

Trzymaj, 17,60 PLN

Podtrzymana

23 lutego 2023 r., 07:30

Gotowi na spowolnienie

Pomimo naszych obaw o spadek rentowności, Pekabex poprawił w 3Q22 marżę EBIT i EBITDA odpowiednio do 6,8% (+1,1p.p. q/q) i 8,2% (1,4p.p. q/q). Jednocześnie widać już pewne oznaki spowolnienia - spadek backlogu o 6% q/q po 3Q22 oraz wolumenu produkcji w 4Q22 o 3% r/r. Pozytywny wpływ poprawy marż powinien częściowo zamortyzować spadek nowych zamówień, a tym samym pogorszenie wyników w segmentach prefabrykacji oraz budowlanym w 2023 nie powinno być duże (zakładamy EBIT -20% r/r). Z drugiej strony spodziewamy się solidnych wyników w segmencie deweloperskim, ze względu na przewidziane w 2023 przekazania mieszkań. Uważamy obecną wycenę za niewymagającą (F23 P/E 6.2x, EV/EBITDA 3.7x). Podnosimy cenę docelową o 17% do 17,6 PLN i podtrzymujemy naszą rekomendację TRZYMAJ.

Mimo słabszej zakładanej produkcji w segmencie prefabrykacji w 2023 roku, podtrzymujemy nasze długoterminowe pozytywne nastawienie do spółki ze względu na wyższe zakładane dynamiki rynku prefabrykacji na tle tradycyjnego budownictwa mieszkaniowego, które powinny objawiać się w szczególności na rynkach wschodzących jakim jest Polska.

Pekabex istotnie zmniejszył swoje zadłużenie z ponad PLN 200m w 1Q22 do PLN 97m in 3Q22. Tym samym, wskaźnik DN/EBITDA spadł z 2.35x do 0.87x. Naszym zdaniem bilans spółki jest dobrze przygotowany na nadchodzące spowolnienie.

Oczekujemy, że spółka utrzyma stabilny backlog w stosunku do 3Q22 (PLN 1,058m). Pekabex podpisał w 4Q22 kontrakty o wartości co najmniej PLN 482m, co stanowi 46% backlogu na koniec 3Q22. Powinno to przełożyć się na całkowity backlog na poziomie co najmniej PLN 942m w 4Q22 (do tej kwoty należy dodać mniejsze kontrakty, o których spółka nie informowała). W 2023 roku oczekujemy utrzymania dwucyfrowych marż (średnio 11,5%) w segmencie prefabrykacji oraz poprawy marż do 2% w budownictwie ze względu na niższe ceny materiałów.

Dodatkowo, oczekujemy silnych wyników segmentu deweloperskiego w 2023 roku, ponieważ przekazania w inwestycji Casa Fiore zostały przesunięte z 2022 roku (prawdopodobnie na 2Q23), natomiast do końca 2023 roku spodziewane są również przekazania w Jasielskiej Faza 3. Powinno to przełożyć się na wynik segmentu na poziomie 12 mln PLN (vs. 0 PLN w 2022 r.).

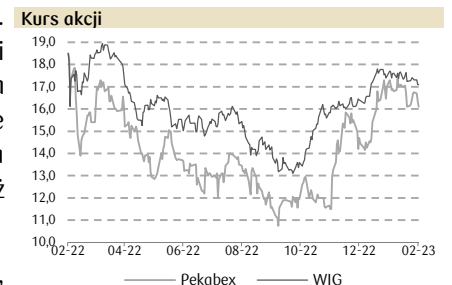
mln PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	952	1 505	1 629	1 502	1 554
EBITDA	89	84	114	113	97
EBIT	69	58	87	85	67
Zysk netto	58	41	61	64	53
P/E	5,1	14,0	6,5	6,2	7,6
EV/EBITDA	5,6	8,5	3,9	3,7	4,4
EPS	2,33	1,64	2,47	2,59	2,12
DPS	0,16	0,41	0,00	0,45	0,40
FCF	-	-	87	56	6
CAPEX	20	40	21	30	40

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	16,10
Upside	9%
Liczba akcji (mn)	24,83
Kapitalizacja (mln PLN)	399,70
Free float	52%
Free float (mln PLN)	209
Free float (mln USD)	47
EV (mln PLN)	449,96
Dług netto (mln PLN)	50,26

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
STE Sp. z o.o.	39,90
Cantorelle Limited	11,90
Fernik Holdings	8,17
NN OFE	6,89

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	24-01-23 15,00
Kupuj	20-10-22 15,00



	WIG	Spółka
1 miesiąc	-2,1%	-5,3%
3 miesiące	7,9%	40,0%
6 miesięcy	11,5%	19,7%
12 miesięcy	-6,4%	-13,0%
Min 52 tyg. PLN		10,75
Max 52 tyg. PLN		18,30
Średni dzienny obrót mln PLN		0,09

Analitik
 Jakub Bronicki
 +48 22 521 56 61
 jakub.bronicki@pkobp.pl

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

Prognozy

3Q22 był mocniejszy od naszych oczekiwań, głównie dzięki lepszej rentowności. Po trzech kwartałach Pekabex zrealizował 75% naszych prognoz przychodów na FY22, ale dzięki poprawie marży nasze prognozy EBIT i zysku netto zostały już zrealizowane odpowiednio w 81% i 84%. Pomimo spadku backlogu o 6% q/q, naszym zdaniem Pekabex powinien utrzymać solidne marże przynajmniej w 1H23. Dodatkowo, przekazania w inwestycji Casa Fiore zostały przesunięte z 2022 na 2023 rok, a do końca 2023 roku spodziewane są również odbiory 3. fazy Jasielskiej, co powinno podnieść EBIT o 12 mln PLN. W związku z tym podnosimy naszą prognozę na 2023 rok.

Zmiana prognoz

	2022			2023		
	poprzednie prognozy	obecne prognozy	zmiana	poprzednie prognozy	obecne prognozy	zmiana
Przychody	1,668.0	1,628.6	-2%	1,516.0	1,502.3	-1%
EBITDA	113.0	114.2	1%	68.0	112.9	66%
EBIT	86.0	86.9	1%	41.0	85.4	108%
Zysk netto	58.0	54.3	-6%	27.0	56.3	108%
marża EBITDA	6.8%	7.0%		4.5%	7.5%	
marża EBIT	5.2%	5.3%		2.7%	5.7%	
marża netto	3.5%	3.3%		1.8%	3.7%	

Źródło: Dom Maklerski PKO BP Pekabex

Ryzyka

Największe ryzyka związane ze spółką to recesja i inflacja oraz ich wpływ na sektor budowlany. Pekabex jako producent elementów prefabrykowanych powinien być bardziej odporny na wzrost wynagrodzeń, gdyż domy z prefabrykatów są łatwiejsze i szybsze w budowie. Jednocześnie PPI w Polsce stopniowo zwalnia, więc nie spodziewamy się, aby koszty materiałów były znaczącym obciążeniem dla spółki. W przypadku recesji, firmy budujące domy z prefabrykatów powinny radzić sobie nieco lepiej niż rynek, ponieważ konstrukcje te są z reguły tańsze. Niemniej jednak, jeśli rynek mieszkaniowy załamie się bardziej niż obecnie, to nawet takie spółki jak Pekabex mogą znacząco ucierpieć.

Spadek wolumenu produkcji może być szczególnie dotkliwy ze względu na spory udział kosztów stałych. Taka negatywna dźwignia operacyjna może obniżyć marże, co wraz z niższą sprzedażą będzie miało silny negatywny wpływ na wyniki spółki. Jednocześnie oczekujemy, że w 2023 roku presja kosztowa wyhamuje ze względu na obawy recesyjne, co powinno pozytywnie wpłynąć na koszty pracy i materiałów. Dodatkowo Pekabex ma zabezpieczone ceny gazu do końca 2023 roku, więc powinien być odporny na fluktuacje cen tego surowca w najbliższym roku.

Kolejne ryzyko związane jest z kosztami finansowymi. Część zobowiązań Pekabexu ma zmienne oprocentowanie (m.in. obligacje wyemitowane w 2021), dlatego rosnące odsetki są już widoczne. W ostatnim kwartale Pekabex znacząco obniżył jednak dług netto dzięki zmianom w kapitale obrotowym i naszym zdaniem jest dobrze przygotowany na wzrost kosztów finansowych.

Wycena DCF

Nasza wycena oparta jest na modelu DCF. Dodatkowo przedstawiliśmy wycenę porównawczą uwzględniającą spółki z sektora budowlanego. Model DCF składa się z dwóch faz. W pierwszej fazie (2022F-2027F) szczegółowo prognozowaliśmy wszystkie kluczowe parametry wymagane do wyceny spółki, w tym w szczególności wartość przychodów, nakładów inwestycyjnych, poziomu kosztów oraz pozycji bilansowych. Druga faza rozpoczyna się po 2027F. W niej założyliśmy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,5% rocznie. Stopa wolna od ryzyka dla PLN została przyjęta na poziomie 6%. Współczynnik beta został ustalony na poziomie 1,5x. Przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5,5%. Zdyskontowaliśmy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla spółki na dzień 31 grudnia 2022 roku i odjęliśmy prognozowany dług netto.

Model DCF							
mIn PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P<
EBIT	86.9	85.4	67.4	71.2	90.5	106.4	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	70.4	69.2	54.6	57.6	73.3	86.1	87.4
CAPEX	21.0	30.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.6
Amortyzacja	27.0	27.5	30.0	32.0	35.0	40.0	40.6
Zmiany w kapitale obrotowym	-10.2	10.5	38.4	67.3	29.8	18.5	10.0
FCF	86.6	56.2	6.2	-17.7	38.4	67.7	77.4
WACC	13.5%	14.0%	13.8%	13.4%	13.7%	14.0%	
Współczynnik dyskonta	-	0.88	0.77	0.68	0.60	0.52	
DFCF	0.00	49.3	4.8	-12.0	23.0	35.5	
Wzrost w fazie II	1.5%						
Suma DFCF - Faza I	100.5						
Suma DFCF - Faza II	325.4						
Wartość Firmy (EV)	425.9						
Dług netto	50.3						
Wartość godziwa	375.7						
Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)	24.8						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2022	15.1						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	17.6						
Cena bieżąca	16.1						
Oczekiwana stopa zwrotu	9.5%						

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC							
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P<
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Premia rynkowa	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Premia za ryzyko długu	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału własnego	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
Koszt długu	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Waga kapitału własnego	89%	96%	94%	87%	91%	96%	96%
Waga długu	11%	4%	6%	13%	9%	4%	4%
WACC	13.5%	14.0%	13.8%	13.4%	13.7%	14.0%	14.0%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
WACC	13.0%	17.6	18.3	19.0	19.7	20.5
	13.5%	17.0	17.6	18.3	19.0	19.7
	14.0%	16.5	17.0	17.6	18.3	19.0
	14.5%	16.0	16.5	17.0	17.6	18.3
	15.0%	15.5	16.0	16.5	17.0	17.6

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Pekabex notowany jest z dyskontem do innych spółek budowlanych. Dyskonto w 2023F może być związane z naszymi dość ostrożnymi prognozami na przyszłość. Wskazujemy jednak, że brak szerokiej grupy porównawczej jest słabością tej metody wyceny.

Spółki budowlane: wskaźniki

Spółka	Kapitalizacja mPLN	P/E			EV/EBITDA			P/BV	
		2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F
Budimex	6,880	13.7	13.5	14.6	6.0	6.6	6.7	5.6	5.3
Erbud	438	135.7	14.3	6.2	8.9	4.2	3.0	0.8	0.8
Torpol	467	3.0	20.2	22.2	0.9	5.6	5.4	1.2	1.4
Onde	766	116.4	44.7	22.5	30.7	20.0	12.6	2.3	2.4
Mediana		65.0	17.3	18.4	7.4	6.1	6.1	1.8	1.9
Pekabex		7.4	7.1	8.1	3.9	3.7	4.4	0.9	0.8
Premia/dyskonto		-89%	-59%	-56%	-47%	-39%	-28%	-51%	-59%
Implikowana cena		142.2	39.2	36.7	32.2	27.0	22.7	32.7	39.4

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	623	886	772	952	1 505	1 629	1 502	1 554	1 785
Zysk brutto ze sprzedaży	116	164	119	167	194	256	235	231	260
EBITDA	48	82	55	89	84	114	113	97	103
Koszty sprzedaży	-55	-59	-47	-61	-85	-106	-105	-109	-121
Koszty ogólnego zarządu	-26	-33	-32	-38	-53	-59	-53	-54	-68
Pozostałe przychody operacyjne	5	3	7	10	5	5	0	5	5
Pozostałe koszty operacyjne	-5	-8	-8	-9	-4	-8	8	-5	-5
Zysk z działalności operacyjnej	35	67	39	69	58	87	85	67	71
Zysk przed opodatkowaniem	32	64	38	71	49	77	77	64	68
Podatek dochodowy	-6	-13	-8	-14	-9	-15	-13	-12	-12
Zysk (strata) netto	26	51	30	58	41	61	64	53	56
Bilans	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa Trwałe	244	260	338	420	453	447	449	459	467
Wartości niematerialne i prawne	13	15	14	20	28	28	28	28	28
Rzeczowe aktywa trwałe	224	237	318	390	392	386	389	399	407
Inwestycje	4	4	5	8	26	26	26	26	26
Pozostałe aktywa długoterminowe	2	3	1	3	7	7	7	7	7
Aktywa Obrotowe	236	383	416	485	768	886	780	758	825
Zapasy	45	64	62	122	176	212	195	202	232
Należności	152	201	197	217	340	375	361	373	429
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	23	23	48	40	137	165	107	95	109
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	16	95	107	105	115	135	117	88	55
Aktywa razem	480	643	754	905	1 220	1 333	1 229	1 218	1 292
Kapitał Własny	238	285	309	362	406	460	505	545	587
Kapitały mniejszości	0	0	0	17	25	25	25	25	25
Zobowiązania	242	358	445	544	815	873	724	673	705
Zobowiązania długoterminowe	78	83	135	198	210	182	162	162	162
Kredyty i pożyczki	50	65	113	150	154	126	106	106	106
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania handlowe i pozostałe	9	13	15	20	28	28	28	28	28
Zobowiązania krótkoterminowe	164	275	309	345	605	691	562	511	543
Kredyty i pożyczki	12	25	22	35	81	59	29	9	9
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	11	15	17	23	28	39	35	34	37
Pozostałe rezerwy	3	15	3	13	8	8	8	8	8
Zaliczki	16	39	41	41	14	71	45	47	54
Zobowiązania handlowe i pozostałe	116	169	208	211	449	489	421	389	411
Pasywa razem	480	643	754	905	1 220	1 333	1 229	1 218	1 292
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	8	99	94	81	9	92	73	41	18
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-7	-33	-92	-71	-40	-21	-30	-40	-40
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-8	13	9	-19	40	-50	-61	-30	-11
Wskaźniki (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	11,5%	19,6%	10,3%	17,3%	10,6%	14,2%	13,3%	10,0%	9,9%
Dług netto	46,5	-4,9	28,7	80,4	120,8	50,3	18,3	27,1	59,8

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jakub Bronicki	(przemysł, sektor spożywczy)	(022) 521 56 61	jakub.bronicki@pkobp.pl

Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

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

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

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

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

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

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

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

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

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

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

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

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

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Pekabex	1: NIE, 2: NIE, 3: TAK, 4: TAK, 5: NIE, 6: NIE, 7: NIE, 8: NIE, 9: NIE

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. Emitent posiada akcje PKO Banku Polskiego w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
7. PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
8. PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
9. Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję długą netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.

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

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

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

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

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

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

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

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:40.

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

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

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	
MLP Group	Kupuj	2022-04-05	97,00	73,80	1517,5	3,4	2,7	5,1	32,4	27,8	24,9	Piotr Zybala
Oponeo	Trzymaj	2022-04-28	50,50	46,20	546,4	12,4	14,5	15,4	7,7	6,7	6,2	Adrian Skłodowski
Pekabex	Kupuj	2022-05-19	16,00	13,85	399,7	14,0	6,9	15,1	8,5	4,0	6,3	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2022-09-01	98,00	71,20	1517,5	3,4	2,7	5,1	32,4	27,8	24,9	Piotr Zybala
Oponeo	Trzymaj	2022-09-08	37,00	36,50	546,4	12,4	14,5	15,4	7,7	6,7	6,2	Piotr Łopaciuk
Pekabex	Kupuj	2022-10-20	15,00	11,55	399,7	14,0	6,9	15,1	8,5	4,0	6,3	Jakub Bronicki
Oponeo	Trzymaj	2023-02-06	42,00	39,10	546,4	12,4	14,5	15,4	7,7	6,7	6,2	Piotr Łopaciuk
Pekabex	Trzymaj	2023-02-23	17,60	16,10	399,7	14,0	6,9	15,1	8,5	4,0	6,3	Jakub Bronicki

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu