu będzie zasypywana.

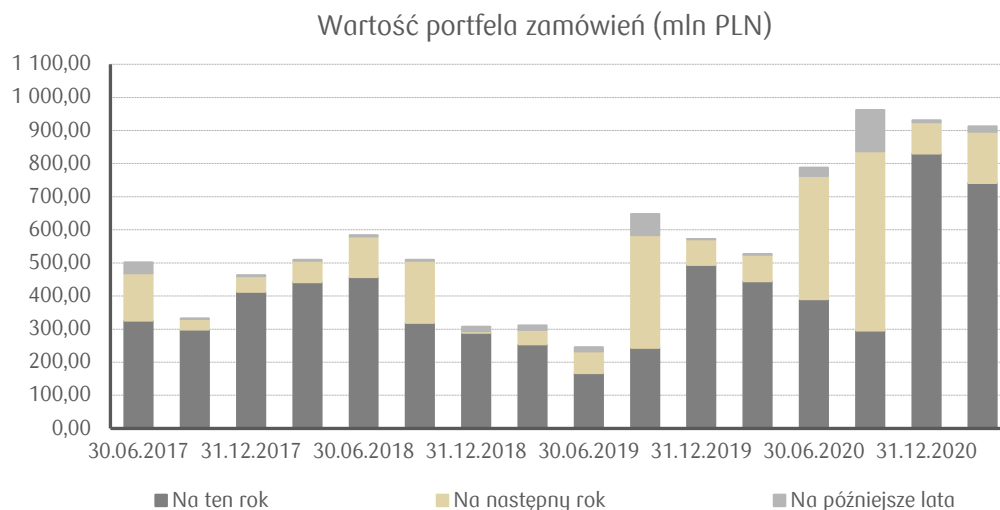


Źródło: DM PKO BP, GUS, destatis.de

Dobra koniunktura na prefabrykaty

W tym roku rynek budowlany bardzo się zmienia. Odwilż i dobra koniunktura, które nastąpiły po okresie zamknięcia gospodarki powoduje, że ceny pracy i usług budowlanych gwałtownie rosną. Rynek należy w tej chwili do firm budowlanych mających wolne moce. Drożeją też materiały budowlane na czele ze stalą. To warunki idealne dla dalszego wzrostu popularności prefabrykatów. Co prawda w krótkim terminie wzrost cen materiałów (stal, które podrożało o 100% r/r to około 10% wartości typowego kontraktu na prefabrykaty) może mocno obciążać marże – ale Pekabex realizuje głównie krótkie kontrakty (do 6 miesięcy). Warunki rynkowe sprzyjają podnoszeniu cen. Niemniej w 2021 spodziewamy się wyraźnego obciążenia wyników gwałtownie rosnącymi kosztami.

Konstrukcje stalowe są podstawową konkurencją dla budowlanych z prefabrykatów (szczególnie jeśli chodzi o budowlane logistyczne i przemysłowe) – więc relatywna atrakcyjność prefabrykatów rośnie. Tymczasem firmy generalnego budownictwa będą zapewne zmagać się ze wzrostem cen i portfelem kontraktów długoterminowych. Pekabex jest w fazie dynamicznego wzrostu o czym świadczy m.in. rosnący w ostatnich latach portfel zleceń.



Źródło: Pekabex, DM PKO BP

Renesans prefabrykatów w budownictwie mieszkaniowym nadchodzi

Naszym zdaniem w najbliższym czasie będziemy świadkami renesansu prefabrykatów betonowych w budownictwie mieszkaniowym. Do niedawna ten segment rynku w Pekabeksie istniał tylko w eksporcie do Skandynawii. Od pewnego czasu spółka zaczyna realizować pojedyncze kontrakty na mieszkaniówkę z prefabrykatów w Polsce. Ceny w porównaniu do budownictwa tradycyjnego są już konkurencyjne, na przeszkodzie stoi jeszcze przywiązanie deweloperów do tradycyjnych metod. Widząc okazje na rynku Pekabex sam planuje mocniej zaistnieć na rynku deweloperskim. W tym roku spółka prowadzi i przygotowuje projekty o łącznej wielkości około 400 mieszkań. Sądzymy, że Pekabex jak zwykle zachowa pewną ostrożność, ale myślimy, że szanse na osiągnięcie umiarkowanego sukcesu w tym segmencie są duże.

HISTORIA PEKABEKSU

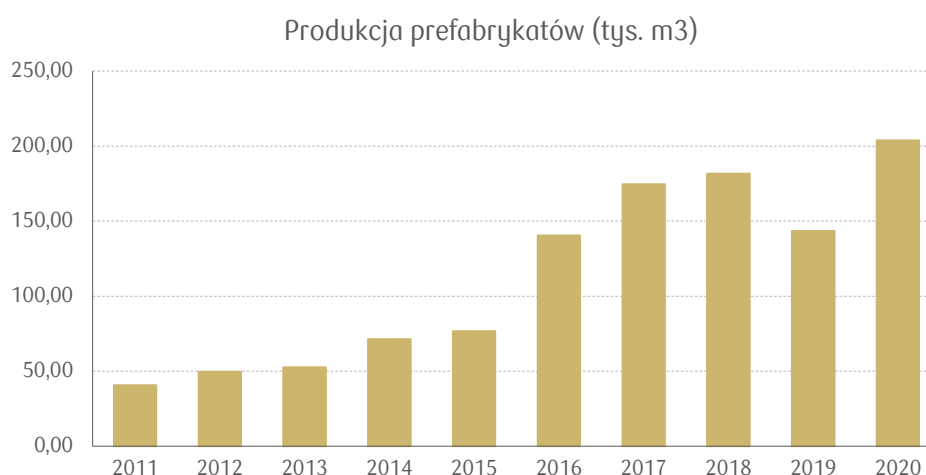
Narodziny i schyłek

Grupa Pekabex ma ponad 40 letnie doświadczenie na rynku budowlanym. Poznański Kombinat Budowy Domów powstał w latach siedemdziesiątych i miał około 35% udział w budownictwie z wielkiej płyty w Poznaniu. Pekabex zatrudniał kilka tysięcy osób. W ramach przekształceń własnościowych, w 1995 Pekabex został wniesiony do NFI a w 1999 roku debiutował na GPW. W latach 1999-2001 Pekabex był na równi pochyłej w związku ze zmianami na rynku budowlanym (schyłek wielkiej płyty) i kryzysem w budownictwie. W 2003 roku ustanowiony został Nadzorca Sądowy nad spółką a w 2005 roku Pekabex został zdjęty z GPW.

Drugie życie

Początek pozytywnych zmian w Pekabeksie to rok 2006 i inwestycje w spółkę przez private equity Sovereign Capital i biznesmena Macieja Grabskiego (byłego akcjonariusza Wirtualnej Polski). Głównym kosztem było przejęcie wierzytelności spółki w kwocie powyżej 20mln PLN. Po tym okresie Pekabex zaczął budować zespół kluczowych managerów, przejmując kluczowych ludzi od konkurenta Ergon Poland. Co ciekawe, w tym czasie wyniki Ergonu wyraźnie zaczęły się pogarszać. W 2008 rozpoczął się program inwestycyjny modernizujący aktywa w Poznaniu. Powstało Centrum Nowoczesnej Prefabrykacji – założone przez managerów z Pekabeksu. CNP powstało z myślą o pozyskaniu dofinansowania z UE na inwestycje. W 2010 roku Pekabex podwoił produkcję w porównaniu do 2006 roku. W 2011 roku spółka zaczęła realizować kontrakty w Skandynawii. W 2012

roku Pekabex przejął zakład prefabrykacji w Bielsku Białej (trzykrotnie mniejsza powierzchnia od zakładu w Poznaniu) od syndyka za okazijną cenę 12,5mln PLN (po upadłym Betoneksie). W 2014 roku Centrum Nowoczesnej Prefabrykacji zostało włączone do Pekabeksu a produkcja osiągnęła już poziom 4 razy większy niż w 2006. Na początku roku 2015, po dwóch latach negocjacji Pekabeks nabył za 25mln PLN Kokoszki Prefabrykacja S.A. w Gdańsku – zakład historycznie bliźniaczy do poznańskiego. W 2016 roku, Pekabex przejął od koncernu CRH jednego z największych konkurentów – zakład Ergon (za 52mln PLN). Powiększyło to moce firmy o kolejne 40 tys. m³. Zakup pozwolił na uzupełnienie luki mocy wytwórczych w rejonie centralno-wschodniej Polski zapewniając synergie logistyczne. Na początku 2020 roku Pekabex otworzył swój piąty zakład – własną inwestycję w Gdańsku – jedną z najnowocześniejszych w Europie zautomatyzowaną fabrykę elementów typu filigran: ścian i stropów (przeznaczonych w dużej mierze dla budownictwa mieszkaniowego). Pod koniec 2020, Grupa sfinalizowała pierwsze zagraniczne przejęcie – zakup niemieckiej fabryki prefabrykatów FTO GmbH (za 12.25 mln EUR) – powiększające moce grupy o kolejne 30tys. m³.



Źródło: Pekabex, DM PKO BP

Powyższy wykres jest dobrym zobrazowaniem historii rozwoju Pekabeksu (podstawowej części działalności – prefabrykacji).

PROFIL BIZNESOWY

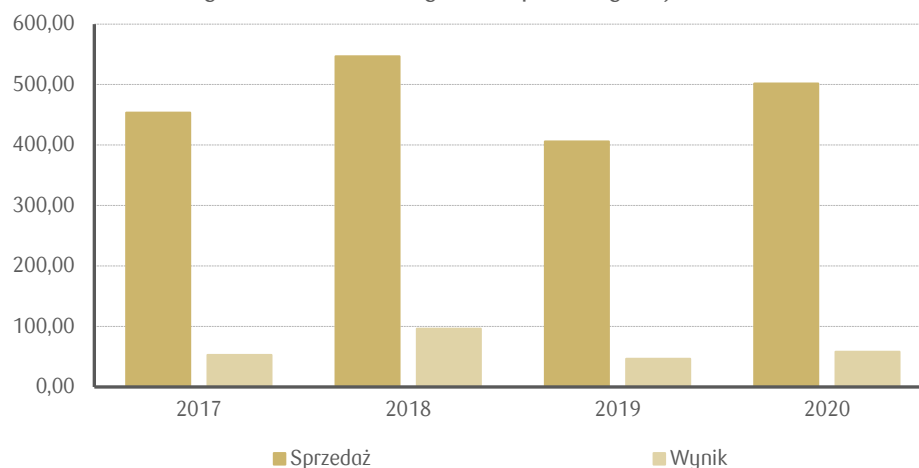
Pekabex to lider polskiego rynku prefabrykatów z ponad 20% udziałem w rynku. Grupa zatrudnia około 1600 osób. Działalność Pekabeksu składa się z czterech głównych filarów: prefabrykacja (czyli projektowanie, produkcja, dostawa i montaż konstrukcji prefabrykowanych), usługi budowlane (kompleksowa realizacja kontraktów budowlanych z wyłączeniem prac związanych z prefabrykacją), usługi produkcyjne (świadczenie przez pracowników Pekabeksu usług prefabrykacji dla firm w Niemczech) i rozwijany segment deweloperki mieszkaniowej. W łańcuchu budowlanym Pekabex kompleksową realizuje usługi lub jest podwykonawcą. Zdecydowana większość kontraktów zamyka się w 6-7 miesiącach. Tradycyjne dla sektora budowlanego ryzyka związane z kontraktami długoterminowymi nie są dla spółki bardzo istotne.

Prefabrykacja

To główny i najważniejszy segment działalności definiujący firmę. Pekabex w swoich pięciu zakładach w Polsce i jednym w Niemczech produkuje elementy zbrojone tradycyjnie oraz nowoczesne elementy strunobetonowe wykorzystywane w budownictwie wielokubaturowym (np. hale produkcyjne, magazyny, biura, obiekty handlowe, dworce, parkingi), inżynierskim (mosty, tunele) i na potrzeby

projektów nietypowych. Firma oferuje też elementy ściennie, wyposażone w instalację elektryczną, z zamontowanymi oknami i parapetami i otynkowane. To gotowe elementy dla budownictwa mieszkaniowego, które wymagają wyłącznie malowania, osadzenia parapetów wewnętrznych oraz zamontowania gniazdek elektrycznych. Ten produkt dominował w eksporcie do Skandynawii. Segment jest oczywiście główną siłą napędową wyników Grupy.

Wyniki finansowe segmentu prefabrykacji (mln PLN)

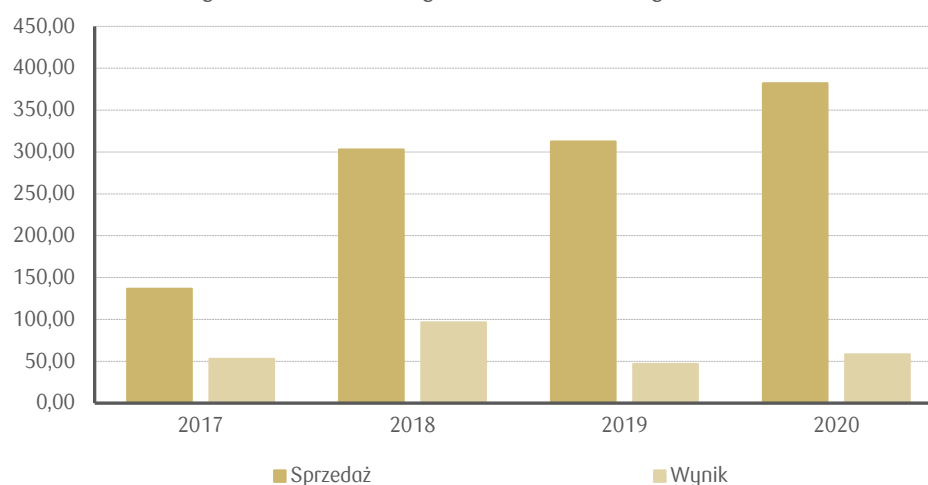


Źródło: Pekabex, DM PKO BP

Kontrakty budowlane

Ten segment rozwinął się wraz ze zwiększającą się kompleksowością oferty Grupy Pekabex. Pekabex skupia się na kontraktach budowlanych najczęściej będących dopełnieniem realizacji zleceń na prefabrykaty. Funkcja generalnego wykonawcy zapewnia większą swobodę projektową i optymalizację wykonania zlecenia. Naszym zdaniem segment charakteryzuje się cyklicznością wyników typową dla segmentu budowlanego (biorąc poprawkę na fakt, że kontrakty Pekabeksu charakteryzują się z reguły krótszym terminem realizacji, niż w przypadku typowej giełdowej spółki budowlanej).

Wyniki finansowe segmentu budowlanego (mln PLN)

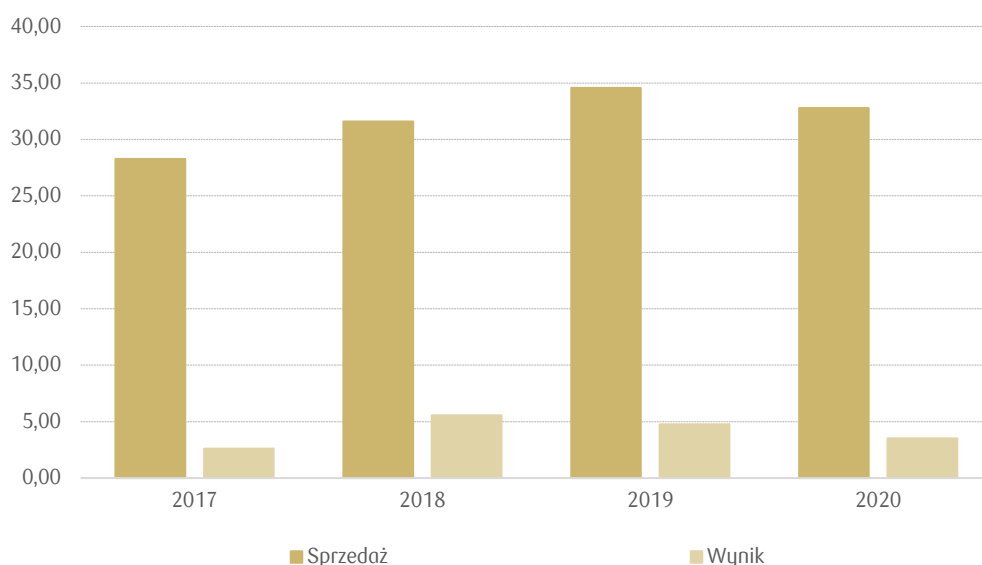


Źródło: Pekabex, DM PKO BP

Usługi produkcyjne

Dodatkowym segmentem realizowanym w Grupie Pekabex, są usługi produkcyjne realizowane dla kontrahentów w Niemczech. Pekabex wysyła ponad 200 ludzi do swoich kontrahentów w Niemczech, którzy płacą za wykonane zadania (wykorzystując aktywa udostępnione przez kontrahentów). W ten sposób załoga zdobywa doświadczenie. Jest to też szansa na dodatkowy zarobek dla grupy. Wynagrodzenia pracowników są zgodne lub nieco wyższe niż tamtejsze płace minimalne. Wraz powolnym zawężaniem się luki w wynagrodzeniach w Polsce w stosunku do Niemiec, oczekujemy, że segment ten będzie miał z czasem coraz mniejsze znaczenie dla grupy.

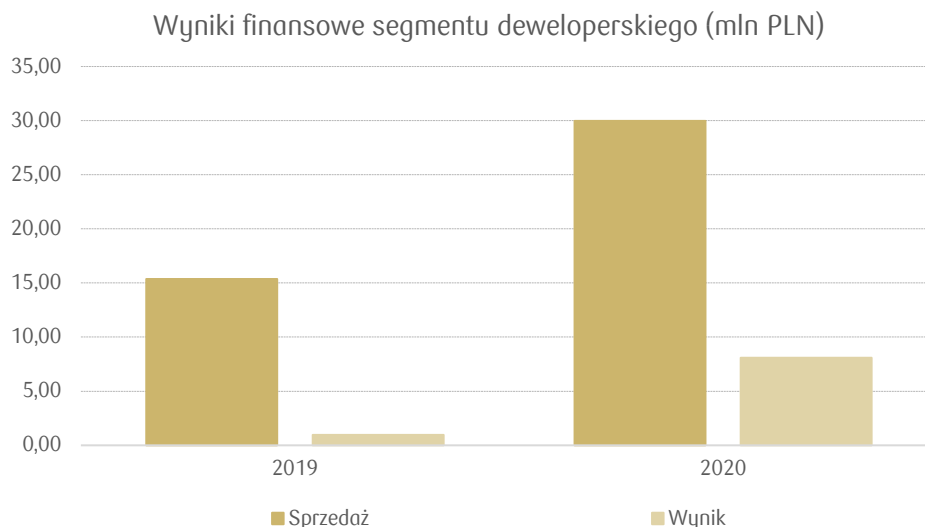
Wyniki finansowe segmentu usług produkcyjnych (mln PLN)



Źródło: Pekabex, DM PKO BP

Deweloperka

Widząc rosnącą konkurencyjność (a teraz już przewagę) technologii opartej na prefabrykatach wobec tradycyjnego budownictwa, Grupa jednocześnie zauważała przywiązanie rynku do tradycyjnych metod. Widząc swoją szansę, Pekabex od 3 lat zaczął stopniowo realizować własne mieszkaniowe projekty deweloperskie. Na początku, traktował to jako inwestycje pokazowe, mające zachęcić innych graczy do postawienia na prefabrykaty. Ostatnio, działalność ta nabiera skali. Pekabex stawia na największe aglomeracje i inwestycje na wybrzeżu. Grupa w tym roku realizuje lub przygotowuje do realizacji ok 400 mieszkań.



Źródło: Pekabex, DM PKO BP

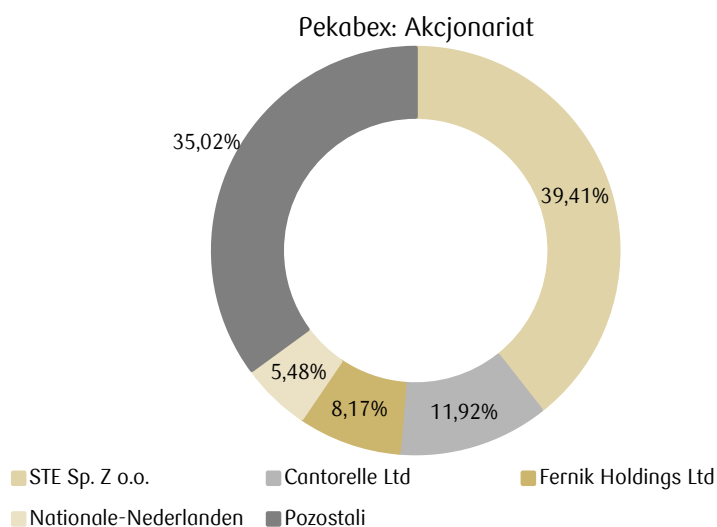
Oczekujemy, że w przeciągu kilku lat przychody segmentu zbliżą się do 100 milionów złotych. Będzie to oczywiście wymagało nakładów na kapitał obrotowy (netto zwiększenie o około 70mln PLN).

ZARZĄD I AKCJONARIAT

Prezesem Zarządu Pekabex jest Robert Jędrzejowski, obecny w władzach spółki praktycznie od samego początku jej nowego życia (od 2007 roku). Naszym zdaniem Prezes zarządza spółką odpowiedzialnie i z dużym zaangażowaniem (posiada pakiet 8,2% akcji).

Wiceprezesem Zarządu odpowiedzialnym za finanse jest Beata Żaczek, w Pekabeksie od 2009 roku. To istotna funkcja w spółce budowlanej, ze względu na szerokie możliwości kształtowania wyniku i bilansu po reżimem MSSF 15. Rachunkowość Pekabeksu oceniamy jako prowadzoną konserwatywnie, w przeszłości nie było (zdarzających się w sektorze budowlanym) problemów z wycenami kontraktów długoterminowych (strona aktywna wycen przez lata była na stosunkowo niskim poziomie).

Drugim Wiceprezesem Zarządu jest Adam Borek, skoncentrowany na aspektach operacyjnych. Wywodzi się z historycznego konkurenta Pekabeksu – Ergonu, który w 2016 roku został przejęty przez Pekabex. Związany z grupą Pekabex od 2008 roku.

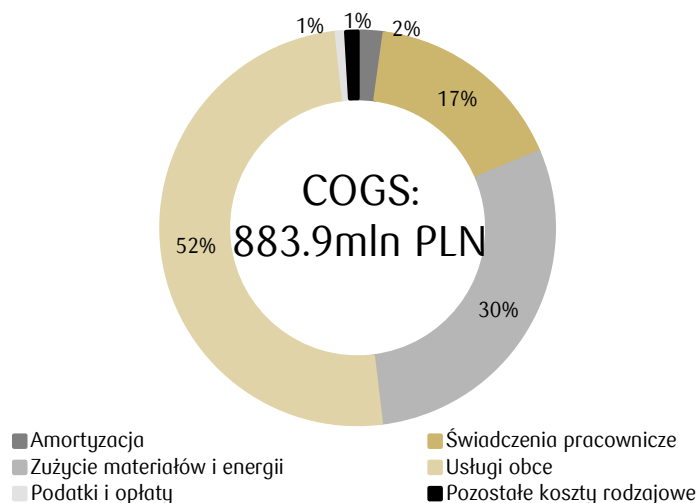


Źródło: Pekabex

Największym akcjonariuszem jest biznesmen Maciej Grabski (za pośrednictwem STE Sp. z o.o.). Istotny pakiet posiada Prezes Zarządu (za pośrednictwem Fernik Holdings).

STRUKTURA KOSZTÓW

Udział kosztów rodzajowych w ogólnym koszcie sprzedaży



Źródło: BM PKO BP, Pekabex

Największą grupą kosztów są usługi obce. Zawierają one koszty podwykonawców pomagających realizować kontrakty budowlane ale też bardzo istotny w tej branży transport, który może stanowić (zależnie od dystansu) nawet powyżej 10% wartości zlecenia.

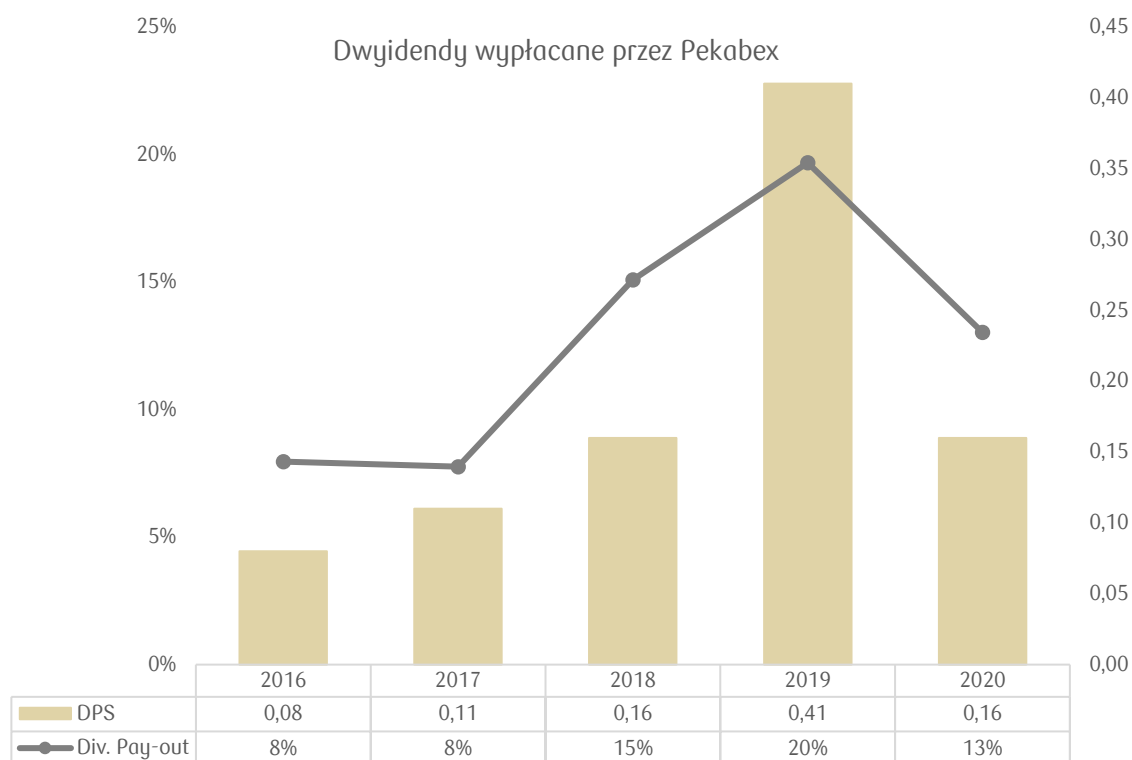
Drugą pod względem wielkości jest kategoria materiały i energia. Zdecydowanie największą podgrupą są koszty stali. Pekabex rocznie zużywa około 40 tys. ton stali, co po ostatnim wzroście cen (o ponad 100% r/r/) oznacza wydatek rzędu 200mln PLN. Beton to może być roczny koszt rzędu 80mln PLN. Zużycie energii nie jest bardzo istotnym składnikiem kosztów.

Bardzo istotnym (i szybko rosnącym w ostatnich latach) kosztem są płace. W 2020 spółka zatrudniała średnio 1529 osób. Choć dynamiczny wzrost płac obciąża wyniki w krótkim terminie, to w długim rosnące koszty pracy są sprzyjające dla prefabrykatów (rosnąca atrakcyjność względem tradycyjnego budownictwa).

Waga amortyzacji to 2% ale ze względu na duże nakłady w ostatnim czasie (150 mln PLN w ciągu ostatniego półtora roku) obciążenie amortyzacją urośnie w 2021. Profil biznesowy i duże nakłady kapitałowe na aktywa, sprawiają, że efekt skali jest bardzo istotny dla Pekabeksu.

POLITYKA DYWIDENDOWA

Pekabex nie ma sztywnej polityki dywidendowej. W praktyce w ostatnich latach spółka płaci niewielki ale regularne dywidendy (wypłaty zysku netto na poziomie 10-20%). Zatrzymywane w spółce pieniądze pozwalają finansować dość kosztowny wzrost (inwestycje w moce, kapitał obrotowy i ostatnio deweloperkę).



Źródło: Pekabex

RYNEK

Prefabrykaty charakterystyka

W budownictwie logistyczno – przemysłowym prefabrykaty żelbetowe i sprężone mają pewne przewagi nad konstrukcjami ze stali. Do tych przewag należy bezpieczeństwo i wytrzymałość konstrukcji, ognioodporność, trwałość, odporność na warunki atmosferyczne (np. brak konieczności odśnieżania dachów), energooszczędność i koszty eksploatacji. Konstrukcje stalowe prze lata były rozwiązaniem tańszym i prostszym, jednak wraz ze skokowym wzrostem cen stali w ostatnim roku, szala przechyliła się na korzyść prefabrykatów.

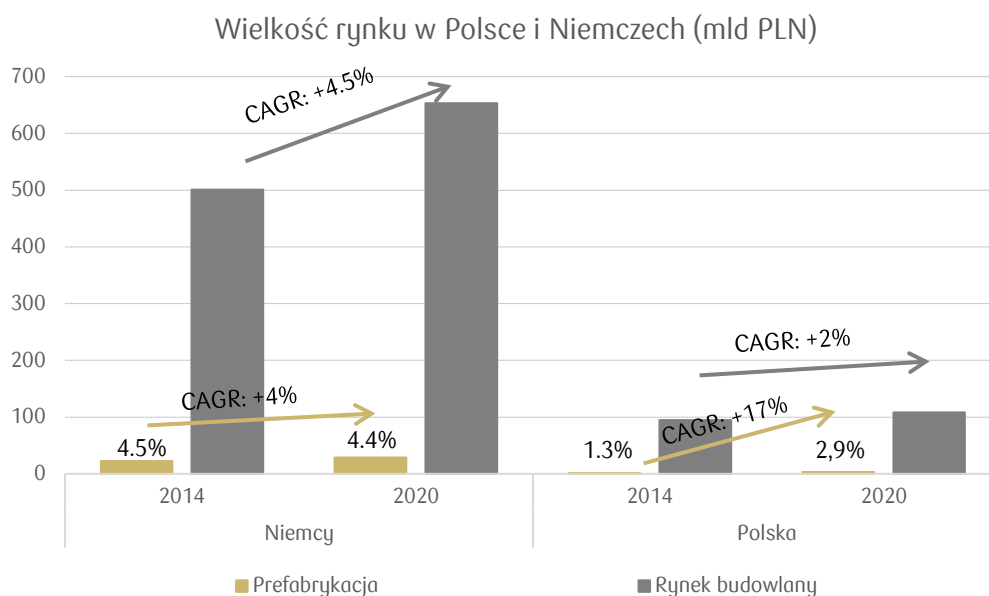
Jeśli chodzi o konstrukcje monolityczne, przewagą prefabrykatów jest większa szybkość realizacji. Jest to szczególnie ważne na rynku Skandynawskim, który charakteryzuje się krótszym okresem

budowlanym, ze względu na temperaturę. Jakość elementów prefabrykowanych będzie też dużo wyższa niż wylewanych na placu budowy. Sprężone prefabrykaty zapewnią dodatkowo lepsze parametry. W przypadku powtarzalnych elementów produkowanych w dużej ilości zwiększa się przewaga kosztowa. Sam transport jest natomiast dla prefabrykatów obciążający i stanowi nawet około 10% wartości zlecenia. W ostatnich latach prefabrykaty gonią lub dogoniły efektywnością kosztową budownictwo tradycyjne ze względu na mniejszy udział kosztów pracy.

Prefabrykaty – zastosowanie

W Polsce prefabrykaty stosuje się prawie we wszystkich segmentach budownictwa. Dziwnym, ale uzasadnionym historycznie wyjątkiem jest budownictwo mieszkaniowe. Po dokonaniach budowlanych w okresie PRL-u budownictwo mieszkaniowe z prefabrykatów stało się niemal synonimem słabej jakości. Ponadto klienci są przywiązani do licznych modyfikacji w czasie budowy co działa na niekorzyść prefabrykatów. Na rynkach Europy Zachodniej a szczególnie w Skandynawii sytuacja wygląda inaczej. Jednak w Polsce, sytuacja też ulega stopniowej poprawie. Prefabrykaty dają możliwość efektywności kosztowej (szczególnie w przypadku dużych serii) i czasowej.

Prefabrykaty w Polsce są najbardziej popularne w budownictwie hal produkcyjnych, hal logistycznych, budynków biurowych, obiektów handlowych, obiektów usługowych, mostów i wiaduktów i infrastruktury transportu miejskiego. Wskazujemy szczególnie na logistykę i przemysł – to bardzo dobrze rozwijające się gałęzie Polskiej gospodarki.



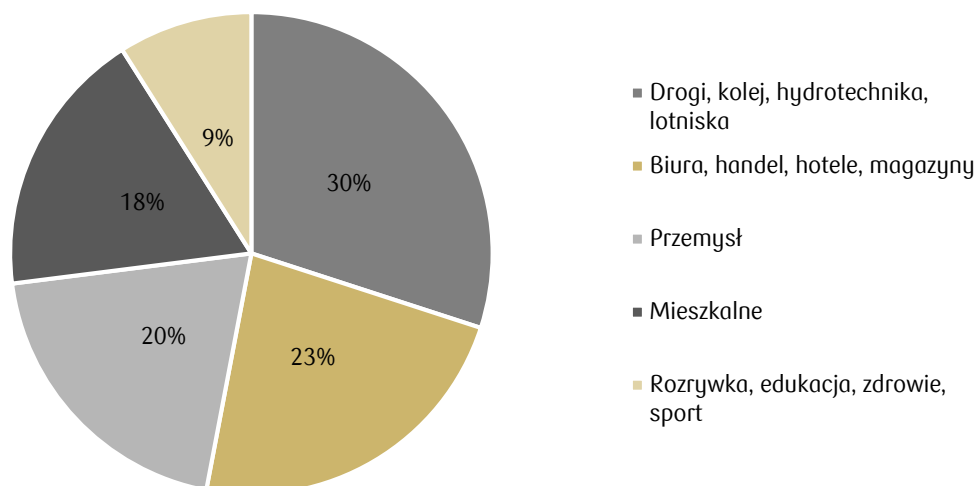
Źródło: DM PKO BP, GUS, destatis.de

Pomimo gwałtownego wzrostu rynku prefabrykatów betonowych w Polsce w ostatnich 5 latach, luka w stosunku do rynku Niemieckiego dalej jest istotna i będzie się naszym zdaniem w dalszym ciągu zmniejszać.

Analiza rynku budowlanego

Na wykresie poniżej, prezentujemy segmentację sektora budowlanego.

Rozmiar segmentów rynku budowlanego w Polsce 2020



Źródło: DM PKO BP, GUS

Segmenty, które dotąd miały największy wpływ na działalność Grupy to budownictwo: logistyczno-magazynowe, przemysłowe i użyteczności publicznej. To jedne z najlepszych (pod względem wzrostu i stabilności) sektorów w polskim budownictwie.

Z naszych obserwacji wynika, że rynek budowlany jest w fazie silnego wzrostu cen materiałów i podwykonawców. To powinno w przyszłości wspierać marżę Pekabeksu, choć w krótkim okresie (kwartalnym) zwiększa ryzyko rentowności na poszczególnych kontraktach. Okres przed nami powinien być dobry dla prefabrykatów i trudniejszy dla budownictwa ogólnego.

FINANSE I PROGNOZY

	mPLN	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Prefabrykacja	Sprzedaż	454	547	406	502	835	876	938	1003	1073
	Wynik	53	97	47	58	78	92	94	103	111
Budowlanka	Sprzedaż	137	303	313	382	486	501	516	531	547
	Wynik	4	4	21	35	22	23	26	27	27
Usługi produkcyjne	Sprzedaż	28	32	35	33	34	34	33	32	32
	Wynik	3	6	5	4	4	4	3	3	3
Deweloperka	Sprzedaż	-	-	15	30	26	35	80	90	100
	Wynik	-	-	1	8	7	7	12	14	15
Razem	Sprzedaż	623	886	772	952	1388	1453	1573	1664	1759
	Wynik	61	108	74	107	112	126	136	148	157

Źródło: Pekabex, prognozy PKO BP

Historia pokazuje, że zarówno segment prefabrykatów i budowlany są wrażliwe na koniunkturę i notują mocno zmienne wyniki.

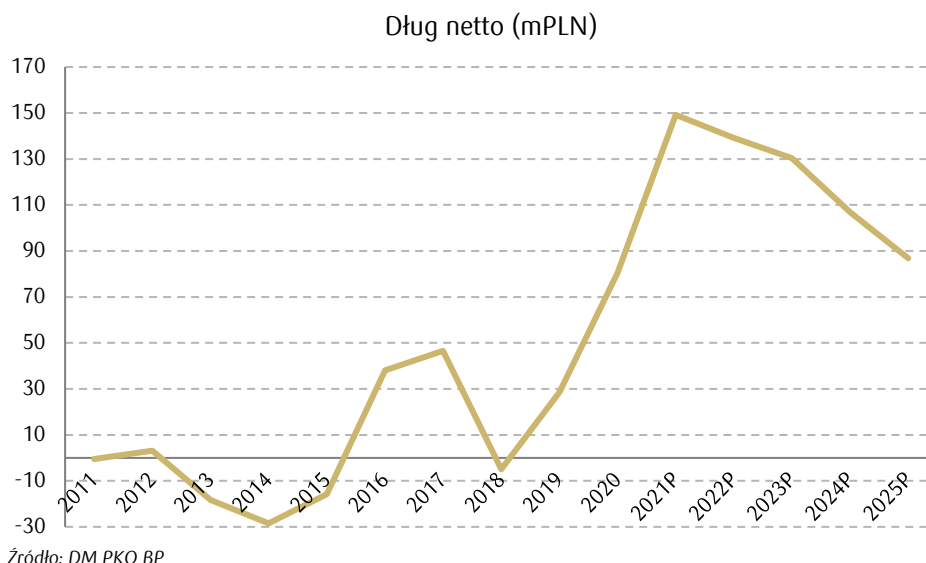
Rok 2021 to okres bardzo dobrej koniunktury w budownictwie ale również czas dynamicznej inflacji kosztów. To nie jest optymalne dla spółek realizujących kontrakty budowlane. Ze względu na relatywnie krótki okres trwania kontraktów (z reguły do 6 miesięcy), dla Pekabeksu ten czas powinien być wyraźną niedogodnością. Dla innych słabszych i realizujących dłuższe kontrakty spółek, ten okres może być naszym zdaniem zabójczy.

W 2022 roku spodziewamy się stabilizacji kosztów i utrzymania niezłej koniunktury. To powinno pozwolić poprawić wyniki.

Ostrożnie podchodzimy do koniunktury w kolejnych latach. Spodziewamy się stopniowej integracji spółki niemieckiej i doprowadzenia do efektywności nowego zautomatyzowanego zakładu w Gdańsku. Oczekujemy wzrostu znaczenia segmentu deweloperskiego w Pekabeksie (zasilanego własnymi Prefabrykatami). Oczekujemy jednak niższych marż generowanych w segmencie niż te osiągnięte w przeszłości.

Oczekujemy, że usługi produkcyjne będą konsekwentnie traciły na znaczeniu w całkowitych przychodach Grupy.

Dług i bilans



Po bardzo dużych inwestycjach w ostatnich 2 latach, dług netto w spółce mocno wzrósł. Spodziewamy się dalszego przyrostu długu wraz ze zdecydowanym wzrostem cen materiałów (pęczniejący kapitał obrotowy) i wzrostem zaangażowania w segment deweloperski.

W następnych latach spodziewamy się bardziej konserwatywnego podejścia do inwestycji. Oczekujemy, że coroczny CAPEX będzie oscylował na poziomie ponad 40mln PLN – co pozwoli na modernizację, stopniową dalszą automatyzację i niewielki organiczny wzrost mocy wytwórczych.

Patrząc na bilans zwracamy uwagę na historycznie utrzymaną ryzykującą pozycję wyceny kontraktów długoterminowych (nie przekraczała ona poziomu 5% przychodów). Może to świadczyć o dość konserwatywnej rachunkowości.

RYZYKA

Ryzyko koniunktury

Pekabex jest spółką bogatą w aktywa wytwórcze z relatywnie wysokimi kosztami stałymi. W związku z tym jest mocno wrażliwa na wyraźne wahającą się koniunkturę w segmencie budowlanym. W tej chwili koniunktura w budownictwie jest dobra, lecz w dłuższym okresie może podlegać wahanom.. Odzwierciedlamy to w wycenie zakładając Betę na poziomie 1,3.

Ryzyko potencjalnych problemów na poszczególnych kontraktach

Standardowo polski rynek budowlany charakteryzuje się brakiem indeksacji cen kontraktów o rosnące koszty. Jest to ryzyko, które wykonawcy muszą wziąć na siebie. Pekabex realizuje raczej krótkie kontrakty, więc to ryzyko jest mniejsze. Wycena kontraktów długoterminowych również nie jest pozycją wysoką w bilansie. Oceniamy, że Pekabex dość konserwatywnie podchodzi do rachunkowości, co nie było regułą w spółkach budowlanych na giełdzie.

Ryzyko utrzymania kluczowej kadry zarządczej

Sukces Pekabeksu był możliwy między innymi dzięki zbudowaniu wykwalifikowanego zespołu zarządzającego. Istnieje ryzyko pogorszenia efektywności operacyjnej w przypadku odejścia kluczowych osób. Zarząd posiada akcje grupy Pekabex (Robert Jędrzejowski posiada pakiet 8,17%, Przemysław Borek 0,67%, Beata Żaczek 0,38% a Tomasz Seremet 0,22%). Spółka myśli o wdrożeniu dodatkowego programu motywacyjnego dla kluczowych managerów.

Ryzyko cen materiałów i surowców

Kontrakty realizowane przez Pekabex trwają z reguły do 7 miesięcy – to ogranicza ryzyko cen materiałów. Z drugiej strony silne spadki cen stali zwiększają atrakcyjność głównego substytutu prefabrykatów.

Ryzyko segmentu deweloperskiego

Segment deweloperski to relatywnie nowa działka dla Pekabeksu. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że Pekabex dobrze radzi sobie w tym segmencie. Jednocześnie rosnące zaangażowanie w ten mocno kapitałochłonny biznes zwiększa ryzyko inwestycji w spółkę.

Ryzyko związane z przejęciem na rynku niemieckim

Ostatnie przejęcie w Niemczech wydaje nam się dobrym pomysłem ze względu na potencjalne kontrakty na rynku niemieckim w przyszłości. Z drugiej strony, historia przejęć spółek w Europie Zachodniej przez giełdowe spółki polskie jest jak dotąd raczej dość ponura. Zaangażowany kapitał (12.3mln EUR) jest jednak dość mały by stanowić bardzo istotne ryzyko dla spółki.

WYCENA

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora budowlanego. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2021P-2025P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów i pozycje bilansu.

Druga faza zaczyna się po roku 2025P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,5% rocznie. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 2%. Beta wynosi 1,3x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2021 r. i odejmujemy prognozowany dług netto (zwiększając dług o korektę sezonową).

WACC							
	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Koszt długu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Waga kapitału własnego	72%	69%	68%	68%	67%	67%	67%
Waga długu	28%	31%	32%	32%	33%	33%	33%
WACC	7,6%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Model DCF							
mln PLN	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<
EBIT	69,5	64,6	77,1	84,3	93,2	99,8	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	56,3	52,3	62,5	68,3	75,5	80,8	
CAPEX	60,8	40,0	41,0	41,0	41,0	42,0	
Amortyzacja	20,0	28,6	29,0	29,5	30,0	30,5	
Zmiany w kapitale obrotowym	65,8	94,8	23,7	26,2	14,2	15,0	
FCF	-50,4	-53,9	26,7	30,5	50,3	54,3	55,1
WACC	7,6%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	
Współczynnik dyskonta	0,0%	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	
DFCF	0,00	-50,1	23,2	24,6	37,8	38,0	
Wzrost w fazie II	1,5%						
Suma DFCF - Faza I	73,5						
Suma DFCF - Faza II	662,7						
Wartość Firmy (EV)	736,2						
Dług netto	149,2						
Seonowa korekta długu netto	15,0						
Wartość godziwa	572,0						
Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)	24,8						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2021	23,0						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	24,5						
Cena bieżąca	23,2						
Oczekiwana stopa zwrotu	5,4%						

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	6,3%	24,5	27,1	30,3	34,3	39,3
	6,8%	22,2	24,5	27,1	30,3	34,3
	7,3%	20,3	22,2	24,5	27,1	30,3
	7,8%	18,7	20,3	22,2	24,5	27,1
	8,3%	17,2	18,7	20,3	22,2	24,5

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Spółki budowlane: wskaźniki

Spółka	Kapitalizacja mPLN	P/E			EV/EBITDA		
		2020	2021F	2022F	2020	2021F	2022F
Erbud	1 027	7,6	14,7	12,2	1,8	8,0	4,2
Unibep	459	12,4	11,2	9,8	4,6	5,4	4,9
Budimex	7 761	17,1	9,4	18,7	7,7	6,4	8,8
Dekpol	287	4,5	6,8	6,8	3,8	5,9	5,7
Mediana		12,4	9,4	9,8	4,6	5,9	5,7
Pekabex		11,1	13,4	11,1	8,1	8,5	7,4
Premia/dyskonto		-10%	42%	13%	76%	45%	30%

Wycena porównawcza wskazuje, że w przypadku przyjęcia założeń BM PKO BP Pekabex notowany jest z premią do spółek budowlanych. Wydaje nam się to uzasadnione, gdyż produkcyjny profil spółki jest bardziej atrakcyjny niż biznes model typowej spółki budowlanej.

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	505	623	886	772	952	1 388	1 453	1 573	1 664
Zysk brutto ze sprzedaży	82	116	164	119	167	186	204	220	236
EBITDA	38	48	82	55	89	94	106	114	123
Koszty sprzedaży	-34	-55	-59	-47	-61	-74	-77	-84	-88
Koszty ogólnego zarządu	-23	-26	-33	-32	-38	-47	-49	-52	-54
Pozostałe przychody operacyjne	10	5	3	7	10	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	-8	-5	-8	-8	-9	0	0	0	0
Zysk z działalności operacyjnej	27	35	67	39	69	66	77	84	93
Zysk przed opodatkowaniem	26	32	64	38	71	62	73	80	89
Podatek dochodowy	-6	-6	-13	-8	-14	-12	-14	-15	-17
Zysk (strata) netto	21	26	51	30	58	50	59	65	72
Bilans	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	246	244	260	338	420	432	444	455	466
Wartości niematerialne i prawne	13	13	15	14	20	20	20	20	20
Rzeczowe aktywa trwałe	226	224	237	318	390	401	413	425	436
Inwestycje	4	4	4	5	8	8	8	8	8
Pozostałe aktywa długoterminowe	3	2	3	1	3	3	3	3	3
Aktywa Obrotowe	196	236	383	416	485	631	693	764	829
Zapasy	30	45	64	62	122	208	232	260	275
Należności	123	152	201	197	217	319	334	362	383
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	20	23	23	48	40	58	60	65	69
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	22	16	95	107	105	46	66	77	103
Aktywa razem	442	480	643	754	905	1 063	1 137	1 219	1 295
Kapitał Własny	212	238	285	309	362	399	445	492	540
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	17	16	16	16	16
Zobowiązania	230	242	358	445	544	664	692	728	755
Zobowiązania długoterminowe	79	78	83	135	198	193	200	202	204
Kredyty i pożyczki	49	50	65	113	150	145	152	154	156
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania handlowe i pozostałe	10	9	13	15	20	20	20	20	20
Zobowiązania krótkoterminowe	151	164	275	309	345	471	492	525	550
Kredyty i pożyczki	11	12	25	22	35	51	54	54	54
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	11	11	15	17	23	34	35	38	40
Pozostałe rezerwy	4	3	15	3	13	13	13	13	13
Zaliczki	0	16	39	41	41	60	63	69	72
Zobowiązania handlowe i pozostałe	121	116	169	208	211	292	305	330	349
Pasywa razem	442	480	643	754	905	1 063	1 137	1 219	1 295
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	18	8	99	94	81	-19	63	67	87
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-58	-7	-33	-92	-71	-40	-41	-41	-41
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	18	-8	13	9	-19	0	-2	-15	-20
Wskaźniki (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
ROE	10,6%	11,5%	19,6%	10,3%	17,3%	13,2%	14,0%	13,9%	14,0%
Dług netto	38,1	46,5	-4,9	28,7	80,4	149,2	139,2	130,4	106,8

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Emil Kamiński	(analityk)	(022) 521 52 04	emil.kaminski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gaming, przemysł)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl

Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczenko		(022) 521 79 69	micchal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wysomirski		(022) 521 78 39	ewald.wysomirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umowę o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Pekabex	3, 4

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2020	2021P	2022P	2020	2021P	2022P	
MLP Group	Kupuj	2021-07-30	95	77,80	1662,9	6,5	7,8	9,6	26,9	31,4	30,4	Piotr Zybala
Oponeo	Kupuj	2021-09-07	69	60,40	841,9	12,6	19,3	17,6	11,1	11,5	10,2	Adrian Skłodowski
Pekabex	Trzymaj	2021-09-07	24,5	22,90	568,5	5,1	11,3	9,6	10,1	19,3	14,7	Piotr Łopaciuk

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu