



poniedziałek, 30 maja 2022 | aktualizacja raportu

STS Holding: kupuj (podtrzymana)

STH PW; STH1.WA | zakłady bukmacherskie, Polska

Faworyt z fundamentami

Prawie 40% przecena akcji STS od debiutu giełdowego jest naszym zdaniem nieuzasadniona i nadal pozostajemy pozytywnie nastawieni wobec spółki. Spółka nie zrealizowała swoich zapowiedzi z IPO odnośnie wzrostu w 2021 roku, co nadszarpiło zaufanie inwestorów. Dodatkowo, pogorszające się otoczenie makroekonomiczne z dwucyfrową inflacją i widmem recesji wraz z większą walką konkurencyjną w Polsce spowodowały, że Zarząd zdecydował się obniżyć swój guidance wzrostu przychodów NGR na bieżący rok z +20-25% na +15-20% r/r. Niemniej jednak warto pamiętać, że STS nadal jest liderem na wzrostowym rynku, nakierowanym na utrzymywanie wysokiej rentowności EBITDA, z lekkim bilansem oraz wysoką generacją gotówki, która w całości będzie wypłacana akcjonariuszom. Pozytywny przekaz z konferencji 1Q'22 utwierdził nas w przekonaniu, że i w tym roku spółka wykaże istotne wzrosty swoich wyników. W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze długoterminowe prognozy dla STS o obniżony guidance Zarządu na 2022 rok, obserwowaną większą walkę konkurencyjną na rynku oraz trudniejsze otoczenie makroekonomiczne. Na bazie naszych zaktualizowanych prognoz STS Holding jest notowany z 35% i z 13% dyskontem na wskaźnikach P/E'22 oraz EV/EBITDA'22 w porównaniu do spółek z grupy porównawczej. Nasza nowa cena docelowa to 22,50 PLN i podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 1Q'22 potwierdzają, jak istotna jest marża bukmacherska

Co prawda wyniki 2021 roku były imponujące w porównaniu r/r, ale jednocześnie gorsze od zapowiedzi z IPO. Z jednej strony 4Q'21 był obciążony niekorzystnymi wynikami wydarzeń sportowych, co potwierdził w swoim sprawozdaniu również brytyjski Flutter, a z drugiej wyższymi kosztami marketingowymi i operacyjnymi. Z kolei, bardzo dobre wyniki finansowe 1Q'22 dowiodły, że nawet w gorszym otoczeniu spółka z punktu widzenia finansowego jest wciąż na fali wzrostowej, a odchylenia przychodów związane z wynikami wydarzeń sportowych mogą być zarówno in-minus (np. 4Q'21), jak i in-plus (np. 1Q'22). Dodatkowo, awans reprezentacji Polski na MŚ w Katarze znacząco zwiększa zainteresowanie tym turniejem, co pozwala oczekiwać bardzo dobrych wyników finansowych w 4Q'22, dodatkowo wspartych efektem niskiej bazy. Obecnie największym wyzwaniem dla spółki wydaje się być wzmożona walka konkurencyjna na polskim rynku bukmacherskim, co wpływa na wysokość bonusów i kosztów marketingu, a do wejścia szykuje się również brytyjski Entain (prawdopodobnie ze swoją marką bwin).

STS podąża za światowym sentymentem do segmentu hazardu

W ostatnich miesiącach znacząco pogorszył się sentyment do spółek bukmacherskich. Nałożyły się na to negatywne informacje z sektora (m.in. bet-at-home z problemami legislacyjnymi, opóźnienia w wydawaniu licencji w Holandii, rozważania podatkowe w USA), a także ogólne pogorszenie sytuacji makroekonomicznej, co przekierowało uwagę inwestorów ze spółek growth do value. Na bazie naszych zaktualizowanych prognoz STS jest notowany z 35% i z 13% dyskontem na wskaźnikach P/E'22 oraz EV/EBITDA'22 w porównaniu do spółek z grupy porównawczej, co biorąc pod uwagę wysoką marżę EBITDA, zdolność do generacji gotówki i profil dywidendowy wydaje się być nieuzasadnione.

(mIn PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	389	497	568	601	672
Skor. EBITDA	151	216	260	271	306
marża (% NGR)	34,8%	38,2%	40,5%	39,8%	40,1%
EBIT	135	179	219	232	266
zysk netto	102	131	169	179	205
P/E	22,5	17,5	13,6	12,8	11,3
P/S	5,9	4,6	4,1	3,8	3,4
EV/EBITDA	14,5	10,1	8,4	7,8	6,8
FCFF/EV	5,4%	4,2%	8,7%	8,8%	10,7%
DPS (PLN)	0,39	0,80	0,57	0,86	1,12
DYield	2,6%	5,5%	3,9%	5,9%	7,6%

cena bieżąca	14,70 PLN
cena docelowa	22,50 PLN
kapitalizacja	2 301 mln PLN
free float	689 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,6 mln PLN

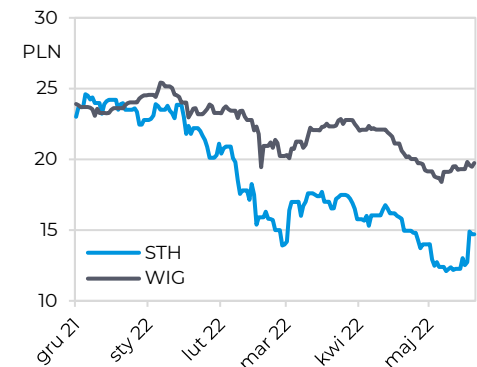
Struktura akcjonariatu

rodzina Juroszków	70,0%
Norges Bank	6,5%
NN PTE	6,0%
pozostali akcjonariusze	17,5%

Profil spółki

STS to największa firma bukmacherska w Polsce z 41% udziałem w rynku w 2021 roku i przychodami NGR na poziomie 565 mln PLN (Net Gaming Revenue). Spółka prowadzi działalność zarówno poprzez punkty stacjonarne (ok. 400 lokalizacji; ok. 20% przychodów Grupy w 2021 r.), jak i segment online (ok. 80% przychodów), w którym dominującą rolę odgrywa kanał mobilny. STS prowadzi działalność zagraniczną (UK, Malta, Estonia) i planuje ekspansję na kolejnych europejskich rynkach, ale obecnie blisko 100% przychodów realizowane jest w Polsce.

Kurs akcji STH na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
STS Holding	22,50	30,30	kupuj	kupuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
STS Holding	14,70	22,50	+53,1%

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2022P		
	2022P	2023P	2024P
przychody	-10,0%	-20,3%	-24,0%
skor. EBITDA	-14,2%	-25,3%	-28,7%
zysk netto	-18,3%	-29,8%	-33,2%
zakłady graczy	-10,5%	-21,3%	-24,8%
przychody NGR	-8,8%	-19,1%	-22,8%

Analitik:

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

- KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
- AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
- TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
- REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
- SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił funkcję podmiotu współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. współprowadził księgę popytu na akcje emitenta w ofercie publicznej. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta lub osób powiązanych z emitentem wynagrodzenie za świadczone usługi.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 maja 2022 o godzinie 07:38. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 maja 2022 o godzinie 08:35.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

STS Holding (Piotr Poniatowski)

rekomendacja	kupuj
data wydania	2022-01-12
cena docelowa (PLN)	30,30
kurs z dnia rekomendacji	23,10

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Chęciński
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl