

Pekabex

Ciągle rosnący backlog

Konstrukcje z prefabrykowanego betonu wydają się zyskiwać na znaczeniu w czasie spowolnienia gospodarczego, z którego Polska najpewniej wyjdzie już w 2021r. Wg danych GUS produkcja budowlano-montażowa w grudniu zanotowała wzrost o 3.4% r/r i 34.4% m/m. Wg wstępnych danych GUS cały sektor budowlany spadł o 2.2%/r w 2020r. W takim otoczeniu makroekonomicznym tym bardziej zasługuje na uznanie fakt, że Pekabex pomimo, że zanotował rekordowy backlog na koniec 3 kw. 2020 (PLN 961m) to jeszcze zdołał go zwiększyć aż do dzisiaj wg naszych obliczeń o kolejne PLN 160m (i to tylko bazując na informacji opublikowanej przez Spółkę, gdzie nie ma informacji o mniejszych kontraktach). Większość tych zadań będzie zrealizowana w roku bieżącym. Oprócz tego niedawno Spółka zamknęła transakcję pierwszego zagranicznego przejęcia w Niemczech co wg naszych obliczeń doda Pekabexowi 20,000 m3 mocy wytwórczych w prefabrykacji. Pozwoli to na zdobycie niezbędnych doświadczeń na rynku niemieckim, które powinny zaprocentować w przyszłości przez zwiększony obrót za naszą zachodnią granicą. Dlatego też, podwyższyliśmy naszą prognozę przychodów o 7.9% na 2020, 29.8% na 2021, i 27.7% na 2022 a także podwyższyliśmy naszą prognozę EBITDA odpowiednio o 26.2%, 75.3% i 69.9% w tym samym okresie. EBITDA rośnie więcej gdyż zakładamy, że Pekabex będzie w stanie częściowo dostosować swoją strukturę kosztową w bieżącym roku. Tym samym podwyższamy naszą wycenę o 122.3%, a wartość godziwą z PLN 12.11 do PLN 26.91 co daje 38.7% potencjał wzrostu. Utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Prognoza na 4kw.20: Pekabex zaraportuje wyniki za 4kw.20 w dniu 22 kwietnia 2021r. Zakładamy, że zysk netto wyniesie PLN 16.6m, co oznacza wzrost z niskiej bazy rok temu o 66.3% r/r. Spółka już zaraportowała wzrost wolumenów prefabrykacyjnych o 43.1%/r do 59.77 tysięcy metrów sześciennych w 4 kw. 20. Spodziewamy się, że średnia zrealizowana cena pozostanie płasko na bazie kwartalnej na poziomie PLN 2,41/m3. Łącznie spodziewamy się przychodów na poziomie PLN 295.5m, +21.4%/r/r, +43.2%/kw/kw. Spodziewamy się, że baza kosztowa urośnie o 18.0%/r/r do PLN 250.6m. Analizując powyższe czynniki przewidujemy, że EBITDA wyniesie PLN 25.9m, +49.2% r/r, +16.9% kw/kw.

Rosnące koszty nie zaszczą marży: Wg PSB Group cena cementu i wapna skoczyła o 7%/r w 2020. Ceny stali szybują do dawno niewidzianych poziomów co oddaje znaczny wzrost cen półproduktów takich jak węgiel koksowy i koks. Z uwagi na to, że Pekabex ma relatywnie krótki okres trwania podpisywanych kontraktów (średnio około 6 miesięcy) to nie oczekujemy żeby zaszczą to marżom Spółki. Zakładamy, że nawet z powrotem rosnąca presja na płace (co najmniej +4%/r w 2021) zostanie przełożona na klienta końcowego z uwagi na duży popyt na usługi budowlane.

Wyższy wskaźnik pożądaný: Pekabex notowany jest na poziomie 4.9x 2021 EV/EBITDA, co oznacza 35.0% dyskonta do porównywalnych spółek europejskich. Sądzimy, że to dyskonto powinno być teraz mniejsze, z uwagi na podpisane ostatnio kontrakty również te z segmentu publicznego.

Figure 1. Pekabex dane finansowe, (PLN m)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	623.3	886.3	772.0	980.2	1,215.6	1,240.6	1,279.8
EBIT	35.0	67.5	39.4	73.2	104.5	106.5	105.5
EBITDA	47.9	81.9	55.5	93.1	129.7	132.9	132.6
Zysk netto	25.8	51.2	30.5	60.7	80.7	81.2	81.5
EPS	1.1	2.1	1.2	2.5	3.3	3.3	3.3
DPS	0.1	0.2	0.3	0.0	0.7	1.0	1.0
P/E (x)	18.3	9.2	15.5	7.9	5.9	5.9	5.9
EV/EBITDA (x)	10.6	5.5	9.1	6.8	4.9	4.4	4.0

Source: Company, IPOPEMA Research

Sektor budowlany

Pekabex

Kupuj

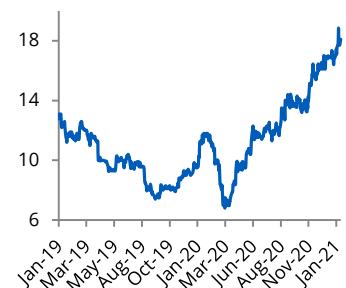
Wycena: PLN 26.91 z PLN

12.11

38.7% potencjału wzrostu

Cena 04 luty 2021 PLN 19.40

Rekomendacja utrzymana



Dane o akcjach

Liczba akcji (m)	24.6
Kapitalizacja (EUR m)	105.7
12M śr. dzienny wolumen (000)	11.6
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.03
12M max/min (PLN)	19.50/6.50
WIG udział (%)	0.03
Reuters	PBX.WA
Bloomberg	PBX PW

Stopa Zwrotu

1M	+14.79%
3M	+43.70%
12M	+69.36%

Akcjonariusze

STE Sp. Z o.o. and PWM	40.73%
Cantorelle Limited	11.43%
Fernik Holdings Limited	8.18%
NN OFE	6.89%

Analitik

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

Pekabex

KUPUJ Wartość godziwa PLN 26.91

Kapitalizacja EUR 105.7m

Potencjał wzrostu +38.7%

Wskaźniki	2018	2019	2020E	2021E	2022E
C/Z (x)	9.2	15.5	7.9	5.9	5.9
EV/EBITDA (x)	5.5	9.1	6.8	4.9	4.4
EV/Sprzedaż (x)	0.51	0.65	0.65	0.52	0.47
P/Wk (x)	1.66	1.53	1.29	1.10	0.98
Stopa cash flow (%)	14%	16%	15%	14%	14%
Stopa dywidendy (%)	1%	2%	0%	4%	5%

Na akcje	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Liczba akcji (m)	24.4	24.4	24.6	24.6	24.6
EPS (PLN)	2.1	1.2	2.5	3.3	3.3
BVPS (PLN)	11.71	12.66	15.04	17.58	19.90
FCFPS (PLN)	2.72	3.14	2.98	2.76	2.77
DPS (PLN)	0.16	0.31	0.00	0.74	0.98

Zmiana r/r (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	42.2%	-12.9%	27.0%	24.0%	2.1%
EBITDA	71.0%	-32.3%	68.0%	39.2%	2.5%
EBIT	92.9%	-41.6%	85.8%	42.8%	1.9%
Zysk przed podatkiem	98.3%	-40.7%	100.9%	28.8%	0.6%
Zysk Netto	98.2%	-40.4%	98.9%	33.0%	0.6%

Dźwignia finansowa	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Marża brutto (%)	18.5%	15.5%	17.0%	19.4%	19.6%
Marża EBITDA (%)	9.2%	7.2%	9.5%	10.7%	10.7%
Marża EBIT (%)	7.6%	5.1%	7.5%	8.6%	8.6%
Marża netto (%)	5.8%	4.0%	6.2%	6.6%	6.5%
Dług netto / EBITDA (x)	-0.23	0.52	1.72	1.18	0.79
Dług netto/ Kapitał (x)	-0.07	0.09	0.43	0.35	0.22
Dźwignia finansowa (x)	1.08	0.99	0.86	0.77	0.71
ROE (%)	19.6%	10.3%	17.9%	20.1%	17.6%
ROA (%)	18.1%	10.4%	20.7%	26.1%	24.9%
ROCE (%)	18.3%	8.9%	14.1%	17.7%	16.4%

Założenia	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Produkcja (k m3)	182	143	204	255	262
Średnia cena(PLN k)	3.0	2.8	2.5	2.6	2.6
Cena bez transp.(PLN k)	2.7	2.5	2.2	2.5	2.6
Sprzedaż prefabr.(PLN r)	546.9	405.8	508.7	714.4	750.5
GW. (PLN m)	303.0	312.7	399.9	439.9	447.9
Produkcja (PLN m)	31.6	34.6	34.3	35.0	35.7
Inna sprzedaż (PLN m)	4.9	3.6	6.3	6.4	6.5
Nieruchomości (PLN m)	0.0	15.4	30.9	20.0	0.0
Polska GDP (%)	5.2%	4.1%	-2.8%	1.0%	2.4%
Polska CPI (%)	2.1%	2.2%	3.4%	2.0%	2.0%
Rynek budowlany (%)	9.2%	2.6%	-2.2%	0.6%	1.8%
USD PLN (średni)	3.61	3.84	3.89	3.89	3.89
EUR PLN (średni)	4.26	4.30	4.44	4.44	4.44

RZIS (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Przychody	623.3	886.3	772.0	980.2	1,215.6	1,240.6
Koszty	-507.6	-722.1	-652.7	-813.7	-980.1	-997.9
Zysk brutto	115.7	164.2	119.3	166.5	235.5	242.6
EBIT	35.0	67.5	39.4	73.2	104.5	106.5
prefabrykacja	52.8	96.6	46.8	63.4	71.4	75.0
generalne wykonawstwo	4.2	4.3	20.8	24.3	26.4	26.9
usługi produkcyjne	2.6	5.6	4.8	5.0	3.8	3.9
Pozostałe i nieruchomości	1.7	1.3	1.7	4.4	6.6	1.6
Korekty	-26.4	-40.3	-34.7	-23.8	-3.7	-0.9
EBITDA	47.9	81.9	55.5	93.1	129.7	132.9
Działalność finansowa	-2.7	-3.4	-1.4	3.1	-6.2	-7.6
Udział w jednostkach kons.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Zysk przed podatkiem	32.3	64.1	38.0	76.4	98.4	99.0
Podatek	-6.5	-12.9	-7.5	-15.7	-17.7	-17.8
Zysk netto	25.8	51.2	30.5	60.7	80.7	81.2

Bilans (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Aktywa trwałe	244.2	259.6	338.2	396.3	397.5	398.8
Wartości niematerialne	13.5	15.1	14.5	14.1	13.7	13.7
Aktywa trwałe	224.3	236.7	322.1	372.2	373.4	374.7
Należności	1.7	2.7	0.6	0.7	0.9	0.9
Aktywa krótkoterminowe	235.5	383.5	415.7	579.5	694.9	749.4
Zapasy	44.5	63.6	62.0	100.3	134.3	136.7
Należności z kontraktów	20.7	21.1	41.7	53.7	66.6	68.0
Gotówka	15.7	95.2	106.6	147.0	145.9	186.1
Inne krótkoterminowe aktywa	154.6	203.6	205.4	278.5	348.1	358.6
Aktywa Razem	479.7	643.1	753.9	975.8	1,092.4	1,148.2
Kapitał	237.6	285.4	309.3	370.2	432.6	489.6
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Zobowiązania długotermin.	77.8	83.2	135.2	148.6	157.7	158.7
Pożyczki i leasing	50.3	65.4	113.4	121.0	123.7	124.0
Inne	27.4	17.8	21.8	27.6	34.0	34.7
Zobowiązania krótkotermin.	164.4	274.6	309.4	457.0	502.0	500.0
Zobowiązania handlowe	116.0	168.5	208.1	178.3	214.8	218.7
Pożyczki i leasing	11.9	25.0	21.8	186.5	175.5	167.4
Inne	36.5	81.1	79.5	92.2	111.7	113.8
Kapitał i zobowiązania	479.7	643.1	753.9	975.8	1,092.4	1,148.2
Obrót zapasów (dni)	32.0	32.2	34.7	45.0	50.0	50.0
Obrót należności (dni)	89.0	82.9	93.1	101.0	102.0	103.0
Net debt (PLN m)	35.9	-19.2	28.7	160.5	153.3	105.3

CASH FLOW (PLN m)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cash Flow operacyjny	8.3	98.8	93.9	-60.9	51.3	99.8
Zysk netto	25.8	51.2	30.5	60.7	80.7	81.2
Amortyzacja	12.9	14.4	16.1	21.3	25.1	26.3
Zmiana w kapitale obrotowym	-33.2	24.9	51.4	-150.5	-69.7	-9.3
Inne	2.7	8.4	-4.0	-4.8	6.8	0.7
Cash flow inwestycyjny	-7.1	-32.6	-91.6	-71.1	-26.0	-27.6
Inwestycje	-7.1	-32.3	-92.4	-29.2	-26.0	-27.6
Inwestycje w jedn. Zależne	0.0	0.0	0.0	-41.9	0.0	0.0
Inne	0.0	-0.4	0.8	0.0	0.0	0.0
Cash flow finansowy	-7.9	13.3	9.0	172.3	-26.5	-32.0
Zmiana w kapitale	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0
Zmiana długu	1.7	24.5	24.8	170.6	-12.2	-8.2
Dywidenda	-2.7	-3.9	-7.6	0.0	-18.2	-24.2
Inne	-6.9	-7.4	-8.4	1.4	3.9	0.4
Zmiana w gotówce	-6.7	79.5	11.3	40.4	-1.2	40.2
Gotówka na koniec okresu	15.7	95.2	106.6	147.0	145.9	186.1

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Prognoza na 4kw.20

Figure 2. Prognoza na 4kw20

	4Q19	3Q20	4Q20	y/y	q/q
Przychody	243.3	206.3	295.4	21.4%	43.2%
Koszty produkcji sprzedanej	-212.4	-165.3	-250.6	18.0%	51.6%
Zysk na sprzedaży	30.9	40.9	44.8	45.0%	9.4%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-21.5	-23.9	-24.0	11.6%	0.4%
Pozostałe przychody i koszty	3.8	0.0	0.0	na	na
Zysk operacyjny	13.2	17.1	20.8	57.6%	21.9%
Realizacja kontraktów - prefabrykacja	15.4	12.7	15.5	1.2%	22.2%
Realizacja kontraktów - usługi budowlane	3.2	9.7	0.0	na	na
Usługi produkcyjne	0.5	2.0	1.3	166.8%	-36.9%
	0.2	0.0	3.3	na	na
Pozostałe	0.0	0.8	0.1	na	-87.6%
Korekty konsolidacyjne	-6.1	-8.2	0.6	na	-107.1%
Przychody i koszty finansowe	-1.3	0.8	0.8	na	1.7%
Zysk przed opodatkowaniem	11.9	17.8	21.6	82.0%	21.1%
Podatek dochodowy	-1.9	-4.0	-5.0	166.2%	22.9%
Zysk netto	10.0	13.8	16.6	66.3%	20.5%
EBITDA	17.3	22.1	25.9	49.2%	16.9%

Source: Company, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Porównując do median spółek międzynarodowych, które notowane są przy 2021E EV/EBITDA 7.5x, Pekabex notowany jest przy 4.9x, co stanowi 35.0% dyskonta. Sądymy, że wskaźnik przy którym notowany jest Pekabex powinien być większy z uwagi na ostatnio podpisane liczne kontrakty.

Figure 3. Pekabex porównanie do spółek w regionie

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
14.4	ABGV.VI	PORR	NaN	15.6	8.3	5.4	3.0	2.6
28.9	STRV.VI	STRABAG	9.6	8.8	8.8	2.1	2.0	2.0
29.0	WBSV.VI	WIENERBERGER	18.3	13.7	12.0	7.4	6.7	6.3
18.2	TKFEN.IS	TEKFEN HOLDING	18.8	10.8	18.0	8.1	5.4	4.6
7.9	ENKAI.IS	ENKA INSAAT	18.8	22.6	18.8	9.2	8.8	8.2
24.4	CIMSA.IS	CIMSA CIMENTO	17.4	11.1	8.9	11.2	9.0	7.8
270.4	BALF.L	BALFOUR BEATTY PLC	42.5	12.4	9.7	14.4	7.7	6.4
12.1	B5AG.DE	BAUER AG	NaN	28.7	12.0	6.5	5.4	4.7
9.8	FCC.MC	FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS SA	14.2	15.3	14.8	7.6	7.9	7.5
79.9	HOTG.DE	HOCHTIEF AG	8.5	11.4	10.5	3.4	4.1	4.0
0.6	OHL.MC	OBRASCON HUARTE LAIN SA	NaN	NaN	NaN	11.6	7.7	6.1
1.9	SCYR.MC	SACYR SA	14.6	7.3	5.3	9.0	8.2	7.7
223.3	SKAb.ST	SKANSKA AB	9.7	16.7	15.5	6.2	9.7	8.5
33.4	BOUY.PA	BOUYGUES SA	19.7	13.2	11.3	6.8	5.6	5.2
1.4	MOTA.LS	MOTA ENGIL SGPS SA	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN
26.4	ACS.MC	ACS ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS SA	13.2	12.7	11.3	5.2	6.0	5.8
127.6	ANA.MC	ACCIONA SA	26.2	22.6	19.1	11.7	10.0	8.8
20.7	FER.MC	FERROVIAL SA	NaN	149.2	54.1	58.3	35.3	29.5
79.1	FOUG.PA	EIFFAGE SA	24.1	11.9	10.1	9.3	7.3	6.7
29.4	GBFG.DE	BILFINGER SE	NaN	24.1	12.9	11.8	6.7	5.5
4.7	YIT.HE	YIT OYJ	27.1	11.4	9.5	15.7	9.5	8.4
1.3	WBD.MI	SALINI IMPREGILO SPA	13.5	13.1	10.5	7.5	5.7	5.2
80.0	SGEF.PA	VINCI SA	38.6	18.2	14.0	13.7	10.0	8.6
		MEDIAN	18.3	13.2	11.3	8.5	7.5	6.3
19.4	PBX.WA	PEKABEX	7.9	5.9	5.9	6.8	4.9	4.4
		Premium/discount to median						
		Pekabex	-57.0%	-55.1%	-48.1%	-19.8%	-35.0%	-30.5%

Source: Company, 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 optymalizacja 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

Figure 4. Zmiany w prognozach

PLN m	2020E			2021E			2022E		
	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)	Poprzednia	Nowa	Różnica (%)
Przychody	908.2	980.2	7.9%	936.4	1,215.6	29.8%	971.2	1,240.6	27.7%
Zysk brutto	137.4	166.5	21.2%	141.4	235.5	66.5%	148.7	242.6	63.2%
EBIT	54.1	73.2	35.3%	51.1	104.5	104.7%	54.2	106.5	96.5%
Zysk netto	45.0	60.7	34.9%	39.8	80.7	102.5%	41.6	81.2	95.1%
EBITDA	73.79	93.13	26.2%	73.97	129.66	75.3%	78.19	132.86	69.9%

Source: Company, IPOPEMA Research

Dane Finansowe

Figure 5. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	623.3	886.3	772.0	980.2	1,215.6	1,240.6	1,279.8
Koszty	-507.6	-722.1	-652.7	-813.7	-980.1	-997.9	-1,033.3
Zysk Brutto	115.7	164.2	119.3	166.5	235.5	242.6	246.5
Koszty sprzedaży i administracji	-81.4	-91.3	-78.8	-95.6	-131.4	-136.5	-141.5
Pozostałe koszty/przychody	0.7	-5.4	-1.1	2.3	0.4	0.4	0.4
EBIT	35.0	67.5	39.4	73.2	104.5	106.5	105.5
Działalność finansowa	-2.7	-3.4	-1.4	3.1	-6.2	-7.6	-6.1
Udział w zyskach	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk przed podatkiem	32.3	64.1	38.0	76.4	98.4	99.0	99.3
Podatek	-6.5	-12.9	-7.5	-15.7	-17.7	-17.8	-17.9
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	25.8	51.2	30.5	60.7	80.7	81.2	81.5
EBITDA	47.9	81.9	55.5	93.1	129.7	132.9	132.6

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 6. Bilans (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	244.2	259.6	338.2	396.3	397.5	398.8	400.2
Aktywa Trwałe	224.3	236.7	322.1	372.2	373.4	374.7	376.0
Goodwill	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
Nieruchomości inwestycyjne	4.0	4.3	0.0	8.1	8.1	8.1	8.1
Należności	1.7	2.7	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
Pozostałe	1.8	3.6	3.2	3.0	2.9	2.9	2.9
Aktywa bieżące	235.5	383.5	415.7	579.5	694.9	749.4	777.1
Zapasy	44.5	63.6	62.0	100.3	134.3	136.7	141.5
Należności z usług budowlanych	20.7	21.1	41.7	53.7	66.6	68.0	70.1
Należności handlowe	151.9	201.3	196.9	271.2	339.7	350.1	364.7
Gotówka	15.7	95.2	106.6	147.0	145.9	186.1	192.0
Pozostałe	2.7	2.2	8.5	7.3	8.4	8.6	8.8
Aktywa razem	479.7	643.1	753.9	975.8	1,092.4	1,148.2	1,177.3
Kapitał Własny	237.6	285.4	309.3	370.2	432.6	489.6	546.7
Zobowiązania długoterminowe	77.8	83.2	135.2	148.6	157.7	158.7	160.4
Dług	43.9	55.8	102.8	107.8	107.8	107.8	107.8
Leasing	6.5	9.6	10.6	13.2	16.0	16.2	16.8
Odroczony podatek	12.0	3.4	5.0	6.2	7.5	7.6	7.9
Rezerwy	5.5	0.6	0.7	0.9	1.2	1.2	1.2
Pozostałe zobowiązania	9.9	13.8	16.1	20.4	25.3	25.8	26.7
Zobowiązania krótkoterminowe	164.4	274.6	309.4	457.0	502.0	500.0	470.2
Dług	7.7	20.2	16.0	181.6	169.4	161.2	119.6
Zobowiązania z usług budowlanych	15.6	39.1	40.7	44.6	53.7	54.7	56.6
Zobowiązania pracownicze	11.3	15.2	17.2	21.5	25.9	26.4	27.3
Zobowiązania finansowe	3.4	14.7	1.7	2.1	2.6	2.6	2.7
Leasing	4.2	4.7	5.8	4.9	6.1	6.2	6.4
Rezerwy	6.2	11.4	18.4	23.4	29.0	29.6	30.6
Pozostałe	0.1	0.7	1.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Zobowiązania handlowe	116.0	168.5	208.1	178.3	214.8	218.7	226.5
Zobowiązania i Kapitał Razem	479.7	643.1	753.9	975.8	1,092.4	1,148.2	1,177.3

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 7. Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Zysk netto	25.8	51.2	30.5	60.7	80.7	81.2	81.5
Amortyzacja	12.9	14.4	16.1	21.3	25.1	26.3	27.1
Zmiana w kapitale pracującym	-33.2	24.9	51.4	-150.5	-69.7	-9.3	-11.9
Pozostałe	2.7	8.4	-4.0	7.7	15.3	1.6	2.8
Przepływy z działalności operacyjnej	8.3	98.8	93.9	-60.9	51.3	99.8	99.5
Inwestycje	-7.1	-32.3	-92.4	-29.2	-26.0	-27.6	-28.4
Pozostałe	0.0	-0.4	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-7.1	-32.6	-91.6	-29.2	-26.0	-27.6	-28.4
Wolny przepływ gotówki	1.2	66.2	2.4	-90.0	25.4	72.2	71.1
Zmiana długu	1.7	24.5	24.8	170.6	-12.2	-8.2	-41.6
Dywidendy	-2.7	-3.9	-7.6	0.0	-18.2	-24.2	-24.3
Pozostałe	-2.8	-2.5	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-3.8	18.1	13.8	170.6	-30.4	-32.4	-66.0
Cały przepływ gotówki	-2.6	84.3	16.2	80.6	-5.0	39.8	5.1
Gotówka na początku okresu	22.4	15.7	95.2	106.6	147.0	145.9	186.1
Gotówka na końcu okresu	15.7	95.2	106.6	147.0	145.9	186.1	192.0

Source: Company, IPOPEMA Research

Metoda wyceny

Nasze podejście do wyceny firm budowlanych wykorzystuje dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz model zdyskontowanych dywidend (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 75% 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 2021–2029. 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.

Figure 8. DCF PLN m

PLN m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Rok końcowy
Przychody	1,215.6	1,240.6	1,279.8	1,332.5	1,385.5	1,440.7	1,497.7	1,557.9	1,620.7	1,686.3	1,686.3
EBIT	104.5	106.5	105.5	105.6	105.0	104.4	103.6	101.4	98.7	95.4	95.4
Podatek na EBIT	18.8	19.2	19.0	21.1	21.0	20.9	20.7	20.3	19.7	19.1	19.1
NOPLAT	85.7	87.4	86.5	84.5	84.0	83.5	82.9	81.1	78.9	76.3	76.3
Amortyzacja	25.1	26.3	27.1	28.1	29.7	31.4	33.1	35.0	36.9	39.0	39.0
Wydatki inwestycyjne	-26.0	-27.6	-28.4	-29.5	-30.0	-31.7	-33.4	-35.1	-37.1	-39.2	-39.2
Zmiana w kapitale pracującym	-69.7	-9.3	-11.9	-15.2	-15.5	-12.4	-12.7	-13.3	-13.8	-14.3	-14.3
Wolny przepływ gotówki	15.2	76.8	73.3	67.9	68.2	70.8	69.8	67.7	65.0	61.8	61.8
Stopa wolna od ryzyka	1.15%	1.23%	1.29%	1.41%	1.64%	1.84%	1.99%	2.11%	2.32%	2.32%	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	6.15%	6.23%	6.29%	6.41%	6.64%	6.84%	6.99%	7.11%	7.32%	7.32%	9.50%
Koszt długu (przed podatkiem)	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%
Efektywna stopa podatkowa	18.0%	18.0%	18.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Koszt długu po podatku	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.3%	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%
Waga długu	25.7%	24.6%	21.1%	19.4%	18.6%	17.6%	17.9%	17.7%	20.2%	19.7%	19.7%
Waga kapitału	74.3%	75.4%	78.9%	80.6%	81.4%	82.4%	82.1%	82.3%	79.8%	80.3%	80.3%
WACC	5.3%	5.5%	5.6%	5.8%	6.0%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%	8.4%
Współczynnik dyskontujący	0.95	0.90	0.85	0.81	0.76	0.72	0.67	0.63	0.59	0.56	0.51
Wartość bieżąca przepływu gotówki	14.4	69.1	62.5	54.7	51.9	50.7	47.0	42.7	38.5	34.3	31.7
Suma	465.7										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku		1.0%									
Wartość końcowa	845.2										
Wartość bieżąca wartości końcowej	433.1										
Zwijanie dyskonta	4.1										
Wartość przedsiębiorstwa	902.9										
Dług netto 2020E	160.5										
Zobowiązania pracownicze i inne	-21.5										
Dywidenda wypłacona w 2020	0.0										
Wartość kapitału	720.9										
Wartość na akcje (PLN)	29.3										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 9. Wrażliwość wyceny DCF

	Equity risk premium				
FCF terminal growth	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
0.5%	37.18	32.16	28.25	25.12	22.56
0.8%	38.13	32.84	28.76	25.51	22.86
1.0%	39.16	33.57	29.30	25.91	23.17
2.0%	44.21	37.06	31.80	27.78	24.59
3.0%	51.50	41.81	35.08	30.14	26.35

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 10. DDM wycena

PLNm	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Rok końcowy
Dywidendy	18.2	24.2	24.3	40.7	40.3	40.5	40.5	44.5	59.7	58.1	58.1
Stopa dyskonta	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.1%	7.3%	7.3%	9.5%
Współczynnik dyskontujący	0.94	0.89	0.83	0.78	0.74	0.69	0.64	0.60	0.56	0.52	0.48
Zdyskontowana dywidenda	17.1	21.5	20.3	31.9	29.7	27.8	26.1	26.7	33.4	30.3	27.7
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)	264.8										
Wzrost dywidendy w końcowym roku	1.0%										
Wartość końcowa	690.3										
Wartość bieżąca wartości końcowej	328.7										
Zwijanie dyskonta	9.9										
Wartość kapitału	603.4										
Wartość na akcje (PLN)	24.5										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 11. Podsumowanie wyceny

PLN m	
DCF	29.30
DDM	24.52
Średnia	26.91

Source: Company, IPOPEMA Research

Ryzyka do wyceny

Zmienność popytu

Dzięki swojemu modelowi biznesowemu opartemu o własne aktywa Pekabex jest wyeksponowany na lokalny popyt na konstrukcje prefabrykowane. Słaby popyt na takie produkty w latach 2000–2003 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 okresie 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, który ostatnio się pogłębił 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.

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. Piękną 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, wyrażonych 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 zdyskontowania 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 niedostatecznie wartościowany. Co więcej, wiodące wielokrotnie (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:

NIŁ - 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 (Październik 1 – Grudzień 31, 2020)

	Liczba	%
Kupuj	17	53%
Trzymaj	10	31%
Sprzedaj	5	16%
Suma	32	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
04.06.2020		Kupuj	PLN 12.11	PLN 10.40	Robert Maj
05.02.2021		Kupuj	PLN 26.91	PLN 19.40	Robert Maj