

# Kupuj, 115,00 PLN

Podtrzymana

08 września 2023 r., 07:30

## Odporna na spowolnienie rynku

W 1H23 MLP Group utrzymała bardzo silny wzrost zysku gotówkowego, zwiększając EBITDA i FFO o ok. 60% r/r. Był to przede wszystkim efekt wzrostu czynszów LFL o +15,1% i zwiększenia GLA portfela o 21% r/r do 1,07 mln m2 na koniec 1H23. Ze względu na wyższy od zakładanego wzrost czynszów oraz istotne plany inwestycyjne (pomimo pewnych opóźnień w stosunku do początkowych planów spółki) podnosimy prognozowany FFO na lata 2023-2026 średnio o 10%. Ponadto obniżamy koszt kapitału dla MLP Group o 0,5 p.p. (niższa stopa wolna od ryzyka). W efekcie podwyższamy naszą cenę docelową dla MLP Group o 12% do 115 zł na akcję i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

### Mimo spowolnienia rynek nie traci równowagi

W pierwszej połowie 2023 r. popyt brutto na powierzchnie logistyczne w Polsce spadł o 39% r/r do 2,2 mln m2. Ograniczeniu liczby nowych umów najmu towarzyszyło jednak porównywalne spowolnienie aktywności deweloperskiej, co powinno przełożyć się na względną stabilizację na rynku powierzchni magazynowych w Polsce w najbliższej przyszłości. Zachowujemy optymizm co do popytu na powierzchnie logistyczne na polskim rynku – będą go wspierać czynniki strukturalne, takie jak poprawa łańcuchów dostaw, nearshoring i friend-shoring.

### Duże projekty zagraniczne wchodzą w fazę budowy

Potencjał deweloperski MLP Group sięga ponad 800 tys. m2 GLA (76% istniejącej powierzchni), z czego około ¼ znajduje się w Niemczech i Austrii. Wprawdzie projekty w Europie Zachodniej są opóźnione w stosunku do pierwotnych planów, ale spółce udało się to skompensować wysoką aktywnością deweloperską w Polsce. Spodziewamy się, że w ciągu najbliższych 6-9 miesięcy rozpocznie się realizacja projektów w Wiedniu i Gelsenkirchen o łącznej powierzchni ponad 100 tys. mkw. GLA, co powinno dodatkowo wzmocnić wyniki spółki po 2024 r.

### Potencjał rewaluacji na 2H23

W 1H23 MLP Group dokonała odpisów aktualizujących wartość portfela IP w wysokości 228 mln PLN, głównie w związku z osłabieniem EUR/PLN i dekompresją stóp kapitalizacji. Czynniki te powinny zaniknąć lub wręcz odwrócić się w drugiej połowie roku. Co więcej, spodziewamy się wyższej rewaluacji portfela nowych projektów deweloperskich w porównaniu do pierwszej połowy roku.

mln PLN	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	201	279	380	446	546
Zysk brutto na sprzedaży	121	177	233	266	326
Marża brutto	61%	63%	61%	60%	60%
Rewaluacja	540	456	-46	306	358
EBIT	632	590	146	526	637
FFO	55	87	111	123	159
Zysk (strata) netto	480	422	98	355	424
P/E	3,4	4,0	19,2	5,3	4,4
P/BV	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
FFO yield	3,3	4,6	5,9	6,6	8,5
Stopa dywidendy	0,00	0,00	0,00	0,00	2,63
EPS	22,48	17,60	4,08	14,78	17,66
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	2,06

#### Informacje

Kurs akcji (PLN)	78,20
Upside	47%
Liczba akcji (mn)	23,99
Kapitalizacja (mln PLN)	1 876,41
Free float	32%
Free float (mln PLN)	591
Free float (mln USD)	137
EV (mln PLN)	3 803,07
Dług netto (mln PLN)	1 926,66

#### Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

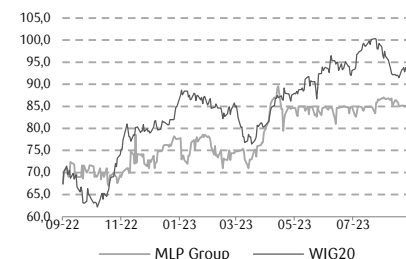
#### Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
Cajamarca Holland B.V.	42,69
ILDC	12,57
Thesinger Limited	7,38
OFE Allianz Polska	7,14

#### Poprzednie rekom.

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	28-04-23 103,00
Kupuj	01-09-22 98,00

#### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-10,4%	-9,9%
3 miesiące	-5,3%	-7,6%
6 miesięcy	4,0%	4,5%
12 miesięcy	31,2%	11,1%
Min 52 tyg. PLN		67,00
Max 52 tyg. PLN		89,60
Średni dzienny obrót mln PLN		0,04

#### Analitik

Piotr Zybala  
+48 883 370 284  
piotr.zybala@pkobp.pl

#### Adres:

BM PKO BP  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

## Spis treści

Czynniki ryzyka .....	3
Ostatnie wydarzenia .....	3
Podstawowe wskaźniki .....	4
Wycena .....	5
Prognozy finansowe .....	8

## Czynniki ryzyka

Szczegółowy opis czynników ryzyka spółki zawarty jest w jej sprawozdaniu rocznym. Poniżej opisujemy kilka ryzyk charakterystycznych dla działalności MLP Group, które mogą mieć znaczący wpływ na nasze prognozy.

### Ryzyko walutowe

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy sporządzane jest w PLN, czyli walucie funkcjonalnej Grupy. Większość dochodu Grupy z czynszów denominowana jest w EUR, a tylko czasem w PLN. Część kosztów Grupy, jak na przykład niektóre koszty budowlane, koszty pracy i wynagrodzenia, denominowanych jest w PLN, ale ogromna większość kosztów budowlanych w EUR. W celu ograniczenia ryzyka walutowego spółki Grupy wykorzystują przede wszystkim naturalny hedging poprzez zwiększenie finansowania długiem denominowanym w EUR. Zasadniczo osłabienie EUR względem PLN powinno mieć negatywny skutek netto dla wyników MLP Group wykazywanych w PLN.

### Ryzyko stóp procentowych

Wykorzystywane przez Grupę linie kredytowe oprocentowane są według stóp zmiennych (głównie powiązanych z EURIBOR). Zmiany stóp procentowych mogą zwiększyć koszty kredytowania Grupy. W celu zmniejszenia ryzyka stóp procentowych spółki Grupy zawierają transakcje IRS, przy czym wzrost stóp procentowych może także skutkować zwiększeniem oczekiwanych stóp kapitalizacji na runku nieruchomości, co miałoby negatywny wpływ na wyceny nieruchomości inwestycyjnych i zwiększyłoby współczynniki zadłużenia spółki.

### Ryzyko związane z charakterem procesu deweloperskiego

Rozwój działalności Grupy wiąże się z ryzykami charakterystycznymi dla procesu budowlanego i uzyskiwania wszelkich niezbędnych pozwoleń czy wymaganych prawnie decyzji administracyjnych. Ewentualne opóźnienia lub problemy techniczne wykraczające poza zakres kontroli dewelopera mogą skutkować niewykonaniem przez Grupę projektu w oczekiwanych ramach czasowych.

### Ryzyko związane z możliwym spowolnieniem gospodarczym i pogorszeniem sytuacji na rynku nieruchomości

Pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości może mieć negatywny wpływ na zyski Grupy z najmu powierzchni **magazynowej**. Jeżeli najemcy nie wykonają swoich obowiązków umownych lub jeżeli Grupa nie będzie w stanie znaleźć najemców, spółka nie będzie generować dochodu z najmu, ale będzie w dalszym ciągu ponosić koszty związane z nieruchomościami. Co więcej, spowolnienie gospodarcze może także skutkować zmianą czynszów rynkowych i stóp kapitalizacji, a także wpłynąć niekorzystnie na wycenę nieruchomości spółki. W efekcie spółka może ponieść straty związane z odpisem nieruchomości nawet w przypadku, gdy najemcy uregulują swoje zobowiązania i związani są długoterminowymi umowami.

## Ostatnie wydarzenia

- Wyniki II kw. 2023 ([raport w PDF](#))
- Wyniki I kw. 2023 ([raport w PDF](#))

## Podstawowe wskaźniki

Wskaźnik	2023P
EPS, GAAP (PLN)	4,08
Przychody (mn PLN)	379,6
Marża Brutto %	61,4%
EBIT (mn PLN)	145,6
EBITDA (mn PLN)	192,5
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	98,0
Dług netto (mn PLN)	1 914,1
BPS (PLN)	107,31
DPS (PLN)	0,00
Rentowności kapitału własnego %	3,9%
Wskaźnik rentowności aktywów %	2,0%
Deprecjacja (mn PLN)	1,1
Amortyzacja (mn PLN)	0,0
Wolne przepływy pieniężne (mn PLN)	-410,0
CAPEX (mn PLN)	565,0

Źródło: PKO BP securities

## Wycena

Nasza wycena bazuje na Metodzie Zysku Rezydualnego. Według naszych wyliczeń cena docelowa MLP Group wynosi **115,0 PLN** za akcję, czyli 47% powyżej bieżącej ceny rynkowej.

### Założenia Modelu Zysku Rezydualnego:

- **Wzrost FFO** w 2023-2028 r. na poziomie 16% CAGR.
- **Zysk z aktualizacji wyceny** na średnim poziomie 244 mln zł rocznie w latach 2023-2028.
- **Kurs EUR/PLN** na poziomie 4,50 na koniec 2023, 2024 i 2025 r., a w dalszej kolejności stopniowy spadek do poziomu 4,40 w 2027 roku.
- **CAPEX** w wysokości 600-700 mln zł rocznie w latach 2023-2026, a następnie w latach 2027-2028 średnio 430 mln zł rocznie.
- **Docelowy wskaźnik LTV 45%** w latach 2026+.
- **Dywidendy:** Brak dywidendy w latach 2023-2024. Docelowy wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 40% FFO w 2025+.
- **Średnie ROE 11,0%** w latach 2023-2027.
- **Docelowy wskaźnik ROE 11,0%** (ROE na 2028 r.)
- **Koszt kapitału:** Stopa wolna od ryzyka: 5,5%, premia za ryzyko rynkowe: 5,5%, beta: 1.10.

<b>Residual Income Model</b>							
PLN (mn)	2 022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Investment properties	4 433	4 858	5 863	6 921	7 806	8 450	9 229
Income generating	3 777	4 047	4 993	5 989	6 832	7 543	8 283
In preparation	656	811	870	932	974	907	946
Restricted cash & loans granted	135	127	127	127	127	127	127
Cash	315	377	260	178	198	276	288
Other assets	107	118	135	154	168	171	184
<b>Total assets</b>	<b>4 990</b>	<b>5 480</b>	<b>6 386</b>	<b>7 380</b>	<b>8 299</b>	<b>9 025</b>	<b>9 829</b>
Debt	1 856	2 304	2 759	3 264	3 766	4 137	4 509
<b>Equity</b>	<b>2 498</b>	<b>2 575</b>	<b>2 930</b>	<b>3 304</b>	<b>3 649</b>	<b>3 965</b>	<b>4 327</b>
Net profit	422	98	355	424	408	387	437
<b>ROE</b>	<b>23,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>13,8%</b>	<b>14,5%</b>	<b>12,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,0%</b>
<b>FFO (after tax)</b>	<b>87</b>	<b>111</b>	<b>123</b>	<b>159</b>	<b>177</b>	<b>186</b>	<b>207</b>
<b>Dividend</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>71</b>	<b>74</b>
<b>Equity cost</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>
Risk-free rate	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Equity premium	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Discount ratio		1,00	0,90	0,80	0,72	0,65	0,58
<b>Valuation</b>							
Sustainable ROE (ROE 2028)	11,0%						
Cost of Equity	11,6%						
<b>Implied fair P/B (x)</b>	<b>0,95</b>						
2028 Equity	4 327						
2028 Equity Fair Value	4 125						
NPV of FV 2028	2 388						
NPV of dividends	174						
<b>Fair Value</b>	<b>2 562</b>						
Number of shares (million)	24,0						
Fair Value per share as at 12'23 (PLN)	106,8						
<b>Target price in 12 mths (PLN)</b>	<b>115,0</b>						
Current price	78,2						
Expected rate of return	47%						

Source: forecasts of PKO BP Securities

## Wycena porównawcza

## Wycena wskaźnikowa

Spółka	Kurs	Kapitalizacja	P/E			P/B	Stopa dywidendy		Dług netto / Kap. Wł
	(lokalna)	(EUR m)	2023P	2024P	2025P	2023P	2023P	2024P	2023P
CTP NV	12,96	5 808	6,5	7,4	7,2	0,96	3,7%	3,8%	1,01
Tritax Big Box*	138,40	3 071	17,5	15,9	14,6	0,76	5,3%	5,6%	0,42
WDP*	25,00	5 178	18,1	17,3	16,5	1,21	4,4%	4,6%	0,61
Prologis*	121,38	113 273	41,4	39,7	32,3	2,11	2,9%	3,0%	0,54
Segro*	726,40	10 369	22,6	20,9	19,3	0,79	3,8%	4,1%	0,46
Goodman*	23,21	26 878	24,6	22,0	20,0	2,40	1,3%	1,3%	0,12
First Industrial*	50,94	6 805	35,1	37,3	32,5	2,77	2,3%	2,5%	0,87
Sagax*	229,00	7 561	20,4	21,3	20,4	2,39	1,3%	1,3%	1,11
Catena*	396,00	1 885	19,4	19,5	17,4	1,23	2,1%	2,2%	0,69
KMC Properties*	5,20	176	15,4	14,1	13,9	0,67	0,0%	3,2%	1,33
<b>Mediana</b>			<b>19,9</b>	<b>20,2</b>	<b>18,4</b>	<b>1,22</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>0,65</b>
<b>MLP Group</b>	<b>78,20</b>	<b>408</b>	<b>19,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>0,73</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,74</b>
Premia/dyskonto			-4%	-74%	-76%	-40%	-	-	
Waga			17%	17%	17%	50%	0%	0%	
<b>Wycena (PLN)</b>	<b>182,7</b>								

Source: forecast of PKO BP Securities, \*Bloomberg

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	142	140	191	201	279	380	446	546	635
Koszt własny sprzedaży	-60,4	-58,8	-80,1	-79,1	-102,1	-146,4	-180,5	-221,0	-256,6
Zysk brutto ze sprzedaży	81,1	81,2	110,6	121,5	177,0	233,2	266,0	325,5	378,0
Koszty ogólnego zarządu	-18,5	-18,9	-28,0	-29,2	-34,5	-41,8	-43,8	-45,2	-46,5
Pozostałe przychody operacyjne	2,3	1,3	3,0	2,5	3,0	4,5	0,8	0,8	0,8
Pozostałe koszty operacyjne	-2,5	-4,4	-1,0	-2,8	-10,8	-4,0	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk z działalności operacyjnej	151,1	180,0	297,8	632,3	590,2	145,6	526,4	637,1	615,3
Saldo działalności finansowej	-29,4	-16,8	-87,7	-32,8	-61,1	-22,3	-77,5	-93,9	-91,9
Zysk przed opodatkowaniem	121,7	163,2	210,1	599,5	529,1	123,4	448,9	543,3	523,4
Podatek dochodowy	-29,3	-33,8	-39,7	-119,0	-106,7	-25,4	-94,3	-119,5	-115,2
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	92,4	129,4	170,4	480,5	422,4	98,0	354,6	423,7	408,3
<b>Bilans</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>1 526</b>	<b>1 838</b>	<b>2 392</b>	<b>3 457</b>	<b>4 575</b>	<b>4 998</b>	<b>6 004</b>	<b>7 062</b>	<b>7 947</b>
Nieruchomości inwestycyjne	1 449	1 810	2 331	3 395	4 433	4 858	5 863	6 921	7 806
Pozostałe aktywa długoterminowe	77	28	61	63	142	141	141	141	141
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>137</b>	<b>236</b>	<b>291</b>	<b>328</b>	<b>415</b>	<b>482</b>	<b>382</b>	<b>318</b>	<b>352</b>
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	34	67	39	77	8	15	15	15	15
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	46	102	163	177	315	377	260	178	198
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 663</b>	<b>2 074</b>	<b>2 683</b>	<b>3 786</b>	<b>4 990</b>	<b>5 480</b>	<b>6 386</b>	<b>7 380</b>	<b>8 299</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>815</b>	<b>939</b>	<b>1 212</b>	<b>1 825</b>	<b>2 498</b>	<b>2 575</b>	<b>2 930</b>	<b>3 304</b>	<b>3 649</b>
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>762</b>	<b>971</b>	<b>1 375</b>	<b>1 722</b>	<b>2 220</b>	<b>2 565</b>	<b>3 092</b>	<b>3 689</b>	<b>4 275</b>
Kredyty i pożyczki	613	780	1 132	1 370	1 764	2 099	2 554	3 059	3 561
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>86</b>	<b>164</b>	<b>96</b>	<b>239</b>	<b>272</b>	<b>341</b>	<b>364</b>	<b>388</b>	<b>375</b>
Kredyty i pożyczki	613	780	1 132	1 370	1 764	2 099	2 554	3 059	3 561
Zobowiązania handlowe i pozostałe	55	110	62	117	180	136	159	183	171
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 663</b>	<b>2 074</b>	<b>2 683</b>	<b>3 786</b>	<b>4 990</b>	<b>5 480</b>	<b>6 386</b>	<b>7 380</b>	<b>8 299</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	36,0	86,1	92,7	164,7	164,7	155,1	206,8	257,4	274,0
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-195,5	-208,1	-393,4	-569,8	-508,6	-569,2	-701,3	-701,3	-601,3
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	139,9	178,2	355,0	421,5	477,3	472,8	377,5	361,7	347,0
<b>Wskaźniki</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
ROE	12,0%	14,8%	15,8%	31,6%	19,5%	3,9%	12,9%	13,6%	11,7%
ROA	5,6%	6,2%	6,4%	12,7%	8,5%	1,8%	5,6%	5,7%	4,9%
P/BV	1,0	0,9	1,1	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
Dług netto	597,6	732,9	1 003,5	1 313,9	1 541,3	1 926,7	2 498,7	3 085,8	3 568,6
Dług netto/EBITDA	9,5	11,6	12,1	14,2	10,8	10,0	11,2	11,0	10,7

Źródło: prognozy DM PKO BP



## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor deweloperski, sektor budowlany, IT)	(022) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl

### Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszomirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszomirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinię zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonej usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni  
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji  
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaż - relacja zysku brutto na sprzedaż do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

#### Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
MLP Group	1: NIE, 2: NIE, 3: NIE, 4: NIE, 5: NIE, 6: NIE, 7: NIE, 8: NIE, 9: NIE

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. Emitent posiada akcje PKO Banku Polskiego w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
7. PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
8. PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
9. Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję długą netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

#### Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrażona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym

niniejszą rekomendacją a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:40.

Ilekroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P	
Oponeo	Kupuj	2023-08-23	51,00	43,00	6 10,5	14,8	13,9	12,8	5,9	7,1	6,4	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2023-09-08	115,00	78,20	1876,4	4,0	19,2	5,3	23,6	19,8	19,6	Piotr Zybala

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu