

## Pekabex

### Omówienie wyników 2 kw. 2019

**OPINIA: Rozczarowanie, jako że wyniki spółki są niższe niż nasze założenia na każdym poziomie.**

Spółka opublikowała zysk netto za 2 kw. 2019 r. w wysokości PLN 5.4m, co oznacza spadek 20% kw/kw i 58% r/r co przekłada się na odczyt o 32% niższy od naszych założeń na poziomie PLN 8.0m.

- Przychody.** Spółka zaraportowała przychody w 2 kw. 2019 r. na poziomie PLN 169.1m, 19% poniżej naszych założeń i mniej o 25.7% r/r i mniej o 6.5% kw/kw. Średnia zrealizowana cena prefabrykatów spadła o 14.8% r/r oraz 24.2% kw/kw i wyniosła PLN 2 576/m<sup>3</sup> co jest wynikiem 24.2% poniżej naszych prognoz. Należy wskazać, że każdy z segmentów kontrybuował do ujemnej dynamiki w porównaniu do roku poprzedniego, a najbardziej dotkliwe spadki miały miejsce w segmencie prefabrykatów (przychody w tym segmencie spadły o 38% r/r do PLN 85.8m i 24% poniżej naszych założeń, co było spowodowane niższą uzyskaną ceną). Segment generalnego wykonawstwa również rozczarował a przychody zostały odnotowane w wysokości PLN 74.2m, o 6% niżej r/r i 13% poniżej naszych założeń. Działalność w Skandynawii nadal nie wskazuje oznak poprawy, przychody wyniosły PLN 34.15m, co oznacza znaczący spadek r/r i kw/kw.
- Zysk brutto.** Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł PLN 30.1m, mniej o 36% r/r. Marża na zysku brutto ze sprzedaży w 2 kw. 2019 wyniosła 17.8% vs. 20.7% w 2 kw. 18 r i 15.8% oczekiwane przez nas.
- EBITDA.** Negatywny wpływ przychodów przeniósł się na wynik EBITDA, który wyniósł PLN 12.3m, spadek o 44% i 15% poniżej naszych oczekiwań. Marża EBITDA to ok. 7.3% w 2 kw. 2019 r. vs. 9.7% w 2 kw. 2018, my oczekiwaliśmy 7.0%.
- Portfel zamówień.** Spółka oszacowała całkowity portfel zamówień na dzień 30 czerwca 2019 w wysokości PLN 481m (spadek o 18% r/r), w tym kontrakty o wartości PLN 277m, które mają zostać zrealizowane w drugiej połowie 2019 r. (spadek o 39% w porównaniu do portfela na drugą połowę 2018 r. oraz kontrakty w wysokości PLN 175m, które mają zostać zrealizowane w roku następnym (wzrost o 43% r/r).

#### PEKABEX

#### TRZYMAJ

**Wartość godziwa: PLN 9.27**

Cena z dnia 6 wrz 2019: PLN 8.40

10.4% potencjał wzrostu

#### Analitycy

Robert Maj	+48 22 236 9290
Robert.maj@ipopema.pl	
Mateusz Tront	+48 22 236 92 28
Mateusz.tront@ipopema.pl	

Tabela 1. Pekabex 2 kw. 2019 omówienie wyników

	2Q18	1Q19	2Q19A	r/r	kw/kw	prognozy IPOPEMA	różnica	1H18	1H19A	r/r
<b>Przychody</b>	<b>227.6</b>	<b>180.8</b>	<b>169.1</b>	<b>-25.7%</b>	<b>-6.5%</b>	<b>208.1</b>	<b>-18.8%</b>	<b>391.6</b>	<b>349.9</b>	<b>-10.7%</b>
Realizacja kontraktów - prefabrykacja	139.3	96.6	85.8	-38.4%	-11.1%	113.3	-24.2%	272.5	182.4	-33.1%
Realizacja kontraktów - usługi budowlane	78.8	74.4	74.1	-5.9%	-0.3%	85.0	-12.8%	100.6	148.5	47.6%
Usługi produkcyjne	8.3	8.8	8.2	-1.7%	-6.3%	8.8	-6.3%	16.2	17.0	4.5%
Pozostałe	1.3	1.1	0.9	-29.3%	-18.0%	1.1	-18.0%	2.3	2.0	-13.3%
Koszty produkcji sprzedanej	-180.4	-151.8	-138.9	-23.0%	-8.5%	-175.3	-20.7%	-309.8	-290.8	-6.2%
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>47.2</b>	<b>29.0</b>	<b>30.1</b>	<b>-36.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>32.8</b>	<b>-8.2%</b>	<b>81.7</b>	<b>59.1</b>	<b>-27.7%</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-24.3	-20.9	-18.7	-23.1%	-10.8%	-23.0	-18.8%	-45.3	-39.6	-12.5%
Pozostałe przychody i koszty	-4.1	0.5	-3.2	-23.2%	n/a	0.7	n/a	-4.2	-2.7	-34.9%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>18.8</b>	<b>8.5</b>	<b>8.3</b>	<b>-56.0%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>10.5</b>	<b>-21.2%</b>	<b>32.3</b>	<b>16.8</b>	<b>-48.0%</b>
Realizacja kontraktów - prefabrykacja	23.9	9.2	7.5	-68.5%	-18.1%	12.5	-39.7%	44.3	16.7	-62.4%
Realizacja kontraktów - usługi budowlane	0.6	5.2	12.8	n/a	148.7%	5.1	151.4%	-0.6	18.0	n/a
Usługi produkcyjne	2.3	1.2	1.2	-48.9%	-6.3%	1.2	-5.6%	3.5	2.4	-32.3%
Pozostałe	0.4	0.5	0.0	-88.6%	-90.4%	0.4	-89.6%	0.8	0.5	-33.3%
Korekty konsolidacyjne	-8.2	-7.5	-13.3	60.8%	76.7%	-8.7	52.1%	-15.8	-20.8	31.8%
Przychody i koszty finansowe	-2.6	0.3	-1.2	-54.0%	n/a	-0.5	149.6%	-3.3	-0.9	-71.9%
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>16.2</b>	<b>8.8</b>	<b>7.1</b>	<b>-56.4%</b>	<b>-19.4%</b>	<b>10.0</b>	<b>-29.3%</b>	<b>29.0</b>	<b>15.9</b>	<b>-45.3%</b>
Podatek dochodowy	-3.3	-1.9	-1.6	-51.1%	-16.1%	-2.0	-18.5%	-6.2	-3.58	-42.1%
<b>Zysk netto</b>	<b>12.9</b>	<b>6.8</b>	<b>5.4</b>	<b>-57.7%</b>	<b>-20.4%</b>	<b>8.0</b>	<b>-32.0%</b>	<b>22.8</b>	<b>12.3</b>	<b>-46.2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>22.1</b>	<b>12.4</b>	<b>12.3</b>	<b>-44.4%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>14.5</b>	<b>-15.3%</b>	<b>38.9</b>	<b>24.7</b>	<b>-36.6%</b>
Średnia zrealizowana cena w segmencie prefabrykacji (tyś. PLN/m3)	3.0	3.4	2.6	-14.8%	-24.2%	3.4	-24.2%	2.9	3.0	1.8%
Wolumen produkcji prefabrykatów (tyś m3)	46.1	28.4	33.3	-27.7%	17.2%	33.3	0.0%	93.9	61.7	-34.3%

Źródło: IPOPEMA Research, Spółka

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](http://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/gpwp>. 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. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. 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 jakiegokolwiek 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 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 jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

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 złożyć, 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. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem [www.ipopemasecurities.pl](http://www.ipopemasecurities.pl). 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., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: AS S.A., Capital Park S.A., PKB Pekabex S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskutowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach 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. sporządzała rekomendacje dotyczące spółki.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępny na stronie internetowej pod adresem [www.ipopemasecurities.pl](http://www.ipopemasecurities.pl).

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Definicje terminów użytych w materiale 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 zle kredyty.  
 NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.  
 Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.  
 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.  
 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 określonym czasie.  
 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 na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.  
 DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - 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 materiale.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. 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 nadawaniu ratingów dla spółek stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Difference between FV and price at recommendation
--------	---

---

Buy	Above 10%
Hold	In between (and including) -10% and 10%
Sell	Below 0%

---

## IPOPEMA Research - Distribution by rating category (Apr 1 – Jun 30, 2019)

---

	Number	%
Buy	6	40%
Hold	6	40%
Sell	3	20%
Total	15	100%

---

## Rating History – Pekabex

---

Date	Recommendation	Fair Value	Price at recommendation	Author
05/08/2019	HOLD	PLN 9.27	PLN 9.90	Robert Maj Mateusz Tront

---