

COMPANY REPORT

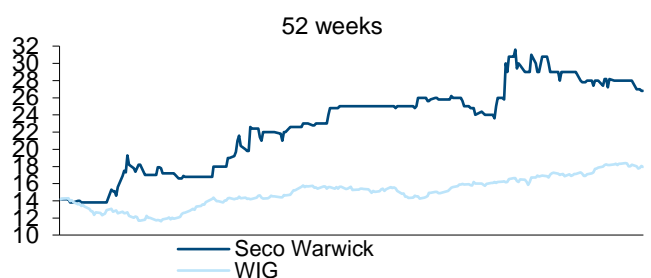
Seco Warwick

Kupuj

(mn PLN)	2022	2023e	2024e	2025e
Przychody	623	701	743	854
EBITDA	57	60	61	75
EBIT	42	45	45	59
Zysk netto	31	30	33	45
EPS (PLN)	3.0	3.0	3.3	4.5
CEPS (PLN)	4.4	4.5	4.9	6.1
BVPS (PLN)	21.5	24.7	26.7	29.6
DPS (PLN)	0.2	1.0	1.2	1.6

EV/EBITDA (x)	5.2	4.7	4.4	3.6
P/E (x)	9.0	8.9	8.2	6.0
P/CE (x)	6.0	5.9	5.5	4.4
Dividend yield	0.9%	3.7%	4.5%	6.1%

Cena akcji (PLN)	26.80	Reuters	SWG.WA Free float	31.4%
Liczba akcji (mn)	10.3	Bloomberg	SWG.PW Akcjonariusze	SW Holding
Wartość rynkowa (PLN mn)	268	Dziewidy	-	SecoWarwick
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	294	Cena docelowa	33.32	Strona internetowa secowarwick.com



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	88.7%	7.2%	7.2%	-2.2%

Analyst:

Jakub Szkopek
+48 22 257 5753
jakub.szkopek@erstegroup.com

Dobra ekspozycja na elektro mobilność, ESG i OZE

Rozpoczynamy rekomendowanie spółki SecoWarwick z zaleceniem Kupuj, z ceną docelową na poziomie 33.3PLN.

SecoWarwick jest beneficjentem ekspozycji na dobra inwestycyjne dla transformującej się branży samochodowej (elektro mobilność), rosnących inwestycji w zakresie odnawialnych źródeł energii (szczególnie w energetyce wiatrowej, jądrowej, gazowej i wodorowej), deglobalizacji oraz przenoszeniu produkcji poddostawców do Europy i USA (onshoring) oraz trendom zwiększania efektywności i koncepcji gospodarki obiegu zamkniętego (wzrost nakładów na urządzenia o mniejszym oddziaływaniu na środowisko). Rozwiązania SecoWarwick mogą być wykorzystywane do instalacji NG-DRI (w transformacji przemysłu stalowego), instalacji recyklingu aluminium (topienie dużo tańsze od elektrolizy, rosnąca rola ESG), a klienci, wybierając urządzenia SecoWarwick, kierują się m.in. oszczędnością po stronie procesów produkcyjnych (redukcja emisji gazów, niższe zużycie surowców energetycznych). Szansą na kolejne lata dla SecoWarwick jest mocna pozycja (TOP1) w zakresie linii CAB do obróbki aluminium, a szczególnie lutowania baterii z systemami chłodzącymi. Według McKinsey światowa produkcja ogniw baterii wzrośnie blisko czterokrotnie, a z uwagi na światową obecność SecoWarwick będzie beneficjentem tego trendu (obecność w Europie, Chinach i USA). Spółka z rekordowym portfelem zamówień 560mn PLN ma naszym zdaniem szansę na poprawę wzrost sprzedaży i wyników finansowych w 2023 roku, co przy niskim zadłużeniu może zwiększać szanse na zwiększenie strumienia dywidend dla akcjonariuszy.

Czynniki ryzyka

- 1. Duża wrażliwość wyników na cykle koniunkturalne.**
Historycznie sprzedaż i wyniki SecoWarwick były w dużej mierze uzależnione od cykli koniunkturalnych (rynek dóbr inwestycyjnych). Wyraźniejsze spowolnienie może prowadzić do drastycznego spadku przychodów ze sprzedaży i w efekcie wyników finansowych (patrz 2009 rok).
- 2. Umocnienie PLN do USD.** Umocnienie złotówki do walut obcych to jedno z największych wyzwań dla SecoWarwick z punktu widzenia konkurencyjności i rentowności realizowanych kontraktów. Na ryzyko walutowe najbardziej eksponowane są zakłady w Polsce (Europa ~30% sprzedaży; 30% sprzedaży w EUR, 20% w USD). Spółka w momencie zawarcia umowy zabezpiecza 60% wartości ekspozycji netto na kontrakcie. Spółki w USA kontraktują w USD, a Chiny głównie w CNY.
- 3. Duża ekspozycja na Chiny.** Obecnie ponad 30% sprzedaży Grupy realizowane jest w Azji (przede wszystkim w Chinach). Natomiast w 2022 roku Chiny odpowiadały za 55% realizowanego EBIT w Grupie. Ewentualne drastyczne spowolnienie gospodarcze w Chinach, wojny handlowe USA-Chiny, wojna o Tajwan mogą negatywnie wpłynąć na koniunkturę w Chinach a pośrednio na wyniki tamtejszej spółki.
- 4. Wzrost kosztów osobowych i dostęp do wysoko wykwalifikowanej kadry.** Koszty osobowe, to po kosztach materiałów i energii druga największa kategoria odpowiadająca za 22% kosztów ogółem w 2022 roku. Kadra SecoWarwick, to przede wszystkim wykwalifikowani inżynierowie (ponad 60%), którzy są często zachęceni przez konkurencyjne spółki. Grupa musi pilnować, aby wynagrodzenia były na konkurencyjnym poziomie, aby uniknąć migracji talentów z Grupy. SecoWarwick otwiera biura w lokalizacjach, gdzie dostęp do kadry jest lepszy – np. Biuro w Zielonej Górze, w Tarnowskich Górach, w pobliżu Poznania
- 5. Ekspozycja na przemysł obronny.** Seco Warwick w efekcie znacznej sprzedaży do branży lotniczej (ok. 1/3 sprzedaży) eksponowane jest również branżą obronną (samoloty, helikoptery, drony wojskowe). Naszym zdaniem ekspozycja na branżę zbrojeniową nie przekracza 10% przychodów ogółem. Część z inwestorów może statutowo wykluczać inwestycje w firmy eksponowane na przemysł obronny, co może zawęzić grono potencjalnych inwestorów (z drugiej strony to jeden z czynników wzrostu przychodów).
- 6. Ryzyko barier handlowych.** Zaawansowanie technologiczne produktów SecoWarwick może powodować, że w przyszłości część asortymentu może zostać objęta sankcjami, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Rosji. Spółka posiada nierozliczony depozyt na poziomie 252 tys. EUR dotyczący kontraktu, którego realizacja nie może zostać ukończona ze względu na obowiązujące sankcje (dotychczas realizowana, istotna (ponad 80%) część kontraktu została zakończona, wszystkie dotychczasowe należności zostały uregulowane przez kontrahenta). Również obecnie bariery handlowe między Chinami a Indiami powodują, że SecoWarwick w Chinach nie może dostarczać produktów do Indii. Grupa w przyszłości planuje powrót do Indii poprzez budowę tam oddziału (już teraz działa tam oddział sales & service).

Wycena

Wycenę Grupy Seco Warwick bazujemy w 50% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w 50% na wycenie porównawczej.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	27.07
Wycena DCF (PLN)	50%	39.60
12M cena docelowa (PLN)		33.33

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej staramy się zestawić wyniki SecoWarwick z producentami dóbr inwestycyjnych dla przemysłu. W wycenie uwzględniamy 20% dyskonto z uwagi na fakt, że spółki porównywalne są wyraźnie większe pod względem skali biznesu oraz wiele z nich ma większą dywersyfikację sprzedaży.

	P/E			EV/EBITDA			Dyid		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
AMG CRITICAL MAT	7.1	5.4	4.9	4.4	3.7	-	1.6%	1.8%	1.8%
PVA TEPLA AG	19.5	15.2	13.2	15.2	12.2	10.7	0.1%	0.1%	0.1%
ANDRITZ AG	9.5	9.1	8.7	5.0	4.8	4.8	4.8%	5.1%	5.6%
MITSUBISHI HEAVY	11.6	10.6	8.8	7.8	7.1	6.2	2.5%	2.7%	3.2%
AIDA ENGINEERING	13.6	12.4	-	4.9	4.6	-	3.2%	3.5%	-
DANIELI & CO	7.7	-	-	-	-	-	2.3%	5.5%	-
GEA GROUP AG	16.0	15.0	14.0	8.5	8.1	7.7	2.7%	2.9%	3.0%
JUDGES SCIENTIFI	26.0	24.4	22.6	18.5	16.5	15.6	0.6%	0.7%	0.6%
EINHELL (HANS)-P	9.3	8.5	7.7	7.9	7.3	6.7	2.0%	2.1%	2.2%
PALFINGER AG	8.6	8.3	7.3	6.1	5.9	5.4	3.6%	3.7%	4.2%
INTERROLL HLDG-R	36.8	30.8	27.3	21.9	18.8	16.8	1.1%	1.2%	1.4%
MIN	7.1	5.4	4.9	4.4	3.7	4.8	0.1%	0.1%	0.1%
MAX	36.8	30.8	27.3	21.9	18.8	16.8	4.8%	5.5%	5.6%
Mediana	11.6	11.5	8.8	7.9	7.2	7.2	2.3%	2.7%	2.2%
Seco Warwick	9.0	8.3	6.1	4.7	4.4	3.6	3.7%	4.4%	6.0%
premia (dyskonto)	-22%	-28%	-31%	-40%	-38%	-50%	60%	64%	169%
Implikowana wycena									
Mediana	11.6	11.5	8.8	7.9	7.2	7.2			
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%			
Waga wskaźnika		50%			50%				
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	25.64								
12m wartość firmy na akcję (PLN)	27.07								

Wycena DCF

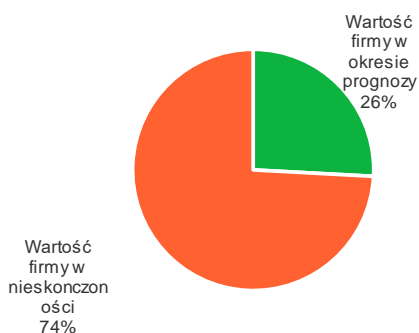
- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.5% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- W wycenie bierzemy dług netto z końca 2023 roku.
- Beta 1.2. duża zmienność wyników w przeszłości (rynek dóbr inwestycyjnych narażony na cykle koniunkturalne).

Szacunki WACC

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Koszt długu	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
Efektywna stopa podatkowa	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Udział kapitału w wycenie	95%	99%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.2%	11.2%	11.2%	11.5%	11.5%	11.5%

Wycena DCF

(mn PLN)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV
Wzrost sprzedaży	12.5%	6.0%	14.9%	2.1%	5.0%	2.0%
EBIT	45	45	59	58	64	61
marża EBIT	6.4%	6.1%	6.9%	6.7%	7.0%	6.5%
Stopa podatkowa	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Opodatkowanie EBIT	10	10	13	13	14	13
NOPAT	35	35	46	46	50	47
Amortyzacja	15	16	16	16	17	
CAPEX	-16	-17	-18	-19	-20	
Kapitał obrotowy	-10	-4	-20	-1	-6	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	24	30	24	42	40	43
Zdyskontowane przepływy	23	56	22	24	17	27
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	453					
Zdyskontowana wartość rezydualna	263					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	355					
Udziałowcy mniejszościowi	3					
Dług netto	14					
Inne	37					
Wartość firmy	375					
Liczba akcji (mn)	10					
Koszt kapitału	5.6%					
12 miesięczna cena docelowa	39.60					
Potencjał wzrostu / spadku	47%					



WACC	Wzrost w nieskonczoności				
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
+1,0 p.p.	33.5	34.5	35.6	36.8	38.1
+0,5 p.p.	35.1	36.2	37.5	38.8	40.3
+0,0 p.p.	37.0	38.2	39.6	41.1	42.9
-0,5 p.p.	39.0	40.4	42.0	43.7	45.7
-1,0 p.p.	41.2	42.8	44.6	46.6	48.9

Seco Warwick Group – model biznesowy

SecoWarwick to dostawca rozwiązań dla klientów w zakresie **zaawansowanych technologicznie pieców przemysłowych do termicznej obróbki metali**. Rozwiązania są dedykowane między innymi dla klientów z **branży samochodowej, samolotowej, energetycznej, medycznej, narzędziowej, metalurgii proszkowej czy obronnej**.

SecoWarwick specjalizuje się w **urządzeniach energooszczędnych i przyjaznych środowisku**. Spółka zapewnia dostęp do definiowanych technologii i nowych rozwiązań, zapewnia nowoczesne systemy sterowania i analizy danych, a także profesjonalne usługi serwisowe dostępne na najważniejszych rynkach metalurgicznych świata.

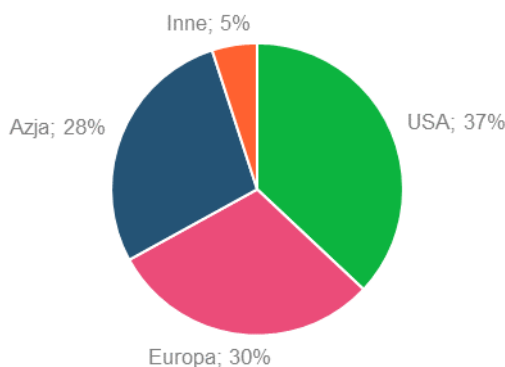
W ramach oferty znajdują się rozwiązania standardowe i dedykowane, dostawa urządzeń wraz z technologią i urządzeniami towarzyszącymi, montaż i uruchomienie, obsługa serwisowa, szkolenia techniczne i technologiczne, próby i badania w warunkach przemysłowych i laboratoryjnych, analizy i symulacje.

Rozwiązania SecoWarwick, to również piece przemysłowe do przeprowadzania prób ognioodpornych, urządzenia próżniowe, komory do wykonywania precyzyjnych prób, układy przetwarzania termicznego, linie produkcyjne podgrzewania przednich szyb samochodowych i ich formowania. Szeroki zakres technologii, wysokie kwalifikacje inżynierów oraz indywidualne rozwiązania pozwalają uzyskać przewagę nad konkurencją.

Obecność geograficzna

Obecnie największym rynkiem sprzedażowym SecoWarwick jest **USA** (37% sprzedaży) obsługiwane przez dwa lokalne zakłady produkcyjne. Dalej **Europa** (30% sprzedaży), która głównie zaopatrywana jest przez zakłady w Polsce. Trzecim rynkiem jest **Azja** (28% sprzedaży) obsługiwana przez zakłady Chinach. W przyszłości nie można wykluczać otwarcia produkcji w Indiach (obecnie sales&service; planowana produkcja jeszcze w tym roku) oraz zwiększenia dostaw z Chin na Europę z uwagi na umocnienie PLN do USD oraz ogólnie rosnące koszty operacyjne (koszty wytworzenia, koszt transportu), szczególnie w Europie. Dywersyfikacja geograficzna to spory atut SecoWarwick w łagodzeniu zmienności wyników w odpowiedzi na cykle koniunkturalne. W 2022 roku ekspozycja na **Rosję, Białoruś i Ukrainę** nie przekraczała 5%. Wraz z rozpoczęciem wojny na Ukrainie Seco Warwick zaprzestała kontraktacji nowych zamówień na rynku rosyjskim

Struktura sprzedaży Seco Warwick ze względu na lokalizację w 2022 roku (%)



Źródło: SecoWarwick

Ekspozycja na branże

Precyzyjne określenie podziału sprzedaży SecoWarwick na branże jest niemożliwe, gdyż spółki zamawiające dobra inwestycyjne często same zaopatrują szeroki zakres klientów w zakresie obróbki metali.

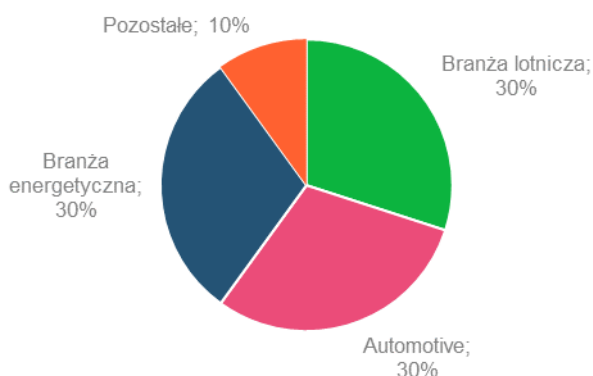
SecoWarwick szacuje, że głównymi branżami (o porównywalnej ekspozycji) są energetyka, automotive i branża lotnicza (aerospace).

Energetyka wykorzystuje piece do obróbki metali do produkcji matryc, narzędzi, wymienników ciepła, czy rur. Turbiny gazowe to dojrzała technologia, która nadal daje pole do rozwoju. Rozwiązania SecoWarwick pomagają produkować wymienniki ciepła typu Plate & Bar, aluminiowe wymienniki ciepła dla branży klimatyzacji i chłodnictwa, czy wymienniki do kondensacji pary wodnej. Istotnym odbiorcą rozwiązań jest również energetyka jądrowa. Rosnąca pod względem udziałów jest ekspozycja na odnawialne źródła energii. Do największych klientów można wymienić **Alstom, General Electric, Sandvik, Pratt&Whitney**, ale warto zauważyć, że część klientów zastrzega sobie nieujawnianie producenta osprzętu.

Automotive wykorzystuje obróbkę cieplną przy produkcji kół zębatych, łożysk, wałów, pierścieni, czy tulei. To co jest najważniejsze dla tego przemysłu, to niezawodność rozwiązań, ich wydajność oraz powtarzalność procesów. Stąd rozwiązania adresowane dla tej gałęzi gospodarki muszą uwzględniać potrzebę redukcji odkształceń, zmniejszać koszt procesu, skracać czas, stosować efektywne i wydajne nawęglanie oraz zmniejszać emisję CO₂. Do największych klientów można wymienić **Bosch, Volkswagen, Toyota**, ale warto zauważyć, że część klientów zastrzega sobie nieujawnianie producenta osprzętu.

Branża lotnicza potrzebuje rozwiązania do wyrobu m.in. łopatek silników lotniczych, wymienników ciepła, łopatek turbin, powłok aluminiowych, podwozi oraz hamulców. Seco Warwick pracuje praktycznie ze wszystkimi znaczącymi producentami. Do największych klientów można wymienić **Airbus, MTU, Pratt&Whitney, Rolls-Royce**, ale warto zauważyć, że część klientów zastrzega sobie nieujawnianie producenta osprzętu.

Struktura sprzedaży Seco Warwick ze względu na branże (%)



Źródło: SecoWarwick

Wśród innych istotnych branż, które aktywnie korzystają z rozwiązań oferowanych przez SecoWarwick jest **medycyna** (produkcja narzędzi medycznych, implanty, inżynieria biomedyczna), **branża narzędzi** (matryce, profile aluminiowe), czy **druk 3D** (prototypy, proszki metali, wytwarzanie przyrostowe). Z każdym rokiem ilość zastosowań urządzeń rośnie, ponieważ inżynierowie pracują nad tym by odpowiadały one na potrzeby zmieniającego się świata.

Determinanty wzrostu

Obecnie identyfikujemy cztery czynniki, które mają wpływ na wzrost zamówień na dobra inwestycyjne produkowane przez SecoWarwick. Są nimi **przenoszenie produkcji do USA i Europy (onshoring) oraz deglobalizacja, elektromobilność, rozwój odnawialnych źródeł energii, wzrost nakładów na zbrojenia** oraz inwestycje w **efektywność i zmniejszenie oddziaływania na środowisko**.

Przenoszenie produkcji do Europy i USA

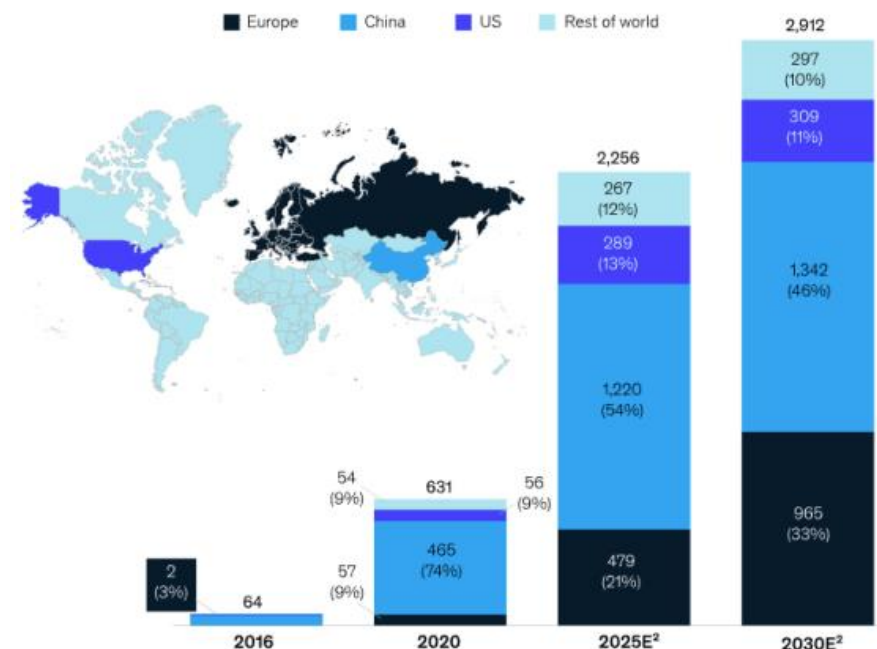
Pandemia Covid wyraźnie zatrzymała trendy globalizacyjne w przemyśle. Pozrywane łańcuchy dostaw z Azji w 2020 roku potęgowane brakami komponentów elektronicznych oraz dynamicznie rosnącymi kosztami transportu mocno pokrzyżowały plany produkcyjne producentom samochodów na świecie oraz wyraźnie utrudniły prace wielu zakładów bazujących na zamorskich dostawach. Duże koncerny w Europie w latach 2020-2022 zwiększały zamówienia u lokalnych spółek (pytania głównie o dostępność wyrobów, mniej o cenę). **Trend dodatkowo został spotęgowany po ataku Rosji na Ukrainę**, gdy również część dostaw z rynków wschodnich została utrudniona bądź zatrzymana (patrz nawozy, stal, problemy z dostępnością rosyjskiego aluminium, blachy transformatorowe, również tytan dla lotnictwa, gdzie Airbus i Boeing 30-50% swojego zapotrzebowania na tytan pokrywały w Rosji). Naszym zdaniem w kolejnych latach można oczekiwać dalszego przenoszenia produkcji do bliższych lokalizacji, na czym skorzystać może Europa Środkowo-Wschodnia. Na horyzoncie pojawiają się kolejne ryzyka jak **niewykluczona agresja Chin na Tajwan**, co mogłoby zachwiać kanałami dostaw towarów z Chin, czy półprzewodników i elektroniki z Tajwanu. Dodatkowo warto zwrócić uwagę na **ogłoszone w Q2'23 przez Chiny ograniczenia w eksporcie wybranych metali wykorzystywanych do produkcji chipów**. Przykładem jest gal i german, których Chiny kontrolują około 80% światowej produkcji, a USA importują około 50% zapotrzebowania z Chin. Warto zwrócić również uwagę, że Chiny obecnie dostarczają ponad 70% modułów PV, na których m.in. Europa planuje swoją dywersyfikację energetyczną. Ten ostatni przykład powoduje, że **Unia Europejska zabiega o najdynamiczniejszy rozwój produkcji elementów farm fotowoltaicznych i wiatrowych w Europie**, aby zwiększyć niezależność. Podobna strategia ma miejsce w obszarze baterii litowych. Również USA i Chiny próbują uniezależnić się od zewnętrznych dostaw kluczowego sprzętu.

Elektro mobilność

Ważnym czynnikiem napędzającym inwestycje w branży są **nowe linie produkcyjne pojazdów elektrycznych**. UE decyduje obecnie o przyszłości samochodów z silnikiem spalinowym w Europie. Wprawdzie zakłada się dopuszczenie do spalania e-paliw w nowo rejestrowanych samochodach od 2035 r, jednak generalnie sektor motoryzacyjny na świecie stawia na samochody napędzane przez baterię. **Wówczas w konstrukcji samochodu znika klasyczna skrzynia biegów i tradycyjny silnik; kluczowym elementem jest bateria-akumulator oraz silnik elektryczny. Rośnie ilość użytej miedzi i aluminium** w konstrukcji samochodu, a do wykonania pojazdu niezbędne są nowe linie produkcyjne i podzespoły (inwestycje również po stronie dostawców części samochodowych). Dobrym przykładem trendu jest **ogłoszona przez koncern VW strategia inwestycyjna, według której koncern ma przeznaczyć w kolejnych pięciu latach 60 miliardów euro na inwestycje związane z elektromobilnością, cyfryzacją i hybrydyzacją** (33 mld EUR na elektromobilność, a 27 mld EUR na hybrydyzację i digitalizację; 60% wydatków skierowanych na inwestycje w aktywa trwałe). Aby oddać skalę koniecznych do przeprowadzonych w związku z

elektromobilnością inwestycji warto zwrócić uwagę na poniższą prognozę wzrostu produkcji ogniw baterii w skali świata i Europy.

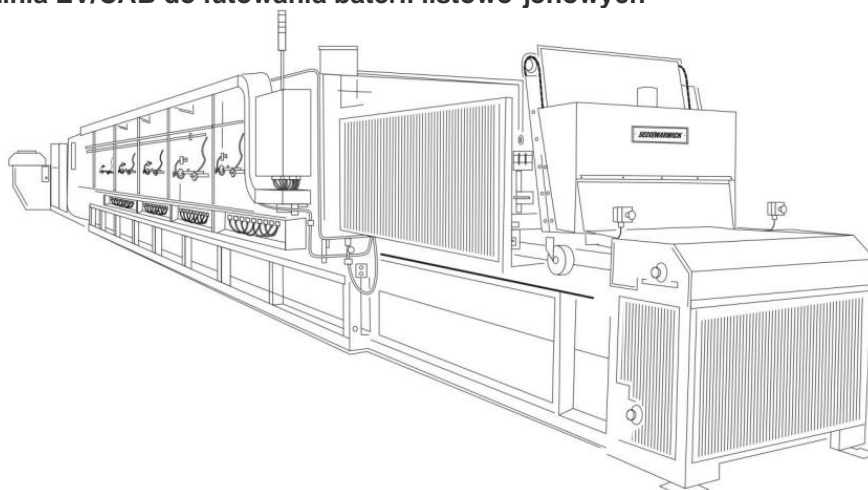
Zdolność produkcyjna ogniw baterii (GWh, rocznie)



Źródło: McKinsey

Głównym beneficjentem trendu elektromobilności jest segment **lutowania w atmosferze** (technologia CAB – controlled atmosphere brazing w ramach segmentu Aluminum Process) – wykorzystywany w technologii lutowania aluminiowych elementów chłodzenia do systemów bateryjnych. Portfel zamówień segmentu AP wzrósł o 160% w ostatnich dwóch latach do około 145mn PLN (z czego ponad połowa to linie CAB), a naszym zdaniem w ciągu najbliższych pięciu lat może wzrosnąć do 200mn PLN.

Linia EV/CAB do lutowania baterii listowo-jonowych



Źródło: SecoWarwick

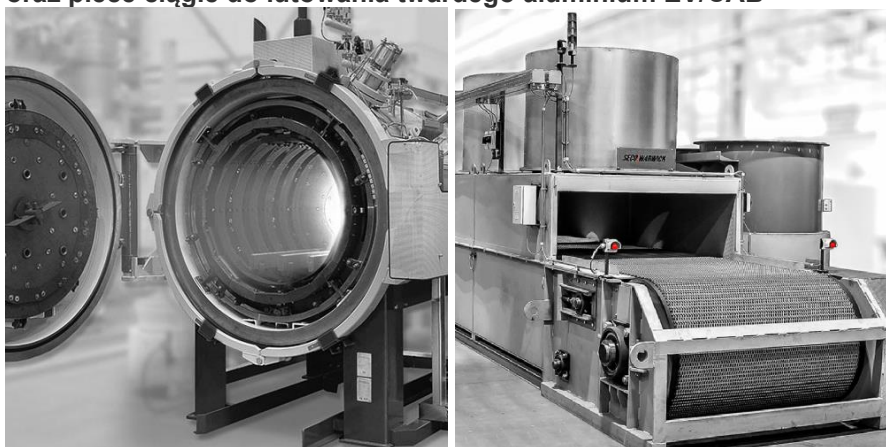
Odnawialne źródła energii

Wysokie koszty czynników energetycznych wyraźnie przyspieszyły rozwój odnawialnych źródeł energii. W 2022 roku Unia Europejska w odpowiedzi na odcięcie dostaw gazu z Rosji zaproponowała **program REPowerEU, który zakłada zwiększanie suwerenności energetycznej UE** (poprzez energię z źródeł odnawialnych). W ramach **FIT for 55 zatwierdzono założenia granicznego podatku węglowego** (tzw. CBAM), który w pełni

zacznie obowiązywać od 2026 roku i wprowadzać będzie obowiązek zakupywania certyfikatów CO₂ przez importerów (m.in. energii, stali, amoniaku) w ilości, w jakiej generują ślad węglowy. Również w 2022 roku, po raz pierwszy w historii, **Unia Europejska przygotowała strategię energetyki słonecznej**. Powyższe inicjatywy pozwalają oczekiwać dalszego dynamicznego wzrostu energetyki odnawialnej w Europie.

W przypadku produktów SecoWarwick, te są powszechnie wykorzystywane w inwestycjach w **turbiny wiatrowe** (elementy przekładni, wzbogacanie metali używanych w elementach ruchomych wiatraków), ale również w **blokach gazowych/wodorowych** (łopatki turbin gazowych, wymienniki ciepła).

Piec próżniowy z wysokociśnieniowym chłodzeniem gazowym Vector oraz piece ciągle do lutowania twardego aluminium EV/CAB

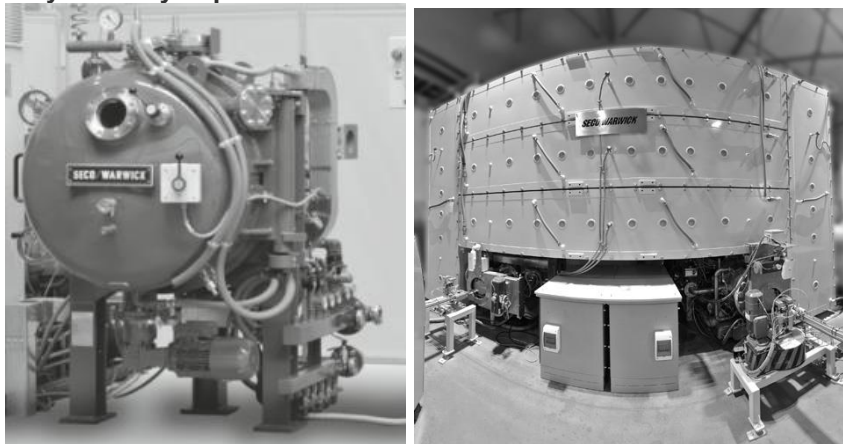


Źródło: SecoWarwick

Przemysł obronny

Agresja Rosji na Ukrainę przełożyła się na znaczące zwiększenie nakładów inwestycyjnych na zbrojenia. Dostawy sprzętu z krajów zachodnich na Ukrainę spowodowały konieczność odbudowy potencjału militarnego, na czym korzysta przemysł zbrojeniowy. SecoWarwick ma **ekspozycję na przemysł zbrojeniowy poprzez dostawy sprzętu przede wszystkim dla branży lotniczej** (elementy silników odrzutowych, podwozia, instalacja paliwowa, łopatki silników, łopatki turbin i hamulce, elementy złączne i inne krytyczne elementy).

Ultraszybki piec indukcyjny (VIM) dla branży lotniczej oraz system próżniowy do nawęglania i hartowania dostosowany do indywidualnych potrzeb klienta UniCase Master Custom



Źródło: SecoWarwick

Ceny metali, środowisko, ślad węglowy, oszczędności
Wyższe ceny metali przemysłowych (stal, miedź, aluminium) okazały się silnym czynnikiem napędzającym branżę obróbki metali i obróbki plastycznej metali. Wyższe ceny surowców oraz **koncepcja obiegu zamkniętego w Unii Europejskiej** (circular economy) zwiększają zainteresowanie recyklingiem oraz odzyskiem metali. Dodatkowo popyt jest wspierany przez coraz **większą świadomość dotyczącą wpływu na środowisko** (patrz ESG, w tym emisji CO₂) Ponadto podajemy kilka przykładów zastosowań rozwiązań Seco Warwick:

- **odzysk stali w technologii NG-DRI**. Piece ciśnieniowe, atmosferyczne i próżniowe mogą zostać wykorzystywane do procesu „bezemisyjnej produkcji stali”. Obecnie w Europie produkuje się około 150mn ton stali, z czego ~80mn ton w technologii wielkopiecowej. W ciągu najbliższych 50 lat rosnące koszty CO₂ (średnio technologia wielkopiecową produkuje ponad 2t CO₂ na tonę stali) i wprowadzany od 2026 roku podatek transgraniczny (CBAM) będą zachęcać producentów do ucieczki do technologii bezemisyjnych jak NG-DRI, czy carbon capture). Potencjalnie w przypadku Seco Warwick, może to być szansa na sprzedaż nawet 300 urządzeń (kilkanaście tysięcy urządzeń w całej Europie) w perspektywie 5 lat po kilka mln EUR sztuka (kilka mld PLN sprzedaży w kilka lat).

Zastosowanie pieca SecoWarwick w technologii NG-DRI we współpracy z GreenIron



Źródło: SecoWarwick

- **zwiększenie zainteresowaniem aluminium z recyklingu** – do produkcji aluminium górniczego potrzeba w procesie elektrolizy około 17000 KWh na tonę metalu, podczas gdy energochłonność aluminium z recyklingu, to ~300-350 KWh. Rosnąca świadomość koncernów samochodowych będzie napędzała rozwój rynku recyklingu, szczególnie gdy koncerny zaczną sumować emisję Scope3. Aluminium i stal będą prawdopodobnie pierwszymi metalami, za które koncerny będą skłonne zapłacić istotne premie, jeśli metal pochodzić będzie z recyklingu (wzrost popytu na piece do topienia złomu).

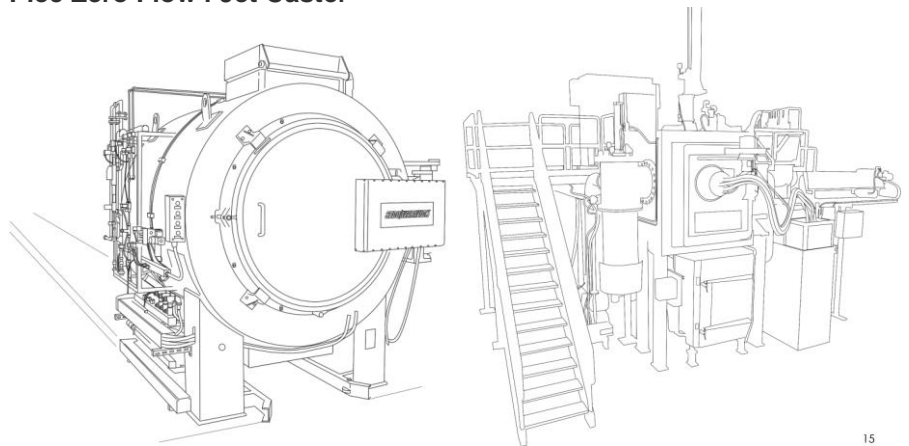
Piec do topienia i wyżarzania aluminium



Źródło: SecoWarwick

- **zwiększenie efektywności linii produkcyjnych. Inwestycje w oszczędności po stronie zużycia surowców energetycznych.** Przykładowo piec VORTEX redukuje czas obróbki elementów nawet o 30% w porównaniu do innych technologii. Piec Jet Caster skraca o połowę czas krystalizacji odlewów oraz zwiększa wydajność produkcji o 82% (zmniejszenie energochłonności o 40%). Piec Zeroflow daje 8x zmniejszenie konsumpcji amoniaku w procesie azotonawęglania.

Piec Zero Flow i Jet Caster

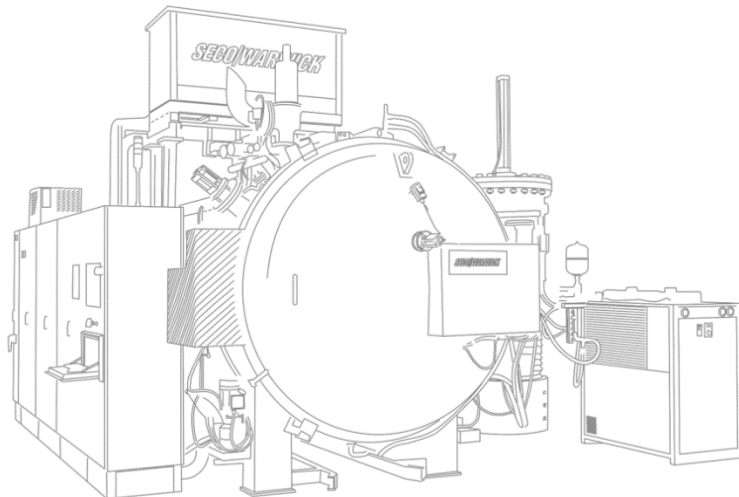


Źródło: SecoWarwick

15

- **brak emisji gazów przy obróbce metali.** Linia pieców VECTOR nie używa paliw kopalnianych do procesu oraz nie emituje gazów cieplarnianych oraz nie emituje szkodliwych substancji.

Piec VECTOR



Źródło: SecoWarwick

- **produkcja metali amorficznych, obróbce tytanu i ogólnie metali ziem rzadkich, produkcja proszków metalowych do druku 3D.**

Konkurencja

Konkurencja w zakresie produktów SecoWarwick jest zróżnicowana i zależna od danego segmentu działalności. W przypadku **linii do obróbki aluminium** rynek jest podobny wartościowo do pieców próżniowych. Pozycja w obróbce aluminium Seco Warwick to TOP5. Z kolei rynek **linii do obróbki aluminium w atmosferze** (linie CAB w ramach segmentu AP) rynek jest najmniejszy ze wszystkich segmentów, a Seco Warwick TOP1 pod względem realizowanych projektów na świecie. Biorąc pod uwagę rosnące zapotrzebowanie na linie do lutowania baterii z systemami chłodzenia rynek ten może naszym zdaniem odnotować wysokie dynamiki wzrostu w

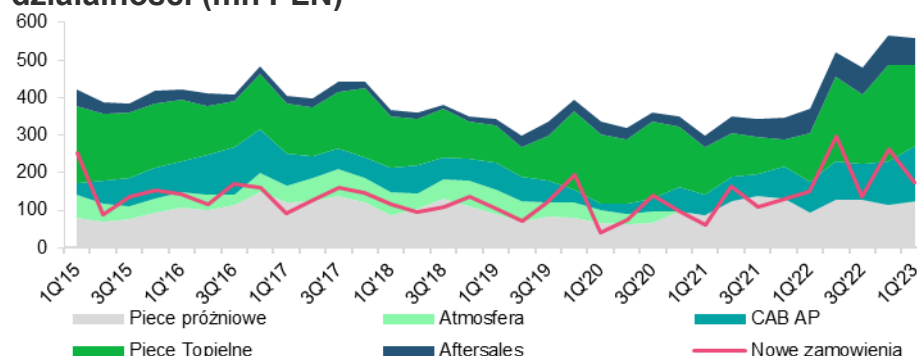
przyszłości, za czym powinien również podążać portfel zamówień SecoWarwick. W przypadku linii **pieców atmosferycznych** SecoWarwick było jednym z około kilkaset do tysiąca podobnych podmiotów działających w branży (Liczących się na świecie firm konkurencyjnych w segmencie jest około 100. Natomiast cały segment wliczając wszystkie firmy konkurencyjne, w tym lokalne i low-end, może liczyć do 1000 podmiotów). Brak wyraźnych przewag konkurencyjnych oraz postępująca schyłkowość technologii zdecydowały o opuszczeniu tego segmentu. W przypadku **pieców próżniowych** na świecie jest ok. 20 liczących się firm. Pozostałe firmy (ok. 100-150) to lokalni (głównie azjatyccy) gracze, mający ekspozycji globalnej i nie dostarczający do kluczowych, globalnych odbiorców (OEM). Wysokie zaawansowanie technologiczne urządzeń i dostęp do kluczowych rynków daje szansę na zwiększanie udziałów rynkowych w przyszłości. W zakresie **pieców topielnych** rynek jest bardzo szeroki o bardzo rozległej specjalizacji (Retech jednym z liderów rynku; rynek mniejszy niż w przypadku pieców próżniowych i AP).

Generalnie największe przewagi konkurencyjne SecoWarwick, to **dostęp do wysoko wykwalifikowanej kadry inżynierskiej, własna wysoko zaawansowana technologia oraz obecność na kluczowych rynkach sprzedażowych blisko klienta** (Europa, USA, Chiny). **Przewagę kosztową** mają lokalizacje produkcyjne **w Polsce i Chinach**.

Prognozy finansowe

Portfel zamówień Grupy SecoWarwick wzrósł na koniec Q1'23 do rekordowej wartości 560mn PLN. Względem Q1'21 oznacza to praktycznie podwojenie wartości pozyskanych zamówień, z czego najbardziej rosnącymi branżami w tym okresie były urządzenia do obróbki aluminium (Aluminum Process; +160%), następnie piece topielne (+70%) oraz piece próżniowe (+50%). **Wartość pozyskanych nowych zamówień** w 2022 roku wyniosła rekordowe 842mn PLN, z czego najwyższe było w zakresie pieców topielnych (332mn PLN), następnie linii do obróbki aluminium (AP; 182mn PLN) i pieców próżniowych (182mn PLN). Warto zwrócić uwagę na rosnące zamówienia w zakresie Aftersales i serwisu, które są najbardziej rentowną częścią działalności SecoWarwick (na koniec Q1'23 ponad 70mn PLN zamówień).

Portfel zamówień SecoWarwick z uwagi na segment działalności (mn PLN)



Źródło: SecoWarwick, Erste Group Research

Za bazie portfela zamówień zakładamy, że **przychody ze sprzedaży** w 2023 roku przekroczą 700mn PLN i będą o 13% r/r wyższe. Największy wzrost odnotują segmenty CAB AP oraz pieców topielnych i następnie pieców próżniowych. Zakładamy, że w długim terminie segment CAB AP będzie jednym z głównych motorów wzrostu przychodów w kolejnych latach (z uwagi na inwestycje w elektro mobilność).

Zakładamy, że **EBITDA** w 2023 roku wzrośnie w mniejszej skali niż przychody z uwagi na wyższe koszty osobowe, koszty sprzedaży i zarządu oraz umocnienie PLN do USD i do EUR.

Zakładamy, że **zysk netto** w 2023 roku będzie porównywalny r/r z uwagi na wyższe koszty finansowania oraz wyższy podatek CIT.

RZIS

(mln PLN)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Przychody	463	623	701	743	854
Piece próżniowe	137	191	161	160	174
Atmosfera	2	0	0	0	0
CAB AP	98	154	174	213	268
Piece Topielne	127	152	204	201	240
Aftersales	98	124	161	168	170
Pozostałe	0	2	1	1	1
Koszty	359	485	550	586	673
Zysk brutto ze sprzedaży	104	137	151	157	180
Piece próżniowe	32	44	34	32	35
Atmosfera	-3	0	0	0	0
CAB AP	18	38	38	46	59
Piece Topielne	30	16	31	28	34
Aftersales	27	40	48	51	53
Pozostałe	0	0	0	0	0
EBIT	24	42	45	45	59
dz. fin.	-1	-3	-6	-4	-2
Zysk brutto	19	33	39	42	56
Podatek doch.	2	1	10	10	13
Mniejszości	0	1	1	1	1
Zysk netto	17	31	30	33	45
Skor. EBITDA	37	57	60	61	75
Skor. ZN	17	31	30	33	45

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Rachunek CF

(mln PLN)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
CF oper.	10	27	36	44	41
Kapitał obrot.	-3	12	-10	-4	-20
CF inw.	-9	-12	-16	-17	-18
CAPEX	-9	-12	-16	-17	-18
CF fin.	0	5	-21	-21	-24
Dywidenda/buyback	-14	-3	-10	-12	-16
CF	0	0	-1	7	-1
CFO/EBITDA	26%	47%	59%	72%	55%
FCFF	18	38	52	61	59
FCFF/EV	6%	13%	18%	22%	22%
DPS	0.48	0.25	1.00	1.20	1.63
Wsk. wypłaty	35.9%	15.1%	32.7%	40.0%	50.0%
DYield	1.8%	0.9%	3.7%	4.4%	6.0%

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Zakładamy w 2023 roku poprawę **przepływu gotówki z działalności operacyjnej**, co przy założeniu o utrzymaniu inwestycji na poziomie odtworzeniowym prowadzić będzie do wygenerowania nadwyżek finansowych (częściowo wypłacanych w dywidendzie).

Zakładamy, że **dług netto** SecoWarwick wyniesie ~2mn PLN, co oznacza bardzo niski poziom, dający szansę na zwiększenie strumienia dywidend do akcjonariuszy w przyszłości.

Bilans

(mln PLN)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Aktywa trwałe	167	166	172	173	175
Rzeczowe	75	82	88	89	91
Niematerialne	47	48	48	48	48
Goodwill	41	32	32	32	32
Rozliczenia międzyokresowe	1	2	2	2	2
Aktywa obrot.	295	415	457	487	547
Zapasy	62	89	100	106	122
Należności	106	106	120	127	146
Gotówka	41	74	73	80	79
Kapitały wł.	167	222	247	267	296
Mniejszości	1	2	3	4	5
Zob. długo.	23	26	21	16	11
Kredyty	23	26	21	16	11
Zob. krótko.	100	150	161	166	182
Kredyty	34	65	65	65	65
Zob. Handlowe	66	85	95	101	116
Rozliczenia międzyokresowe	80	127	143	152	175
Dług netto	16	-2	2	-8	-20
DN/EBITDA	0.4	0.3	0.2	0.0	0.0
DN/EA skor.	0.4	0.3	0.2	0.0	0.0

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Wskaźniki

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E	16.4	9.1	9.0	8.3	6.1
P/E skor.	16.4	9.1	9.0	8.3	6.1
EV/EBITDA	8.0	5.2	4.7	4.4	3.6
EV/EA skor.	8.0	5.2	4.7	4.4	3.6
P/S	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
P/BV	1.7	1.3	1.1	1.0	0.9
Marża EBITDA	8.0%	9.2%	8.6%	8.2%	8.7%
Zm. EBITDA r/r	15%	55%	5%	2%	22%
Marża netto	3.7%	4.9%	4.3%	4.4%	5.2%
Zm. EPS r/r	123%	181%	101%	109%	137%
Cena (PLN)	27.00	27.00	27.00	27.00	27.00
L. akcji (mln)	10.3	10.3	10.0	10.0	10.0
MCap	278	278	270	270	270
EV	294	296	284	272	268

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Polityka dywidendowa

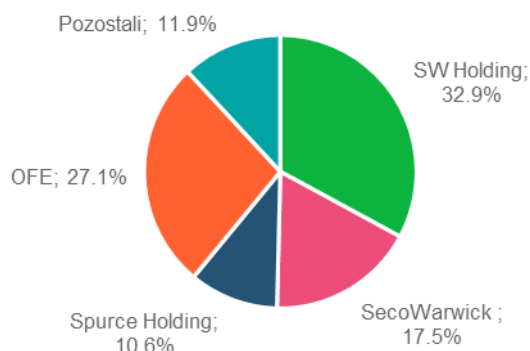
SecoWarwick nie ma zadeklarowanej polityki dywidendy, ale **zamiarem jest regularna jej wypłata**. Spółka w poprzednich latach realizowała skupy akcji własnych (ostatnie w 2020 i 2021 roku) przy wyraźnie niższym niż obecnie kursie (14.5PLN). Obecnie raczej będzie preferowana wypłata dywidenda niż przeprowadzanie kolejnego skupu.

Akcjonariat

Największym akcjonariuszem SecoWarwick jest **SW Holding, SWH (33%)**, którego beneficjentami są w porównywalnych udziałach Pan Andrzej Zawistowski i Pan Janusz Gudaczewski. Kapitał zakładowy spółki kontrolującej to 50mn PLN, a siedziba zarejestrowana w Poznaniu. **Seco Warwick** obecnie posiada 1.682.189 akcji własnych (po ostatnim przyznaniu menedżerom akcji w ramach programu motywacyjnego). Na ostatnim ZWZ w 2023 roku uchwalono umorzenie 298.554 akcji. W rezultacie liczba akcji (będą jednocześnie liczbą akcji w obrocie) spadnie do 10.000.000. Po rejestracji umorzenia Seco Warwick posiadać będzie wciąż 1.383.635 akcji własnych (14% kapitału). Na ten moment spółka nie komunikuje zamierzenia co do umorzenia pozostałych akcji, ale też nie wyklucza takiego działania w przeszłości. **Spruce Holding (SHLLC)** kontroluje prawie 11% akcji (zależny od Jeffrey Boswell – zasiadającego w Radzie Nadzorczej spółki). **Otwarte Fundusze Emerytalne** kontrolują około 27% akcji spółki. Pozostali akcjonariusze to około 12%.

W dniu 8 listopada 2016 roku akcjonariusze (SW Holding, Spruce Holding, Paweł Wyrzykowski, Andrzej Zawistowski oraz Bartosz Klinowski zawarli umowy o czasowym wyłączeniu zbywania akcji (Share Lock-Up Agreement). Wynikające z Umowy ograniczenie zbywania, oferowania oraz obciążania zastawem akcji Spółki obowiązywały nie dłużej niż do dnia 31 grudnia 2020 roku. Na mocy zawartego w dniu 07 sierpnia 2019 roku aneksu obowiązywanie umowy zostało przedłużone do 31 grudnia 2023 roku w zakresie następujących pakietów akcji: (3.387.139 akcji Spółki posiadanych przez SWH, 1.123.337 akcji posiadanych przez SHLLC, 307.058 akcji posiadanych przez Pawła Wyrzykowskiego, 65.000 akcji posiadanych przez Andrzeja Zawistowskiego, 84.981 akcji posiadanych przez Bartosza Klinowskiego.

Akcjonariat SecoWarwick (%)



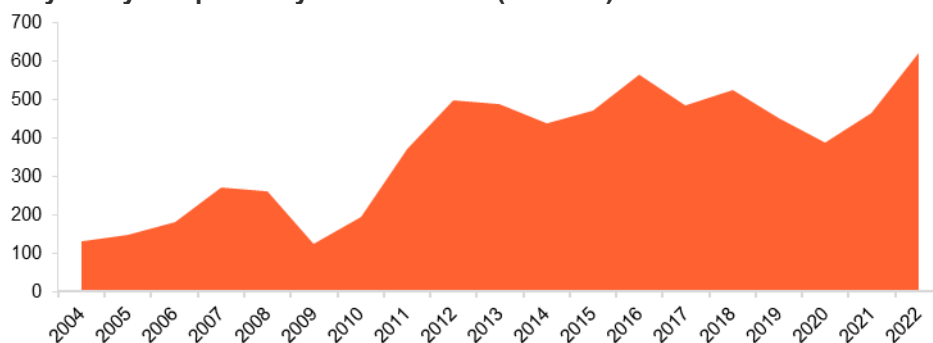
Źródło: SecoWarwick, Stooq.pl

Historia Grupy Kapitałowej

Historia Grupy SecoWarwick zaczyna się w roku 1984, kiedy dokonano rejestracji znaku towarowego SecoWarwick. W 1991 roku Seco Warwick zakłada joint venture z **Trans-Vac** (spółkę założoną przez Andrzeja Zawistowskiego i Janusza Gudaczewskiego) i powstaje SecoWarwick sp. z o.o. W 2002 roku Grupa nabyła własność intelektualną **Camlaw Ltd** (kompetencje w zakresie lutowania aluminium), a w 2003 SecoWarwick

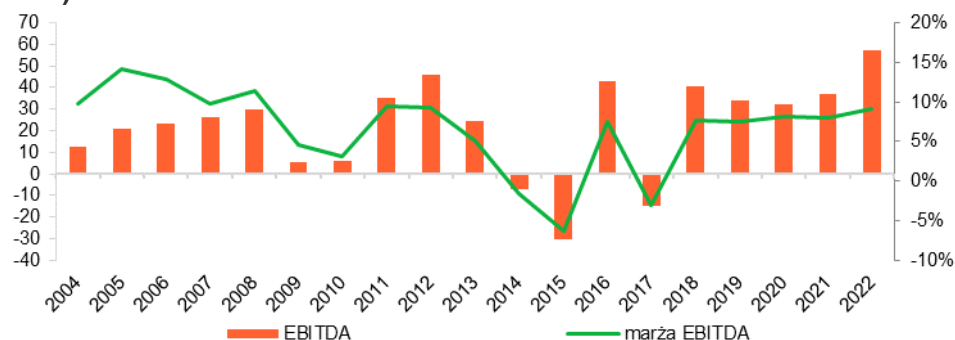
nabył polską spółkę **Elterma**, o silnej pozycji rynkowej w Europie Wschodniej. Grupa otworzyła biuro sprzedaży i biuro obsługi klientów w Moskwie w 2004 roku. W 2006 roku skład uzupełnia joint venture z **Tianjin Kama Electric Manufacturing** – w efekcie powstaje SecoWarwick Tianjin Industrial Furnance. W 2005 roku Grupa wchodzi na rynek amerykański kupując **SecoWarwick Corp.** (USA). W 2007 roku roku miał miejsce debiut spółki na GPW. Spółka za pieniądze emisji inwestuje w **Retech Systems LLC** w USA. W 2008 roku tworzy się SecoWarwick Allied w Indiach. W 2010 roku SecoWarwick oraz Retech Systems LLC zakładają nową firmę w Chinach - Seco/Warwick Retech Thermal Equipment Manufacturing Tianjin. W 2011 roku SecoWarwick przejmuje pozostałe udziały w Retech, również w tym samym roku w Stuttgarcie powstaje przedstawicielstwo sales&service **SecoWarwick GmbH** (z 51% udziałem, wykupione do 100% w 2012 roku). W 2013 roku miała miejsce akwizycja spółki w Brazylii, w 2015 roku została utworzona spółka sales&service we Francji (zlikwidowana w 2019). Grupa w 2018 roku zamyka część biznesu w Indiach - pozostaje tam spółka sales&service SecoWarwick Systems and Services.

Przychody ze sprzedaży SecoWarwick (mn PLN)



Źródło: SecoWarwick

EBITDA (lewa skala) i marża EBITDA (prawa skala) SecoWarwick (mn PLN)



Źródło: SecoWarwick

Obroty Seco Warwick od 2004 roku wzrosły z 130mn PLN do 623mn PLN w 2022 roku. **Średnioroczny CAGR w tym okresie wyniósł 23%.**

Realizowane marże SecoWarwick wyraźnie się ustabilizowały w latach 2018-2022 z uwagi na ostrożniejsze podejście do ofertowania i wyceny kontraktów. Słabe wyniki 2009/2010 to efekt kryzysu gospodarczego i drastycznego spadku portfela zamówień w tym czasie. Ujemne wyniki 2014 i 2015 to efekt odpisu dwóch dużych kontraktów, które zawarł Seco Warwick w tym czasie i konieczność poniesienia dodatkowych, nie oczekiwanych wcześniej kosztów ich wykonania (duże odpisy na pozostałej działalności operacyjnej w tym czasie). Strata w 2017 roku wynika z ujemnej rentowności w segmencie pieców topialnych w tym czasie.

Prognoza na Q2'23

W Q2'23 oczekujemy, że **przychody ze sprzedaży** wyniosą 176mn PLN i będą wyższe o 17% r/r w efekcie realizacji rekordowego w historii Spółki portfela zamówień.

Zakładamy wyraźny wzrost przychodów w segmencie pieców topliwych, Aluminum Process i Aftermarket.

Naszym zdaniem **rentowność EBITDA** w Q2'23 będzie niższa zarówno r/r jak i q/q z uwagi na umocnienie PLN do USD i EUR oraz wzrost kosztów sprzedaży i zarządu. Oczekujemy wyższych kosztów osobowych. W efekcie oczekujemy, że wynik **EBITDA** w Q2'23 wyniesie 14mn PLN i będzie 12% r/r niższy.

	Q2'23e	Q2'22	r/r	2023e	YTD
Przychody	176	150	17%	701	50%
EBITDA	14	16	-12%	60	51%
marża EBITD	8%	11%		9%	
EBIT	10	12	-19%	45	50%
Zysk netto	7	12	-41%	30	53%

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Zakładamy, że napływ **nowych zamówień** w Q2'23 mógł być poniżej zrealizowanych przychodów, co prowadzić będzie do spadku **portfela zamówień** q/q, ale wciąż powinien być on wyższy r/r, również pomimo umocnienia PLN r/r.

PLN mn	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23e
Piece próżniowe	48	50	54	39	45	44
Atmosfera	0	0	0	0	0	0
CAB AP	26	38	43	48	33	43
Piece Topielne	21	33	42	56	60	51
Aftersales	27	29	38	30	33	37
Pozostałe	0	0	0	1	0	1
EBITDA	10	16	21	10	16	14
marża EBITDA	8%	11%	12%	6%	10%	8%
OCF	12	-21	17	18	2	7
Backlog	369	520	479	566	560	534
Order intake	148	296	136	262	174	150

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Income Statement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
(IAS, PLN mn, 31/12)	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Net sales	389.48	463.20	622.73	700.51	742.79	853.81
Cost of goods sold	304.48	358.94	485.39	549.54	585.51	673.48
Gross profit	85.00	104.26	137.34	150.97	157.28	180.32
SG&A	73.35	76.41	94.77	106.32	112.04	121.81
Other operating revenues	9.90	2.12	4.84	0.00	0.00	0.00
Other operating expenses	-2.52	-5.96	-5.36	0.00	0.00	0.00
EBITDA	32.03	36.91	57.06	60.06	61.20	74.57
Depreciation/amortization	13.00	12.89	15.01	15.41	15.95	16.05
EBIT	19.04	24.01	42.05	44.65	45.24	58.51
Financial result	-2.03	-0.62	-3.09	-5.59	-3.54	-2.22
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBT	17.15	19.45	33.34	39.06	41.70	56.29
Income taxes	3.04	2.15	1.28	9.82	9.95	12.87
Result from discontinued operations						
Minorities and cost of hybrid capital	10.34	11.40	13.44	13.78	14.83	16.13
Net result after minorities	13.77	16.91	30.62	30.01	32.59	44.54
Balance Sheet	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Intangible assets	77.98	75.23	82.00	87.72	88.77	90.72
Tangible assets	45.44	47.30	48.47	48.47	48.47	48.47
Financial assets	0.99	2.06	2.19	2.19	2.19	2.19
Total fixed assets	157.14	166.89	166.20	171.92	172.97	174.92
Inventories	286.92	295.35	415.46	457.16	486.93	547.18
Receivables and other current assets	102.70	105.57	106.38	119.67	126.89	145.86
Other assets	80.11	98.01	157.94	177.17	188.08	215.10
Cash and cash equivalents	52.56	41.20	73.90	72.94	79.52	78.87
Total current assets	367.03	393.35	573.41	634.34	675.02	762.28
TOTAL ASSETS	444.06	462.24	581.66	629.09	659.90	722.10
Shareholders'equity	203.52	166.64	221.66	246.81	267.39	295.64
Minorities	0.85	1.20	2.41	3.19	4.02	5.15
Hybrid capital and other reserves	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pension and other LT personnel accruals	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LT provisions	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest-bearing LT debts	28.00	23.47	26.34	21.34	16.34	11.34
Other LT liabilities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total long-term liabilities	28.00	23.47	26.34	21.34	16.34	11.34
Interest-bearing ST debts	28.65	34.05	65.45	65.45	65.45	65.45
Other ST liabilities	174.20	157.46	224.12	251.62	267.02	305.84
Total short-term liabilities	79.30	100.07	150.14	160.72	166.47	181.57
TOTAL LIAB. , EQUITY	444.06	462.24	581.66	629.09	659.90	722.10
Cash Flow Statement	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	36.38	9.56	26.55	35.63	44.12	40.87
Cash flow from investing activities	-7.03	-8.55	-11.67	-16.00	-17.00	-18.00
Cash flow from financing activities	16.74	0.90	19.84	-0.96	6.58	-0.64
CHANGE IN CASH , CASH EQU.	16.74	0.90	19.84	-0.96	6.58	-0.64
Margins & Ratios	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Sales growth	-13.7%	18.9%	34.4%	12.5%	6.0%	14.9%
EBITDA margin	8.2%	8.0%	9.2%	8.6%	8.2%	8.7%
EBIT margin	4.9%	5.2%	6.8%	6.4%	6.1%	6.9%
Net profit margin	3.5%	3.7%	4.9%	4.3%	4.4%	5.2%
ROE	7.9%	9.1%	15.8%	12.8%	12.7%	15.8%
ROCE	7.8%	7.6%	11.3%	7.1%	8.7%	13.0%
Equity ratio	45.6%	35.8%	37.7%	38.7%	39.9%	40.2%
Net debt	4.1	16.3	17.9	13.9	2.3	-2.1
Working capital	207.6	195.3	265.3	296.4	320.5	365.6
Capital employed	206.8	181.8	237.1	257.5	265.6	288.4
Inventory turnover	-1.1	-1.2	-1.4	-1.3	-1.2	-1.3

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). SecoWarwick została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). **Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym SecoWarwick Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu.** Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiegokolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiegokolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakikolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązanymi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w

odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethoden/index.phtml>

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnenmannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Zjednoczone Królestwo (UK): Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banca Comercială Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

Wielka Brytania: Niniejszy dokument jest skierowany wyłącznie do inwestorów profesjonalnych (zgodnie z definicją tego terminu zawartą w art. 19(5) Ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (promocja finansowa) Rozporządzenie z 2005 r. ("FPO")) lub do osób, dla których jego dystrybucja byłaby w inny sposób zgodna z prawem. W związku z tym osoby, które nie mają profesjonalnego doświadczenia w kwestiach związanych z inwestycjami, nie powinny polegać na niniejszym dokumencie.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2023. Wszelkie prawa zastrzeżone.
Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16
Siedziba: Warszawa
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz:

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m
Sąd Gospodarczy w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group Bank AG: www.erstegroup.com