

Pekabex

Jasna gwiazda na ciemnym niebie

Rozpoczynamy wydawanie raportów analitycznych na spółkę Pekabex z rekomendacją TRZYMAJ z wartością godziwą w wysokości PLN 9,27, co przekłada się na 6,3% potencjał spadku. Firma jest zależna od sytuacji makroekonomicznej w Polsce i jej wpływu na działalność budowlaną, która w ciągu ostatnich miesięcy notuje spowolnienie. Spodziewamy się, że razem z obniżającym się tempem wzrostu gospodarczego w Polsce, sektor budowlany również odczuje spowolnienie, gdyż ich współczynnik korelacji wynosi niemal 0,9. Z drugiej strony Pekabex działa głównie w niszowym segmencie prefabrykatów betonowych, który charakteryzuje się krótkimi terminami wykonania zamówień dlatego jest w mniejszym stopniu narażony na redukcję marży poprzez rosnącą bazę kosztową. Dodatkowo należy podkreślić, że spółka nadal wypłaca dywidendy. Planowana inwestycja w jednostkę produkcyjną w Gdańsku uzupełni ofertę o płyty filigranowe, jednakże będzie to skutkowało obniżeniem średniej ceny sprzedaży oraz wyższym zadłużeniem. Spodziewamy się, że firma zaraportuje EBITDA na poziomie PLN 45,9m (- 43,9% r/r) w roku 2019, PLN 41,2m (- 10,4% r/r) w 2020 i PLN 46,0m (+11,7% r/r) w 2021, pod wpływem presji ze strony spadającego popytu i rosnących kosztów.

PKB i sektor budowlany spowalniają. Zakładamy, iż tempo wzrostu polskiego PKB zwolni do 4,3% r/r w 2019 z 5,2% r/r w 2018 (zgodnie z Reuters). Spodziewamy się, że sektor budowlany również odczuje spowolnienie notując wzrost na poziomie 4,0% r/r w 2019, podczas gdy ten wskaźnik w 2018 wyniósł 9,2% r/r oraz 12% r/r w 2017. Dane za czerwiec 2019 zaskoczyły rynek negatywnie. Według GUS produkcja budowlana skurczyła się o 0,7% r/r podczas, gdy konsensus wynosił +3,4% r/r. Zarówno bieżący jak i prognozowany stan zamówień w sektorze budowlanym wskazuje na trwałe spowolnienie. Spodziewamy się, że ta gałąź gospodarki zanotuje spadek o 2,4% z bieżących poziomów w pozostałej części roku. W latach 2020 i 2021 oczekujemy kolejnych słabych odczytów na poziomach odpowiednio +1,62%/r/r i +1,65%/r/r.

EBITDA będzie podlegała erozji. Spodziewamy się, że EBITDA Pekabexu będzie spadała średniorocznie w tempie 10,9% w latach 2018-2023, co jest w znacznym stopniu spowodowane gwałtownym spadkiem zysku operacyjnego w roku 2019. Prognozujemy EBITDA w roku 2019 na poziomie PLN 45,9m, -43,9% r/r co jest spowodowane realizowanymi obecnie przez firmę mniej zyskowymi kontraktami w segmencie prefabrykacji oraz wyższym udziałem generalnego wykonawstwa w przychodach, co jest z definicji mniej zyskowe niż produkcja. W 2020 spodziewamy się spadku na poziomie EBITDA o 10,4% r/r do PLN 41,2m co jest spowodowane rosnącą bazą kosztową oraz spadającą średnią zrealizowaną ceną w produkcji prefabrykacji. Jednakże, zakładamy że EBITDA urośnie o 11,7% w 2021 dzięki dopływowi nowych funduszy unijnych oraz stabilizacji bazy kosztowej w czasie stagnacji.

Wykres 1: Podsumowanie danych finansowych

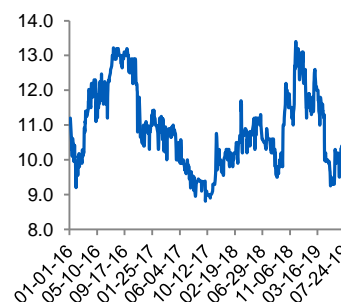
Pekabex dane finansowe, (PLN m)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	350.7	505.4	623.3	886.3	827.7	976.5	1,000.2
EBIT	29.6	40.9	35.0	67.5	30.0	21.4	24.5
EBITDA	36.4	51.9	47.9	81.9	45.9	41.2	46.0
Zysk netto	24.3	34.3	25.8	51.2	22.9	15.2	17.8
EPS	1.1	1.4	1.1	2.1	0.9	0.6	0.7
DPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1
P/E (x)	9.2	7.0	9.3	4.7	10.6	16.0	13.7
EV/EBITDA (x)	5.6	5.2	5.8	2.7	7.5	8.7	7.6

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

PEKABEX TRZYMAJ

Rozpoczęcie pokrycia analitycznego
FV: PLN 9,27

Cena z dnia 02 sie 2019: PLN 9,90
6,3% potencjał spadku



Wskaźniki	2019E	2020E
Marża EBITDA	5.5%	4.2%
Marża EBIT	3.6%	2.2%
ROE	7.8%	5.0%
Dług netto/EBITDA	-0.23	2.23

Dane o akcjach

Liczba akcji (m)	24.6
Kapitalizacja (€ m)	56.5
12M średni dzienny wolumen (k)	11.1
12M średni dzienny obrót (€ m)	0.03
52W Max / Min	13.60/9.20
Waga w WIG(%)	0.03
Reuters	PBX.WA
Bloomberg	PBX.PW

Stopa zwrotu

1M	0.5%
3M	2.2%
12M	-3.6%

Akcjonariusze

Opoka II FIZ	39.8%
Cantorelle Limited	11.6%
Fernik Holdings Limited	8.3%
NN OFE	5.6%

Analityk

Robert Maj +48 22 236 9290
Robert.maj@ipopema.pl

Mateusz Tront +48 22 236 9228
Mateusz.tront@ipopema.pl

Spis treści

Główne tezy inwestycyjne	3
Zwalniający wzrost PKB będzie ciążył na produkcji budowlanej w najbliższych latach	3
Niemiecka ekonomia: balansowanie na granicy recesji	4
Szwedzka gospodarka: czy bum budowlany się skończył?	5
Fundusze unijne jako siła napędowa wydatków na budownictwo	6
Sektor budowlany - perspektywy	8
Rynek mieszkaniowy - perspektywy	8
Rynek biurowy	9
Rynek magazynowy i logistyczny	10
Metoda wyceny	11
Wycena porównawcza	12
Profil i model biznesowy spółki	13
Historia firmy	13
Pozycja rynkowa Pekabexu	13
Za i przeciw technologii prefabrykacji	14
Strategia spółki	15
Struktura akcjonariatu	15
Prognoza zysków	16
Prognoza przychodów	16
Główne rynki działalności spółki	17
Realizowane własne projekty mieszkaniowe są jednorazowe	17
Rozwój portfela zamówień	18
Prognoza zysku operacyjnego	18
Wrażliwość wyceny na marżę EBITDA i premię za ryzyko	19
Bilans i dywidendy	20
Prognoza CAPEX	20
Ryzyka związane z wartością godziwą	21
Finanse	22

Główne tezy inwestycyjne

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na spółkę Pekabex rekomendacją TRZYMAJ. W 2020 EV/EBITDA wyniesie 8,7x a Pekabex jest handlowany z premią do średniej międzynarodowych spółek z sektora na poziomie 58,6% i z 66,2% premią do polskich spółek budowlanych. Korzystając z modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz modelu zdyskontowanych dywidend (DDM) wyceniamy wartość godziwą spółki na poziomie PLN 9,27 za akcję, co przekłada się na 6,3% poniżej ostatniej ceny zamknięcia. Ogólne warunki makroekonomiczne oraz postrzeganie sektora budowlanego są ważnymi czynnikami wpływającymi na spółkę. Jako że dwa wymienione wskaźniki notują spowolnienie wzrostu, uważamy że Pekabex zaraportuje niższe zyski na poziomie EBITDA oraz niższe marże w kolejnym roku. Dopiero w 2021 wraz z napływem nowych środków z programów unijnych oczekujemy że sektor ulegnie stabilizacji a dynamiki wzrostu zostaną odwrócone. Pekabex działa w ciekawym i niszowym segmencie produkcji prefabrykatów, który charakteryzuje się wyższymi marżami niż generalne wykonawstwo. Jednakże, marże mogą ulec pogorszeniu w 2019 ze względu na portfel zamówień, który obecnie odchyła się w stronę właśnie generalnego wykonawstwa. Pekabex działa również w Skandynawii (głównie Szwecji) oraz w Niemczech. Sektory budowlane w wymienionych państwach również zmierzają w kierunku spowolnienia, co jest spowodowane pogarszającą się sytuacją ekonomiczną w Europie Zachodniej i Północnej.

Chart 2: Pekabex stopa zwrotu od IPO (PLN)

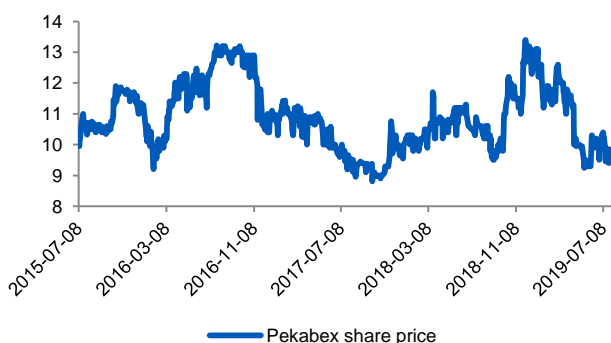
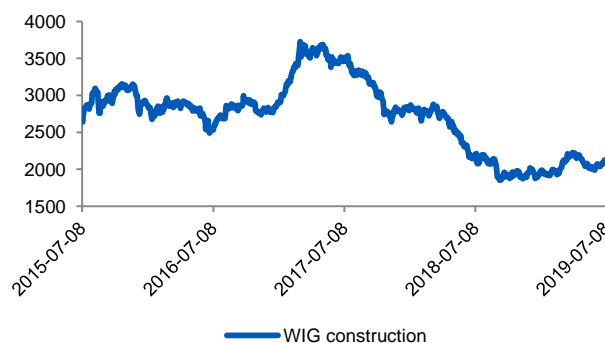


Chart 3: WIG-budownictwo stopa zwrotu



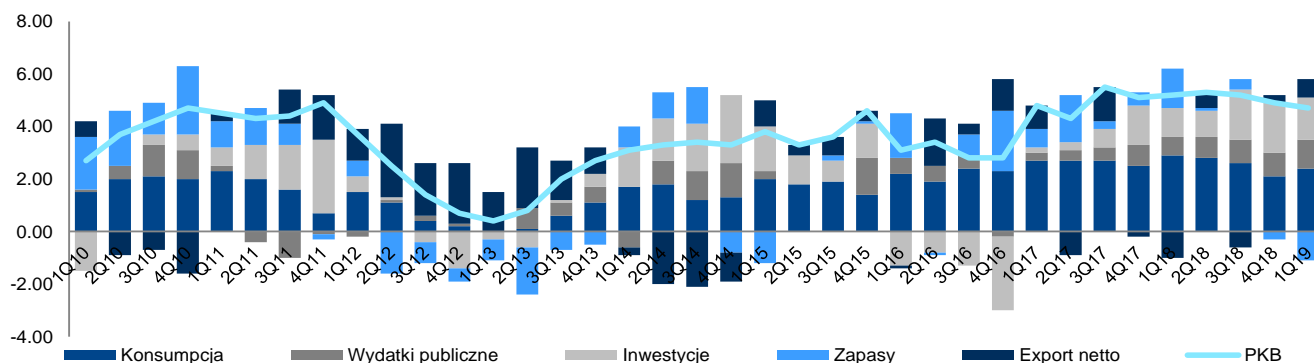
Źródło: Reuters, IPOPEMA Research

Zwalniający wzrost PKB będzie ciążył na produkcji budowlanej w najbliższych latach

Prognozujemy, że polski PKB zwolni do 4,3% r/r w 2019 z 5,2% r/r w 2018 co jest zgodne z konsensusem w serwisie Reuters. Z pozytywnej strony, spodziewamy się że nakłady brutto na środki trwałe będą ciągle rosły w 2019 jednakże obniżą się w 2020. To odzwierciedla przyszłe spowolnienie gospodarcze w Niemczech i Polsce co będzie skutkowało spadkiem eksportu i produkcji przemysłowej. Patrząc w przyszłość, prognozujemy, że popyt eksportowy stopniowo będzie zmniejszał w latach 2019 – 2020 co będzie miało negatywny wpływ na produkcje przemysłową i w konsekwencji na nakłady brutto na środki trwałe. Wzrost konsumpcji powinien pozostać pozytywny jak na razie z powodu hojnego programu socjalnego wprowadzonego przez rząd przed najbliższymi wyborami (październik 2019). Jednak spowolnienie odczuwane w niemieckiej gospodarce wpływa na spowolnienie w polskim przemyśle: w czerwcu odnotowany został spadek na poziomie 2,7% r/r i 5,9% m/m co jest najniższym odczytem w ciągu ostatnich trzech lat. Konsensus analityków wskazywał na wzrost w wysokości 3% r/r. GUS poinformował, że produkcja przemysłowa w czerwcu spadła w 20 z 34 gałęzi gospodarki. Jak dotąd polska gospodarka napędzana przez wydatki socjalne była w znacznym stopniu odporna na zewnętrzne wstrząsy, lecz wkrótce może to ulec zmianie. Pomimo, że produkcja przemysłowa w UE rosła o 0,9% m/m w maju Komisja Europejska obniżyła swoje szacunki dotyczące wzrostu gospodarczego w 2020. Podsumowując, spodziewamy się pogorszenia zarówno popytu wewnętrznego jak i zewnętrznego co będzie skutkowało spadkiem nakładów brutto na środki trwałe w 2020 porównując do 2019. Aktywność ekonomiczna prawdopodobnie straci impet w 2020 wraz z wyczerpaniem pozytywnego efektu impulsu społecznego, a eksport może spaść

nawet bardziej z powodu ograniczenia bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Ogólnie, uważamy że wzrost polskiego PKB obniży się ze wzrostu 4,3% r/r w 2019 do 3,23% r/r w 2020 i do 2,75% r/r w 2021 co jest tożsame z konsensusem w serwisie Reuters. Jednym z istotnych pozytywnych czynników jaki może poprawić obraz makroekonomiczny jest napływ nowych funduszy w nowej perspektywie unijnej na lata 2021-2028. Poziom dofinansowania z funduszy unijnych prawdopodobnie zostanie ograniczony w porównaniu do obecnej rundy ze względu na zmiany systemowe w priorytetach unijnych oraz przedłużający się Brexit.

Chart 4: Polskie PKB (%)

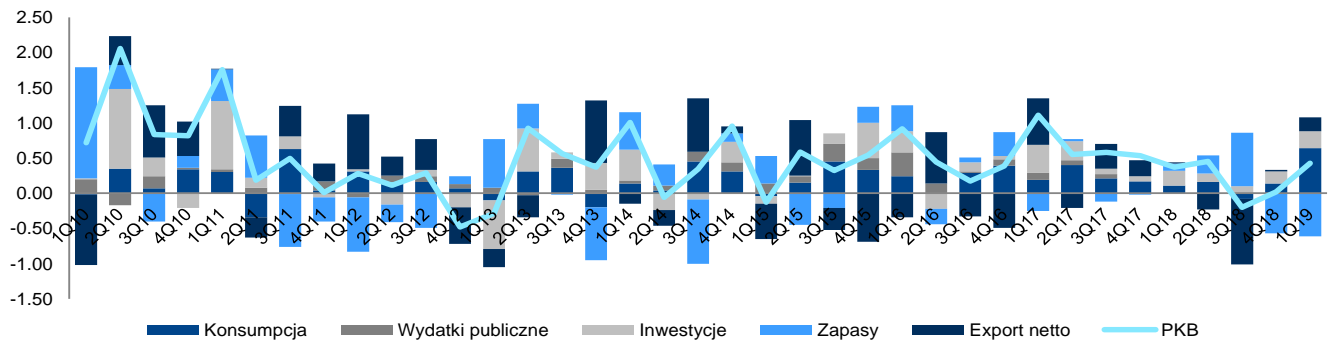


Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Niemiecka ekonomia: balansowanie na granicy recesji

Według wyników ankiety Instytutu Ifo opublikowanych w dniu 25 lipca nastroje w niemieckim biznesie zanurkowały w lipcu do najniższych poziomów od sześciu lat, jako kolejny znak który wskazuje że kryzys w przemyśle popycha największą gospodarkę Europy w stronę recesji. Dane źle wróżą niemieckiej gospodarce mocno zależnej od eksportu, którą mocno uderzył słabszy popyt zewnętrzny, wojna handlowa i niepewność dot. Brexitu. Instytut Ifo wskazał, że indeks klimatu biznesowego spadł do 95,7 z przewidzianego w górę odczytu w czerwcu na poziomie 97,5. Odczyt z lipca przetrząsnął konsensus, który zakładał poziom 97,1. Był to czwarty spadkowy miesiąc z rzędu i najniższy poziom od kwietnia 2013. Spodziewane jest, że niemiecki produkt krajowy brutto skurczy się w drugim kwartale po tym jak odnotował solidny wzrost w wysokości 0,4% kwartał do kwartału w trakcie pierwszych trzech miesięcy. Kolejny kwartał kurczenia się gospodarki skutkowałby obwieszczeniem technicznej recesji. Prezydent Ifo Clemens Fuest powiedział, że gospodarka Niemiec przechodzi przez trudny okres a firmy są mniej zadowolone z obecnej sytuacji biznesowej i patrzą w przyszłość z rosnącym sceptycyzmem. „Wskaźnik klimatu biznesowego dla produkcji znajduje się w stanie spadku” powiedział Fuest, ponieważ subindeks obliczany dla sektora produkcyjnego zanotował największy spadek od lutego 2009 r. W wywiadzie dla agencji Reuters ekonomista z Instytutu Ifo Klaus Wohlrabe wskazał, że recesja w produkcji przenosi się na kolejne działy gospodarki. „Konsumpcja prywatna pozostaje wsparciem, lecz wzrost zatrudnienia przejawia oznaki słabości” wskazał Wohlrabe, dodając że popyt wewnętrzny powinien stanowić zabezpieczenie przed trudnościami związanymi z handlem w najbliższych miesiącach. „Jednakże, żadne większe zyski nie są spodziewane także w drugiej połowie roku. Z powodu Borisa Johnsona i jego gabinetu mamy zwiększone prawdopodobieństwo twardego Brexitu.” Z danych Ifo wynika, że recesja w produkcji przenosi się do innych sektorów gospodarki, a morale przedsiębiorstw pogorszyło się również w usługach i w handlu. Na razie tylko budownictwo było sektorem z wciąż rosnącym optymizmem. Uważamy, że może to się zmienić, biorąc pod uwagę negatywną perspektywę produkcji. Dane Ifo zostały przedstawione w badaniu przeprowadzonym wśród menedżerów ds. zakupów, które wykazało, że sytuacja w przemyśle wytwórczym pogorszyła się w lipcu, a wyniki niemieckich producentów towarów spadły do najniższego poziomu od siedmiu lat.

Chart 5: Niemiecki PKB (%)



Source: OECD, IPOPEMA Research

Szwedzka gospodarka: czy bum budowlany się skończył?

Według OECD szwedzki rynek budowlany cierpi z powodu przeregulowania, co zmniejsza podaż nowych domów. Jakkolwiek ceny domów zdają się stabilizować, sektor nieruchomości pozostaje pod wpływem wielu problemów, włączając w to niedobór mieszkań, zasady opodatkowania, które zachęcają do zadłużania się gospodarstw domowych, pogłębiająca się nierówność społeczna, ograniczenia prawne dot. wynajmu, co przekłada się na nieefektywne wykorzystanie bieżących zasobów mieszkaniowych i zniechęca do przeprowadzania się, nieefektywne wykorzystanie gruntów, a także niewielkie zachęty dla gmin co powstrzymuje budowę nowych mieszkań oraz brak konkurencji w sektorze budowlanym, co podnosi ceny.

Rząd wprowadza dwudziestodwupunktowy plan, który zawiera narzędzia do uwolnienia większej powierzchni gruntów pod cele mieszkaniowe, obniżenia kosztów budowy oraz przyspieszenia procesów planistycznych, a także wprowadzenia subsydiów dla projektów mieszkań na wynajem w zamian za ograniczenia czynszów na 15 lat. Zakładamy, że jest to właściwy kierunek, jednak potrzebne są szersze reformy, aby doprowadzić system do właściwego stanu, a w szczególności do opodatkowania nie związanego z okresem najmu, dalszego racjonalnego planowania wykorzystania gruntów oraz poluzowania regulacji dot. najmu.

Szwedzki PKB rósł w średnim tempie bliskim 3% przez ostatnie pięć lat. Rozwój miał solidne podstawy, z wyjątkową konsumpcją, inwestycjami i eksportem. Nadal, według OECD, wzrost gospodarczy pozostanie na średnim poziomie, pomimo ograniczenia zdolności produkcyjnych. Wzrost zwolni, ponieważ gospodarka operuje na granicy pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych, a braki w dostępności siły roboczej pojawiają się w wielu sektorach. Ograniczanie inwestycji mieszkaniowych, które jest skutkiem spadku cen mieszkań, jest kolejnym negatywnym czynnikiem dla gospodarki.

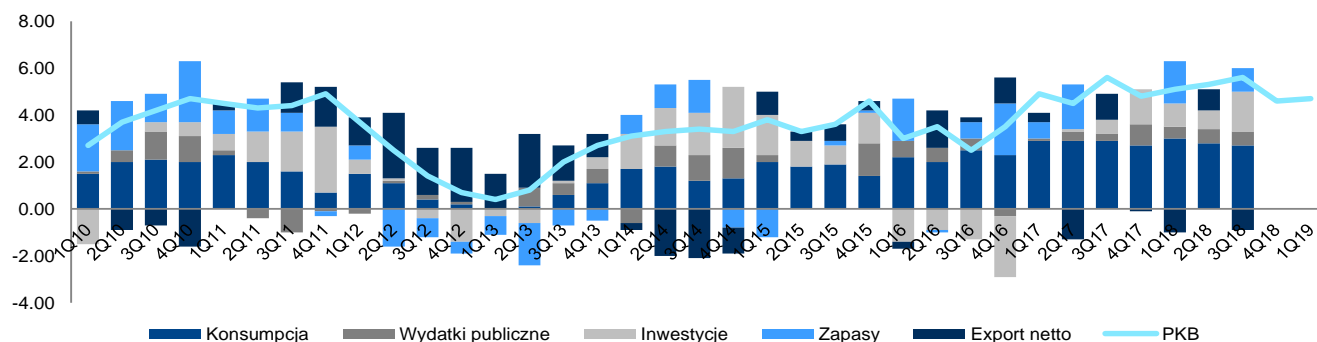
Ceny domów spadały od połowy 2017 r., z powodu zwiększonej podaży apartamentów na wynajem w dużych miastach, lecz wydaje się że sytuacja stabilizuje się. Środki makroostrożnościowe, wprowadzenie wymogu amortyzacji kredytów mieszkaniowych, również miało wpływ na zadłużanie się gospodarstw domowych oraz wzrost cen mieszkań. Jednakże, wskaźnik cen mieszkań do dochodów pozostaje na poziomie 30% powyżej średniej długoterminowej a zadłużenie gospodarstw domowych nadal wzrasta. To powoduje, że rynek mieszkań jest podatny na wstrząsy a dalszy spadek cen mieszkań będzie miał wpływ na konsumpcję, szczególnie w sytuacji znacznego zadłużenia gospodarstw.

Według danych OECD realne ceny domów wzrosły trzykrotnie od połowy lat 90. a wskaźnik cen mieszkań do dochodów jest około 30% powyżej swojej długoterminowej średniej. Spadające stopy procentowe i niskie wymogi amortyzacji pożyczek do niedawna umożliwiały gospodarstwom dalsze zapożyczanie się. Zadłużenie gospodarstw brutto wzrosło z poziomu poniżej 90% dochodu rozporządzalnego w 1995 do poziomu ponad 185% w 2017.

Kilka kroków zostało podjętych od 2010 r. aby ograniczyć wzrost zjawiska zadłużania się gospodarstw domowych. Zostało wprowadzone ograniczenie wskaźnika kredytu do wartości

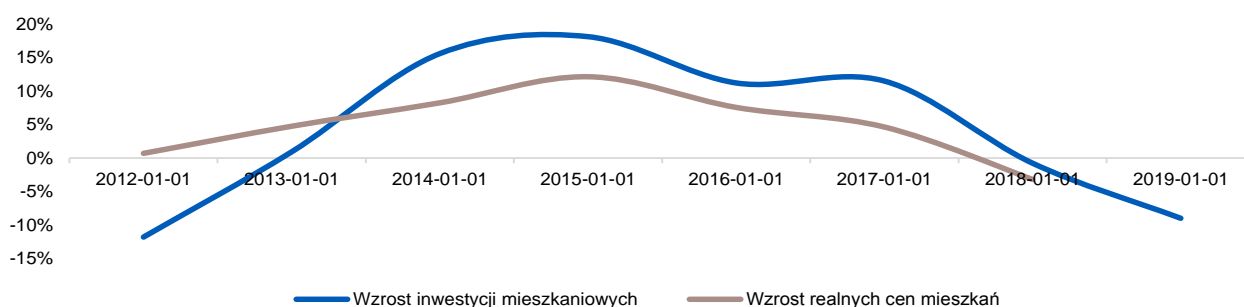
nieruchomości (LTV), a następnie minimalne wagi ryzyka kapitałowego związanego z kredytami hipotecznymi oraz wymóg obowiązkowej amortyzacji nowych kredytów o wartości wskaźnika LTV powyżej 50%. Ostatnie z wymienionych narzędzi sprawiło, że rozmiar kredytów mieszkaniowych w stosunku do dochodu został ograniczony o prawie 9%, a ceny domów zakupione przez gospodarstwa na nowych zasadach kredytów spadły średnio o 3%. W marcu 2018 wymogi dot. amortyzacji zostały podwyższone w stosunku do pożyczkobiorców, których kredyt przekracza 450% dochodu brutto.

Chart 6: Szwedzki PKB (%)



Source: OECD, IPOPEMA Research

Chart 7: Wzrost szwedzkiego rynku nieruchomości (%)



Source: OECD, IPOPEMA Research

Fundusze unijne jako siła napędowa wydatków na budownictwo

Poprzednia alokacja środków unijnych dla Polski w perspektywie 2007-2013 wyniosła €67,3 mld. Na koniec 2015 (ostatni rok wykorzystania funduszy zaplanowanych na wspomniany okres) średnioroczny przepływ środków osiągnął € 9,5 mld w porównaniu do średniej na poziomie € 4,3 mld w okresie 2004-2006. Prace związane z budownictwem pochłonęły € 43,7 mld z polskich i europejskich funduszy pomiędzy 2007 a 2013 r.

Obecnie jesteśmy w połowie perspektywy na lata 2014-2020 (rozliczenie funduszy zostanie przeprowadzone do 2023). Całkowita wartość środków przeznaczonych dla Polski wyniosła € 82,5 mld (PLN 330 mld) a obecne wykorzystanie wynosi 71%. Większość funduszy została wykorzystana w inwestycjach transportowych które wyniosły PLN 78 mld. Na kolejnych miejscach znalazły się inwestycje nisko emisyjne z PLN 31,3 mld oraz wydatki na R&D z 21,5 mld. Około PLN 18 mld zostało przekazane na cele związane z ochroną środowiska, a także na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw.

Nie jest jeszcze jasne, jakie będą przepływy funduszy UE po zakończeniu obecnej perspektywy, ponieważ dyskusje dotyczące planu finansowania na lata 2021-2027 dopiero się rozpoczęły w

Brukseli. Niemniej jednak, nieoficjalne oświadczenia urzędników UE sugerują, że rekordowe wydatki na Polskę w latach 2014-2020 w wysokości EUR 82,5 mld prawdopodobnie się nie powtórzą i należy je uznać za wyjątkowe w historii planów wydatków UE. Obecne dotacje zostaną prawdopodobnie zastąpione przez bardziej pośrednie formy wsparcia, takie jak tanie linie kredytowe lub gwarancje finansowe dla kredytów banków komercyjnych.

Finlandia, która obecnie przewodzi w Radzie UE, zwróciła się do wszystkich państw członkowskich, by do 26 sierpnia zaproponowały własny zarys budżetu UE na lata 2021-27. Podobno już teraz widać, że polityka spójności jest narażona na dalsze cięcia.

Podstawą negocjacji jest projekt planu budżetowego, który Komisja Europejska przyjęła w maju 2018 roku. Oczekuje się, że budżet UE będzie na poziomie około 1,11% DNB (dochód narodowy brutto w UE) i obejmuje zmniejszenie środków na politykę spójności dla Polski o 23%, co oznacza spadek z EUR 83,9 mld (budżet na lata 2014-2020) do EUR 64,4 mld w budżecie na lata 2021-27 (w cenach z 2018 r.).

Niemcy, które są głównym płatnikiem do wspólnego budżetu, niejasno powtarzają, że są gotowe zapłacić za właściwe priorytety UE. Jednak niektórzy inni płatnicy netto (tj. ci, którzy wpłacają więcej niż biorą ze wspólnego budżetu) chcą obniżyć wspólny budżet do poziomu poniżej 1% DNB UE (np. Szwecja, Dania, Holandia). Finlandia sprawująca obecnie prezydencję w Radzie UE chciała początkowo ustalić pułap 1,06% DNB.

Przedstawiciele prezydencji fińskiej zapewniają, że do końca października zaproponują projekt kompromisu budżetowego - na podstawie opinii wszystkich państw UE. Z wstępnych dyskusji w Brukseli wynika, że próg 1,06% DNB byłby szeroko akceptowanym kompromisem.

Jeśli ten poziom okaże się ostateczny, oznaczałoby to obniżenie w stosunku do pierwotnej propozycji Komisji o 60-70 mld euro, z czego, jak podaje Gazeta Wyborcza, prawdopodobnie około 25 mld euro stanowiłoby redukcję polityki spójności.

Pierwotny plan Komisji Europejskiej dotyczący polityki spójności oznaczał EUR 330 mld w latach 2021-27, czyli o 10% mniej w porównaniu z obecną siedmioletnią rundą finansowania na lata 2014-2020.

Każde dodatkowe ograniczenie polityki spójności stanowi dodatkowe ryzyko strat dla polskich funduszy UE po 2020 r. Może to również oznaczać, że niezwykle trudno byłoby nawet wrócić do pierwotnego wniosku Komisji Europejskiej z maja ubiegłego roku.

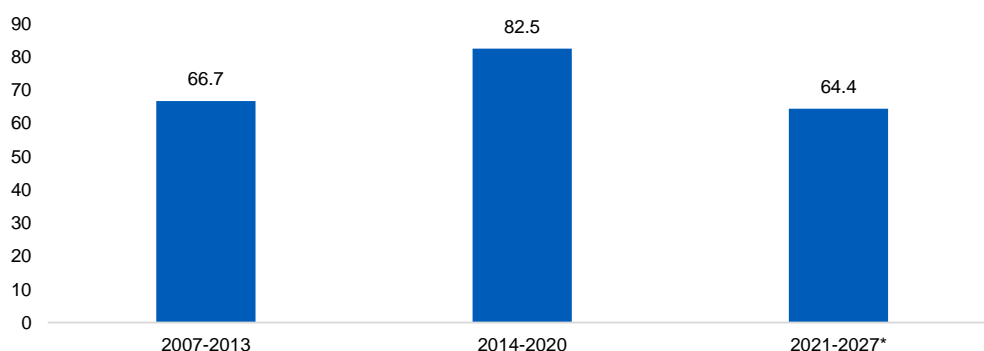
Wypłata funduszy unijnych a rządy prawa jako potencjalny czynnik ryzyka dla sektora budowlanego

Według raportów dziennika Rzeczpospolita z lutego bieżącego roku, Komisja Europejska prawdopodobnie przygotowuje mechanizm łączący fundusze unijne z funkcjonowaniem efektywnego i niezależnego systemu sądownictwa. Według Gazety Wyborczej z 26.07.2019 r. Finlandia rozesłała ankietę do wszystkich państw członkowskich, w której rządy prawa były jednym z ważnych tematów. "W odniesieniu do wieloletnich ram finansowych i praworządności: Jaki jest sposób postrzegania ochrony budżetu państwa UE w przypadku systemowych niedociągnięć w zakresie praworządności? - zwraca się do państw członkowskich Finlandia we wspomnianym piśmie.

Według Gazety Wyborczej negocjacje w sprawie poziomu nowego budżetu UE mogą przeciągnąć się nawet do drugiej połowy 2020 r., kiedy to Niemcy obejmą prezydencję.

Nie sposób przewidzieć, jak skończą się negocjacje, jednak uważamy, że w przypadku, gdy UE ostatecznie zdecyduje się powiązać wypłatę wpływów finansowych z przestrzeganiem praworządności i istnieniem niezależnego systemu sądowego, ryzyko znacznego spadku wpływów dla Polski może wzrosnąć. To z kolei prawdopodobnie wpłynie na liczbę projektów budowlanych dostępnych na polskim rynku w nadchodzących latach.

Chart 8: Fundusze UE dla Polski (EUR bn)

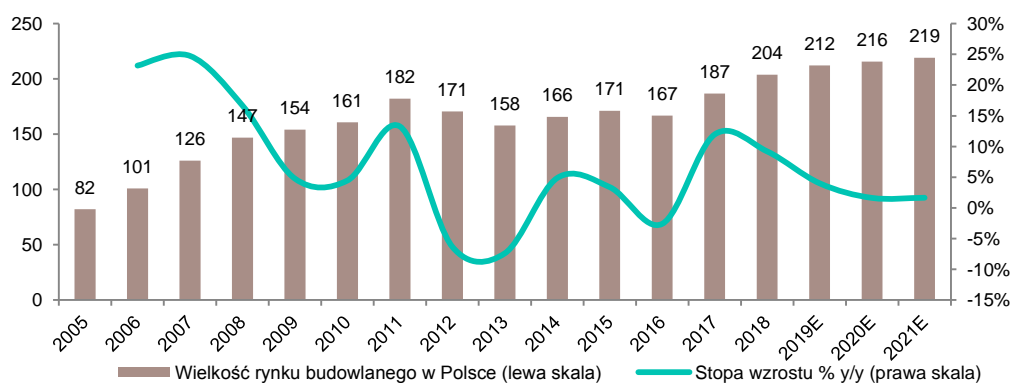


Source: Komisja Europejski, *wstępny szacunek, IPOPEMA Research

Sektor budowlany - perspektywy

Oczekujemy, że sektor budowlany wzrośnie o 4% r/r w 2019 roku, po wzroście 9,2% r/r w 2018 roku i wzroście 12% r/r w 2017 roku. Mimo to, dane dotyczące produkcji budowlanej w czerwcu były negatywną niespodzianką. Według GUSu produkcja budowlana zmniejszyła się o 0,7% r/r w porównaniu do konsensusu PAP wynoszącego +3,4% r/r. Według ekonomisty Credit Agricole Jakuba Borowskiego jest to koniec budowlanego Eldorado napędzanego przez fundusze unijne i wzrost wydatków samorządów. Zarówno obecne, jak i przewidywane zaległości w budownictwie wskazują na utrzymujące się spowolnienie. Spodziewamy się spadku tempa w tym sektorze do 2,44% w stosunku do obecnego poziomu w pozostałej części roku z powodu spowolnienia działalności przemysłowej i eksportowej. Spodziewamy się dalszego spowolnienia wzrostu w 2020 i 2021 r. przy wzroście wynoszącym odpowiednio 1,62%/r i 1,65%/r. Nie przewidujemy obecnie pełnej recesji, która mogłaby doprowadzić do kurczenia się segmentu budowlanego. Po przystąpieniu Polski do UE, najgorsze lata dla sektora budowlanego to lata 2012-2013, kiedy to sektor ten skurczył się o 6% r/r i 7,6% r/r, co było spowodowane szybkim wzrostem kosztów, który spowodował, że firmy budowlane zaczęły się załamywać.

Chart 9: Polski sektor budowlany (PLN mld)



Źródło: GUS, IPOPEMA Research

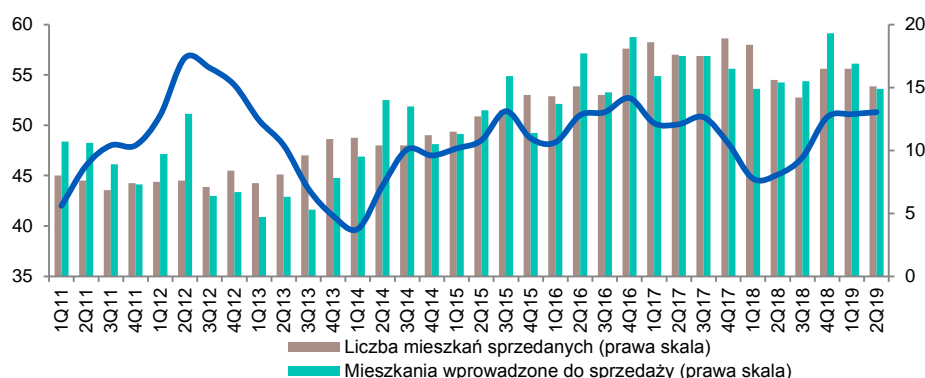
Rynek mieszkaniowy - perspektywy

Według JLL liczba mieszkań w przedsprzedaży w sześciu głównych miastach Polski może się zmniejszyć z 64,9 tys. mieszkań w 2018 r. do 60,4 tys. mieszkań w 2019 r. Liczba lokali wprowadzonych do oferty może spaść do 61 tys. lokali w 2019 r. (w porównaniu do 65,9 tys. lokali w 2018 r.). W rezultacie oferta mieszkań na koniec 2019 roku może osiągnąć 51,4 tys. lokali (wobec 50,8 tys. lokali na koniec 2018 roku). Według JLL liczba mieszkań sprzedanych w 2Q19 w 6 głównych miastach Polski spadła o 8% kw/kw i 3% r/r do 15,1 tys. mieszkań. Przesprzedaż mieszkań w sześciu głównych miastach Polski wyniosła 31,6 tys. lokali w I połowie 2019 roku, co oznacza spadek o 7% r/r. W tym samym czasie deweloperzy notowali na GPW odnotowali spadek przedsprzedaży o 11% r/r w I połowie 2019 roku. Deweloperzy

mieszkańcom wskazują na trudności w uzyskaniu pozwoleń administracyjnych jako główną przyczynę niższej oferty mieszkaniowej i niższej przedsprzedaży, ponieważ popyt nadal pozostaje wysoki. Biorąc pod uwagę stabilizację kosztów budowy i niską dostępność nowych działek, wzrost cen mieszkań może sprzyjać utrzymaniu marż brutto na wysokim poziomie.

W dłuższej perspektywie uważamy jednak, że na polskim rynku mieszkaniowym istnieje solidny popyt wynikający z deficytu nowoczesnych zasobów mieszkaniowych. W związku z tym oczekujemy, że segment budownictwa mieszkaniowego odzyska część swojego znaczenia począwszy od 2021 roku, co powinno doprowadzić do ożywienia marż mieszkaniowych. Przy rosnących dochodach polskie gospodarstwa domowe aspirują do poprawy standardu życia, a w kraju jest wiele do zrobienia w zakresie ilości i jakości nieruchomości mieszkalnych. Znajduje to odzwierciedlenie w niskim poziomie penetracji: wg Deloitte w Polsce na 1000 mieszkańców przypada około 376 mieszkań, znacznie poniżej średniej dla UE-28, wynoszącej 490 mieszkań na 1000 mieszkańców, a także poniżej poziomów zarówno w Pradze, jak i w Budapeszcie. Luka ta powinna stopniowo zmniejszać się w dłuższej perspektywie czasowej. Uważamy również, że jakość obecnych mieszkań, która pozostaje w tyle za potrzebami rosnącej klasy średniej, również napędza popyt na nowe, nowoczesne nieruchomości w Polsce. Na podstawie danych spisu historycznego opracowanego przez Jones Lang LaSalle, mieszkania wybudowane w latach 1945-1990 stanowią 66% mieszkań w Warszawie, znacznie powyżej poziomów w Pradze i Budapeszcie. Ponadto poziom kredytów hipotecznych w stosunku do PKB jest w Polsce stosunkowo niski i wynosi 20,0% na koniec 2018 r. w porównaniu ze średnią dla obszaru UE wynoszącą 45,7%, co powinno również pomóc polskiemu sektorowi mieszkaniowemu w odzyskaniu dobrej kondycji w dłuższej perspektywie czasowej.

Chart 10: Sprzedaż mieszkań w Polsce (000)



Source: Reas, IPOPEMA Research

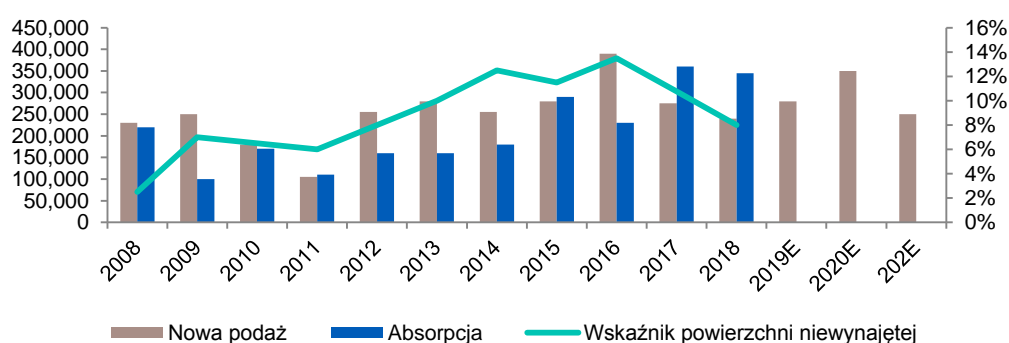
Rynek biurowy

Na koniec 1Q19 całkowita powierzchnia biurowa w miastach regionalnych wynosiła ponad 5 mln m², z 53% udziałem biur klasy A. W tym samym czasie, w 1 kw. 19, według CBRE dodano 122 100 m², przy czym największy wzrost odnotowano w Krakowie i Poznaniu (46 100 m² każdy). Na kolejne 3 lata planowana jest budowa 1,3 m² w ośmiu największych miastach regionalnych. W 2018 r. w miastach regionalnych wybudowano 511 000 m², natomiast popyt na powierzchnię biurową również osiągnął szczyt w 2018 r. W 2011 r. w miastach regionalnych wybudowano 511 000 m². Popyt w ciągu ostatnich dwóch lat wyniósł 600 000 m², podczas gdy w 1 kw. 19 wyniósł 130 500 m², co oznacza 2,6% r/r. Głównymi klientami nowej powierzchni użytkowej są firmy z sektora outsourcingu BPO/SSC. Dobry początek 2019 r. daje pozytywne perspektywy na resztę roku. Współczynnik powierzchni niewynajętej w 1Q19 wyniósł 9,4% i wahał się od 5,4% w Trójmieście do 15,8% w Poznaniu. Napływ nowych inwestycji w sektorze BPO/SSC wydaje się niezagrożony. Prawdziwym zagrożeniem dla nowych inwestycji w Polsce w sektorze BPO/HR/SSC byłoby usunięcie 30-krotnego progu przeciętnego wynagrodzenia dla wypłat z tytułu ubezpieczeń społecznych, który przewyższa wynagrodzenia personelu zatrudnionego na podstawie stałej umowy o pracę. Jeśli rząd zdecyduje się na usunięcie tego progu, oznaczałoby to radykalne podwyższenie podatków dla wszystkich zatrudnionych na podstawie umów o pracę na czas nieokreślony, zarabiających powyżej 120 tys. zł, które są zatrudniane głównie przez firmy wymagające nowej powierzchni biurowej.

Według danych Cushman & Wakefield na koniec 2018 r. powierzchnia nieruchomości biurowych w Warszawie wyniosła 5,46m mkw., przy czym nowa podaż powierzchni w 2018 r. kształtowała się na poziomie 233tys. mkw. (ok. 53% nowej powierzchni w strefie centralnej), zaś dodatkowe 830tys. mkw. była w trakcie realizacji na koniec 4Q18. W rezultacie według CBRE, całkowita powierzchnia nieruchomości biurowych wzrośnie do ponad 6,5m mkw. na koniec 2021 r.

W 2018 r. absorpcja netto w Warszawie wyniosła 348tys. mkw. (-7% r/r). Zarówno w 2017 r., jak i 2018 r. absorpcja netto przewyższała podaż nowej powierzchni biurowej, w wyniku czego wskaźnik pustostanów zmalał z 14% w 2016 r. do 8,7% na koniec 2018 r. (ok. 473tys. mkw). Knight Frank szacuje popyt na powierzchnię biurową na poziomie ok. 858tys. mkw. (w zestawieniu z 830tys. mkw. w budowie). Mając na uwadze wstępne umowy najmu oraz wysoki poziom absorpcji netto (ponad 30% powierzchni w trakcie realizacji jest objęta wstępnymi umowami najmu), analitycy CBRE oczekują dalszego spadku poziomu pustostanów w najbliższych kwartałach.

Chart 11: Absorpcja netto, podaż i stan powierzchni niewynajętej w Warszawie



Source: Knight Frank, IPOPEMA Research

Rynek magazynowy i logistyczny

W I kwartale 2019 r. całkowita powierzchnia magazynowo-logistyczna osiągnęła 16,2m m². Głównym regionem dla rynku przemysłowego i logistycznego jest Warszawa o powierzchni prawie 4m m². W budowie są kolejne 2,14m m² nowej powierzchni, z najwyższym udziałem na Górnym Śląsku wynoszącym 570 000 m². To stosunkowo wysokie tempo podaży oznacza, że wskaźnik powierzchni niewynajętej pozostaje dość niski i wynosi 5.5% w I kw. 2019. Według CBRE popyt w I kwartale 2019 spadł o 22% r/r, ale nadal utrzymywał się na poziomie prawie 1m m².

W I kw. 2019 udostępniono kolejne 500 000 m², a największym projektem był Hillwood BTS Zalando (120 000 m²). W ujęciu rocznym wzrost wyniósł 17% w odniesieniu do powierzchni magazynowo-logistycznej (do 16,2m m²). Z powodu niskiego poziomu bezrobocia odnotowanego w popularnych regionach, takich jak Warszawa, Poznań czy centralna Polska, najemcy zwracają się w kierunku alternatywnych lokalizacji, w których dostępna jest siła robocza.

Czynsz pozostaje płaski, a w głównych centrach logistycznych waha się od 2,5 do 3,0 EUR/m² miesięcznie. Deweloperzy posiadają duży bank ziemi i istnieje potencjał dla innych inwestycji. Z powodu obiecującego otoczenia gospodarczego deweloperzy rozpoczynają prace budowlane częściowo lub całkowicie spekulacyjne.

Metoda wyceny

Nasze podejście do wyceny firm budowlanych wykorzystuje dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz model zdyskontowanych dywidendy (DDM). Wartość godziwą dla Pekabex wyliczamy na podstawie średniej z tych dwóch wyników. Obie metody są zbieżne, ponieważ obie opierają się na tym samym modelu finansowym. Model zakłada prognozy przepływów pieniężnych przez okres 10 lat dla spółki w oparciu o nasze prognozy dotyczące rynku budowlanego, PKB w Polsce, a także inne parametry, w tym wzrost wolumenu, zmiany asortymentu produktów, zmiany modelu finansowania, wzrost efektywności, wzrost kosztów produkcji, nakłady inwestycyjne i potrzeby kapitału obrotowego. Nasze prognozy dywidendowe są pochodną prognoz wyników w naszym modelu finansowym. Poziom wypłat jest określany przez politykę korporacyjną w perspektywie krótkoterminowej (20%) oraz tendencją do osiągnięcia docelowego wskaźnika wypłat na poziomie 60% w perspektywie długoterminowej. DDM jest również użytecznym narzędziem do zrozumienia wskaźnika P/E [$P/E = (D/E)/(k-g)$], przy czym różnice należy wytłumaczyć zarówno wzrostem zysków jak i wypłatą dywidendy. Nasze modele DCF i DDM mają wartości końcowe ze stopą wzrostu na poziomie 2%.

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego zostały ustalone poprzez zastosowanie zmiennej stopy wolnej od ryzyka (równej 12-miesięcznej terminowej stopie procentowej) i dodanie 5,0% premii za ryzyko kapitałowe w każdym roku. 12-miesięczne terminowe stopy procentowe zostały wyprowadzone z krzywej dochodowości w latach 2019-2024. Następnie przyjmujemy stałą stopę procentową w wysokości 4,5%, która stanowi nasze oszacowanie stopy procentowej dla europejskich krajów rozwijających się w całym cyklu. Jednocześnie konsekwentnie używamy bety 1, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Tabela 12: DCF, PLN m

PLN m	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Rok końcowy
Przychody	827.7	976.5	1,000.2	1,031.7	1,064.2	1,107.8	1,151.7	1,197.5	1,244.6	1,294.5	1,294.5
EBIT	30.0	21.4	24.5	22.4	22.0	27.3	36.3	41.9	52.2	60.1	60.1
Podatek na EBIT	6.2	3.2	3.7	3.8	4.4	5.5	7.3	8.4	10.4	12.0	12.0
NOPLAT	24.0	16.9	20.8	19.1	18.3	21.8	29.0	33.5	41.7	48.1	48.1
Amortyzacja	15.9	19.8	21.5	23.2	24.0	25.1	26.7	28.4	30.1	32.1	32.1
Wydatki inwestycyjne	-70.4	-25.5	-28.3	-24.2	-25.1	-26.2	-26.9	-28.6	-30.4	-32.2	-32.2
Zmiana w kapitale pracującym	-78.6	-30.8	2.0	-5.5	-6.0	-9.0	-9.7	-9.4	-10.5	-10.6	-10.6
Wolny przepływ gotówki	-109.1	-19.5	16.1	12.5	11.2	11.7	19.1	23.9	31.0	37.4	37.4
Stopa w olina od ryzyka	2.12%	2.17%	2.24%	2.30%	2.36%	2.41%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Premia za ryzyko	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Koszt kapitału	7.12%	7.17%	7.24%	7.30%	7.36%	7.41%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
Koszt długu (przed podatkiem)	4.6%	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Efektyny na stopa podatkowa	20.7%	15.0%	15.0%	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Koszt długu po podatku	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
Waga długu	30.6%	31.1%	29.4%	26.9%	24.6%	22.8%	19.9%	17.1%	15.7%	15.6%	15.6%
Waga kapitału	69.4%	68.9%	70.6%	73.1%	75.4%	77.2%	80.1%	82.9%	84.3%	84.4%	84.4%
WACC	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%	8.7%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
Współczynnik dyskontujący	0.94	0.89	0.84	0.79	0.74	0.69	0.64	0.58	0.54	0.49	0.45
Wartość bieżąca przepływu u gotów ki	-102.8	-17.3	13.4	9.8	8.3	8.1	12.2	13.9	16.6	18.4	16.9
Suma	-19.4										
Wskaźnik w zrostu FCF w końcowym roku											2.0%
Wartość końcow a											552.8
Wartość bieżąca w artosci końcowej											250.2
Zw ijanie dyskonta											8.3
Wartość przedsiębiorstwa											239.1
Dług netto 2018											-19.2
Zobowiązania pracownicze											-15.2
Dywidenda w wypłacona w 2019											-7.6
Wartość kapitału											235.4
Wartość na akcje (PLN)											9.6

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki

Tabela 13: DDM, PLN m

PLNm	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Terminal Year
Dywidenda	4.6	3.0	4.5	4.0	7.6	9.7	13.4	15.8	22.0	27.7	27.7
Stopa dyskonta	7.1%	7.2%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Współczynnik dyskontujący	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.66	0.60	0.55	0.50	0.46	0.42
Zdyskontowana dywidenda	4.3	2.7	3.6	3.0	5.3	6.4	8.0	8.6	11.0	12.7	11.6
Suma zdyskontowanych dywidend (w artosci bieżącej)											65.6
Wzrost dywidendy w końcowym roku											2.0%
Wartość końcow a											376.8
Wartość bieżąca w artosci końcowej											157.1
Zw ijanie dyskonta											-2.3
Wartość kapitału											220.4
Wartość na akcje (PLN)											9.0

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki

Tabela 14: Wartość godziwa jako średnia wycen DCF i DDM

PLN m	
DCF	9.6
DDM	9.0
Średnia	9.3

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej spółek budowlanych preferowaną przez nas miarą jest EV/EBITDA, która neutralizuje wpływ różnic w strukturze kapitałowej i podatkach, uwzględnia różnice w poziomie zadłużenia i koncentruje się na generowaniu gotówki przez spółki. Jest to istotne, gdyż wiele firm budowlanych ponosiło straty na poziomie netto w okresie dekonstrukcji w latach 2011-2013. W porównaniu z międzynarodową grupą porównawczą mediana EV/EBITDA wynosi 5,5x w 2020, natomiast Pekabex jest handlowany na poziomie 8,7x, co stanowi premię w wysokości 58,6%. Naszym zdaniem średni mnożnik dla Pekabexu powinien być niższy, gdyż nawet jeśli spółka działa na niszowym rynku prefabrykatów, nie jest odporna na zbliżające się spowolnienie na polskim rynku budowlanym. Pekabex notuje 66,2% premii w stosunku do mediany wskaźników z 2020 roku dla polskich spółek porównywalnych. Jest to jednak uzasadnione silną kompresją marży, która wstrząsnęła rynkiem budownictwa ogólnego w ostatnich kwartałach i pogorszyła perspektywy na najbliższe lata.

Tabela 15: Wycena Pekabexu metodą porównawczą w porównaniu do międzynarodowych spółek budowlanych

CENA (LCU)	Ticker	NAZWA	P/E			EV/EBITDA			STOPA DYWIDENDY		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
19.5	ABGV.VI	PORR	8.4	7.4	6.7	4.5	4.3	4.1	6.3	6.4	6.3
29.5	STRV.VI	STRABAG	9.0	9.3	8.9	2.3	2.2	2.2	4.4	4.5	4.9
20.4	WBSV.VI	WIENERBERGER	10.5	9.3	8.9	5.8	5.4	5.3	3.0	3.4	3.7
19.7	TTN.AT	TITAN CEMENT	21.6	16.0	13.8	8.4	7.6	7.2	1.3	1.9	2.2
23.3	TKFENIS	TEKFEN HOLDING	4.8	6.1	6.1	2.3	3.5	3.4	5.9	5.4	5.0
5.9	ENKALIS	ENKA INSAAT	14.8	14.3	10.6	8.0	7.7	4.8	3.5	3.4	4.0
6.6	CIMSA.IS	CIMSA CEMENTO	12.4	NaN	NaN	7.3	5.9	NaN	NaN	7.9	27.0
203.8	BALF.L	BALFOUR BEATTY PLC	9.5	8.2	7.4	6.3	5.6	5.4	3.3	4.0	4.6
20.7	B5AG.DE	BAUER AG	10.1	8.5	8.0	4.9	4.6	4.4	0.7	1.2	1.4
11.6	FCC.MC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	15.2	14.7	13.5	8.2	7.9	7.8	3.6	3.8	3.7
100.0	HOTG.DE	HOCHTIEF AG	10.7	10.2	9.7	3.8	3.6	3.5	6.1	6.5	6.5
1.1	OHL.MC	OBRADESCON HUARTE LAIN SA	NaN	NaN	NaN	6.5	2.7	1.5	0.0	1.1	0.0
2.2	SCYR.MC	SACYR SA	6.0	5.2	4.5	9.5	8.4	8.3	4.0	4.2	6.5
178.3	SKAb.ST	SKANSKA AB	13.3	13.8	13.3	8.4	8.9	9.0	3.8	4.0	4.4
32.4	BOUY.PA	BOUYGUES SA	11.5	10.3	9.4	5.8	5.5	5.2	5.4	5.5	5.4
1.7	MOTA.LS	MOTA ENGL SGPS SA	12.8	8.6	NaN	4.8	4.4	NaN	2.8	5.7	8.1
35.6	ACS.MC	ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA	10.8	10.4	8.6	4.9	4.7	4.7	5.4	5.7	6.2
94.2	ANA.MC	ACCIONA SA	19.7	19.7	17.9	8.3	8.2	7.8	4.0	4.2	4.1
24.0	FER.MC	FERROVIAL SA	85.8	38.8	36.4	82.3	37.3	34.7	3.1	3.1	3.2
88.5	FOUG.PA	BIFFAGE SA	12.1	11.1	10.4	7.1	6.9	6.7	3.1	3.5	3.8
25.3	GBFG.DE	BILFINGER SE	15.1	9.6	8.2	7.0	5.2	4.5	4.1	4.7	5.4
5.0	YIT.HE	YIT OYJ	10.3	9.8	9.6	9.7	10.1	9.0	5.9	6.2	6.5
1.8	SALLIM	SALINI IMPREGLO SPA	8.7	7.7	7.0	4.6	4.3	4.2	4.9	4.9	5.2
91.3	SGEF.PA	VINCI SA	15.6	14.2	13.3	10.9	10.2	9.7	3.2	3.5	3.9
		MEDIAN	11.5	10.0	9.4	6.7	5.5	5.3	3.8	4.2	4.7
9.9	PBX.WA	PEKABEX	10.6	16.0	13.7	7.5	8.7	7.6	3.1	1.9	1.3
		Premium/discount to median									
		Pekabex	-7.9%	59.7%	45.2%	12.0%	58.6%	43.8%	-16.9%	-55.0%	-73.6%

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki, Reuters

Tabela 16: Wycena porównawcza Pekabexu w odniesieniu do spółek lokalnych

Cena (LCU)	Ticker	NAZWA	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
125.8	BDXP.WA	BUDIMEX	13.5	10.5	9.9	6.8	5.6	5.4	6.5	5.4	7.6
2.3	TRKP.WA	TRAKCJA POLSKA	NaN	NaN	NaN	5.6	5.6	0.0	2.2	NaN	NaN
8.1	ELB.WA	ELKTROBUDOWA	NaN	NaN	NaN	3.9	2.6	NaN	29.1	7.1	NaN
13.0	ERBLD	ERBLD	NaN	NaN	NaN	4.8	4.9	NaN	NaN	NaN	NaN
		MEDIAN	13.5	10.5	9.9	5.2	5.3	5.4	6.5	5.4	7.6
9.9	PBX.WA	PEKABEX	10.6	16.0	13.7	7.5	8.7	7.6	3.1	1.9	1.3
		Premium/discount to median									
		Pekabex	-21.3%	52.1%	37.5%	44.7%	66.2%	40.0%	-51.6%	-64.8%	-83.4%

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki, Reuters

Profil i model biznesowy spółki

Pekabex jest jednym z największych producentów prefabrykatów betonowych w Polsce. Firma posiada cztery zakłady produkcyjne (w Poznaniu, Gdańsku, Bielsku-Białej i Mszczonowie) i od czterech lat dynamicznie zwiększa swoje moce produkcyjne poprzez przejęcia i modernizację zakładów. Obecnie Pekabex podjął kolejną inwestycję w Gdańsku, której celem jest zwiększenie mocy produkcyjnych w piątym zakładzie o ok. 70 tys. m³. Firma produkuje tradycyjne elementy żelbetowe, a także nowoczesne elementy sprężone stosowane w konstrukcjach zamkniętych (tj. halach produkcyjnych i magazynowych, biurach, obiektach handlowych, dworcach kolejowych, parkingach), obiektach inżynierskich (tj. mosty, tunele) oraz budynkach mieszkalnych.

Zakłady produkcyjne Pekabex wytwarzają elementy konstrukcyjne sprężone i zbrojone (w tym belki stropowe, dźwigary, ściany, płyty TT i słupy). Ponadto zakład w Poznaniu produkuje sprężone płyty kanałowe. Zakład w Poznaniu wyposażony jest w zautomatyzowane (sterowane komputerowo) linie produkcyjne dla elementów sprężonych o długości 120 m każda. Wyposażenie techniczne pozwala na produkcję elementów o wadze nawet do 70 ton.

W ramach Grupy Pekabex produkuje również elementy ściennie (na rynek skandynawski), wyposażone w instalację elektryczną, okna i parapety zewnętrzne, które są wykończone specjalnymi tynkami strukturalnymi. Elementy takie nie wymagają dodatkowych nakładów czasowych i finansowych związanych z wykonywaniem i wykańczaniem elewacji. Tylko ściany wewnętrzne wymagają malowania i montażu parapetów wewnętrznych oraz gniazdek i przełączników elektrycznych.

Historia firmy

Zakłady produkcyjne Pekabex w Poznaniu powstały w 1972 roku i były kontrolowane przez Skarb Państwa. Pekabex jako przedsiębiorstwo państwowe został założony w 1991 roku, a w 1995 roku został przeniesiony do narodowego funduszu inwestycyjnego (NFI). Spółka zadebiutowała na GPW w 1998 r., jednak w 2003 r. rozpoczęła proces upadłości. Spółka została wycofana z giełdy w 2005 r., kiedy to rozpoczął się proces likwidacji. W 2006 r. państwowy fundusz kapitałowy zainwestował w spółkę PLN 20m, co umożliwiło jej uregulowanie zobowiązań i wstrzymanie postępowania upadłościowego. W 2012 roku Pekabex nabył aktywa Betobnex w Bielsku Białej, a w 2014 roku przejął spółkę CNP w Poznaniu. Pekabex wszedł na giełdę w 2015 roku i pozyskał 30 mln zł, które zostały przeznaczone na przejęcie firmy Kokoszki Prefabrykacja koło Gdańska i spółki Ergon Polska.

Pozycja rynkowa Pekabexu

Po przeanalizowaniu sprawozdań finansowych Pekabex i jego głównych konkurentów, szacujemy, że wielkość polskiego rynku prefabrykacji osiągnęła w 2017 roku około PLN 2,1 mld. Liczba ta opiera się na przychodach bezpośrednich konkurentów Pekabex na rynku lokalnym, którzy wytwarzają produkty o podobnym charakterze. Głównymi konkurentami Pekabex w Polsce są firmy prywatne, niektóre z nich są spółkami zależnymi zagranicznych koncernów produkujących beton. Zidentyfikowaliśmy kilka działających w Polsce firm prywatnych, które uważamy za bezpośrednich partnerów Pekabex.

W oparciu o te dane sektorowe, udział Pekabexu w rynku przekracza 23,1%, podczas gdy EBITDA Pekabexu w 2017 roku stanowiła około 22,8% EBITDA sektora. Uważamy, że wiodąca pozycja Pekabexu pod względem przychodów i rentowności wynika z: kompleksowych usług dla klientów, w tym wysokiej jakości projektowania, produkcji, dostawy i montażu prefabrykatów, ekspozycji na bardziej rentowne rynki skandynawskie i niemieckie oraz korzyści skali.

Table 17: Polskie spółki porównywalne na rynku prefabrykatów (PLN m)

PLN m FIRMA	2017				
	PRZYCHODY	EBIT	AMORTYZACJA	EBITDA	Marża EBITDA (%)
Betard	249.75	20.07	16.27	36.34	14.6%
Betomont	14.80	0.14	0.09	0.24	1.6%
Budo-System	10.85	1.33	0.48	1.81	16.7%
Bet-Exim	9.39	0.58	0.17	0.76	8.0%
Buszrem	53.72	2.75	3.13	5.88	10.9%
Burkle	35.82	3.98	0.50	4.48	12.5%
Comfort	129.75	11.44	2.89	14.33	11.0%
Consolis	87.31	3.53	2.27	5.81	6.7%
Dombud	193.64	17.25	0.83	18.07	9.3%
Fabet	54.86	3.70	1.05	4.75	8.7%
Fabud	38.36	4.14	1.55	5.68	14.8%
Inbet	21.23	4.35	0.70	5.05	23.8%
KB Dom	121.20	-45.30	1.40	-43.90	-36.2%
Kombet	15.34	0.15	0.49	0.64	4.2%
Konbet	5.15	1.11	1.06	2.17	42.2%
Kratbet	0.58	-0.16	0.04	-0.12	-21.1%
Leier	192.67	26.96	10.44	37.39	19.4%
Lubar	133.93	1.17	1.80	2.98	2.2%
MD Budinvest	9.57	0.85	0.28	1.13	11.8%
Novbud	37.12	0.61	0.38	0.99	2.7%
Optimum Bau	36.37	4.18	0.35	4.53	12.5%
PA Wyroby Betonow e	15.24	-0.95	0.39	-0.56	-3.7%
Paech	15.01	0.23	0.23	0.45	3.0%
Pepebe	46.10	2.28	0.22	2.50	5.4%
POSBET	12.41	0.53	0.31	0.84	6.7%
Poz Bruk	125.23	-0.57	12.05	11.48	9.2%
Praefa	107.18	11.44	1.63	13.06	12.2%
Precon	60.20	2.57	1.61	4.18	7.0%
Prefabet (Białe Błota)	28.93	-2.38	2.48	0.11	0.4%
Prefabet (Kurzętnik)	30.42	0.72	1.29	2.02	6.6%
Raba	3.76	0.09	0.32	0.41	10.8%
Rolmat Bis	3.45	0.12	5.27	5.39	156.2%
Sibet	38.15	0.68	1.17	1.85	4.9%
Skobierski Stropy	10.34	1.08	0.31	1.39	13.4%
Strobud	11.47	0.23	0.03	0.26	2.2%
Tech-Bet	17.02	0.23	0.16	0.39	2.3%
Trial-II	0.34	-0.04	0.00	-0.04	-12.3%
Uciechow ski	35.42	6.21	0.84	7.05	19.9%
Unimex	19.63	1.65	0.30	1.95	9.9%

Source: KRS, IPOPEMA Research

Za i przeciw technologii prefabrykacji

Prefabrykowane elementy żelbetowe i sprężonego betonu znajdują zastosowanie głównie w konstrukcjach zamkniętych (np. hale produkcyjne i magazynowe, biura, obiekty handlowe, dworce kolejowe, miejsca parkingowe). Są one również często stosowane w budynkach mieszkalnych. Np. w budynkach wielorodzinnych w Skandynawii prefabrykowane elementy ścienne z powrotem konkurują ze ścianami wykonanymi z drewna.

Elementy prefabrykowane mają kilka zalet w stosunku do standardowych elementów betonowych, które są odlewane w miejscu docelowym. Zalicza się do nich przede wszystkim większą wytrzymałość na rozciąganie i możliwość wylewania dużych elementów betonowych. Elementy prefabrykowane produkowane są w ogrzewanych zakładach produkcyjnych, dzięki czemu proces produkcji jest mniej zależny od warunków atmosferycznych. Ponadto, beton prefabrykowany wydaje się mieć przewagę nad konstrukcjami stalowymi, którymi są trwałość, cena, koszty eksploatacji i odporność na ogień.

Prefabrykowane elementy betonowe składają się z betonu, stali zbrojeniowej lub sprężonej oraz różnych akcesoriów odlewanych w elementy. Schemat produkcji elementów prefabrykowanych jest stosunkowo prosty, ponieważ jego kluczowym elementem jest produkcja odpowiedniej

mieszanki betonowej. Następnie beton jest wylewany w formę ze stali zbrojonej. Następnie produkt i beton w środku muszą stwardnieć. Następnie produkt jest usuwany z formy i transportowany do magazynu.

Chociaż proces jest prosty, postęp technologiczny ma kluczowe znaczenie, ponieważ w dużych zakładach produkcyjnych większość procesów jest zautomatyzowana. W ostatnich latach Pekabex rozwija własną technologię produkcji i przy wsparciu własnego działu projektowego specjalizuje się w złożonych projektach prefabrykacji.

Podsumowując, możemy wskazać następujące zalety:

- szybki montaż, realizacja również w temperaturach poniżej zera,
- duże rozpiętości elementów konstrukcyjnych bez podpór (ważne np. w przypadku centrów handlowych, hal magazynowych, dworców kolejowych),
- odporność na korozję i ogień, co czyni je trwałymi i bezpiecznymi,
- tłumienie drgań (występujących np. w salach koncertowych lub na stadionach - zastosowanie konstrukcji prefabrykowanych we wszystkich obiektach sportowych i użyteczności publicznej),
- niższe koszty eksploatacji w porównaniu np. z konstrukcjami stalowymi - mniejszy przekrój dachu oznacza niższe koszty ogrzewania, a większa wytrzymałość elementów prefabrykowanych eliminuje konieczność usuwania śniegu,
- wysoka odporność na ogień,
- większa odporność na agresywne środowiska biologiczne i chemiczne.

Strategia spółki

Wzrost gospodarczy, który w ostatnich latach poprawił sytuację w branży budowlanej, a także rosnące znaczenie technologii prefabrykowanych zwiększą popyt na produkty Grupy. Dlatego też Grupa rozważa kontynuację rozpoczętych działań konsolidacyjnych (w 2012 roku Grupa zakupiła zakład w Bielsku-Białej) oraz dalsze przejęcia zakładów prefabrykacji, które mogą pozwolić na szybki wzrost mocy produkcyjnych i udziału w rynku, a docelowo wzmocnić wiodącą pozycję w sektorze w Polsce. W ocenie Zarządu Grupa jest w stanie zwiększyć efektywność dzięki przejęciom poprzez wykorzystanie posiadanego know-how w zakresie zarządzania i synergii kosztowych (głównie związanych z kosztami administracyjnymi, logistycznymi i zakupem materiałów) oraz poprzez zwiększenie siły przetargowej w realizacji zamówień.

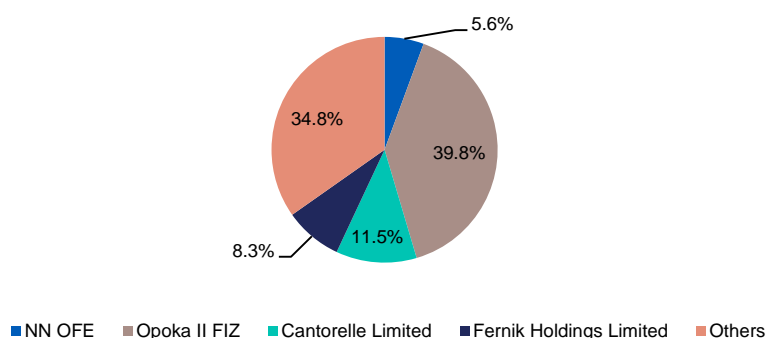
Obecnie Pekabex realizuje sprzedaż elementów prefabrykowanych na rynku skandynawskim (głównie norweskim i szwedzkim) oraz niemieckim. Pekabex zamierza zwiększyć sprzedaż na tych rynkach poprzez oferowanie coraz bardziej zaawansowanych i kompleksowych rozwiązań w zakresie konstrukcji prefabrykowanych.

Grupa chce również kontynuować działalność związaną z usługami produkcyjnymi w Niemczech. Ewentualna ekspansja i wzrost przychodów z tego segmentu będzie związana ze stopniowym pozyskiwaniem nowych klientów (wzrost organiczny). Uważamy, że spółka prawdopodobnie w najbliższych latach dokona akwizycji poza rynkiem krajowym (najprawdopodobniej w Niemczech) w celu zdobycia udziału w rynku oraz rozpoznawalności dzięki lokalnej marce. Obecnie nie uwzględniamy w naszej prognozie wpływu takich przejęć i fuzji.

Struktura akcjonariatu

Na dzień 24.06.2019 r. 39,81% akcji znajdowało się w spółce należącej do Opoka II FIZ, która należy do prywatnego przedsiębiorcy Pana Macieja Grabskiego. Cantorelle Limited posiada 11,55% udziałów w spółce, a Fernik Holdings (należący do obecnego prezesa Pekabexu Pana Roberta Jędrzejewskiego) ma 8,26% udziałów w Pekabex. NN OFE posiada 5,6% udziałów w spółce, reszta jest w posiadaniu innych polskich funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Kluczowi członkowie kadry zarządzającej wysokiego i średniego szczebla zostali wynagrodzeni programem motywacyjnym w formie opcji, przy czym ostatnia emisja akcji miała miejsce w dniu 17.06.2019. Wyemitowano 210 884 akcje. Nie spodziewamy się, aby spółka kontynuowała program motywacyjny oparty na kapitale dla kluczowego personelu.

Chart 18: Struktura akcjonariatu

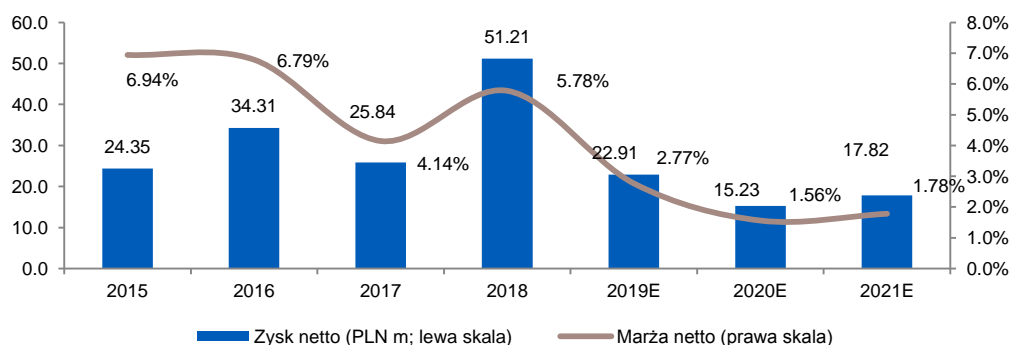


Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Prognoza zysków

Oczekujemy, że wynik finansowy Pekabex spadnie o 55,3% r/r do PLN 22,9 mln w 2019 roku i o kolejne 33,5% r/r do PLN 15,2m w 2020 roku. Zakładamy, że będzie to wynikać ze spadku zrealizowanej średniej ceny sprzedaży prefabrykatów oraz większego udziału generalnego wykonawstwa w całości sprzedaży, co obniża marże operacyjne. Spodziewamy się, że spółka odnotuje stawkę podatkową poniżej przeciętnej w latach 2020-2021 z powodu ulg podatkowych związanych z realizowaną inwestycją w piątym obiekcie spółki w Gdańsku. Następnie oczekujemy, że Pekabex powróci do ponadprzeciętnej stawki podatkowej (~20%), co wynika z ekspozycji na skandynawskie i niemieckie rynki zbytu.

Chart 19: Zysk netto (PLN m)



Source: Spółka, IPOPEMA Research

Prognoza przychodów

Przychody Pekabex dzielą się na trzy główne segmenty: prefabrykację, która oznacza produkcję materiałów prefabrykowanych w zakładach produkcyjnych spółki; usługi budowlane, które oznaczają generalne wykonawstwo związane z umowami na prefabrykaty oraz inne usługi produkcyjne, które są skoncentrowane na dostarczaniu siły roboczej głównie w Niemczech na rzecz klientów z sektora prefabrykatów, którzy zamawiają produkcję wyrobów prefabrykowanych w ich własnych zakładach produkcyjnych.

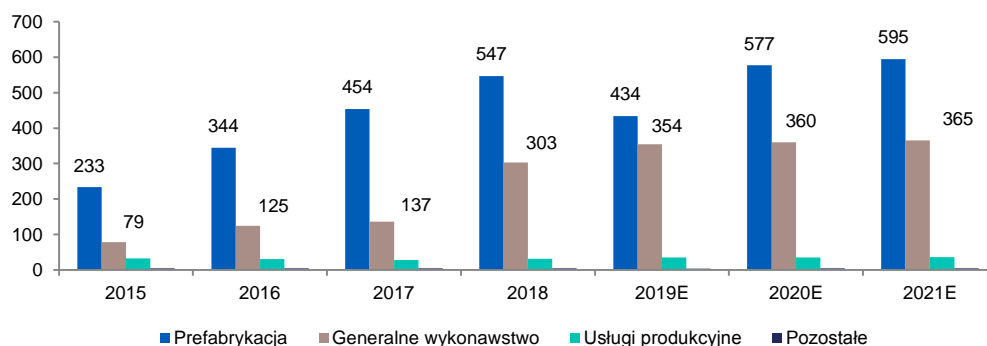
Prognozę przychodów opracowujemy w oparciu o naszą wizję makroekonomiczną Polski, która ma wpływ na rozwój sektora budowlanego, w którym działa Pekabex. Po oszałamiającym wzroście na poziomie 28,2% CAGR w lata 2014-2018 spodziewamy się, że kolejny 5-letni CAGR w latach 2018-2023 spadnie do poziomu 3,7%, co odzwierciedla nasz pogląd na obniżającą się dynamikę wzrostu polskiej gospodarki i sektora budowlanego. Oczekujemy jednak, że przychody w 2020 r. wzrosną o 17,9% r/r do PLN 976,5m, po spadku o 6,6% r/r do PLN 827,7m w 2019. Ten szybki wzrost jest spowodowany dodaniem kolejnego piątego zakładu produkcyjnego w Gdańsku o mocach produkcyjnych sięgających 70 000 m³. Nie oczekujemy, że Pekabex osiągnie

pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych w nowej fabryce, ponieważ jednocześnie oczekujemy, że spowolnienie makroekonomiczne przełoży się na obniżenie popytu na elementy prefabrykowane.

Pekabex sprzedaje swoje prefabrykaty wraz z usługą transportową. Gdy wyodrębnimy przychody z transportu (zakładamy, że 90% kosztów sprzedaży odpowiada za koszty transportu), otrzymujemy jednostkowy koszt za sztukę w wysokości PLN 2,719, +17.4% r/r, co odzwierciedla bardzo dochodowe kontrakty na prefabrykaty zrealizowane w 2018 roku. Oczekujemy, że średnia cena za wyprodukowaną sztukę będzie nadal rosła w 2019 r. o 10.2% r/r do PLN 2,995. Oczekujemy, że średnia zrealizowana cena spadnie o 5% r/r w 2020 r. do PLN 2,845, co odzwierciedla uruchomienie nowego zakładu produkcyjnego w Gdańsku, który ma zwiększyć moce produkcyjne płyt filigranowych rozwadniających średnią zrealizowaną cenę w Grupie. Następnie oczekujemy, że średni zrealizowany przychód na wyprodukowanych prefabrykatkach będzie rósł zgodnie z długoterminowym wskaźnikiem inflacji w Polsce, który zakładamy na poziomie około 2,0%.

Oczekujemy, że przychody z tytułu pełnienia przez spółkę roli generalnego wykonawcy wzrosną o 17% r/r do PLN 354,4m po wzroście o 122% r/r w 2018 roku. Odzwierciedla to naszą opinię, że w bieżącym roku spółka pozyskała więcej zleceń w segmencie generalnego wykonawcy niż w roku poprzednim, kiedy dominowały kontrakty na prefabrykację. Nie oczekujemy, że ambicją spółki jest rozwijanie roli generalnego wykonawcy w kolejnych latach i oczekujemy, że ta część przychodów będzie zachowywać się zgodnie ze wzrostem sektora budowlanego w Polsce.

Chart 20: Przychody (PLN m)



Source: Spółka, IPOPEMA Research

Główne rynki działalności spółki

Zdecydowana większość działalności spółki (78% przychodów w 2018 r.) koncentruje się w Polsce (ze względu na ograniczoną efektywność transportową prefabrykatów), Pekabex dostarcza swoje produkty również na rynki skandynawskie. Oznacza to przede wszystkim rynek szwedzki, jednak w 2018 roku przychody ze Skandynawii zmniejszyły się o 21% r/r ze względu na zmiany w szwedzkim prawie dotyczącym kredytów hipotecznych na budownictwo mieszkaniowe (wymagany wyższy wkład własny). Zarząd planuje zwiększyć ekspozycję na rynki skandynawskie poprzez wejście do Norwegii i Danii. Ponieważ jednak rynki te są bardziej oddalone niż Szwecja, nie spodziewamy się, aby w chwili obecnej miało to istotny wpływ na poziom przychodów i wydatków spółki.

Realizowane własne projekty mieszkaniowe są jednorazowe

Firma rozpoczęła działalność deweloperską w maju 2019 roku oddając klientom pierwsze mieszkania z projektu Jasielska. Są to dwa budynki zlokalizowane w Poznaniu. Kolejne 4 budynki (110 mieszkań) zostaną oddane do użytku we wrześniu 2020 roku. Spodziewamy się jedynie niewielkiego zysku na projekcie. Spółka podjęła się tych projektów, aby móc zaprezentować się potencjalnym klientom korporacyjnym i spróbować przekonać ich do stosowania technologii prefabrykatów w budowie mieszkań. Pekabex prawdopodobnie nie stanie się regularnym deweloperem z własnym bankiem ziemi i portfelem mieszkań.

Rozwój portfela zamówień

Portfel zamówień producentów prefabrykatów jest znacznie krótszy niż w przypadku generalnego wykonawstwa, biorąc pod uwagę profil produkcyjny tej branży. Średni czas trwania backlogu Pekabex wynosi od pięciu do siedmiu miesięcy. Na koniec 2018 roku portfel zamówień Pekabexu osiągnął PLN 308m, -33,6% r/r, co wynikało z wysokiej bazy w 2018 roku i było związane z wyjątkowo dużymi kontraktami realizowanymi dla operatorów logistycznych w tamtym roku. W ciągu ostatnich dwóch lat portfel zamówień na koniec roku stanowił ok. 42,4% przyszlizorocznej sprzedaży. Na koniec 1 kw. 2019 backlog wyniósł PLN 311,5m.

Table 21: Główne kontrakty w segmencie generalne wykonawstwo (PLN m)

Generalne wykonawstwo	Wartość (PLN m)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Piekarnia Szwajcarska	55,5												
Dwórzec Łódź Fabryczna	43,7												
Gazoport	41,5												
Hala Magazynowa CLP	40,7												
Olvia	72,5												
Olvia 7	35,3												
A-T SA rozbudowa budynku magazynowo – biurowego	25,0												
"AMC" sp. z o.o. w Luboku, generalnie wykonawstwo hali produkcyjnej	15,5												
Warszawski RolaSpozzyw czy Rynek Hurtowy Hala Handlowo-Logist	42,8												
Panattioni Development Europe	27,6												
Centrum Produkcyjno-Logistyczno-Magazynowe Panattioni Europe	42,9												
POC Industrial Center 94 sp. z o.o.	66,0												
Metrix Metal	20,6												
Accolade PL XI	27,7												
Miasto Poznań- Usługi Komunalne	30,7												
Kasjani Poland Markety	25,0												
Inter Europe	40,2												
Total	653,3												

Source: Spółka, IPOPEMA Research

Table 22: Główne kontrakty w prefabrykacji (PLN m)

Prefabrykacja	Wartość (PLN m)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Stadion Poznań	20,3												
Stadion Narodowy	39,0												
Fibrona Power Plant	28,2												
Poznań City Center	28,0												
Honda Przewy	3,9												
Rea Bielany	20,5												
Tunel pod Martwą Wisłą – Gdańsk	16,8												
CD Locum Inw estycje sp. z o.o., Galeria Handlowa „Stara Ujeżdżalnia”	20,3												
PORR S.A. Business Garden Poznań II	21,1												
Budimex SA Kaliszyn	25,3												
HochTief Polska SA Business Garden Wrocław	23,7												
SERV EONE POLAND LGC Advanced Battery Factory Plant - Phase 2	53,7												
NCC Sverige AB, Tollare Marina	15,4												
NCC Sverige, Högpunkten	8,7												
Veidekke Entreprenad AB, Brandömmen	15,8												
NCC Sverige AB, Linaberg 19	51,7												
Skanska Sverige AB, Kv. Sodeberg 4 w Kristianstad	13,4												
Skanska Sverige AB, Kv. Tygein 2 w Södra	9,9												
Skanska Sverige AB, Nya Hevas KV A w Göteborg	13,7												
Veidekke Entreprenad AB	9,0												
Probas Poland Reit	88,0												
Total	524,2												

Source: Spółka, IPOPEMA Research

Prognoza zysku operacyjnego

Oczekujemy, że EBITDA spółki spadnie w latach 2018-2023 w średniorocznym tempie wynoszącym 10,9%, co jest związane głównie z gwałtownym spadkiem zysku operacyjnego w 2019 roku. Oczekujemy, że EBITDA w 2019 r. wyniesie PLN 45,9m, -43,9% r/r, ponieważ spółka realizuje obecnie mniej rentowne kontrakty w prefabrykacji i ma większy udział kontraktów na generalne wykonawstwo, które z definicji są mniej rentowne niż produkcja. W 2020 r. spodziewamy się, że EBITDA spadnie o 10,4% r/r do PLN 41,2m ze względu na rosnącą bazę kosztową i malejącą średnią cenę realizacji produkcji prefabrykacji. Następnie oczekujemy, że EBITDA wzrośnie o 11,7% r/r w 2021 r. w związku z napływem nowych funduszy z UE oraz stabilizacją bazy kosztowej w miarę stagnacji gospodarki.

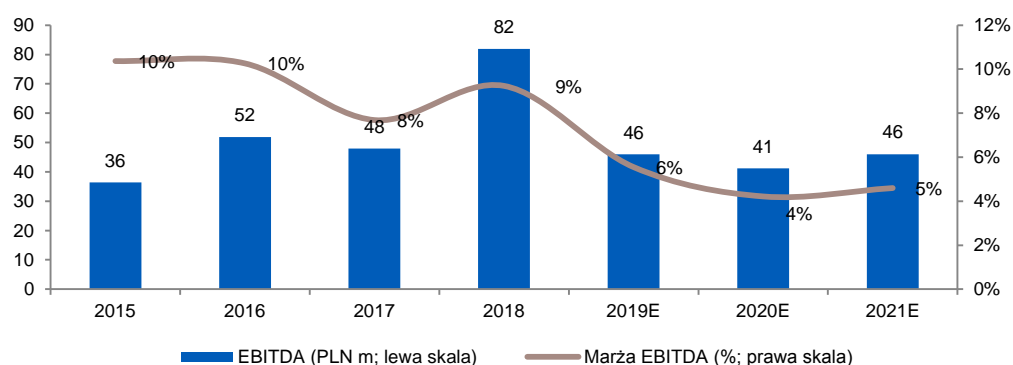
Kluczowe koszty operacyjne Pekabexu są związane z procesem produkcji prefabrykatów. Kluczowymi materiałami wykorzystywanymi przez grupę są stal, beton, akcesoria i kruszywa. Spółka podpisuje zazwyczaj roczne umowy ramowe na dostawy cementu, których cena jest w przeważającej mierze stała. Koszty stali są zabezpieczone na najbliższy kwartał i wydają się, że są w pełni transferowane na klientów końcowych. Kruszywa są kupowane regularnie, a ich cena ustalana jest na co najmniej kolejne 6 miesięcy. Skandynawskie kontrakty ramowe wyceniane są korzystniej niż krajowe, ponieważ pozwalają na osiągnięcie dwucyfrowych marż operacyjnych.

Roczne koszty energii elektrycznej stanowią mniej niż 1% całkowitych kosztów operacyjnych. Usługi zewnętrzne stanowią prawie dwie trzecie całkowitych kosztów (2018 r.) i są to przede wszystkim usługi związane z budową, procesem instalacji i usługami transportowymi. Zakładamy, że koszty transportu sięgały 90% kosztów sprzedaży, co oznacza PLN 31m, PLN 49m i PLN 53m

w okresie 2016-2018. Oczekujemy, że będą one rosły wraz ze wzrostem przychodów w kolejnych latach.

Ekspozycja Pekabeksu na ryzyko walutowe jest nieznaczna, gdyż zdecydowana większość kontraktów jest denominowana w PLN (w tym kontrakty w Skandynawii), natomiast ekspozycja przychodowa w EUR, NOK i SEK jest kompensowana kosztami pokrywanymi w tych walutach na kontraktach realizowanych w Skandynawii. Usługi produkcyjne spółki w Niemczech są denominowane w EUR, ale stanowią one mniej niż 5% przychodów grupy.

Chart 23: EBITDA (PLN m) I marża EBITDA (%)



Source: Spółka, IPOPEMA Research

Wrażliwość wyceny na marżę EBITDA i premię za ryzyko

Istnieje szereg ryzyk związanych z naszymi prognozami i podobnie jak wszystkie modele wyceny, nasze prognozy są wrażliwe na zmiany w założeniach. W naszej analizie wrażliwości zdecydowaliśmy się na wybór dwóch czynników. Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości naszej wyceny w stosunku do zmian premii za ryzyko kapitałowe w modelu DCF i zmian stopy wzrostu w okresie rezydualnym. Jednym z kluczowych czynników ryzyka dla naszej wyceny jest to, czy Pekabex jest w stanie osiągnąć nasze założenia marży EBITDA. Zdajemy sobie sprawę, że rentowność spółki jest w dużej mierze uzależniona od warunków panujących w sektorze budowlanym, wynikających z uwarunkowań makroekonomicznych, które w dużej mierze wpływają na popyt ze strony deweloperów komercyjnych i mieszkaniowych, a także operatorów logistycznych i innych podmiotów działających w przemyśle. Mimo to, wycena Pekabex jest pozytywnie skorelowana z poziomem marży EBITDA, ponieważ dźwignia operacyjna spółki jest ogromna. Zmiana marży EBITDA o 150 p.b. w stosunku do naszego założenia może zmienić naszą średnią wycenę o +/-79%.

Table 24: Wrażliwość wyceny DCF na poziom premii za ryzyko i stopę wzrostu w okresie rezydualnym

Wzrost FCF w końcowym okresie	Premia za ryzyko				
	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
1.0%	12.77	10.23	8.33	6.87	5.72
1.5%	13.93	11.03	8.92	7.31	6.06
2.0%	15.30	11.97	9.58	7.80	6.43
2.5%	16.94	13.05	10.34	8.35	6.84
3.0%	18.95	14.34	11.21	8.97	7.30

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki

Table 25: Wrażliwość wyceny DCF do poziomu marży EBITDA

	-150bp	-100bp	Marża EBITDA bazowa	+100bp	+150bp
DCF	1.99	4.55	9.58	14.64	17.15
% change	-79.2%	-52.5%		52.9%	79.1%

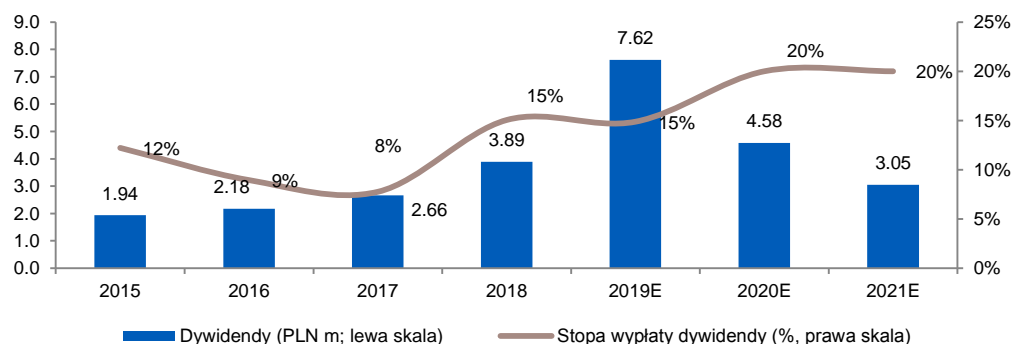
Source: IPOPEMA Research, dane spółki

Bilans i dywidendy

Oczekujemy, że Pekabex zwiększy dźwignię finansową z poziomu $-0,23x$ (długu netto/EBITDA) na koniec 2018 roku do $2,23x$ w 2019 roku i $2,83x$ w 2020 roku. Jest to związane z planem ekspansji spółki i budową piątego zakładu produkcyjnego (Gdańsk). Następnie oczekujemy, że spółka obniży wskaźnik długu netto/EBITDA do poziomu $1,86x$ w 2021 roku. Nie spodziewamy się żadnych fuzji i przejęć w naszym modelu, jednak uważamy, że gdyby takie zdarzenie miało miejsce, musiałoby zostać zrealizowane poprzez emisję akcji lub obligacji (w mniejszym stopniu). Uważamy, że Pekabex zapłaci w kolejnych latach (2020-2021) do 20% zysku netto i do 55% w dłuższym okresie. Spodziewamy się, że w 2019 roku Pekabex będzie potrzebował PLN 78,6m kapitału obrotowego, ponieważ spółka rozpoczyna realizację projektu inwestycyjnego Osiedle Jasielska i rozbudowę nowego zakładu produkcyjnego w Gdańsku. Zakładamy znaczny spadek tego wskaźnika w 2020 roku, ponieważ firma rozpoczyna przekazywanie mieszkań klientom i uruchamia nowy zakład produkcyjny.

Największym zagrożeniem dla spółki byłby szybki wzrost należności wynikających z kontraktu budowlanego, który rzuciłby cień na rentowność realizowanych kontraktów. Na dzień dzisiejszy, ponieważ portfel zamówień Pekabexu jest dość krótki (średnio około 6 miesięcy lub mniej), nie spodziewamy się wstrzymania płatności, co zagrażałoby płynności spółki.

Chart 26: Dividends (PLN m) and dividend payout ratio (%)

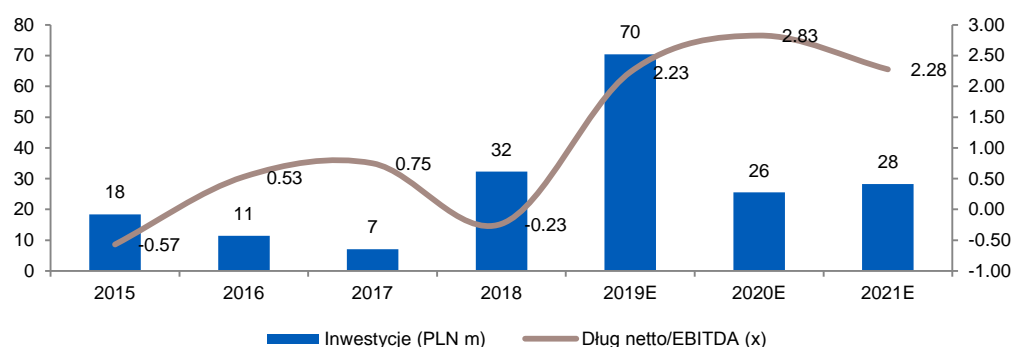


Source: IPOPEMA Research, dane spółki

Prognoza CAPEX

Spodziewamy się, że nakłady inwestycyjne Pekabex wzrosną w 2019 r., gdy spółka będzie zwiększać wydatki na nowy zakład produkcyjny w Gdańsku. Spodziewamy się, że w 2019 roku nakłady inwestycyjne wyniosą PLN 70,3m, czyli ponad dwukrotnie więcej niż w 2018 roku. Następnie oczekujemy, że spółka utrzyma jak najniższy poziom nakładów inwestycyjnych tylko na utrzymanie - wydatki spadną do PLN 25,5m w 2020 r. i PLN 28,3m w 2021 r. W naszym modelu nie zakładamy akwizycji.

Chart 27: Inwestycje (PLN m) i dług netto/EBITDA ratio (x)



Source: IPOPEMA Research, dane spółki

Ryzyka związane z wartością godziwą

Zmienność popytu

Dzięki swojemu modelowi biznesowemu opartemu o własne aktywa Pekabex jest w pełni narażony na lokalny popyt na konstrukcje prefabrykowane. Słaby popyt na takie produkty w latach 2000-03 zmusił firmę do wszczęcia postępowania upadłościowego. Elementy prefabrykowane są szeroko stosowane w budownictwie obiektów przemysłowych i magazynów, na które popyt jest bezpośrednio związany z perspektywami makroekonomicznymi i zachętami dla inwestorów prywatnych do inwestowania.

Niekorzystny trend na rynkach cen materiałów i usług

Elementy prefabrykowane zyskały popularność dzięki postępowi technologicznemu (rosnąca wytrzymałość i elastyczność elementów prefabrykowanych), częściowo zautomatyzowanemu procesowi produkcji oraz przewadze kosztowej nad konstrukcją stalową (ze względu na mniejsze zużycie siły roboczej). Niekorzystne tendencje, takie jak rosnące koszty surowców (koszty betonu wzrosły o ponad 50% w ciągu ostatnich 3 lat), czy też inflacja kosztów usług transportowych, mogą ograniczyć rentowność firmy.

Możliwy wzrost konkurencji

Biorąc pod uwagę wyższą rentowność firmy, wynikającą ze złożonych rozwiązań i rosnącej skali działalności, kilku lokalnych konkurentów może próbować naśladować model biznesowy Pekabex, co mogłoby potencjalnie zwiększyć konkurencję w najważniejszych segmentach firmy.

Brak siły roboczej

Niedobór wykwalifikowanej siły roboczej w budownictwie może spowodować, że Pekabex nie będzie miał wystarczającej liczby pracowników do prowadzenia działalności gospodarczej. Obecnie w polskim budownictwie notuje się niedobór wykwalifikowanej siły roboczej. Pogorszenie sytuacji stanowiłoby istotne ryzyko dla Pekabexu: niedobór siły roboczej miałby negatywny wpływ na wydajność, koszty i zdolność firmy do utrzymania lub zwiększenia produkcji. Z jednej strony firma ma naturalną przewagę w porównaniu z klasycznymi firmami budowlanymi ze względu na dużą automatyzację procesu produkcyjnego. Nowy zakład w Gdańsku (którego otwarcie planowane jest na koniec 2019 r.) potrzebuje zaledwie 15 pracowników. Jednak dalszy spadek stopy bezrobocia może budzić obawy w segmencie generalnych wykonawstwa i jeszcze bardziej uszczuplać marże.

Presja płacowa

W Polsce płace wzrosły w czerwcu 2019 r. o 5,3%. Jeśli tendencja się utrzyma, może to wywoływać dalszą presję na wyniki firmy.

Wzrost należności

Największym zagrożeniem dla spółki byłby szybki wzrost należności wynikających z kontraktów budowlanych, który rzuciłby cień na ich rentowność. Na dzień dzisiejszy, ponieważ portfel zamówień Pekabexu jest dość krótki (średnio około 6 miesięcy lub mniej), nie spodziewamy się wstrzymania płatności, który zagrażałby płynności spółki.

Spowolnienie gospodarcze

Szacunki dotyczące gospodarki polskiej, szwedzkiej i niemieckiej wskazują na niższe stopy wzrostu PKB w przyszłości. W rezultacie część inwestycji może zostać zawieszona, co budzi wątpliwości co do poziomu przyszłych zamówień. Zmniejszające się fundusze unijne prawdopodobnie spotęgują problem.

Finanse

Tabela 28: Pekabex Rachunek zysków i strat (PLN m)

Rachunek Zysków i Strat (PLN m)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	350.7	505.4	623.3	886.3	827.7	976.5	1,000.2
Koszty	-290.6	-423.6	-507.6	-722.1	-710.4	-843.5	-860.8
Zysk Brutto	60.0	81.8	115.7	164.2	117.4	133.1	139.4
Koszty sprzedaży i administracji	-37.9	-57.1	-81.4	-91.3	-89.9	-114.8	-118.0
Pozostałe koszty/przychody	7.4	16.1	0.7	-5.4	2.6	3.0	3.1
EBIT	29.6	40.9	35.0	67.5	30.0	21.4	24.5
Działalność finansowa	-0.7	-1.0	-2.7	-3.4	-1.2	-3.4	-3.5
Udział w zyskach	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed podatkiem	28.8	39.8	32.3	64.1	28.9	17.9	21.0
Podatek	-4.5	-5.5	-6.5	-12.9	-6.0	-2.7	-3.1
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	24.3	34.3	25.8	51.2	22.9	15.2	17.8
EBITDA	36.4	51.9	47.9	81.9	45.9	41.2	46.0

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki, Bloomberg

Tabela 29: Pekabex Bilans (PLN m)

BALANCE SHEET (PLN m)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa trwałe	175.0	246.1	244.2	259.6	315.4	322.0	328.9
Aktywa Trwałe	155.2	225.9	224.3	236.7	289.9	293.6	297.6
Goodwill	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
Nieruchomości inwestycyjne	4.3	4.0	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3
Należności	1.6	2.1	1.7	2.7	4.1	4.9	5.0
Pozostałe	1.6	1.8	1.8	3.6	4.8	6.9	9.7
Aktywa bieżące	138.7	196.1	235.5	383.5	375.7	419.4	432.1
Zapasy	17.7	30.1	44.5	63.6	81.7	80.9	75.5
Należności z usług budowlanych	5.6	18.3	20.7	21.1	34.0	32.1	32.9
Należności handlowe	67.6	123.4	151.9	201.3	249.5	294.3	301.4
Gotówka	44.0	22.4	15.7	95.2	8.3	9.8	20.0
Pozostałe	3.9	1.9	2.7	2.2	2.2	2.3	2.3
Aktywa razem	313.7	442.2	479.7	643.1	691.1	741.3	761.0
Kapitał Własny	179.2	212.2	237.6	285.4	300.9	311.6	326.3
Zobowiązania długoterminowe	53.4	79.3	77.8	83.2	82.0	86.8	87.5
Dług	19.3	42.7	43.9	55.8	55.8	55.8	55.8
Leasing	4.9	6.8	6.5	9.6	9.5	11.2	11.5
Odroczony podatek	13.8	14.2	12.0	3.4	3.3	3.9	4.0
Rezerwy	6.3	5.6	5.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Pozostałe zobowiązania	9.1	10.0	9.9	13.8	12.9	15.2	15.5
Zobowiązania krótkoterminowe	81.2	150.7	164.4	274.6	308.2	343.0	347.2
Dług	4.0	7.2	7.7	20.2	55.0	70.3	68.9
Zobowiązania z usług budowlanych	0.0	0.0	15.6	39.1	38.9	46.2	47.2
Zobowiązania do pracowników	6.6	10.6	11.3	15.2	14.9	17.7	18.1
Zobowiązania finansowe	1.1	3.6	3.4	14.7	14.4	17.1	17.5
Leasing	2.9	3.7	4.2	4.7	4.1	4.9	5.0
Rezerwy	1.2	4.3	6.2	11.4	10.8	12.7	13.0
Pozostałe	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.7	0.7
Zobowiązania handlowe	65.1	121.1	116.0	168.5	169.3	173.3	176.9
Zobowiązania i Kapitał Razem	313.7	442.2	479.7	643.1	691.1	741.3	761.0

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki, Bloomberg

Tabela 30: Pekabex Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)

Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Zysk netto	24.3	34.3	25.8	51.2	22.9	15.2	17.8
Amortyzacja	6.8	11.0	12.9	14.4	15.9	19.8	21.5
Zmiana w kapitale pracującym	-10.9	-16.2	-33.2	24.9	-78.6	-30.8	2.0
Pozostałe	-9.8	-10.8	2.7	8.4	-3.5	9.5	1.3
Przepływy z działalności operacyjnej	10.4	18.3	8.3	98.8	-43.3	13.8	42.6
Inwestycje	-18.4	-11.4	-7.1	-32.3	-70.4	-25.5	-28.3
Pozostałe	1.3	3.3	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-17.1	-8.1	-7.1	-32.6	-70.4	-25.5	-28.3
Wolny przepływ gotówki	-6.6	10.2	1.2	66.2	-113.7	-11.7	14.4
Zmiana długu	18.0	19.9	1.7	24.5	34.8	15.3	-1.4
Dywidendy	-1.9	-2.2	-2.7	-3.9	-7.6	-4.6	-3.0
Pozostałe	-2.6	0.0	-2.8	-2.5	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	13.5	17.7	-3.8	18.1	27.2	10.7	-4.5
Cały przepływ gotówki	6.9	27.9	-2.6	84.3	-86.5	-1.0	9.9
Gotówka na początku okresu	36.4	44.0	22.4	15.7	95.2	8.3	9.8
Gotówka na końcu okresu	44.0	22.4	15.7	95.2	8.3	9.8	20.0

Źródło: IPOPEMA Research, dane spółki, Bloomberg

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie („Program”) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A („GPW”). Szczegółowe informacje o Programie dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwwa>. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A a GPW.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie bez obowiązku informowania o tym fakcie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy i promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględnienia potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wymiowanego przez ww. spółkę.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które często wiążą się z porównaniami z wybranymi firmami partnerskimi. Modele przepływów pieniężnych zawierają prognozy przepływów pieniężnych, które napływają do firmy i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Porównania porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jak kosztowne może być jedno przedsiębiorstwo w stosunku do wybranego komparatora. Subiektywne opinie autora lub autorów dokumentu, ukształtowane przez ich wiedzę i doświadczenie, odgrywają istotną rolę w wycenie. Uwzględniono również założenia dotyczące wielu zmiennych ekonomicznych, w szczególności stóp procentowych, inflacji i kursów walutowych, a zróżnicowanie tych założeń może prowadzić do znacząco odmiennych opinii. Siłą modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest bliższa uwaga firmy na samodzielne działanie i powiązanie wyceny z jej podstawową wartością. Stabiłością takiej metody jest liczba założeń, które należy przyjąć i wynikająca z nich wrażliwość na te założenia. Metody porównawcze różnorodnych są mniej zależne od osądu analityka co do poszczególnych parametrów, jednak problem z tą metodą pojawia się, gdy komparator równorzędny jest nadmiernie lub niedowartościowany. Co więcej, wiodące wielokrotności (w oparciu o przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne) obejmują szacunkowe wartości analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Przewiduje się, że raport analityczny dotyczący spółki będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządzała rekomendacji dotyczących spółki.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę publikacji dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
 Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
 LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
 NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
 Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez łączne przychody bankowe.
 ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.
 ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.
 EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.
 EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją i amortyzacją.
 EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).
 Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.
 Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w pewnym okresie czasu.
 CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.
 BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.
 P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.
 DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.
 DY - stopa dywidendy - dywidenda w danym roku podzielona przez bieżącą cenę.
 DDM - model dyskontowy dywidendy - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.
 FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	powyżej 10%
Trzymaj	między (włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	poniżej 0%

IPOPEMA Research – Rozkład według kategorii rekomendacji (1 stycznia – 30 czerwca 2019)		
	Number	%
Kup	6	40%

Trzymaj	6	40%
Sprzedaj	3	20%
Suma	15	100%

Historia ratingu – xx

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
05.08.2019	TRZYMAJ	9,27	9,90	Robert Maj Mateusz Tront