

Kupuj, 20,60 PLN

Podtrzymana

08 maja 2023 r., 07:30

Wszystko zgodnie z planem

Podwyższamy naszą rekomendację z TRZYMAJ do KUPUJ oraz cenę docelową do PLN 20.6 ze względu na 1) wyższe oczekiwane marże w segmencie budowlanym (oczekujemy 4% marży vs. 2% poprzednio), 2) solidną rentowność segmentu prefabrykacji (oczekujemy 11,8% marży w 2023 vs. 14% w 2022) pomimo niższych wolumenów (-15% w 2023) oraz 3) istotną kontrybucję segmentu deweloperskiego, gdzie oczekujemy PLN 35m przychodów i PLN 12m wyniku segmentu dzięki przekazaniom w inwestycji Casa Fiore (wobec braku przekazania w 2022). Wydaje się, że Pekabex powinien być dość odporny na trwające spowolnienie; zwracamy jednak uwagę, że backlog spółki jest bardzo krótki (ponad 90% to horyzont <1 roku) i tym samym silniejsza recesja może szybko przełożyć się na gorsze wyniki.

Zwracamy uwagę, że od naszej poprzedniej rekomendacji Pekabex zaraportował solidne wyniki za 4Q22 z silną poprawą rentowności w segmencie budowlanym (9% marży operacyjnej vs. 0% średnio w poprzednich 4 kwartałach). Jednocześnie marże w prefabrykacji pozostały solidne (14.4% w 4Q22); oczekujemy jednak, że rok 2023 nie będzie tak dobry jak 2022 ze względu na niższy wolumen produkcji (-16% r/r po 1Q23), który poprzez dźwignię operacyjną obniży rentowność segmentu.

Pekabex znacząco obniżył dług netto (z uwzględnieniem leasingu) z PLN 121.3m w 3Q22 do PLN 88m w 4Q22. Wskaźnik ND/EBITDA spadł w tym okresie z 1.1x do 0.7x. Naszym zdaniem spółka jest dobrze przygotowana na nadchodzące spowolnienie z perspektywy bilansowej. Zwracamy uwagę, że dług netto po 1Q23 będzie sezonowo wyższy ze względu na zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Ze względu na niższy backlog i tańsze surowce nie oczekujemy jednak tak gwałtownego wzrostu jak w 1Q22, kiedy dług netto wzrósł o 86% q/q.

Backlog spółki zmniejszył się o 7% r/r, a wolumen produkcji prefabrykatów w 1Q23 spadł o 16%. Widać zatem pierwsze sygnały spowolnienia, jednak takie spadki wyglądają i tak całkiem nieźle na tle innych spółek przemysłowych

Mimo, że w 2023 roku może być widoczny niższy wolumen sprzedaży w segmencie prefabrykacji, podtrzymujemy nasze pozytywne podejście do spółki w długim terminie, gdyż widzimy znacznie lepsze perspektywy dla rynku prefabrykacji na tle tradycyjnego budownictwa mieszkaniowego, co powinno być szczególnie widoczne na rynkach wschodzących, takich jak Polska.

mln PLN	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 505	1 678	1 597	1 703	1 957
EBITDA	84	128	117	115	122
EBIT	58	100	88	86	93
Zysk netto	41	69	58	60	68
P/E	14,0	5,3	7,6	7,4	6,5
EV/EBITDA	8,5	3,5	4,1	4,2	4,2
EPS	1,64	2,79	2,35	2,41	2,74
DPS	0,41	0,00	0,41	0,48	0,55
FCF	-	54	80	12	-7
CAPEX	40	0	30	40	40

P - Prognozy DM PKO BP

Informacje

Kurs akcji (PLN)	17,90
Upside	15%
Liczba akcji (mn)	24,83
Kapitalizacja (mln PLN)	444,39
Free float	52%
Free float (mln PLN)	232
Free float (mln USD)	56
EV (mln PLN)	475,95
Dług netto (mln PLN)	31,56

Duwidenda

Stopa dywidendy (%)	2,3%
Odcięcie dywidendy	-

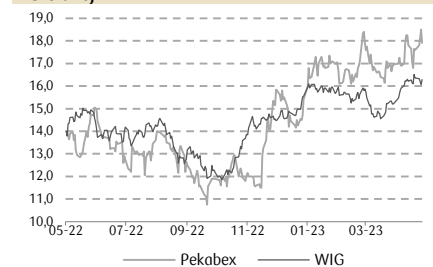
Akcjonariusze

	% Akc
STE Sp. z o.o.	40,88
Cantorelle Limited	11,90
Fernik Holdings	8,17
NN OFE	6,89

Poprzednie rekom.

	Data i cena docelow
Kupuj	08-05-23 20,60
Trzymaj	23-02-23 17,60

Kurs akcji



	WIG	Spółka
1 miesiąc	7,1%	6,2%
3 miesiące	2,0%	4,7%
6 miesięcy	19,9%	49,8%
12 miesięcy	15,7%	19,3%
Min 52 tyg. PLN		10,75
Max 52 tyg. PLN		18,50
Średni dzienny obrót mln PLN		0,10

Analitik

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

Adres:

BM PKO BP
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

Zwracamy uwagę, że spółka działa w dość cyklicznych segmentach, ale taki model biznesowy zapewnia pewną dywersyfikację - dynamika rentowności segmentów prefabrykacji i budownictwa jest ujemnie skorelowana, więc pogorszenie wyników w jednym z nich powinno zostać zrekompensowane poprawą w drugim. Tym samym Pekabex powinien być do pewnego stopnia odporny na trwające spowolnienie.

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 buduje się szybciej niż te tradycyjne. Jednocześnie PPI w Polsce spowalnia, więc nie spodziewamy się, aby koszty materiałów były istotnym obciążeniem dla spółki. W przypadku recesji, firmy budujące domy z prefabrykatów powinny radzić sobie nieco lepiej niż rynek, gdyż domy te są z reguły tańsze. Niemniej jednak, jeśli rynek mieszkaniowy załamie się jeszcze bardziej niż obecnie, to nawet takie spółki jak Pekabex mogą znacząco ucierpieć.

Spadek wolumenu produkcji może być szczególnie dotkliwy z powodu rosnących kosztów stałych (wzrost kosztów SG&A w 2022 roku był znacząco wyższy niż wzrost przychodów). 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 płac i materiałów. Dodatkowo Pekabex ma zabezpieczone ceny gazu do końca 2023 roku, więc powinien być odporny na przyszłe wzrosty cen tego surowca.

Kolejne ryzyko związane jest z kosztami finansowymi. Część zobowiązań Pekabexu ma zmienne oprocentowanie (m.in. obligacje wyemitowane w 2021), dlatego rosnące w 2022 odsetki coraz mocniej obniżają wynik netto spółki. Zwracamy jednak uwagę, że w ostatnim kwartale Pekabex znacząco obniżył dług netto i naszym zdaniem jest dobrze przygotowany na trwające obecnie otoczenie wysokich stóp procentowych.

Ryzykiem naszym zdaniem jest również krótki backlog (obecnie ponad 90% ma horyzont <1 roku), gdyż w przypadku głębszej recesji wyniki Pekabexu mogą mocno ucierpieć z powodu braku nowych zamówień.

Prognozy

Wyniki 4Q22 były lepsze od naszych oczekiwań, głównie dzięki poprawie rentowności w segmencie budowlanym. Zazwyczaj dobre wyniki segmentu budowlanego są skorelowane ze słabszymi segmentu prefabrykacji, stąd lekko obniżamy nasze założenia dla tej prefabrykacji, szczególnie po 16% spadku wolumenów produkcji w 1Q23. Podsumowując, rok 2023 powinien być nieco lepszy od naszych wcześniejszych oczekiwań.

Zmiana prognoz

	2023			2024		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Revenue	1,502.3	1,597.3	6%	1,502.3	1,703.2	13%
EBITDA	112.9	116.9	4%	112.9	114.8	2%
EBIT	85.4	88.4	3%	85.4	86.2	1%
Net profit	56.3	58.3	4%	56.3	59.8	6%
EBITDA margin	7.5%	7.3%		7.5%	6.7%	
EBIT margin	5.7%	5.5%		5.7%	5.1%	
Net margin	3.7%	3.7%		3.7%	3.5%	

Source: PKO BP Securities, Pekabex

Prognozy na 1Q23 r.

Po mocnym 2022 roku oczekujemy lekkiego pogorszenia wyników.

W segmencie prefabrykacji Pekabex zanotował produkcję na poziomie 57,6 tys. m³, która jest niższa o 16% r/r, jak również o 1,4% q/q. Zakładamy również nieco niższe ceny w tym segmencie, jednak wyniki segmentu powinny być płaskie ze względu na poprawę marży o 2,5p.p.

Wraz z niższymi wolumenami segmentu prefabrykacji oczekujemy spadku przychodów w segmencie budowlanym przy nieco lepszej marży.

Nie zakładamy przychodów w segmencie deweloperskim, gdyż w 1Q23 nie było przekazania.

Oczekujemy sezonowego wzrostu kapitału obrotowego w 1Q23; bilans spółki powinien jednak pozostać silny. Zakładamy PLN -3m kosztów finansowych netto.

Ze względu na mniejszą liczbę podpisanych kontraktów oczekujemy, że backlog na koniec 1Q23 spadnie poniżej 1 mld PLN.

PLN mn	1Q 2022	1Q 2023	y/y
Przychody	412.5	348.3	-16%
EBITDA	26.8	23.6	-12%
EBIT	20.1	16.7	-17%
Zysk netto	12.6	11.0	-13%
Marża EBITDA	6.5%	6.8%	
Marża EBIT	4.9%	4.8%	
Marża netto	3.1%	3.2%	

Źródło: DM PKO BP

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 (2023-2027F) szczegółowo prognozowaliśmy wszystkie kluczowe parametry wymagane do wyceny spółki, w tym w szczególności wartość przychodów, nakładów inwestycyjnych, poziom kosztów oraz pozycje bilansowe. 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%. Beta została przyjęta na poziomie 1,5x. Przyjęliśmy premię za ryzyko kapitałowe na poziomie 5,5%. Zdyskontowaliśmy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla spółki na dzień 31 grudnia 2022 roku i odjęliśmy prognozowany dług netto bez leasingu.

Model DCF							
mln PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P<
EBIT	98.0	88.4	86.2	93.1	122.7	113.9	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	79.4	71.6	69.8	75.4	99.4	92.3	93.7
CAPEX	16.6	18.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.4
Leasing	10.8	12.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.2
Amortyzacja	27.7	28.5	30.0	32.0	35.0	40.0	40.6
Zmiany w kapitale obrotowym	25.9	-9.7	47.4	74.3	32.9	20.2	10.0
FCF	53.7	79.8	12.4	-6.8	61.5	72.1	83.7
WACC	13.3%	14.0%	13.8%	13.5%	13.9%	14.2%	
Współczynnik dyskonta	-	0.88	0.77	0.68	0.60	0.52	
DFCF	0.00	70.0	9.5	-4.6	36.7	37.6	
Wzrost w fazie II	1.5%						
Suma DFCF - Faza I	149.2						
Suma DFCF - Faza II	342.5						
Wartość Firmy (EV)	491.7						
Dług netto	64.1						
Wartość godziwa	427.6						
Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)	24.8						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2022	17.2						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	20.6						
Cena bieżąca	17.9						
Oczekiwana stopa zwrotu	15.1%						

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	85%	95%	94%	88%	95%	100%	100%
Waga długu	15%	5%	6%	12%	5%	0%	0%
WACC	13.3%	14.0%	13.8%	13.5%	13.9%	14.2%	14.3%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
WACC	13.3%	20.6	21.3	22.0	22.8	23.7
	13.8%	20.0	20.6	21.3	22.0	22.8
	14.3%	19.4	20.0	20.6	21.3	22.0
	14.8%	18.9	19.4	20.0	20.6	21.3
	15.3%	18.4	18.9	19.4	20.0	20.6

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Spółki budowlane: wskaźniki

Spółka	Kapitalizacja mPLN	P/E			EV/EBITDA			P/BV	
		2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F
Budimex	6,880	17.5	15.5	14.6	8.9	7.6	7.0	7.4	6.7
Erbud	438	61.1	19.8	8.6	13.8	5.7	4.1	0.9	0.9
Torpol	467	2.1	10.5	16.3	-	-	1.0	0.9	0.9
Onde	766	98.8	21.0	20.5	25.7	12.1	10.1	2.1	2.3
Mediana		39.3	17.6	15.5	13.8	7.6	5.5	1.5	1.6
Pekabex		5.3	7.6	7.4	3.5	4.1	4.2	0.9	0.8
Premia/dyskonto		-87%	-57%	-52%	-75%	-46%	-24%	-40%	-47%
Implikowana cena		106.5	41.4	37.2	66.3	34.4	24.0	29.9	34.0

Pekabex notowany jest z dyskontem do innych spółek budowlanych, jednak bak szerokiej grupy porównawczej sprawia jednak, że ta metoda wyceny nie jest naszym zdaniem optymalna dla spółki.

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	886	772	952	1 505	1 678	1 597	1 703	1 957	2 160
Zysk brutto ze sprzedaży	164	119	167	194	281	273	283	305	350
EBITDA	82	55	89	84	128	117	115	122	153
Koszty sprzedaży	-59	-47	-61	-85	-112	-113	-119	-127	-140
Koszty ogólnego zarządu	-33	-32	-38	-53	-68	-72	-77	-84	-86
Pozostałe przychody operacyjne	3	7	10	5	5	4	5	5	5
Pozostałe koszty operacyjne	-8	-8	-9	-4	-7	-4	-6	-6	-6
Zysk z działalności operacyjnej	67	39	69	58	100	88	86	93	123
Zysk przed opodatkowaniem	64	38	71	49	84	72	74	84	113
Podatek dochodowy	-13	-8	-14	-9	-15	-14	-14	-16	-22
Zysk (strata) netto	51	30	58	41	69	58	60	68	92
Bilans	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa Trwałe	260	338	420	453	461	462	472	480	485
Wartości niematerialne i prawne	15	14	20	28	31	31	31	31	31
Rzeczowe aktywa trwałe	237	318	390	392	392	393	403	411	416
Inwestycje	4	5	8	26	25	25	25	25	25
Pozostałe aktywa długoterminowe	3	1	3	7	13	13	13	13	13
Aktywa Obrotowe	383	416	485	768	864	816	816	897	1 020
Zapasy	64	62	122	176	266	208	221	254	281
Należności	201	197	217	340	354	383	409	470	518
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	23	48	40	137	116	114	105	120	132
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	95	107	105	115	119	102	73	45	80
Aktywa razem	643	754	905	1 220	1 325	1 278	1 288	1 377	1 505
Kapitał Własny	285	309	362	406	482	531	578	633	706
Kapitały mniejszości	0	0	17	25	30	30	30	30	30
Zobowiązania	358	445	544	815	842	747	709	744	799
Zobowiązania długoterminowe	83	135	198	210	201	163	163	163	163
Kredyty i pożyczki	65	113	150	154	141	103	103	103	103
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zobowiązania handlowe i pozostałe	13	15	20	28	35	35	35	35	35
Zobowiązania krótkoterminowe	275	309	345	605	642	584	546	581	636
Kredyty i pożyczki	25	22	35	81	66	30	10	10	10
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	15	17	23	28	34	31	31	34	36
Pozostałe rezerwy	15	3	13	8	9	9	9	9	9
Zaliczki	39	41	41	14	43	48	51	59	65
Zobowiązania handlowe i pozostałe	169	208	211	449	470	447	426	450	497
Pasywa razem	643	754	905	1 220	1 325	1 278	1 288	1 377	1 505
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	99	94	81	52	81	97	42	26	94
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-33	-92	-71	-45	-20	-18	-24	-24	-24
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	13	9	-19	3	-56	-96	-48	-30	-34
Wskaźniki (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
ROE	19,6%	10,3%	17,3%	10,6%	15,6%	11,5%	10,8%	11,2%	13,7%
Dług netto	-4,9	28,7	80,4	120,8	87,9	31,6	41,2	69,1	33,5

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 Wyszomirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszomirski@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: Rekomendującą), 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.

Ileokroć 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. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem 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% pakiety 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 sprzedaż - relacja zysku brutto na sprzedaż 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, wyliczonych 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 wdrażona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie 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.

Ilekcioć 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
						2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P	
MLP Group	Kupuj	2022-04-05	97,00	73,80	2030,0	4,0	6,9	5,3	23,6	24,5	22,6	Piotr Zybala
Opono	Trzymaj	2022-04-28	50,50	46,20	599,4	15,9	16,9	15,2	7,3	6,9	6,2	Adrian Skłodowski
Pekabex	Kupuj	2022-05-19	16,00	13,85	444,4	14,0	5,3	7,6	8,5	3,5	4,1	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2022-09-01	98,00	71,20	2030,0	4,0	6,9	5,3	23,6	24,5	22,6	Piotr Zybala
Opono	Trzymaj	2022-09-08	37,00	36,50	599,4	15,9	16,9	15,2	7,3	6,9	6,2	Piotr Łopaciuk
Pekabex	Kupuj	2022-10-20	15,00	11,55	444,4	14,0	5,3	7,6	8,5	3,5	4,1	Jakub Bronicki
Opono	Trzymaj	2023-02-06	42,00	39,10	599,4	15,9	16,9	15,2	7,3	6,9	6,2	Piotr Łopaciuk
Pekabex	Trzymaj	2023-02-23	17,60	16,10	444,4	14,0	5,3	7,6	8,5	3,5	4,1	Jakub Bronicki
MLP Group	Kupuj	2023-04-28	103,00	82,00	2030,0	4,0	6,9	5,3	23,6	24,5	22,6	Piotr Zybala
Pekabex	Kupuj	2023-05-08	20,60	11,55	444,4	14,0	5,3	7,6	8,5	3,5	4,1	Jakub Bronicki

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu