

IMC S.A.

Krajobraz po bitwie

W niniejszym raporcie wznawiamy pokrycie dla IMC aktualizując nasze prognozy finansowe i wycenę dla spółki. W ocenie audytora, opublikowane ostatnio wyniki za 2021 r. w pełni odzwierciedlają pozycję finansową spółki, ale trwająca w dalszym ciągu wojna stanowi istotne ryzyko z punktu widzenia kontynuacji prowadzonej działalności (tzw. zasada going concern). Obecnie nikt nie jest w stanie przewidzieć jak dalej potoczy się wojna na Ukrainie, dlatego niniejsza analiza, włączając w to prognozy finansowe, odpowiada jednemu scenariuszowi wydarzeń, zakładającemu że wojna nie rozprzestrzeni się na rejony gdzie spółka prowadzi działalność. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę dynamikę wydarzeń na froncie, interesy szeroko pojętych stron zaangażowanych w konflikt oraz zmieniające się warunki makroekonomiczne w tym dostępność surowców energetycznych, ryzyko realizacji innego scenariusza niż przyjęty w niniejszym raporcie jest bardzo wysokie.

Oprócz zmian w założeniach na poziomie operacyjnym, które mają wpływ na prognozy finansowe, nasza wycena akcji IMC wymagała aktualizacji założeń w zakresie kosztu kapitału, która wynika ze wzrostu rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Ukrainy (z 7% poprzednio do 30% w 2022-23) oraz wzrostu premii za ryzyko (z 8% do 20% dla 2022-23, następnie 10%). To właśnie zmiana kosztu kapitału jest w największym stopniu odpowiedzialna za spadek wyceny IMC w stosunku do naszego wrześniowego raportu. Wysoki poziom stopy dyskonta odzwierciedla ryzyko kraju w stanie wojny oraz ryzyko prowadzenia biznesu w warunkach wojennych.

Na potrzeby poniższej wyceny zakładamy scenariusz, w którym Ukraińskie porty na Morzu Czarnym zostają odblokowane dopiero w 2023r., stąd mocno ograniczona sprzedaż spółki w bieżącym roku. Zrealizowany w 2022 r. wynik finansowy wynika głównie z przeszacowania aktywów biologicznych wytworzonych w bieżącym roku i ma charakter memoriałowy. Oczekujemy również, że dzięki odminowaniu pól w regionie Sum i Czernichowa, spółka będzie w stanie obsiać 100% banku ziemi od 2023 r. Podkreślamy, że powyższe założenia to jeden konkretny scenariusz, a ryzyka istnieją zarówno „w górę” (np. odblokowanie eksportu przez Morze Czarne wskutek negocjacji) jak i „w dół” (np. przełamanie frontu przez Rosjan) od naszej wyceny.

mln USD	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Sprzedaż	161	182	86	251	166	167
EBITDA	71	110	64	79	63	68
Zysk netto	32	79	28	41	33	38
DPS	0.8	3.6	0.0	0.0	3.6	3.6
C/Z (x)	3.7	3.0	4.5	3.1	3.9	3.4
EV/EBITDA (x)	3.2	3.7	5.0	2.3	2.8	2.5
Stopa dywidendy (%)	5%	11%	0%	0%	21%	21%

NB: Historyczne mnożniki szacowane dla cen na koniec okresu Source: IMC, BM Pekao

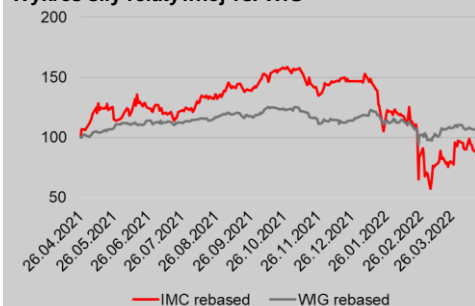
Sprzedaj (poprzednio: W trakcie przeglądu)

Cena docelowa **PLN 13.33**

Potencjał spadku **-23.0%**

Cena na 4 lipca 2022 **PLN 17.30**

Wykres siły relatywnej vs. WIG



INFORMACJE OGÓLNE

Reuters/Bloomberg	IMC.WA/IMC.PW
Akcje w wolnym obrocie (%)	20.7
Kapitalizacja (mln zł)	574
Liczba akcji (mln)	33.2

Akcjonariat Oleksandr Petrov 81.47%

Krzysztof Kozieł, CFA

krzysztof.koziel@pekao.com.pl



Aktualizacja prognoz i wyceny

Aktualizacja prognoz finansowych

W niniejszym raporcie zmieniamy nasze prognozy finansowe dla IMC głównie ze względu na rewizję założeń dotyczących cen zbóż, powierzchni upraw, oraz wolumenów sprzedaży.

Po wypchnięciu Rosjan z Kijowa i regionu Połtawy, Sum, Czernichowa i Charkowa kluczowym problemem ukraińskich spółek rolniczych są ograniczenia w eksporcie. W dalszym ciągu marynarka wojenna Rosji kontroluje Morze Czarne a dodatkowym problemem są dryfujące miny. Transport kolejowy jest niewystarczający z uwagi na ograniczoną przepustowość, wysokie koszty i konkurencję ze strony produktów metalurgicznych, które podobnie jak produkcja rolnicza stanowi kluczowe źródło dochodów Ukrainy.

W marcu Ukraina wyeksportowała jedynie 350 tys. ton zbóż. W maju eksport wzrósł do 1.7mn ton, które prawdopodobnie wzrosło do 2mn ton w czerwcu, co stanowi ok. 50% poziomu bazowego. W dalszym ciągu możliwości eksportu w porównaniu do produkcji są niewystarczające, a należy również pamiętać o zapasie 20mn ton zbóż z poprzednich lat, które utknęły w ukraińskich magazynach po wybuchu wojny.

Zakładamy, że sprzedaż IMC w okresie od 2Q22 do końca 4Q22 sięgnie ok. 20 tys. ton zbóż miesięcznie w porównaniu do ok. 60 tys. na m-c rok temu. Spowoduje to znaczący spadek przychodów, skokowy przyrost zapasów na bilansie a co za tym idzie niewielki przyływ gotówki. Nasz scenariusz zakłada, że od 2023 r. porty Ukraińskie zostaną odblokowane a IMC będzie mogła wyeksportować bieżącą produkcję i zgromadzony w 2021/2022 r. zapas. Zwracamy uwagę, że w stosunku do naszego scenariusza istnieją ryzyka w górę jak i w dół. Odblokowanie portów nie musi być tożsame z zakończeniem wojny, a widoczna presja i mediacje takich krajów jak Turcja mogą doprowadzić do wcześniejszego rozwiązania problemu. Z drugiej strony, jeśli wojna będzie się przeciągać na 2023 r. a Rosja nie będzie chciała pójść na żadne ustępstwa w tej kwestii, niska sprzedaż może w pewnym momencie zagrażać płynności finansowej spółek rolniczych i rzutować na kampanię siewną w 2023 roku.

Po wybuchu wojny na Ukrainie ceny zbóż poszybowały początkowo w górę o 70%, by po blisko trzech miesiącach ustabilizować się na poziomie ok. 30-40% wyższym w porównaniu do sytuacji przed atakiem Rosji na Ukrainę. Z punktu widzenia prognoz USDA, rynek pszenicy miał zachowywać się lepiej od kukurydzy w związku z prognozowaną kontynuacją spadków globalnych zapasów. W przypadku rynku kukurydzy, amerykańska agencja oczekiwała rekordowych zbiorów w Brazylii i relatywnie wysokiej samowystarczalności Chin, co na razie nie do końca znajduje potwierdzenie w wysokim imporcie Państwa Środka. Bieżące notowania obu zbóż obecnie pokazują sytuację odwrotną (słaba pszenica, mocna kukurydza), co może wynikać z nieco lepszych perspektyw dla zbiorów pszenicy w wielu krajach, rozpoczęcia sezonu żniw, oraz obaw o spowolnienie gospodarcze. **Zakładamy w naszych prognozach wzrost benczmarkowych cen zbóż w porównaniu do naszego poprzedniego raportu o ok. 40%. Niestety, w związku z utrudnieniami w obszarze eksportu o których pisaliśmy już wyżej, ceny benczmarkowe i realizacja cen przez IMC będzie się różnić na niekorzyść spółki. Koszt przewozu zbóż koleją przez Polskę, Rumunię czy Węgry i dalej do końcowych odbiorców jest dużo droższy niż wysyłka morską z Odessy czy Mariupol, stąd spodziewamy się znaczącego dyskonta vs. oficjalne ceny giełdowe.**



Pomimo klęski Rosjan na froncie Czernichowskim, kampania siewna IMC na całym areale który spółka posiada była niemożliwa z uwagi na obecność min i niewybuchów, które obecnie są usuwane. **Spółka zdołała obsiać 73% banku ziemi dlatego w 2022 r. spodziewamy się 30% spadków produkcji w stosunku do poprzedniego roku, co będzie miało znaczenie dla wolumenów sprzedaży w 2023 r. (nie licząc dodatkowej sprzedaży z zapasów, która niewątpliwie znacząco zwiększy przychody).**

Warto również zaznaczyć, że pozytywny wynik EBITDA który spółka zaraportuje w 2022 r. wynika z przeszacowania produkcji biologicznej, które będzie miało miejsce w 2Q22. Zwracamy uwagę, że jest to wyłącznie wynik memoriałowy, wynikający z zasad rachunkowości i nie jest tożsamy z przepływami pieniężnymi, które dużo lepiej pokazują jak tak naprawdę wygląda pozycja finansowa spółki. Dość pokaznemu wynikowi EBITDA w 2022 r. roku będzie towarzyszyć wysoki wzrost zapasów co będzie widoczne w niskim poziomie gotówki na koniec roku. Wraz z oczekiwanym odblokowaniem portów w 2023 r. i sprzedaży zapasów, sytuacja w przyszłym roku będzie wyglądała odwrotnie – w miarę standardowemu poziomowi EBITDA będzie towarzyszyć ponadproporcjonalna generacja przepływów operacyjnych.

IMC: rewizja prognoz finansowych

USD mln	2021E			2022E			2023E		
	Realizacja	Prognoza	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica
Przychody	181.7	190.7	-4.7%	86.1	179.5	-52.0%	250.5	156.1	60.5%
EBITDA	110.1	104.4	5.5%	63.7	82.9	-23.1%	79.2	43.8	80.8%
EBIT	85.6	82.7	3.5%	39.2	60.8	-35.5%	54.7	21.1	159.1%
Zysk netto	78.7	66.7	18.0%	28.2	48.0	-41.3%	41.5	14.0	196.4%
Areał (ha)									
Kukurydza	68,079	68,607	-0.8%	50,200	68,607	-26.8%	69,600	68,607	1.4%
Słonecznik	21,424	25,907	-17.3%	19,200	25,907	-25.9%	22,036	25,907	-14.9%
Pszenica	25,757	21,221	21.4%	18,300	21,221	-13.8%	25,050	21,221	18.0%
Ceny benchmarkowe (USD/tona)									
Kukurydza	229	220	4.0%	280	200	40.0%	233	160	45.4%
Słonecznik	652	652	0.0%	700	500	40.0%	598	500	19.5%
Pszenica	258	250	3.1%	330	230	43.5%	228	230	-0.7%
Plony (ton/ha)									
Kukurydza	10.6	9.3	13.4%	9.5	9.3	2.2%	9.5	9.3	2.2%
Słonecznik	3.5	3.5	0.6%	3.5	3.5	0.6%	3.5	3.5	0.6%
Pszenica	5.7	5.7	0.0%	5.7	5.7	0.0%	5.7	5.7	0.0%

Źródło: Spółka, BM Pekao



IMC: Bank ziemi



Region	Powierzchnia (tys ha)	Magazyny (tys t.)
Czernichów	28.9	102
Nosiwka	29.6	115
Pryłuki	18.3	160
Połtawa	19.8	87
Sumy	23.4	90

Źródło: IMC, Prezentacja spółki

Aktualizacja wyceny

Obniżamy nasz szacunek 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji IMC do 13.33 zł z poziomu 33.81 zł w raporcie z września 2021 r. Negatywna zmiana to głównie efekt podwyższenia stopy wolnej od ryzyka, która jest równa implikowanej rentowności 10-letniej Ukraińskiej obligacji (w naszych aktualnych prognozach przepływy pieniężne przed dyskontem po 2023 r. są wyższe w porównaniu do raportu z września 2021). Dodatkowy obciążeniem wyceny jest wzrost premii za ryzyko. Przy wysokiej stopie dyskonta, spadek FCF w bieżącym roku i jego tożsamy wzrost w 2023r. wynikający z naszych założeń co do blokady eksportu, ma bardziej negatywny wpływ na wycenę aniżeli w przypadku przedwojennych stóp procentowych.

Nasza wycena spółki IMC opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny z uwagi m.in. na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników jak np. ryzyko związane z wojną, premia za ryzyko rynkowe oraz 3. Ograniczoną liczbę prognoz dla spółek porównywalnych o podobnym profilu produkcji, ryzykach, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych

IMC: model DCF

Kalkulacja WACC

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	30.0%	30.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Premia za ryzyko rynkowe	20.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Beta niezalewarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Beta zalewarowana	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	51.6%	50.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
Koszt długu	32.0%	32.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Koszt długu po podatku	28.8%	28.8%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Dług/Kapitał własny	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0.0%
Dług/Dług + Kapitał własny	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	49.7%	50.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%

IMC: Wycena DCF

(USD mn)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Year
Przychody	86	251	166	167	169	172	175
EBIT	39	55	38	43	45	47	49
Podatek na EBIT	-3	-5	-4	-4	-4	-5	-5
NOPAT	36	50	34	39	41	43	44
Amortyzacja i odpisy	25	25	25	25	25	25	25
Zmiana kapitału obrotowego	-54	90	1	-1	-1	-1	-1
Nakłady inwestycyjne	-4	-10	-10	-10	-10	-10	-10
FCFF	2	154	50	53	54	56	57
<i>Wzrost po okresie prognozy</i>							2.0%
Wartość rezydualna							390.5
Stopa dyskonta	0.67	0.45	0.38	0.33	0.28	0.24	0.20
Zdyskontowane przepływy pieniężne	1.6	68.7	19.1	17.2	15.0	13.2	91.0
Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.2021	226						
Dług netto	2						
Zobowiązania z tyt. prawa do użytkowania (leasing)	171						
Wartość kapitału własnego (31.12.2021)	52						
Liczba akcji (mn)	33						
12-miesięczna cena docelowa (USD)	3.0						
12-miesięczna cena docelowa (PLN)	13.33						
Cena akcji na dzień 04.07.2022 (PLN)	17.30						
<i>Potencjał zmiany względem aktualnej ceny</i>	-23.0%						

Wzrost przychodów	-53%	191%	-34%	1%	2%	2%	1.7%
Marża EBIT	45.5%	21.8%	22.9%	26.0%	26.7%	27.5%	28.2%
Stawka podatku	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Nakłady inwestycyjne/przychody	4.6%	4.0%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	16.3%	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%

Sensitivity of 12M target price per share to Terminal value growth & RFR (PLN p.s.)

Terminal value growth/WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
7.0%	25.6	26.4	27.1	27.9	29.7	31.8	34.2
15.0%	20.6	21.3	22.0	22.8	24.5	26.5	28.9
30.0%	11.2	11.9	12.6	13.3	15.0	16.9	19.1
35.0%	8.1	8.8	9.5	10.2	11.8	13.7	15.9
40.0%	5.0	5.7	6.4	7.1	8.7	10.5	12.7

Źródło: BM Pekao



Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Tak jak pisaliśmy w poprzednich raportach na IMC, uważamy ją za nieoptymalną do celów wyznaczenia wartości godziwej IMC a trwająca wojna jeszcze bardziej utwierdza nas w tym przekonaniu. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych. W celu ustalenia ceny docelowej posługujemy się mnożnikami na lata 2022 - 2024 (mediana dla grupy porównawczej) i naszymi prognozami dla IMC na te lata. Wynik wyceny opartej o mnożniki wskazuje na 12- miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 33.36 zł.

IMC: Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Ticker	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
COSTA GROUP HOLDINGS LTD	CGC AU Equity	18.1	14.4	13.5	6.2	5.6	5.4
ADECOAGRO SA	AGRO US Equity	6.3	6.7	12.5	3.2	2.9	3.2
SIPEF NV	SIP BB Equity	6.7	9.4	9.8	3.9	4.8	5.2
SLC AGRICOLA SA	SLCE3 BZ Equity	6.3	6.8	7.4	4.2	4.7	4.9
ASTARTA HOLDING NV	AST PW Equity	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KERNEL HOLDING SA	KER PW Equity	3.8	n.a.	1.3	3.5	8.0	2.5
Mediana		6.3	8.1	9.8	3.9	4.8	4.9
Implikowana wycena na akcję (PLN)		24.09	45.59	43.65	7.93	44.03	34.88

Źródło: BM Pekao, Bloomberg

Ostatnie wydarzenia- wyniki za 4Q21 i 1Q22

Porównywalny wynik EBITDA w 4Q21 rdr dzięki wysokim cenom sprzedaży zrównoważonymi wyższym kosztem wytworzenia i sprzedaży.

Przychody ze sprzedaży wzrosły w 4Q21 o 50% rdr głównie za sprawą ponad dwukrotnie wyższej rdr sprzedaży słonecznika oraz dzięki atrakcyjnym poziomom cen sprzedaży. W przypadku kukurydzy i pszenicy mieliśmy do czynienia z dwucyfrowymi dynamikami sprzedaży wolumenowej.

W tym samym czasie koszty wytworzenia wzrosły o 65% i tylko dzięki zyskom na zmianie wartości godziwej aktywów biologicznych IMC udało się utrzymać wynik na sprzedaży brutto w wysokości USD 7.2mn. To co rzucało się w oczy w 4Q21 to niemal dwukrotnie wyższe koszty sprzedaży rdr, co mogło wynikać ze wzrostu kosztu frachtu. EBITDA w 4Q21 wyniosła USD 7.4 vs USD 7.3mn w 4Q20.

W 1Q22 widoczny spadek sprzedaży w związku z ograniczonym eksportem.

W 1Q22 sprzedaż kukurydzy wolumenowo spadła rdr o 38% do 181 tys. ton co było związane z ograniczonymi możliwościami eksportowymi w marcu, po wybuchu wojny. W tym samym czasie średnia implikowana cena sprzedanej kukurydzy wzrosła z USD 198/t do USD 206/t. Mimo spadków przychodów o 35% koszty produkcji spadły jedynie o 27% dlatego zysk brutto na sprzedaży obniżył się z USD 11.3mn do USD 2.2mn. Do spadków wyników rdr przyczyniła się również 56%

niższe przeszacowanie wartości godziwej produkcji biologicznej. Na poziomie EBITDA wynik w 1Q22 wyniósł USD -0,1mn vs USD 8.9mn w 1Q21.

Ponadto, w raporcie kwartalnym za 1Q22 IMC odniosła się do wpływu wojny na działalność, stwierdzając że:

- krytyczne aktywa i infrastruktura spółki nie poniosły większych szkód, za wyjątkiem jednego z silosów, który został poddany naprawie
- wszystkie zapasy są w dobrym stanie
- aktywa spółki znajdują się na terenach nieokupowanych przez rosyjskie siły zbrojne
- IMC nie odczuwa braków siły roboczej. Kierownictwo i kadra zarządcza pracuje zdalnie. Pozostali pracownicy powrócili na swoje stanowiska pracy.
- IMC reguluje na bieżąco wszystkie podatki
- Ukraińskie porty na Morzu Czarnym są zablokowane przez Rosyjską flotę. Alternatywne drogi eksportu zostały opracowane przez spółkę. Pierwszy transport nową drogą miał miejsce w połowie maja.
- 15 maja 2022 r. spółka zakończyła kampanie siewną w sezonie 2022 z wynikiem 19.2tys ha słonecznika oraz 50.2tys ha kukurydzy. Dodając do tego 18.4tys ha pszenicy ozimej, spółka może pochwalić się wskaźnikiem zasiewów na poziomie 73% banku ziemi. Pozostała część ziem podlega kontroli sił zbrojnych Ukrainy, pod kątem min, niewybuchów etc.

IMC: Wyniki kwartalne

mIn USD	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	rdr (%)	kdk (%)
Przychody	47.5	58.6	26.2	25.7	71.3	38.0	-35%	-47%
Kukurydza	26.6	57.7	25.4	0.0	24.2	37.4	-35%	55%
Pszenica	5.2	0.1	0.0	22.4	4.3	0.2	203%	-95%
Soja	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.
Słonecznik	14.9	0.1	0.0	2.8	41.8	0.0	n.m.	n.m.
Pozostałe	0.9	0.7	0.8	0.5	1.0	0.4	-38%	-60%
Zysk na pszeszacowaniu aktywów biol.	12.8	4.0	73.7	13.0	22.4	1.8	-56%	-92%
EBITDA raportowana	7.3	8.9	83.0	10.9	7.4	-0.1	n.m.	-102%
Amortyzacja	6.1	5.7	6.1	3.8	8.9	5.5	-2%	-38%
EBIT	1.2	3.2	76.9	7.0	-1.6	-5.7	n.m.	264%
Koszty finansowe netto	-2.6	-0.7	-0.9	-1.2	-2.8	-4.4	n.m.	57%
Zysk przed opodatkowaniem	-1.3	2.4	76.0	5.8	-4.4	-10.1	n.m.	130%
Podatek	-0.1	-1.0	0.0	0.0	-0.1	-0.6	n.m.	483%
Udziały niekontrolujące	0.3	0.3	-0.5	-0.1	0.3	0.0	n.m.	n.m.
Zysk netto	-1.8	1.4	76.1	5.9	-4.8	-10.7	n.m.	123%

Źródło: Spółka, BM Pekao

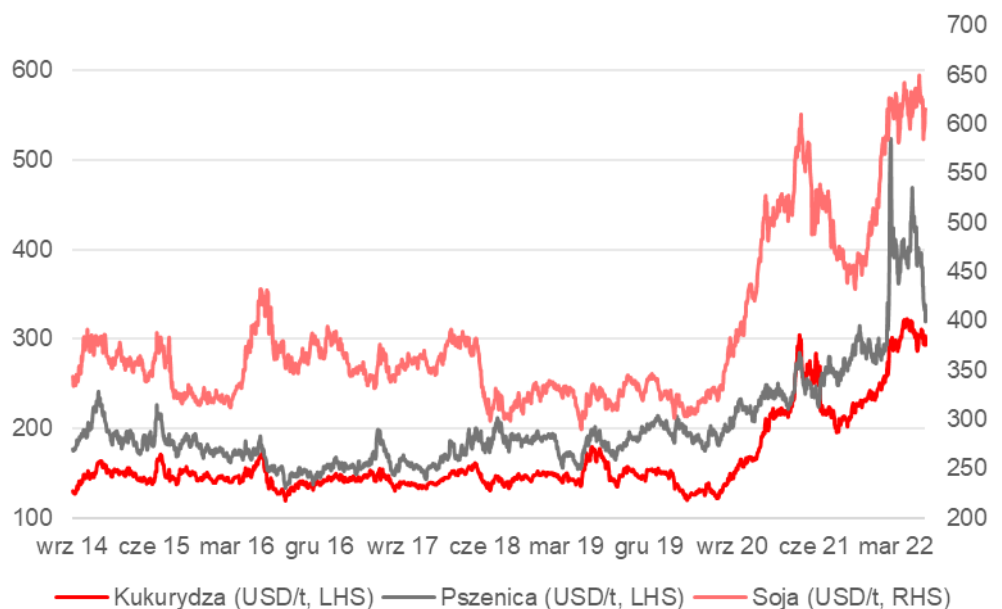


Trendy na rynku produktów rolnych

Kształtowanie się cen produktów rolnych jest najważniejszą determinantą osiągniętych przez IMC wyników finansowych. Szczególną rolę odgrywa kształtowanie się cen kukurydzy. Przychody z jej sprzedaży odpowiadały w ostatnich sześciu latach średnio za 64% całkowitych przychodów spółki. Drugim najważniejszym produktem z punktu widzenia udziału w przychodach jest słonecznik (średnio 19% w ostatnich pięciu latach), a następnie pszenica (średnio 11% w ostatnich latach).

W sezonie 2020/2021, spółka zrezygnowała z zasiewu soi na rzecz pszenicy ozimej i zakładamy, że taka struktura zasiewów utrzyma się w okresie naszej prognozy. Poniżej przedstawiamy opis trendów cenowych na rynkach wybranych zbóż oraz czynniki mające wpływ na kształtowanie się cen.

CBOT: Ceny zbóż



Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Susza opóźnia zasiew w USA przyczyniając się do spadku powierzchni upraw

Zasiew kukurydzy w USA na rok 2022/23 został opóźniony z uwagi na niesprzyjające warunki pogodowe, co zwiększa ryzyko ponadnormatywnego spadku powierzchni amerykańskich upraw w chwili gdy znajduje się ona na 3 letnim minimach. Według Platts, nieobsiana powierzchnia może wynieść w tym sezonie 3.5mn – 3.5mn akrów w porównaniu do 2.1mn akrów w poprzednim roku. Platts pisze również, że prognoza pogody również jest mało sprzyjająca biorąc pod uwagę przewidywane upały i susze w 3Q22.

Ukraina spodziewa się produkcji zbóż na poziomie 48-50mn ton

Po 2 miesiącach walk, Ukraińskiej Armii udało się wypchnąć wojska Rosyjskie z regionu Czerchnichowsko-Sumskiego. Działania zbrojne na ogromną skalę trwają dalej, ale koncentrują się na froncie wschodnim gdzie będzie się decydować dalszy los wojny.



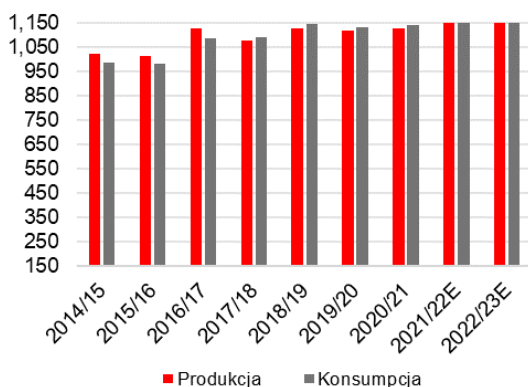
Ukraina zakończyła w czerwcu kampanię siewną na kolejny rok. Według ostatnich wypowiedzi premiera Ukrainy udało się zasiać 75% ubiegłorocznego areалу z czego z oczywistych względów najlepiej pod tym względem wygląda Zachód i Centrum kraju.

Według wstępnych szacunków Ukraińskiego Ministerstwa Rolnictwa przedstawionych przez ministra Tarasa Vysotskiego, potencjalna produkcja zbóż na Ukrainie przy obecnym stanie i powierzchni zasiewów może sięgnąć 48-50mn ton w porównaniu do 60-65mn ton w poprzednich latach (ok. 20% spadek). Produkcja kukurydzy ma sięgnąć 24mn ton, pszenicy 16-20mn ton a jęczmienia 5mn ton. Wśród roślin przemysłowych produkcja słonecznika ma sięgnąć 10mn ton, soi 2.5-2.8mn ton a rzepaku 2.5mn ton.

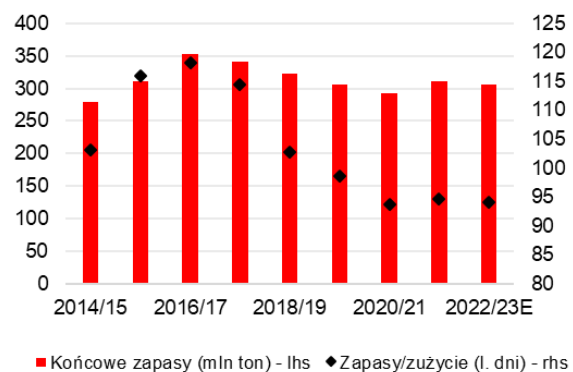
Według Ukraińskiego Ministerstwa Rolnictwa największym problemem branży pozostaje logistyka choć i na tym polu widać *pewien* postęp. Dla porównania, w marcu Ukraina wyeksportowała jedynie 350 tys. ton, podczas gdy w maju było to już 1.7mn ton, które potencjalnie może dalej wzrosnąć do 2mn ton w czerwcu. W dalszym ciągu możliwości eksportu w porównaniu do produkcji są niewystarczające, a trzeba również pamiętać o 20mn ton zapasów zbóż z poprzednich lat, które utknęły w magazynach po wybuchu wojny. Na początku lipca rolnicy będą w stanie dostarczyć dodatkowe 30mn ton zbóż z sezonu 2022r. dlatego eksport musi wzrosnąć do ok. 4mn ton na miesiąc.

W 2021 r. droga morska odpowiadała za ok. 60% całego eksportu towarów z Ukrainy. W dalszym ciągu marynarka wojenna Rosji kontroluje Morze Czarne a dodatkowym problemem są miny. Transport kolejowy w dalszym ciągu jest niewystarczający z uwagi na ograniczenie przepustowości, stąd włączenie się do rozmów Turcji, która może odczuć braki importowanych zbóż na własnej skórze.

Kukurydza: światowa produkcja i konsumpcja (mln ton)



Kukurydza: poziom zapasów w ujęciu globalnym



Źródło: USDA, BM Pekao

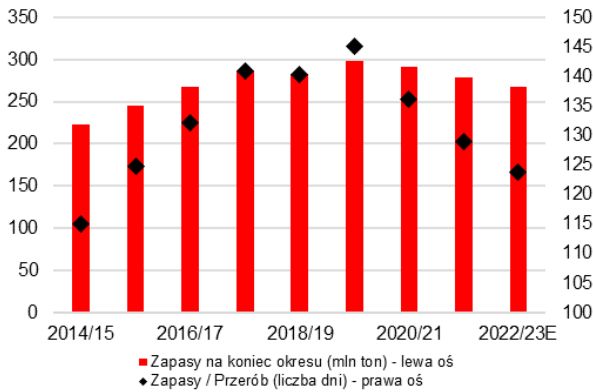
Indie wprowadzają zakaz eksportu pszenicy

13 maja Indie wprowadziły zakaz eksportu pszenicy z efektem natychmiastowym, co doprowadziło do wzrostu cen tego zboża o ok. 21% w kilka dni po upublicznieniu informacji. Decyzja o zakazie miała na celu obniżenie cen na rodzimym rynku wobec braków wywołanych ograniczoną dostępnością podaży z regionu Morza Czarnego (Ukraina i Rosja). Część traderów cytowanych przez Platts'a wątpi w sukces wprowadzonych przepisów, ponieważ nie mają one zastosowania do wysyłek, które zabezpieczyły wcześniej akredytywy (ok. 5-6mn ton). Powiadomienie o wprowadzeniu zakazu zostało opublikowane przez rząd dzień po tym jak Indyjskie



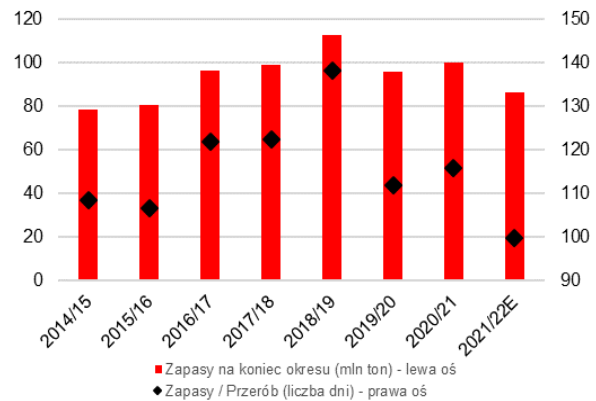
Ministerstwo Handlu określiło cel eksportu zboża na ten rok na 10mn ton. Jeszcze w lutym Indyjski rząd prognozował produkcję pszenicy na poziomie 113.3mn ton, ale z uwagi na falę upałów obecne szacunki zostały obniżone do 105mn ton. Według najnowszych informacji, z zakazu ma zostać zwolnione 5 krajów w tym: Indonezja, Bangladesz, UAE, Jemen i Oman.

Pszenica: poziom zapasów w ujęciu globalnym



Źródło: USDA, WASDE, BM Pekao

Soja: poziom zapasów w ujęciu globalnym

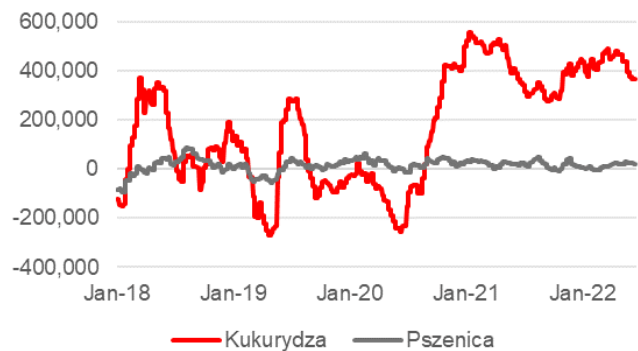


Współczynnik cen soja/kukurydzy



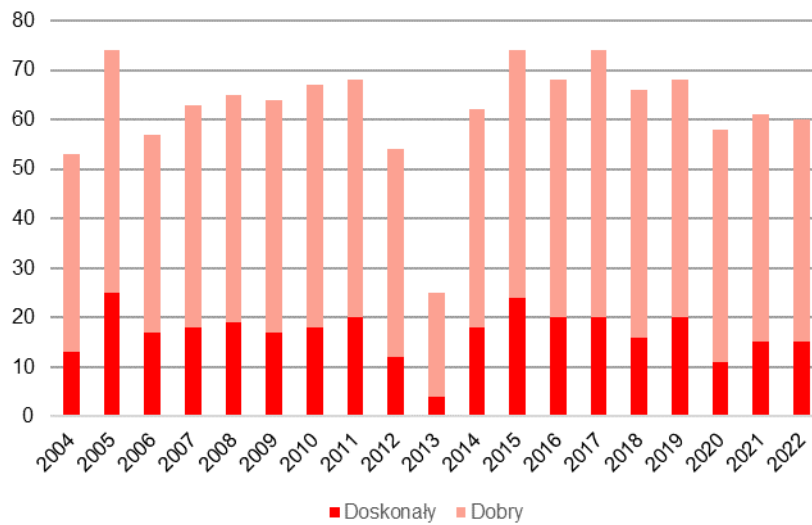
Źródło: USDA, WASDE, BM Pekao

CFTC: Liczba otwartych pozycji spekulacyjnych netto





Stan zasiewów kukurydzy w USA (%)



Źródło: Bloomberg, BM Pekao

CBOT: Ceny kukurydzy i pszenicy w ostatnich 12 miesiącach (USD/t)



Źródło: Spółka, BM Pekao

CBOT: Ceny kukurydzy i pszenicy w ujęciu wieloletnim (USD/t)



CBOT: Ceny soi w ostatnich 12 miesiącach (USD/t)



Źródło: Spółka, BM Pekao

CBOT: Ceny soi w ujęciu wieloletnim (USD/t)





Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji IMC.

Ceny zbóż i innych produktów rolnych. Realizowane przez IMC ceny produktów są w dużym stopniu odzwierciedleniem cen obowiązujących na rynkach światowych oraz rynku krajowym. Spółka nie ma wpływu na poziom tych cen. Może jedynie decydować o momencie zawarcia transakcji sprzedaży produktów, aby uzyskać optymalne w swojej opinii ceny. Ceny produktów rolnych nie są łatwe do precyzyjnego przewidzenia i ulegają znaczącym wahaniom m.in. z uwagi na czynniki pogodowe, które są istotną determinantą plonów.

Warunki pogodowe i inne czynniki wpływające na wysokość plonów. Wysokość plonów jest jednym z podstawowych czynników determinujących wielkość zysków IMC w danym okresie. Pomimo faktu, że IMC stosuje zaawansowane technologie agrarne wielkość plonów pozostaje do pewnego stopnia poza kontrolą spółki. W szczególności warunki pogodowe mogą w istotny sposób wpływać na wielkość plonów w danym roku.

Wzrost kosztów produkcji. Do głównych kosztów związanych bezpośrednio z produkcją rolną zaliczają się m.in. nawozy, środki ochrony roślin oraz paliwa. Ich ceny pozostają poza kontrolą spółki. Znaczne ograniczanie aplikacji nawozów lub środków ochrony roślin mogłoby natomiast niekorzystnie wpływać na osiągnięte plony.

Rynek ziemi rolnej na Ukrainie. IMC, podobnie jak inne spółki operujące w tej branży na Ukrainie, opiera swoją działalność na długoterminowych umowach dzierżawy ziemi. Od wielu lat oczekiwane jest zniesienie moratorium na handel ziemią rolną na Ukrainie. W przypadku wystąpienia takiego zdarzenia IMC przysługiwałoby prawo pierwokupu ziemi, na której prowadzi działalność rolną. Mogłoby to jednak wymagać wysokich wydatków negatywnie wpływających na wielkość zadłużenia spółki oraz sentyment inwestorów.

Zmiany prawne i ograniczenia regulacyjne. Wśród ryzyk związanych z potencjalnymi zmianami prawnymi na Ukrainie wskazałobyśmy przede wszystkim te dotyczące opodatkowania podmiotów prowadzących działalność rolną. Obecnie czerpią one korzyści z preferencyjnych warunków opodatkowania, ale w przeszłości pojawiały się informacje o możliwym objęciu producentów rolnych podatkiem dochodowym od osób prawnych (CIT). W naszych prognozach przyjmujemy efektywną stopę podatkową na poziomie 10% w długim terminie wobec standardowej stawki CIT na Ukrainie na poziomie 18%.

Inwazja Rosji na Ukrainę. Od 24 lutego 2022 roku Ukraina toczy wojnę z rosyjskim okupantem na terenie swojego kraju. Jeden z wczesnych frontów przebiegał na północny wschód od Kijowa, w regionie Sum, Czernichowa i Połtawy, gdzie IMC prowadzi działalność. Obecnie działania zbrojne są prowadzone na froncie wschodnim, ale istnieje zawsze ryzyko, że dojdzie do ponownego otwarcia ataku na innych kierunkach.

Prognozy finansowe - tabela

IMC: prognozy finansowe - podsumowanie

Rachunek zysków i strat (USD mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	161	182	86	251	166	167
Zysk na zmianie wartości aktywów biologicznych	77	113	77	74	69	69
EBITDA	71	110	64	79	63	68
EBIT	50	86	39	55	38	43
Saldo na działalności finansowej	-18	-6	-8	-9	-1	-1
Zysk przed opodatkowaniem	32	80	31	46	36	42
Podatek	0	-1	-3	-5	-4	-4
Zysk netto	32	79	28	41	33	38
EPS (USD)	0.96	2.37	0.85	1.25	0.99	1.14

Bilans (USD mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Aktywa obrotowe	117	178	204	242	245	255
Środki pieniężne i ekwiwalenty	18	29	2	127	133	142
Pozostałe	99	150	202	115	112	113
Aktywa trwałe	163	236	226	223	220	216
Rzeczowe aktywa trwałe	66	64	55	52	48	45
Pozostałe	97	171	171	171	171	171
Aktywa	280	414	431	465	465	472
Kapitał własny	138	192	220	261	263	270
Zobowiązania	142	222	211	203	202	202
Długoterminowe zobowiązania finansowe	86	155	155	155	155	155
Krótkoterminowe zobowiązania finansowe	46	47	37	27	27	27
Zobowiązania handlowe	1	3	2	4	3	3
Pozostałe	10	17	17	17	17	17
Pasywa	280	414	431	465	465	472
Dług netto (wraz z leasingiem)	113	173	190	56	49	40
Dług netto	14	2	19	-115	-122	-131

Przepływy pieniężne (USD mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Zysk netto	32	79	28	41	33	38
Amortyzacja	20	25	25	25	25	25
Pozostałe (wraz ze zmianą kapitału obrotowego)	8	-36	-54	90	1	-1
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	60	67	-2	156	59	62
Nakłady pieniężne	-7	-7	-4	-10	-10	-10
Pozostałe	1	1	0	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-6	-6	-4	-10	-10	-10
Dywidenda	-7	-31	0	0	-31	-31
Pozostałe	-31	-19	-21	-21	-11	-11
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-38	-50	-21	-21	-42	-42
Przepływy pieniężne netto	13	11	-27	125	6	9
Środki pieniężne na koniec okresu	18	29	2	127	133	142
DPS (USD)	0.21	0.94	0.00	0.00	0.94	0.94

Zmiana rdr	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	-5%	13%	-53%	191%	-34%	1%
EBITDA	81%	56%	-42%	24%	-21%	8%
EBIT	231%	70%	-54%	39%	-31%	14%
Zysk netto	333%	148%	-64%	47%	-21%	15%
EPS	333%	148%	-64%	47%	-21%	15%

Wskaźniki rentowności	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	43.9%	60.6%	74.0%	31.6%	37.8%	40.7%
EBIT	31.2%	47.1%	45.5%	21.8%	22.9%	26.0%
marża netto	19.6%	43.3%	32.7%	16.6%	19.8%	22.7%
ROE	22.9%	41.1%	12.8%	15.9%	12.5%	14.0%

Wskaźniki bilansowe	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
BVPS (USD)	4.2	5.8	6.6	7.9	7.9	8.1
Dług netto/EBITDA	1.6	1.6	3.0	0.7	0.8	0.6
Dług netto/kapitał własny	95.0%	105.5%	87.4%	69.7%	69.3%	67.5%

Źródło: Spółka, BM Pekao



ANALITYCY SEKTOROWI

Dyrektor, Główny Analityk, Górnictwo, Budownictwo

Tomasz Duda

tomasz.duda2@pekao.com.pl

CEE Banki

Jerzy Kosiński, CFA

jerzy.kosinski@pekao.com.pl

Polish Banking & Financials

Michał Fidelus

michal.fidelus@pekao.com.pl

Chemia, Paliwa

Krzysztof Kozieł, CFA

krzysztof.koziel@pekao.com.pl

E-commerce

Maksymilian Piotrowski

maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl

Energetyka, Biotechnologia

Marcin Górnik

marcin.gornik@pekao.com.pl

IT, Gry wideo

Emil Popławski – makler papierów wartościowych

emil.poplawski@pekao.com.pl

TMT

Konrad Musiał

konrad.musial@pekao.com.pl

Deweloperzy mieszkaniowi

Bartłomiej Kempczyński

bartlomiej.kempczynski@pekao.com.pl

Maciej Madej

maciej.madej@pekao.com.pl

BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

Projekcje rynkowe

Piotr Kaźmierkiewicz

piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Analiza techniczna

Bartosz Kulesza – makler papierów wartościowych

bartosz.kulesza@pekao.com.pl

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

Biuro Maklerskie Pekao

ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa

bm@pekao.com.pl

Infolinia BM:

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

Internet

www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Gieldą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings



Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta SA 3; Asseco Poland 3; CCC 3; CD Projekt 3; Cyfrowy Polsat 3; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; Mercator 3; Orange Polska 3; PGE 3; PGNiG 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Krzysztof Kozieł	Ekspert, Analityk	IMC	-	-	-	-

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy

otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanyymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

Modele dyskontowe charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

Analiza porównawcza oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

Metody oparte o wyceny wartości aktywów mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 4 lipca 2022

Data i godzina zakończenia sporządzania raportu: 5.07.2022, godz. 16:30.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 5.07.2022, godz. 17:00.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.