

Mercor

Ostre hamowanie w branży budownictwa kubaturowego

Wydajemy rekomendację Trzymaj dla spółki Mercor z 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 26,40 PLN za akcję (13,8% potencjał wzrostu). W ostatnim czasie zmaterializowały się nasze obawy dotyczące branży budownictwa kubaturowego, zaś spowolnienie wydaje się być głębsze niż oczekiwaliśmy. Pomimo tego Mercor jest dobrze przygotowany na trudniejsze czasy i powinien zachować swoją silną pozycję rynkową. Obniżyliśmy jednak cenę docelową w naszej rekomendacji, zaś swoją opinię opieramy na:

- Spółce nie pomaga obecna sytuacja w budownictwie kubaturowym. Powierzchnia objęta wydanymi pozwoleniami na budowę budynków niemieszkalnych w Polsce była niższa w 2023 r. o 14,8% r/r, jednak w 4Q'2023 spadek wyniósł zaledwie 4,4% r/r, co może stanowić przesłankę do nadchodzącego odwrócenia trendu. Jednak sytuacja w budynkach magazynowych i przemysłowych w Polsce uległa pogorszeniu w wyniku wzrostu wskaźnika pustostanów.
- Słabsza koniunktura w branży przełożyła się na spadek wartości zamówień w Spółce, co było widoczne zwłaszcza w ostatnich dwóch miesiącach. Wobec tego spodziewamy się spadku przychodów w 2024/25e o 11,8% r/r do poziomu 520 mln PLN.
- Mimo że Spółce nie uda się powtórzyć rekordowych wyników z roku 2022/23, generowane wyniki wciąż będą przyzwoite. Mercor powinien utrzymać dwucyfrową marżę EBITDA pomimo trudniejszych uwarunkowań ekonomicznych.
- W zeszłym roku Spółka wypłaciła rekordową dywidendę w wysokości 1,51 PLN na akcję. Mimo że spodziewamy się spadku wysokości dywidend w najbliższym czasie, to z uwagi na bezpieczny poziom długu netto, Spółka będzie mieć przestrzeń do podniesienia wskaźnika wypłaty dywidendy, lecz może być to uwarunkowane wysokością nakładów inwestycyjnych.

Kluczowe dane finansowe

mIn PLN	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Przychody	496	628	589	520	542	574
EBITDA	58	88	79	54	54	61
EBIT	44	69	60	34	34	39
Zysk netto	30	42	50	21	21	26
EPS	1.91	2.68	3.26	1.33	1.38	1.66
DPS	0.57	0.63	1.51	1.30	0.67	0.69
DY	2.6%	3.5%	6.5%	5.6%	2.9%	3.0%
C/Z	12.1	8.6	7.1	17.4	16.9	13.9
EV/EBITDA	7.8	4.9	5.4	7.4	7.1	6.1
Dług netto/EBITDA	1.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.2

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

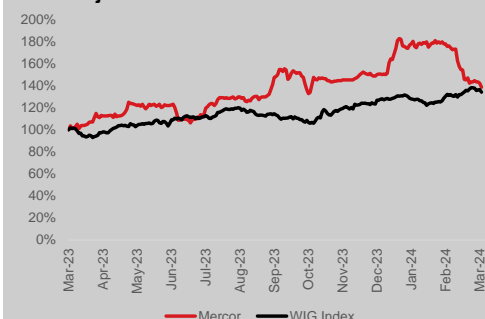
Trzymaj (obniżona)

Cena docelowa 26,40 PLN

Potencjał wzrostu 13,8%
 Cena 6 marca 2024 23,20 PLN

Rating ESG C
Ocena końcowa ESG 0.86

Kurs akcji Mercor vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport roczny 2023/24 1 lipca 2024

INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg MCRP.WA/MCR:PW
 Free float (%) 41,2
 Kapitalizacja (mln PLN) 359
 Licza akcji (mln) 15,5

Akcjonariat PERMAG sp. z o.o. 26,35%
 Bangtino Limited 23,61%
 Nationale Nederlanden PTE 9,34%

Damian Szparaga, CFA

+48 601 408 342

damian.szparaga@pekao.com.pl



Spis treści

OSTATNIE WYDARZENIA	3
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	5
CZYNNIKI RYZYKA	8
WYCENA	9
ZASTRZEŻENIA PRAWNE	15



Ostatnie wydarzenia

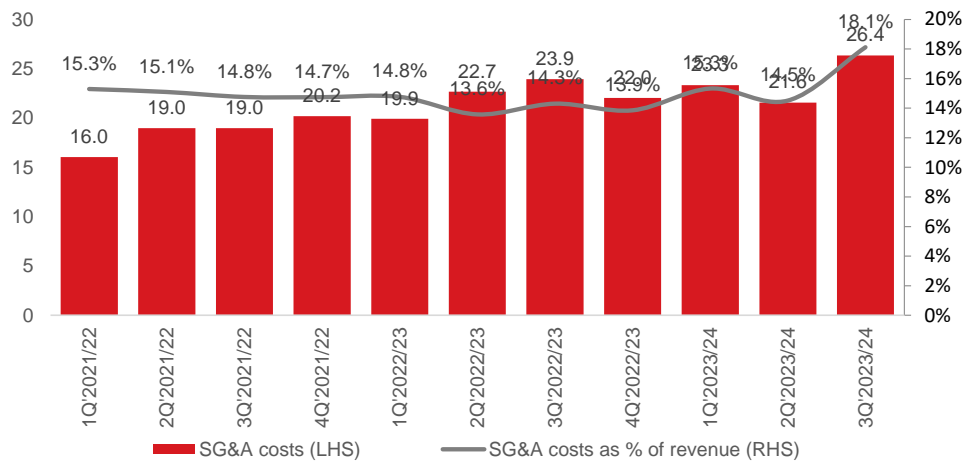
Wyniki finansowe za 3Q'2023/24

W dn. 16 lutego 2024 r. Spółka opublikowała swoje wyniki finansowe za 3Q'2023/24:

- Przychody ze sprzedaży wyniosły 145,4 mln PLN (-13% r/r, -2% kw/kw).
- Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 42,4 mln PLN (-2% r/r, +12% kw/kw).
- Wynik EBITDA wyniósł 20,7 mln PLN (-16% r/r, -2% kw/kw).
- Wynik operacyjny wyniósł 15,8 mln PLN (-21% r/r, -6% kw/kw).
- Wynik netto wyniósł 13,1 mln PLN (+13% r/r, -28% kw/kw).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 8,5 mln PLN (-57% r/r, -68% kw/kw).
- Dług netto Spółki na koniec 3Q'2023/24 wyniósł 76 mln PLN (w porównaniu z 80 mln PLN na koniec 2Q'2023/24).

Naszym zdaniem wyniki III kwartału 2023/24 były neutralne. Chociaż przychody były niższe niż nasza prognoza i konsensus rynkowy, Spółka pokazała dobrą rentowność. Marża zysku brutto ze sprzedaży zbliżyła się do 30%. Z drugiej strony, podwyższone koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 18,1% przychodów ze sprzedaży (w porównaniu do średniej z poprzednich kwartałów na poziomie 14-15%). Głównym powodem są wyższe koszty sprzedaży. Koszty ogólnego zarządu pozostały na niskim poziomie. Wynik EBITDA wyniósł 20,7 mln PLN i był nieznacznie poniżej naszej prognozy. Pomimo niższych przychodów, Spółka zachowała solidną rentowność. Wynik netto wyniósł 13,1 mln PLN i był zgodny z naszą prognozą. Dług netto i wskaźnik długu netto do EBITDA były na podobnym poziomie jak rok wcześniej.

Koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu Spółki (mln PLN)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

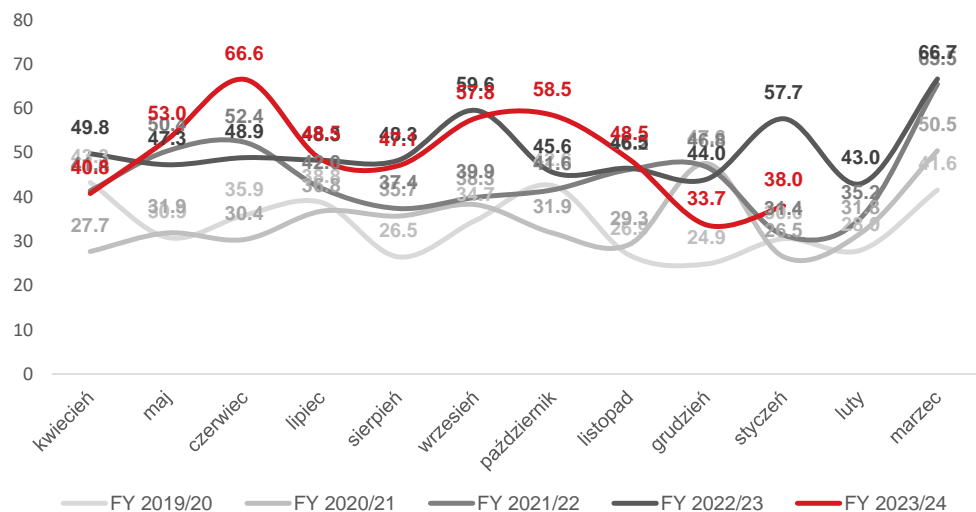
Mercor: wyniki za 3Q'2023/24

mln PLN	3Q'22/23	4Q'22/23	1Q'23/24	2Q'23/24	3Q'23/24	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	consensus	vs. consensus
Przychody	167.3	159.1	152.2	148.7	145.4	-13%	-2%	150.0	-3%	148.5	-2%
Koszt własny sprzedaży	-124.0	-124.3	-113.5	-110.8	-103.0	-17%	-7%	-112.2	-8%	n/a	n/a
Zysk brutto ze sprzedaży	43.3	34.8	38.7	37.9	42.4	-2%	12%	37.8	12%	n/a	n/a
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-23.9	-22.0	-23.3	-21.6	-26.4	10%	22%	-21.5	23%	n/a	n/a
EBITDA	24.6	19.1	20.5	21.2	20.7	-16%	-2%	21.7	-4%	20.9	-1%
EBIT	19.9	13.8	15.5	16.8	15.8	-21%	-6%	16.3	-3%	15.9	-1%
Zysk brutto	17.5	13.0	15.6	18.2	17.6	1%	-3%	17.7	-1%	n/a	n/a
Zysk netto	11.6	9.2	11.7	18.3	13.1	13%	-28%	13.0	0%	12.2	8%
Marża ZBzS	25.9%	21.9%	25.4%	25.5%	29.2%			25.2%			
Marża EBITDA	14.7%	12.0%	13.5%	14.3%	14.2%			14.4%		14.1%	
Marża EBIT	11.9%	8.7%	10.2%	11.3%	10.9%			10.9%		10.7%	
Marża netto	6.9%	5.8%	7.7%	12.3%	9.0%			8.7%		8.2%	
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	19.6	13.3	3.3	26.5	8.5	-57%	-68%	26.0	-67%	n/a	n/a
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-2.7	-1.4	-1.0	-11.1	-1.4	-49%	-87%	-6.2	-77%	n/a	n/a
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-25.0	-12.6	-6.7	-14.8	-13.0	-48%	-12%	-2.4	445%	n/a	n/a
Dług netto	76.5	67.1	67.5	80.1	76.0	-1%	-5%	61.8	23%	n/a	n/a
Dług netto/EBITDA (ostatnie 12 miesięcy)	0.92	0.77	0.78	0.94	0.93			0.75			
Zamówienia	136.1	167.4	160.4	153.4	140.7	3%	-8%	138.9	1%	n/a	n/a
Wskaźnik zamówień do przychodów	0.81	1.05	1.05	1.03	0.97	19%	-6%	0.93	4%	n/a	n/a

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Zamówienia

Bardzo dobra koniunktura w sektorze budownictwa kubaturowego panująca w ostatnim czasie uległa pogorszeniu, co było przez nas oczekiwane, jednak w mniejszej skali. Widać to po raportowanej przez Spółkę wysokości zamówień, które w grudniu 2023 r. były niższe o 23,4% r/r, zaś w styczniu były niższe o 34,1% r/r. Skumulowana wartość zamówień w okresie od kwietnia 2023 r. do stycznia 2024 r. wyniosła 492,5 mln PLN, a więc była niższa niż rok wcześniej o 0,7%.

Wartość zamówień na produkty Mercor (mln PLN)

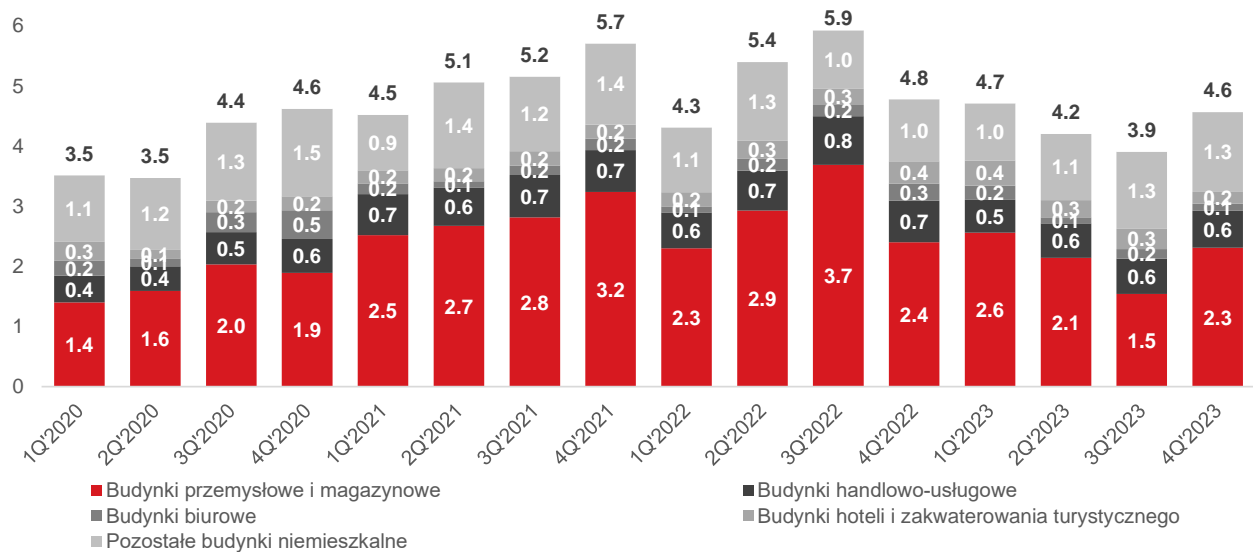
Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.



Aktualizacja prognoz finansowych

Lata 2021 i 2022 w budownictwie kubaturowym w Polsce były nadzwyczajnie dobre, co jest widoczne w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach budowy z projektem budowlanym dla budynków niemieszkalnych. Pierwsze oznaki spowolnienia były widoczne już na przełomie 2022 i 2023 r., zaś najgorzej wypadł 3Q'2023, w którym spadek wyniósł 34% r/r. Ostatni kwartał minionego roku to spadek o zaledwie 4.4% r/r. Ostatecznie, w 2023 r. wydane pozwolenia na budowę budynków niemieszkalnych w Polsce dotyczyły powierzchni 17,4 mln m², a więc 14,8% mniej niż rok wcześniej, z czego powierzchnia dotycząca budynków przemysłowych i magazynowych była mniejsza o 24,4% r/r.

Powierzchnia użytkowa budynków niemieszkalnych w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach budowy z projektem budowlanym w Polsce w okresie 2020-2023 (mln m²)



Źródło: GUS.

Podobnie wyglądała sytuacja na większości kluczowych rynków zagranicznych Spółki. Zgodnie z danymi Eurostat, w pierwszych trzech kwartałach 2023 r. spadek liczby wydanych pozwoleń na budynki niemieszkalne miał także miejsce w Czechach, Słowacji i na Węgrzech, odpowiednio o 16,3% r/r, 21,7% r/r oraz 11,2% r/r, zaś w Hiszpani odnotowano wzrost o 18,0% r/r. Biorąc pod uwagę 27 krajów UE, liczba wydanych pozwoleń na budowę w pierwszych trzech kwartałach 2023 spadła o 4,6% r/r.

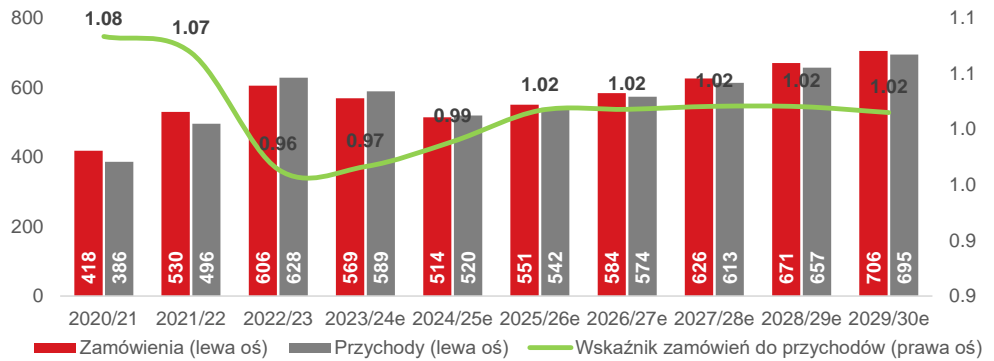
Spodziewamy się, że powyższe przyczyni się do spadku liczby zamówień w krótkim okresie i powrotu do poziomu znormalizowanego. W przypadku budynków magazynowych i przemysłowych w Polsce, wysoka liczba nowo wybudowanych obiektów będąca wynikiem rekordowej liczby wydanych pozwoleń w 2021 i 2022 r. oraz wysoki wskaźnik pustostanów może stanowić ryzyko dłuższego spowolnienia.

W obecnym kwartale zakładamy łącznie 115 mln PLN zamówień (-31,4% r/r, -18,4% kw/kw), wobec czego szacujemy całkowity poziom zamówień w roku obrotowym 2023/24 na poziomie 569 mln PLN (-6,0% r/r). W 2024/25 zakładamy spadek wartości zamówień do 514 mln PLN (-9,7% r/r), choć w drugiej połowie roku sytuacja powinna ulec poprawie. W kolejnych latach zakładamy dalszą poprawę sytuacji w branży.

Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w 2023/24e wyniosą 589 mln PLN (-6,3% r/r), zaś w kolejnym roku spadną o 11,8% r/r do poziomu 520 mln PLN. Zakładamy, że kolejne lata będą już lepsze. Zakładamy 6-letni CAGR (2023/24e – 2029/30e) wartości zamówień i przychodów na poziomie odpowiednio 3,6% i 2,8%.



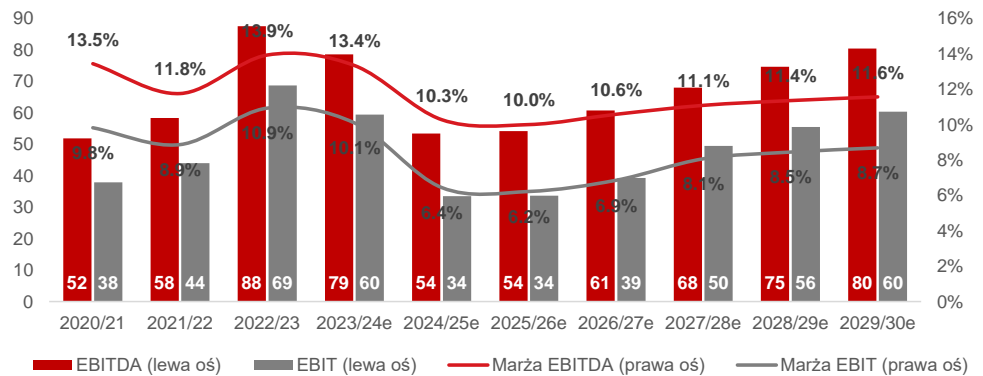
Prognoza zamówień i przychodów Mercor (mln PLN)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Do tej pory Mercor wygląda przyzwoicie pod kątem marży zysku brutto ze sprzedaży, jednak spodziewamy się jej pogorszenia z uwagi na kurczący się rynek, wobec czego spodziewamy się większej konkurencji. Z uwagi na niższe przychody, spodziewamy się także niekorzystnej tendencji kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w relacji do przychodów w najbliższym czasie. Marżowość powinna się poprawić po powrocie rynku do wzrostu. Naszym zdaniem, Mercor jest w stanie osiągnąć długoterminową marżę EBITDA na poziomie 11,6%.

EBITDA i EBIT grupy Mercor (mln PLN)



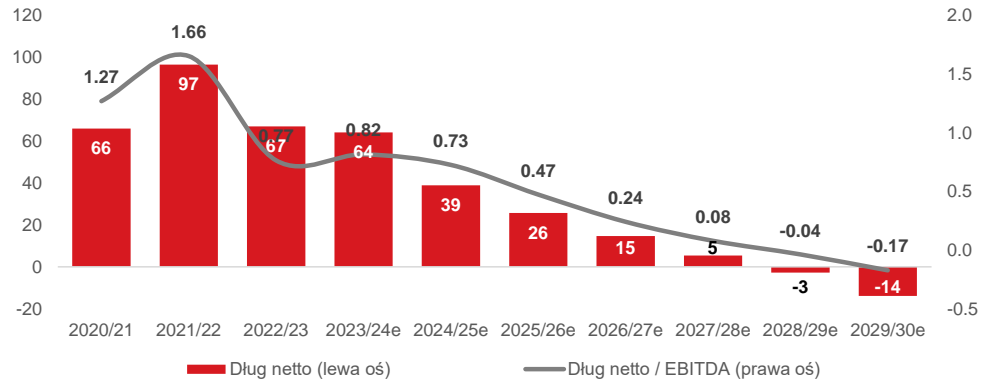
Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

We wrześniu 2023 r. Spółka wypłaciła rekordowo wysoką dywidendę w wysokości 1,51 PLN na akcję, przez co wskaźnik wypłaty dywidendy przekroczył 50%. W tym roku spodziewalibyśmy się niższego wskaźnika wypłaty dywidendy, jako że część zysku netto wypracowanego w 2023/24 ma charakter jednorazowy. W naszej prognozie zakładamy najbliższą dywidendę na poziomie 1,30 PLN na akcję (40% zysku netto), zaś w kolejnych latach zakładamy wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 50% skonsolidowanego zysku netto za rok poprzedni.

W naszej ocenie, Spółka będzie mieć przestrzeń do podniesienia wskaźnika wypłaty, lecz będzie to uwarunkowane wysokością nakładów inwestycyjnych. Na koniec 3Q'2023/24 wskaźnik długu netto do EBITDA wyniósł 0,9x. Biorąc pod uwagę nasze założenia, prognozujemy sukcesywny spadek zadłużenia netto pomimo przeznaczania 50% zysku na dywidendy. Zakładamy, że na koniec 2028/29 dług netto będzie negatywny (gotówka netto). W naszej ocenie Spółka jest w bardzo dobrej sytuacji finansowej umożliwiającej zwiększenie wskaźnika wypłaty dywidendy, zwiększenie programu inwestycyjnego czy przeprowadzenie akwizycji.



Zadłużenie netto (mln PLN)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Mercor – kluczowe założenia czynników wpływających na wyniki finansowe

mIn PLN	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Zamówienia	530	606	569	514	551	584
Wskaźnik zamówień do przychodów	1.07	0.96	0.97	0.99	1.02	1.02
Przychody	496	628	589	520	542	574
zmiana r/r	28.4%	26.7%	-6.3%	-11.8%	4.2%	5.9%
Koszt własny sprzedaży	-379	-472	-436	-395	-412	-433
Zysk brutto ze sprzedaży	117	156	153	125	130	140
Koszty sprzedaży	-44	-52	-53	-50	-51	-54
Koszty ogólnego zarządu	-31	-37	-41	-41	-45	-47
EBIT	44	69	60	34	34	39
Amortyzacja	14	19	19	20	21	21
EBITDA	58	88	79	54	54	61
Zysk przed opodatkowaniem	41	60	61	28	29	35
Zysk netto	30	42	50	21	21	26
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	7	64	57	65	43	47
Nakłady inwestycyjne	-13	-11	-20	-15	-16	-22
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa	-6	52	41	50	27	25
Wolne przepływy (FCFF) na akcję (PLN)	-0.41	3.31	2.66	3.22	1.77	1.63
Dług netto	97	67	64	39	26	15
Kapitał obrotowy	104	112	127	108	113	120
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	2.7%	1.7%	3.4%	3.0%	2.9%	3.8%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	21.0%	17.8%	21.5%	20.8%	20.8%	20.8%

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.



Czynniki ryzyka

Mercor narażony jest na szereg ryzyk wewnętrznych i zewnętrznych związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej, spośród których najistotniejszymi są:

- **Koniunktura w budownictwie kubaturowym i wysokościowym.** Klientami Spółki są przede wszystkim generalni wykonawcy. Słabsza koniunktura w budownictwie może przełożyć się na spadek zapotrzebowania na produkty/usługi Spółki i pogorszenie się wyników finansowych.
- **Ceny materiałów produkcyjnych.** Wzrost cen materiałów produkcyjnych w stosunku do planowanego poziomu w momencie składania oferty może spowodować wzrost kosztów i pogorszenie się rentowności Spółki.
- **Dostępność istotnych zasobów surowców.** W swoim procesie produkcyjnym Spółka zużywa przede wszystkim stal, aluminium i poliwęglan. Mniejsza dostępność ww. surowców może negatywnie wpłynąć na wywiązywanie się Spółki z podpisanych kontraktów oraz spowodować wzrost cen tych surowców.
- **Wojna na Ukrainie.** Trwający konflikt zbrojny pomiędzy Rosją a Ukrainą ma wpływ pośredni oraz bezpośredni. Pośrednim wpływem jest m.in. ewentualna zmiana nastrojów i preferencji inwestorów, wzrost cen i problem z dostępnością surowców produkcyjnych i energetycznych, potencjalne zakłócenia łańcuchów dostaw. Poza tym Mercor posiada 55% udział w kapitale zakładowym spółki na Ukrainie (TOB MERCOR UKRAINA sp. z o.o.) oraz 55% udział w kapitale zakładowym spółki w Rosji (OOO Mercor-PROOF LLC). Utrata kontroli bądź inne niekorzystne zdarzenia mogą skutkować odpisem, wykazaniem straty w sprawozdaniu i utratą rynków zbytu.
- **Zmiana wysokości stóp procentowych.** Mercor posiada zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek oraz z tytułu leasingu finansowego. Wzrost stóp procentowych może spowodować zwiększony koszt obsługi tego zadłużenia.
- **Zmiana kursów walut.** Grupa posiada swoje oddziały i zakłady produkcyjne zagranicą, zawiera transakcje w walutach innych niż funkcjonalna. Grupa stosuje zabezpieczenia poprzez zawieranie transakcji typu forward, jednak nie jest możliwe całkowite wyeliminowanie wpływu zmian kursów walut.
- **Poziom inflacji.** Wyższe ceny mogą negatywnie wpłynąć na rentowność Spółki. Poza tym, wyższa inflacja może powodować wzrost oczekiwań płacowych pracowników.
- **Ryzyko kredytowe kontrahentów.** W przypadku pogorszenia się sytuacji płynnościowej klientów, Spółka może doświadczyć problemów a odzyskaniem należności w terminie.
- **Dostępność pracowników o odpowiednich kwalifikacjach.** Spółka dostarcza swoim klientom gotowe rozwiązania z zakresu ochrony przeciwpożarowej w budynkach, do czego konieczne jest posiadanie odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Niedobór pracowników może negatywnie wpłynąć na możliwość realizacji odpowiedniej liczby projektów i spadek przychodów.
- **Ryzyko niekorzystnych decyzji podatkowych.** Istnieje ryzyko zakwestionowania prawidłowości obliczonych zobowiązań podatkowych przez organy podatkowe i wydania niekorzystnych dla Spółki decyzji.



Wycena

Nasza wycena implikuje 12M cenę docelową na poziomie 26,40 PLN/akcja, co stanowi 13,8% potencjał wzrostowy. Naszą wycenę opieramy na wskaźniku DCF oraz mnożnikach z wagą odpowiednio 100% i 0%. Nasza wycena porównawcza jest przedstawiona w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

Mercor: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	26,40	100%
12M wycena mnożnikowa	39,73	0%
12M cena docelowa	26,40	
Cena bieżąca	23,20	
Potencjał (%)	13,8%	

Źródło: Pekao Equity Research.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2023/24e	2024/25e	2025/26e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
FERRO SA	FRO PW	10.4	8.3	7.3	7.1	6.0	5.5
ASSA ABLOY AB-B	ASSAB SS	20.9	18.7	17.0	13.4	12.4	11.7
LEGRAND SA	LR FP	20.0	18.9	17.5	13.5	12.8	12.0
DORMAKABA HOLDING AG	DOKA SW	27.7	15.8	13.7	7.3	6.0	5.2
ALLEGION PLC	ALLE US	18.0	16.8	15.3	14.3	13.5	12.6
INSTALLUX SA	ALLUX FP	21.5	14.6	8.4	5.4	4.4	3.2
BIFIRE SPA	FIRE IM	11.1	10.9	9.6	6.4	6.1	5.5
CARRIER GLOBAL CORP	CARR US	19.9	18.4	16.5	12.2	11.9	11.3
NAPCO SECURITY TECH	NSSC US	33.9	29.5	22.6	27.2	22.6	15.6
SYSTEMAIR AB	SYSR SS	19.5	16.5	15.8	10.4	9.2	8.6
Mediana		20.0	16.6	15.6	11.3	10.6	10.0
Mercor		6.7	15.8	15.3	5.4	7.4	7.1
<i>Potencjał</i>		-67%	-5%	-2%	-52%	-30%	-29%
Implikowana cena (PLN/akcja)		69.70	24.44	23.58	53.31	34.05	33.32

Źródło: Pekao Equity Research.

Rating ESG

Mercor	E	S	G
Inżynieria i budownictwo			
Ocena	0.73	0.79	1.08
Waga sektora	30%	40%	30%
Ocena końcowa ESG	0.86		
Rating ESG	C		

	ocena od:	do	Ocena	Wpływ premii na koszt kapitału (% RFR)
Rating ESG	1.5	2	A	-15.0%
	1	1.5	B	-7.5%
	0.5	1	C	0.0%
	0	0.5	D	15.0%

Źródło: Pekao Equity Research.



Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letni model wyceny DCF w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności operacyjnej Spółki do roku 2029/30. Po tym okresie zakładamy fazę stałego wzrostu i stosujemy model Gordona do obliczenia wartości rezydualnej.

Uzyskane w ten sposób przepływy pieniężne stanowią dane wejściowe do naszej wyceny, na podstawie których obliczamy wartość bieżącą tych przepływów. Kluczowe założenia włączone do naszego modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,3% od 2024/25e do 2029/30e oraz 4,0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko w wysokości 6,0% od 2024/25e do 2029/30e oraz 5,0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1,0.
- Brak dodatkowej premii/dyskonta do kosztu kapitału własnego z tytułu ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 1,8%, na podstawie danych historycznych.
- Krańcowa stopa podatku dochodowego na poziomie 19%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Docelowa marża EBITDA na poziomie 11,6% oraz marża EBIT na poziomie 7,8% w okresie rezydualnym.
- CAPEX w okresie rezydualnym na poziomie z uwzględnieniem ROIC i założonej stopy wzrostu w okresie rezydualnym.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych o 2,5% w okresie rezydualnym.

Wycena DCF

Kalkulacja WACC

	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Premia/dyskonto ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Koszt kapitału własnego	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	9.0%
Koszt długu	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Waga kapitału własnego	86%	92%	95%	97%	99%	100%	100%
WACC	10.5%	10.9%	11.0%	11.2%	11.3%	11.3%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	Rok końcowy
Przychody	519.8	541.8	573.5	613.4	657.3	695.1	712.5
EBIT	33.5	33.7	39.3	49.5	55.6	60.4	55.6
Podatek na EBIT	-6.4	-6.4	-7.5	-9.4	-10.6	-11.5	-10.6
NOPAT	27.1	27.3	31.9	40.1	45.0	48.9	45.0
Amortyzacja	20.0	20.5	21.4	18.6	19.2	20.1	20.6
CAPEX	-15.4	-15.9	-21.5	-25.4	-26.9	-28.2	-24.7
Zmiana w kapitale obrotowym netto	18.1	-4.6	-6.6	-8.0	-9.5	-7.9	-3.6
FCFF	49.9	27.3	25.2	25.3	27.8	32.9	37.3
Wzrost w okresie rezydualnym							2.5%
Wartość rezydualna							573.6
Współczynnik dyskontujący	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.53
Zdyskontowane przepływy pieniężne	44.9	22.2	18.4	16.6	16.4	17.5	304.5
EV	440.4						
Udziały mniejszości	12.6						
Dług netto	64.2						
Aktywa nieoperacyjne	3.5						
Pozostałe korekty	0.0						
Wartość kapitału własnego	367.1						
Liczba akcji (mln)	15.5						
12M cena docelowa (PLN)	26.40						
Cena akcji w dniu 6 marca 2024 r. (PLN)	23.20						
Potencjał	13.8%						

Wzrost przychodów	-12%	4%	6%	7%	7%	6%	2.5%
Marża EBIT	6.4%	6.2%	6.9%	8.1%	8.5%	8.7%	7.8%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	3.0%	2.9%	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	
Capex/Amortyzacja	76.9%	77.6%	100.3%	136.5%	140.2%	140.5%	

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
8.5%	34.37	36.00	37.97	40.37	43.37	47.23	52.37
9.5%	28.54	29.55	30.72	32.11	33.77	35.81	38.35
10.5%	24.19	24.83	25.56	26.40	27.38	28.54	29.93
11.5%	20.82	21.23	21.69	22.22	22.82	23.51	24.31
12.5%	18.13	18.40	18.69	19.02	19.40	19.82	20.30

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBITDA/Zmiana udziałów w rynku	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
13.6%	24.12	27.46	30.82	34.19	37.58	40.98	44.39
12.6%	21.35	24.32	27.30	30.29	33.30	36.33	39.37
11.6%	18.59	21.18	23.78	26.40	29.04	31.69	34.36
10.6%	15.83	18.04	20.27	22.51	24.77	27.04	29.32
9.6%	13.07	14.90	16.65	18.60	20.47	22.32	24.25

Źródło: Pekao Equity Research.



Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Przychody	496	628	589	520	542	574
Zysk brutto ze sprzedaży	117	156	153	125	130	140
Koszty ogólnego zarządu	-74	-89	-94	-91	-96	-101
EBITDA	58	88	79	54	54	61
EBIT	44	69	60	34	34	39
Przychody/koszty finansowe	-3	-6	3	-5	-5	-4
Zysk przed opodatkowaniem	41	60	61	28	29	35
Podatek dochodowy	-8	-13	-7	-5	-6	-7
Zysk netto	30	42	50	21	21	26
EPS (PLN)	1.91	2.68	3.26	1.33	1.38	1.66

Bilans (mln EUR)	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Aktywa obrotowe	232	252	242	242	261	281
Środki pieniężne i ekwiwalenty	20	29	31	53	65	74
Pozostałe aktywa obrotowe	212	223	211	188	197	208
Aktywa trwałe	198	195	196	190	186	186
Rzeczowe aktywa trwałe	58	79	87	83	79	77
Pozostałe aktywa trwałe	141	116	109	106	106	109
Aktywa	431	448	437	431	447	468
Kapitał własny	185	214	231	232	243	258
Udziały niekontrolujące	7	12	13	15	17	19
Zobowiązania długoterminowe	98	86	96	94	92	91
Zadłużenie finansowe długoterminowe	93	82	92	90	89	87
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	5	4	4	3	4	4
Zobowiązania krótkoterminowe	141	136	97	91	95	99
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	24	14	3	2	2	1
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	118	121	94	89	93	98
Pasywa	431	448	437	431	447	468
Dług netto	97	67	64	39	26	15

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Zysk netto	30	42	50	21	21	26
Amortyzacja	14	19	19	20	21	21
Pozostałe	-38	3	-13	25	1	-1
Przepływy z działalności operacyjnej	7	64	57	65	43	47
CAPEX	-13	-11	-20	-15	-16	-22
Pozostałe	-5	-1	1	1	2	2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-18	-12	-19	-14	-14	-19
Dywidendy wypłacone	-9	-13	-23	-20	-10	-11
Pozostałe	16	-30	-13	-8	-8	-7
Przepływy z działalności finansowej	7	-43	-37	-28	-18	-18
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-4	9	1	23	11	9
Środki pieniężna na koniec okresu	20	29	31	53	65	74

DPS (PLN)	0.59	0.81	1.51	1.30	0.67	0.69
Wskaźniki wzrostu r/r						
Przychody	28%	27%	-6%	-12%	4%	6%
EBITDA	12%	50%	-10%	-32%	1%	12%
EBIT	16%	56%	-13%	-44%	1%	17%
Zysk netto	11%	40%	21%	-59%	3%	21%
EPS	n/a	40%	22%	-59%	3%	21%
Marże						
EBITDA	11.8%	13.9%	13.4%	10.3%	10.0%	10.6%
Marża EBIT	8.9%	10.9%	10.1%	6.4%	6.2%	6.9%
Marża netto	6.0%	6.6%	8.6%	4.0%	3.9%	4.5%
ROE	17.1%	20.9%	22.6%	8.9%	9.0%	10.3%
Wskaźniki bilansu						
BVPS (PLN)	11.86	13.73	14.95	14.98	15.69	16.67
Dług netto/EBITDA	1.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.2
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	63.1%	45.1%	41.0%	39.8%	37.2%	34.4%

Źródło: Pekao Equity Research.



Podsumowanie kluczowych danych finansowych

mIn PLN	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e
EPS, GAAP	1.91	2.68	3.26	1.33	1.38	1.66	2.17	2.47	2.72
Revenue	496	628	589	520	542	574	613	657	695
Gross Margin %	23.5%	24.9%	26.1%	24.0%	24.0%	24.4%	25.5%	25.8%	26.0%
EBIT	44	69	60	34	34	39	50	56	60
EBITDA	58	88	79	54	54	61	68	75	80
Net Income, GAAP	30	42	50	21	21	26	34	38	42
Net Debt	97	67	64	39	26	15	5	-3	-14
BPS	11.86	13.73	14.95	14.98	15.69	16.67	18.00	19.39	20.87
DPS	0.57	0.63	1.51	1.30	0.67	0.69	0.83	1.08	1.24
Return on Equity %	17.1%	20.9%	22.6%	8.9%	9.0%	10.3%	12.5%	13.2%	13.5%
Return on Assets %	7.7%	9.5%	11.4%	4.8%	4.9%	5.6%	7.0%	7.5%	7.7%
Depreciation	10	13	13	14	14	15	13	13	14
Amortization	4	6	6	6	7	7	6	6	6
Free Cash Flow	-6	52	41	50	27	25	25	28	33
CAPEX	13	11	20	15	16	22	25	27	28

Źródło: Pekao Equity Research.



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 7 MARCA 2024 R. O GODZINIE 07:30 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 7 MARCA 2024 R. O GODZINIE 08:00 CET.
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 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 Giełdzie 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 Giełdą 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.

UJAWNIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

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 datą 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
Damian Szparaga	Ekspert, Analityk	Mercor	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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 zawarze 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 powiązanymi 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 zamieszczone 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