

Pekabex

W czasach spowolnienia

Polska gospodarka tak jak inne gospodarki na świecie wpada w recesję wywołaną przez pandemię koronawirusa. Według Pawła Borysa, szefa PFR wzrost gospodarczy w drugim kwartale spadnie między 5 a 10% a cały rok również najpewniej zanotuje spadek. Według niego, wychodzenie z recesji będzie powolne, raczej będzie przypominać literę U a nie V, i z odbiciem gospodarczym notowanym raczej dopiero bliżej końca obecnego roku. Rynek budowlany jest odporniejszy na zawirowania przede wszystkim dla tych firm, które operują na rynku długoterminowych zamówień infrastrukturalnych, finansowanych przez rząd czy Unię Europejską. Z kontraktów długoterminowych o gwarantowanym finansowaniu trudniej bowiem szybko zrezygnować. Z drugiej strony, krótkie kontrakty budowlane, ogłaszane przez sektor prywatny wydają się być bardziej podatne na redukcje, gdyż w chwilach spowolnienia najszybciej obcinane są wydatki inwestycyjne. Pekabex, operuje przede wszystkim na rynku krótko i średnioterminowych kontraktów, zamawianych w większości przez sektor prywatny. Na koniec trzeciego kwartału 2019 (ostatnie zaraportowane dane) firma miała PLN 648m kontraktów w portfelu, z czego tylko PLN 340m na rok 2020. Sądymy, że w obecnych warunkach makroekonomicznych dużym wyzwaniem będzie całkowite wypełnienie portfela zamówień. Dlatego też, obniżyliśmy naszą prognozę przychodów o 34.1% dla 2020 i 31.8% na 2021 a także obniżyliśmy naszą prognozę EBITDA odpowiednio o 15.3% i 14.3% w tym samym okresie. EBITDA spadnie mniej gdyż wierzymy, że Pekabex będzie w stanie częściowo dostosować swoją strukturę kosztową do nowych warunków. Tym samym obniżamy naszą wycenę o 35.3% a wartość godziwą z PLN 9.27 do PLN 6.00 co ma 14% potencjał spadku. Rekomendację obniżamy z Trzymaj do Sprzedaj.

Prognoza na 4 kwartał 2019: Pekabex opublikuje swoje wyniki za 4Q19 20 kwietnia. Oczekujemy, że wynik netto osiągnie PLN 8.3m, -20.1%/r. Spółka poinformowała już o swoich wolumenach produkcyjnych, które wzrosły w tym okresie o 10.3%/r do 41,770 metrów sześciennych. Oczekujemy, że zrealizowana cena pozostała na apodobnym poziomie co kwartał temu, czyli PLN 2600/m³. Tak więc oczekujemy spadków przychodów o 22.2%/r do PLN 186.9m. Oczekujemy wzrostu kosztów o 6.6%/k do PLN 159.4m. Oczekujemy, że koszty stałe pozostały na poziomie PLN 17m (tak jak w 3Q19). Zakładamy, że EBITDA spadnie o 20.7%/r na PLN 14.3m w 4Q19.

Dług ciągle niski ale nie oczekujemy dywidendy za 2019 rok: Pekabex zanotował dług netto/EBITDA na poziomie 0.15x – zakładamy, że ten poziom wzrósł do 0.7x na koniec roku i wzrośnie dalej do poziomu 1.1x i 1.2x w okresie 2020-2021. Ten poziom długu uważamy za niski zwłaszcza, że spółka zakończyła właśnie swoją inwestycję w Gdańsku natomiast sądymy, że Pekabex nie wypłaci dywidendy za 2019 zgodnie z obecnym trendem rynkowym gdzie dużą wartością jest zachowanie płynności w trudnym otoczeniu makro. Pekabex notowany jest na poziomie 6.1x 2020 EV/EBITDA, co oznacza 10.7% premii do porównywalnych spółek europejskich. Sądymy, że jest to powodem dużo gorszej sytuacji na rynku budowlanym w Europie Zachodniej gdzie np Strabag w Austrii wstrzymał całkowicie budowy.

Tabela 1. Pekabex dane finansowe, (PLN m)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	350.7	505.4	623.3	886.3	715.7	643.3	681.7
EBIT	29.6	40.9	35.0	67.5	36.4	18.8	18.1
EBITDA	36.4	51.9	47.9	81.9	52.4	34.9	39.4
Zysk netto	24.3	34.3	25.8	51.2	28.8	15.3	16.3
EPS	1.1	1.4	1.1	2.1	1.2	0.6	0.7
DPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.0	0.1
P/E (x)	6.5	4.9	6.6	3.3	6.0	11.2	10.6
EV/EBITDA (x)	3.8	3.8	4.3	1.8	4.0	6.1	5.5

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

CONSTRUCTION

Pekabex

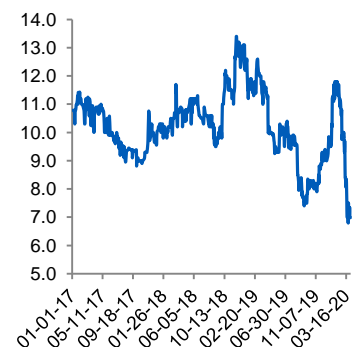
Sprzedaj

FV PLN 6.00 z PLN 9.27

14.0% potencjału spadku

Cena 03 Kwietnia 2020 PLN 6.98

Rekomendacja obniżona



Dane o akcjach

Liczba akcji (m)	24.6
Kapitalizacja (EUR m)	40.2
12M śr. dzienny wolumen (000)	8.0
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M high/low (PLN)	12.00/6.50
WIG weight (%)	0.03
Reuters	PBX.WA
Bloomberg	PBX.PW

Stopa Zwrotu

1M	-30.20%
3M	-26.53%
12M	-37.33%

Akcjonariusze

Opoka II FIZ	39.81%
Cantorelle Limited	11.55%
Fernik Holdings Limited	8.33%
NN OFE	5.56%

Analitik

Robert Maj
 robert.maj@ipopema.pl
 + 48 22 236 92 90

Pekabex

SPRZEDAJ Wartość godziwa PLN 6.00

Kapitalizacja EUR 40.2m Potencjał spadku -14.0%

Wskaźniki	2017	2018	2019E	2020E	2021E
C/Z (x)	6.6	3.3	6.0	11.2	10.6
EV/EBITDA (x)	4.3	1.8	4.0	6.1	5.5
EV/Sprzedaż (x)	0.33	0.17	0.29	0.33	0.32
P/Wk (x)	0.72	0.60	0.56	0.53	0.51
Stopa cash flow (%)	1%	39%	-3%	-4%	-3%
Stopa dywidendy (%)	2%	2%	4%	0%	2%

Na akcje	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Liczba akcji (m)	24.4	24.4	24.6	24.6	24.6
EPS (PLN)	1.1	2.1	1.2	0.6	0.7
BVPS (PLN)	9.74	11.71	12.48	13.11	13.64
FCFPS (PLN)	0.05	2.72	-0.23	-0.29	-0.22
DPS (PLN)	0.11	0.16	0.31	0.00	0.12

Zmiana r/r (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	23.3%	42.2%	-19.3%	-10.1%	6.0%
EBITDA	-7.6%	71.0%	-36.1%	-33.4%	13.1%
EBIT	-14.4%	92.9%	-46.0%	-48.3%	-3.6%
Zysk przed podatkiem	-18.9%	98.3%	-43.2%	-48.3%	-4.0%
Zyck Netto	-24.7%	98.2%	-43.8%	-46.7%	5.9%

Dźwignia finansowa	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Marża brutto (%)	18.6%	18.5%	16.2%	14.3%	14.2%
Marża EBITDA (%)	-7.6%	71.0%	-36.1%	-33.4%	13.1%
Marża EBIT (%)	-14.4%	92.9%	-46.0%	-48.3%	-3.6%
Marża netto (%)	-24.7%	98.2%	-43.8%	-46.7%	5.9%
Dług netto / EBITDA (x)	0.75	-0.23	0.73	1.14	1.17
Dług netto/ Kapitał (x)	0.15	-0.07	0.12	0.12	0.14
Dźwignia finansowa (x)	0.98	1.01	0.97	0.93	0.90
ROE (%)	11.5%	19.6%	9.7%	4.9%	4.9%
ROA (%)	11.8%	19.4%	10.1%	5.2%	5.5%
ROCE (%)	11.1%	18.3%	9.5%	4.7%	4.4%

Założenia	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Produkcja (k m3)	175	182	143	162	178
Średnia cena(kPLN)	2.6	3.0	2.8	2.8	2.9
Cena bez transp.(kPLN)	2.3	2.7	2.5	2.4	2.4
Sprzedaż prefabr.(PLN r)	453.6	546.9	394.1	424.2	475.9
GW. (PLN m)	136.6	303.0	260.1	160.0	160.9
Produkcja (PLN m)	28.3	31.6	36.5	39.1	39.9
Inna sprzedaż (PLN m)	4.9	4.9	3.8	5.0	5.0
Nieruchomości (PLN m)	0.0	0.0	21.2	15.0	0.0
Polska GDP (%)	4.9%	5.2%	4.1%	-3.0%	1.0%
Polska CPI (%)	2.0%	2.1%	2.2%	3.0%	2.0%
Rynek budowlany(%)	12.0%	9.2%	2.6%	-3.2%	0.6%
USD PLN (średni)	3.77	3.61	3.84	4.20	4.20
EURPLN (średni)	4.18	4.26	4.30	4.30	4.30

RZIS (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	505.4	623.3	886.3	715.7	643.3	681.7
Koszty	-423.6	-507.6	-722.1	-599.7	-551.2	-584.6
Zysk brutto	81.8	115.7	164.2	115.9	92.0	97.1
EBIT	40.9	35.0	67.5	36.4	18.8	18.1
prefabrykacja	29.1	52.8	96.6	41.3	38.2	42.8
generalne wykonawstwo	13.9	4.2	4.3	18.7	-0.2	6.4
usługi produkcyjne	1.9	2.6	5.6	5.6	5.5	4.4
Pozostałe i nieruchomości	2.4	1.7	1.3	1.8	3.3	1.5
Korekty	-6.4	-26.4	-40.3	-31.0	-27.9	-37.0
EBITDA	51.9	47.9	81.9	52.4	34.9	39.4
Działalność finansowa	-1.0	-2.7	-3.4	-0.1	0.0	-0.1
Udział w jednostkach kons.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed podatkiem	39.8	32.3	64.1	36.4	18.8	18.1
Podatek	-5.5	-6.5	-12.9	-7.6	-3.5	-1.8
Zysk netto	34.3	25.8	51.2	28.8	15.3	16.3

Bilans (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa trwałe	246.1	244.2	259.6	318.1	315.8	319.8
Wartości niematerialne	13.4	13.5	15.1	16.4	18.3	21.1
Aktywa trwałe	225.9	224.3	236.7	293.2	289.4	290.4
Należności	2.1	1.7	2.7	3.6	3.2	3.4
Aktywa krótkoterminowe	196.1	235.5	383.5	323.4	265.5	287.5
Zapasy	30.1	44.5	63.6	57.5	57.4	60.9
Należności z kontraktów	18.3	20.7	21.1	29.4	21.1	22.4
Gotówka	22.4	15.7	95.2	71.6	38.6	34.1
Inne krótkoterminowe aktywa	125.3	154.6	203.6	164.9	148.3	170.2
Aktywa Razem	442.2	479.7	643.1	641.5	581.3	607.4
Kapitał	212.2	237.6	285.4	306.8	322.1	335.3
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długotermin.	79.3	77.8	83.2	78.2	76.1	77.4
Pozyczki i leasing	49.5	50.3	65.4	63.8	63.1	63.6
Inne	29.8	27.4	17.8	14.4	13.0	13.8
Zobowiązania krótkotermin.	150.7	164.4	274.6	256.5	183.0	194.7
Zobowiązania handlowe	121.1	116.0	168.5	143.0	105.7	112.1
Pozyczki i leasing	11.0	11.9	25.0	45.9	15.3	16.8
Inne	18.6	36.5	81.1	67.7	62.0	65.8
Kapitał i zobowiązania	442.2	479.7	643.1	641.5	581.3	607.4
Obrót zapasów (dni)	25.9	32.0	32.2	35.0	38.0	38.0
Obrót należności (dni)	89.1	89.0	82.9	83.0	83.0	90.0
Net debt (PLN m)	27.5	35.9	-19.2	38.1	39.8	46.3

CASH FLOW (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Cash Flow operacyjny	18.3	8.3	98.8	38.1	16.5	21.6
Zysk netto	34.3	25.8	51.2	28.8	15.3	16.3
Amortyzacja	11.0	12.9	14.4	15.9	20.0	21.3
Zmiana w kapitał obrotowym	-16.2	-33.2	24.9	4.5	-15.0	-18.3
Inne	-10.8	2.7	8.4	-23.1	2.8	2.2
Cash flow inwestycyjny	-57.6	-7.1	-32.6	-74.4	-18.1	-25.1
Inwestycje	-11.4	-7.1	-32.3	-74.4	-18.1	-25.1
Inwestycje w jedn. Zależne	-49.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	3.3	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
Cash flow finansowy	17.7	-7.9	13.3	12.7	-31.3	-1.1
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0	0.0
Zmiana długu	19.9	1.7	24.5	22.1	-30.3	1.4
Dywidenda	-2.2	-2.7	-3.9	-7.6	0.0	-3.1
Inne	0.0	-6.9	-7.4	-2.1	-1.0	0.6
Zmiana w gotówce	-21.6	-6.7	79.5	-23.7	-33.0	-4.5
Gotówka na koniec okresu	22.4	15.7	95.2	71.6	38.6	34.1

Source: Company data, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Porównując do median spółek międzynarodowych, które notowane są przy 2020E EV/EBITDA 5.5x, Pekabex notowany jest przy 6.1x, co stanowi 10.7% premii. Sądzymy, że wskaźnik przy którym notowany jest Pekabex powinien być mniejszy z uwagi na zbliżającą się recesję w Polsce.

Tabela 2. Pekabex vs międzynarodowe spółki porównywalne

Cena (LCU)	Ticker	Nazwa	P/E			EV/EBITDA			Dividend yield		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
14.4	ABGV.VI	PORR	15.8	12.7	7.2	5.2	5.0	4.3	2.8	4.6	6.5
20.1	STRV.VI	STRABAG	6.5	6.6	6.3	1.9	2.0	1.9	6.6	6.5	7.1
15.0	WBSV.VI	WIENERBERGER	7.0	8.4	7.7	4.3	5.5	4.7	4.5	4.8	4.6
13.5	TKFEN.IS	TEKFEN HOLDING	2.9	4.9	5.2	0.8	1.4	1.6	9.7	10.2	7.0
6.0	ENKAI.IS	ENKA INSAAT	7.1	7.0	6.8	6.5	5.6	4.7	6.1	5.8	6.6
6.4	CIMSA.IS	CIMSA CIMENTO	19.5	9.1	5.0	8.0	5.4	4.7	0.0	3.9	10.7
221.8	BALF.L	BALFOUR BEATTY PLC	8.4	9.3	7.8	5.5	5.8	5.0	3.3	3.2	4.1
10.0	B5AG.DE	BAUER AG	NaN	13.0	7.4	5.9	4.7	4.3	1.0	1.3	1.7
7.3	FCC.MC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	9.5	8.9	8.5	7.1	6.7	6.6	4.9	5.1	5.5
60.3	HOTG.DE	HOCHTIEF AG	NaN	7.1	6.0	2.4	2.5	2.3	9.7	7.8	9.2
0.6	OHL.MC	OBRASCON HUARTE LAIN SA	NaN	NaN	8.4	2.9	2.1	1.6	0.0	0.0	0.0
1.4	SCYR.MC	SACYR SA	8.8	6.9	4.9	8.5	9.2	7.7	8.4	8.2	8.9
151.8	SKAb.ST	SKANSKA AB	9.2	9.8	9.5	6.7	7.0	6.8	4.5	4.6	5.0
25.4	BOUY.PA	BOUYGUES SA	8.5	12.0	8.0	4.4	4.8	4.0	7.0	7.4	7.1
1.1	MOTA.LS	MOTA ENGIL SGPS SA	10.8	4.7	3.7	5.0	4.3	4.1	5.0	3.8	9.8
17.2	ACS.MC	ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA	5.4	7.7	5.9	2.4	2.8	2.5	11.2	9.3	10.8
91.2	ANA.MC	ACCIONA SA	16.5	19.7	16.3	8.4	8.5	7.9	4.1	4.3	4.5
20.8	FER.MC	FERROVIAL SA	43.5	85.9	37.0	113.8	44.3	33.6	3.5	3.6	3.7
62.8	FOUG.PA	EIFFAGE SA	8.2	14.1	8.7	6.2	8.0	6.5	4.5	4.3	5.2
13.5	GBFG.DE	BILFINGER SE	9.8	10.6	5.4	2.9	3.2	2.4	8.0	8.0	9.2
3.9	YIT.HE	YIT OYJ	8.3	9.3	7.6	8.4	8.8	8.4	7.5	7.6	7.8
1.2	SALI.MI	SALINI IMPREGILO SPA	10.7	13.2	9.9	5.9	5.9	5.5	2.3	2.0	2.6
65.1	SGEF.PA	VINCI SA	10.9	15.1	11.0	8.0	10.3	8.0	4.7	4.3	5.1
		MEDIAN	9.0	9.3	7.6	5.9	5.5	4.7	4.7	4.6	6.5
7.0	PBX.WA	PEKABEX	6.0	11.2	10.6	4.0	6.1	5.5	4.4	0.0	1.8
		Premia/dyskonto do mediany Pekabex	-33.8%	20.6%	39.7%	-31.8%	10.7%	17.3%	-4.7%	na	-72.3%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

4Q19 prognoza wyników kwartalnych

Tabela 3. Prognoza wyników kwartalnych

	4Q18	3Q19	4Q19E	y/y	q/q	2018	2019E	y/y
Przychody	240.3	178.9	186.9	-22.2%	4.5%	886.3	715.7	-19.3%
Koszty produkcji sprzedanej	-208.4	-149.6	-159.4	-23.5%	6.6%	-722.1	-599.7	-17.0%
Zysk na sprzedaży	31.9	29.3	27.5	-13.7%	-6.0%	164.2	115.9	-29.4%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-21.3	-17.7	-17.0	-20.1%	-4.0%	-91.3	-74.3	-18.7%
Pozostałe przychody i koszty	3.5	-2.2	-0.3	-108.5%	-86.4%	-5.4	-5.2	n/a
Zysk operacyjny	14.2	9.4	10.2	-27.8%	9.0%	67.5	36.4	-46.0%
Przychody i koszty finansowe	-1.7	0.9	0.0	-100.0%	-100.0%	-3.4	-0.1	n/a
Zysk przed opodatkowaniem	12.5	10.3	10.2	-17.8%	-0.3%	64.1	36.4	-43.2%
Podatek dochodowy	-2.1	-2.1	-1.9	-6.7%	-5.5%	-12.9	-7.6	-41.0%
Zysk netto	10.4	8.2	8.3	-20.1%	1.1%	51.2	28.8	-43.8%
EBITDA	18.0	13.4	14.3	-20.7%	6.3%	81.9	52.4	-36.1%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Sekcja ESG

Środowisko

Pekabex przywiązuje dużo uwagi do kwestii środowiska. Wprowadzone zostały liczne środki bezpieczeństwa w celu kontroli emisji oraz zapobieganiu awariom środowiskowym. Co więcej, grupa zwiększyła kontrole nad odpadami, na poziomie montażu nawet 100% użytych materiałów może być ponownie wykorzystanych. Grupa prowadzi środowiskową politykę poprzez ograniczenie zużycia materiałów naturalnych, 90% kupowanej stali pozyskiwana jest z materiału przetworzonego. Zostały także wprowadzone optymalizacje zużycia surowców: recykling, kontrola odpadów, zamknięty obieg wody. Również ze strony logistyki firma jest oparta wyłącznie o firmy, które przestrzegają co najmniej standardów Euro 6 w zakresie emisji spalin.

Społeczne

Grupie zależy na dzieleniu się doświadczeniem oraz wspieraniu aktywnym instytucji edukacyjnych w Polsce, jak na przykład Wyższej Szkoły Logistyki w Poznaniu czy Państwowych Szkół Budownictwa w Gdańsku.

Zarządzanie

Pekabex dba o częste spotkania kadr pracowniczych w celu poprawy komunikacyjności. Wyniki kwartalne i roczne są publikowane w ramach wyznaczonych prawem terminów.

Zmiany w prognozach

Tabela 4. Zmiana w prognozach

PLN m	2019E			2020E			2021E		
	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)
Przychody	827.7	715.7	-13.5%	976.5	643.3	-34.1%	1,000.2	681.7	-31.8%
Zysk brutto	117.4	115.9	-1.2%	133.1	92.0	-30.9%	139.4	97.1	-30.3%
EBIT	30.0	36.4	21.3%	21.4	18.8	-11.9%	24.5	18.1	-26.0%
Zysk netto	22.9	28.8	25.7%	15.2	15.3	0.7%	17.8	16.3	-8.8%
EBITDA	45.93	52.35	14.0%	41.17	34.86	-15.3%	45.97	39.42	-14.3%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Dane Finansowe

Tabela 5. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	350.7	505.4	623.3	886.3	715.7	643.3	681.7
Koszty	-290.6	-423.6	-507.6	-722.1	-599.7	-551.2	-584.6
Zysk Brutto	60.0	81.8	115.7	164.2	115.9	92.0	97.1
Koszty sprzedaży i administracji	-37.9	-57.1	-81.4	-91.3	-74.3	-68.0	-73.8
Pozostałe koszty/przychody	7.4	16.1	0.7	-5.4	-5.2	-5.2	-5.1
EBIT	29.6	40.9	35.0	67.5	36.4	18.8	18.1
Działalność finansowa	-0.7	-1.0	-2.7	-3.4	-0.1	0.0	-0.1
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	36.4	18.8	18.1
Podatek	-4.5	-5.5	-6.5	-12.9	-7.6	-3.5	-1.8
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	28.8	15.3	16.3
EBITDA	36.4	51.9	47.9	81.9	52.4	34.9	39.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 6. Bilans (PLN m)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa trwałe	175.0	246.1	244.2	259.6	318.1	315.8	319.8
Aktywa Trwałe	155.2	225.9	224.3	236.7	293.2	289.4	290.4
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	3.6	3.2	3.4
Pozostałe	1.6	1.8	1.8	3.6	4.8	6.6	9.4
Aktywa bieżące	138.7	196.1	235.5	383.5	323.4	265.5	287.5
Zapasy	17.7	30.1	44.5	63.6	57.5	57.4	60.9
Należności z usług budowlanych	5.6	18.3	20.7	21.1	29.4	21.1	22.4
Należności handlowe	67.6	123.4	151.9	201.3	162.7	146.3	168.1
Gotówka	44.0	22.4	15.7	95.2	71.6	38.6	34.1
Pozostałe	3.9	1.9	2.7	2.2	2.1	2.1	2.1
Aktywa razem	313.7	442.2	479.7	643.1	641.5	581.3	607.4
Kapitał Własny	179.2	212.2	237.6	285.4	306.8	322.1	335.3
Zobowiązania długoterminowe	53.4	79.3	77.8	83.2	78.2	76.1	77.4
Dług	19.3	42.7	43.9	55.8	55.8	55.8	55.8
Leasing	4.9	6.8	6.5	9.6	8.0	7.3	7.8
Odroczony podatek	13.8	14.2	12.0	3.4	2.8	2.6	2.7
Rezerwy	6.3	5.6	5.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Pozostałe zobowiązania	9.1	10.0	9.9	13.8	11.1	10.0	10.6
Zobowiązania krótkoterminowe	81.2	150.7	164.4	274.6	256.5	183.0	194.7
Dług	4.0	7.2	7.7	20.2	42.3	12.0	13.4
Zobowiązania z usług budowlanych	0.0	0.0	15.6	39.1	32.9	30.2	32.0
Zobowiązania do pracowników	6.6	10.6	11.3	15.2	12.6	11.6	12.3
Zobowiązania finansowe	1.1	3.6	3.4	14.7	12.2	11.2	11.9
Leasing	2.9	3.7	4.2	4.7	3.6	3.2	3.4
Rezerwy	1.2	4.3	6.2	11.4	9.3	8.4	8.9
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	143.0	105.7	112.1
Zobowiązania i Kapitał Razem	313.7	442.2	479.7	643.1	641.5	581.3	607.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 7. Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Zysk netto	24.3	34.3	25.8	51.2	28.8	15.3	16.3
Amortyzacja	6.8	11.0	12.9	14.4	15.9	20.0	21.3
Zmiana w kapitale pracującym	-10.9	-16.2	-33.2	24.9	4.5	-15.0	-18.3
Pozostałe	-9.8	-10.8	2.7	8.4	-11.2	-3.9	2.4
Przepływy z działalności operacyjnej	10.4	18.3	8.3	98.8	38.1	16.5	21.6
Inwestycje	-18.4	-11.4	-7.1	-32.3	-74.4	-18.1	-25.1
Pozostałe	1.3	3.3	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-17.1	-8.1	-7.1	-32.6	-74.4	-18.1	-25.1
Wolny przepływ gotówki	-6.6	10.2	1.2	66.2	-36.4	-1.7	-3.4
Zmiana długu	18.0	19.9	1.7	24.5	22.1	-30.3	1.4
Dywidendy	-1.9	-2.2	-2.7	-3.9	-7.6	0.0	-3.1
Pozostałe	-2.6	0.0	-2.8	-2.5	0.7	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	13.5	17.7	-3.8	18.1	15.2	-30.3	-1.7
Cały przepływ gotówki	6.9	27.9	-2.6	84.3	-21.2	-32.0	-5.1
Gotówka na początku okresu	36.4	44.0	22.4	15.7	95.2	71.6	38.6
Gotówka na końcu okresu	44.0	22.4	15.7	95.2	71.6	38.6	34.1

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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 tendencję 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 1%.

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 2019-2025. Następnie przyjmujemy rosnącą stopę procentową aż do 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.

Tabela8. Wycena DCF

PLN m	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Rok końcowy
Przychody	715.7	643.3	681.7	719.3	743.6	775.6	807.9	841.7	876.5	913.5	913.5
EBIT	18.8	18.1	22.8	25.3	28.1	29.6	32.3	34.1	38.4	39.7	39.7
Podatek na EBIT	3.9	2.7	2.3	2.8	5.1	5.9	6.5	6.8	7.7	7.9	7.9
NOPLAT	16.0	16.3	20.3	20.8	22.5	23.7	25.8	27.3	30.7	31.7	31.7
Amortyzacja	20.0	21.3	22.8	23.7	24.7	26.3	27.9	29.7	31.6	33.7	33.7
Wydatki inwestycyjne	-18.1	-25.1	-23.9	-24.7	-25.8	-26.5	-28.2	-30.0	-31.8	-33.9	-33.9
Zmiana w kapitale pracującym	-15.0	-18.3	-26.2	-25.2	-7.1	-7.0	-7.5	-7.6	-8.4	-8.3	-8.3
Wolny przepływ gotówki	2.9	-5.8	-7.0	-5.5	14.2	16.5	18.1	19.4	22.2	23.3	23.3
Stopa wolna od ryzyka	1.73%	1.75%	1.86%	1.89%	1.94%	2.06%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	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	6.73%	6.75%	6.86%	6.89%	6.94%	7.06%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
Koszt długu (przed podatkiem)	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.6%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	6.5%
Efektywna stopa podatkowa	20.9%	15.0%	10.0%	11.0%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Koszt długu po podatku	3.3%	3.6%	3.9%	3.9%	3.6%	3.6%	4.0%	4.4%	4.8%	5.2%	5.2%
Waga długu	26.9%	26.0%	23.9%	27.4%	25.6%	23.4%	21.0%	18.4%	20.3%	17.0%	17.0%
Waga kapitału	73.1%	74.0%	76.1%	72.6%	74.4%	76.6%	79.0%	81.6%	79.7%	83.0%	83.0%
WACC	5.8%	5.9%	6.2%	6.1%	6.1%	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%	8.4%	8.8%
Współczynnik dyskontujący	0.95	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.66	0.61	0.57	0.53	0.48
Wartość bieżąca przepływu gotówki	2.7	-5.2	-5.9	-4.3	10.6	11.6	11.9	11.9	12.6	12.2	11.2
Suma	58.2										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku	1.0%										
Wartość końcowa	302.8										
Wartość bieżąca wartości końcowej	146.2										
Zwijanie dyskonta	2.9										
Wartość przedsiębiorstwa	207.4										
Dług netto 2019E	38.1										
Zobowiązania pracownicze i inne	-12.6										
Dywidenda wypłacona w 2020	0.0										
Wartość kapitału	156.7										
Wartość na akcje (PLN)	6.4										

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 9. Wrażliwość wyceny DCF

	Premia za ryzyko					
Wzrost FCF w końcowym okresie	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	
0.5%	8.79	7.22	6.03	5.09	4.34	
0.8%	9.11	7.45	6.20	5.22	4.44	
1.0%	9.45	7.69	6.37	5.35	4.55	
2.0%	11.13	8.84	7.20	5.96	5.01	
3.0%	13.55	10.41	8.28	6.74	5.58	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 10. Wycena DDM

PLNm	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Końcowy rok
Dywidendy	0.0	3.1	4.1	4.9	10.0	10.8	11.5	12.6	14.8	15.2	15.2
Stopa dyskonta	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%	7.1%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
Współczynnik dyskontujący	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.67	0.62	0.58	0.53	0.49	0.45
Zdyskontowana dywidenda	0.0	2.7	3.3	3.8	7.2	7.3	7.2	7.3	7.9	7.4	6.8
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)	54.0										
Wzrost dywidendy w końcowym roku	1.0%										
Wartość końcowa	180.7										
Wartość bieżąca wartości końcowej	80.7										
Zwijanie dyskonta	3.7										
Wartość kapitału	138.4										
Wartość na akcje (PLN)	5.6										

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 11. Podsumowanie wyceny

PLN m	
DCF	6.37
DDM	5.63
Średnia	6.00

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Ryzyka do wyceny

Zmienność popytu

Dzięki swojemu modelowi biznesowemu opartemu o własne aktywa Pekabex jest w pełni wyeksponowany 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, które ostatnio się pogłębiło na skutek wyjazdu dużej liczby obcokrajowców. 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.

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 recesję i niższe stopy wzrostu PKB w przyszłości. W rezultacie część inwestycji może zostać zawieszona, co rzutuje na poziom przyszłych zamówień.

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 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/gpwpa. 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 uwzględniania 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 wahaniom, 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 wyemitowanego 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. Słabością takiej metody jest liczba założeń, które należy przyjąć i wynikająca z nich wrażliwość na te założenia. Metody porównań równorzędnych 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	pomiędzy (włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	poniżej 0%

IPOPEMA Research – Rozkład według kategorii rekomendacji (Styczeń 1 – Marzec 31, 2020)

	Liczba	%
Kup	2	29%
Trzymaj	1	14%
Sprzedaj	4	57%
Suma	7	100%

Historia rekomendacji – Pekabex

Data	Rekomendacja	Wartość godziwa	Cena z rekomendacji	Autor
05/08/2019	Trzymaj	PLN 9.27	PLN 9.90	Robert Maj Mateusz Tront
06.04.2020	Sprzedaj	PLN 6.00	PLN 6.98	Robert Maj