

Trzymaj, 88 PLN

Podtrzymana

13 kwietnia 2025 r., 07:30

Koszty dziś, wartość w przyszłości

Strategiczna ekspansja MLP Group na rynek niemiecki wreszcie nabiera tempa. W ciągu ostatnich czterech miesięcy spółka rozpoczęła budowę magazynów w Spreenhagen i Gelsenkirchen (łącznie 69 tys. m²) oraz nabyła działkę pod projekt o powierzchni 73 tys. m² w Castrop-Rauxel. Przyspieszenie to odbyło się jednak kosztem istotnego wzrostu zadłużenia (LTV +4,1 p.p. kw/kw) oraz kosztów finansowych (+100% r/r), co przełożyło się na spadek FFO o blisko 70% r/r w 4Q24. Podwyższone koszty będą nadal negatywnie wpływać na wyniki spółki w 2025 roku, jednak w naszej ocenie relacja ryzyka do potencjalnego zysku jest obecnie zrównoważona. Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 88 PLN za akcję (potencjał wzrostu 7%).

Przepływy pieniężne i bilans pod presją

Koszty obsługi obligacji o wartości 300 mln EUR (emisja w 4Q24) istotnie obciążają rentowność MLP Group, a sytuacja ta nie ulegnie szybkiej poprawie. Rozpoczęte niedawno projekty w Niemczech zaczną generować przychody na przełomie 2025 i 2026 roku, co oznacza, że 2025 będzie kolejnym rokiem spadku FFO.

Wspierająca polityka monetarna

Napięcia w globalnym handlu zwiększyły oczekiwania dotyczące dalszych obniżek stóp procentowych. Od grudnia stopa depozytowa w strefie euro spadła o 50 pb do poziomu 2,5%, a rynek oczekuje dalszych obniżek do poziomu 1,50–1,75% do końca 2025 roku. Na ten moment inwestorzy giełdowi zdają się ignorować ten pozytywny trend, koncentrując się raczej na ryzykach dla globalnego wzrostu gospodarczego – kursy spółek logistycznych z sektora nieruchomości w Europie są od początku roku na minusie.

Rozwój portfela projektów przyspiesza

Po dwóch relatywnie słabych latach, w których MLP Group ukończyła zaledwie ok. 100 tys. m² nowej powierzchni magazynowej rocznie (2023–2024), aktywność deweloperska powinna ponownie przyspieszyć. W latach 2025–2026 szacujemy, że spółka ukończy ok. 200 tys. m² rocznie, z czego około 40% przypadnie na projekty w Niemczech i Austrii.

mln PLN	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	361	372	422	498	581
Zysk brutto na sprzedaży	225	229	256	302	349
Marża brutto	62%	61%	61%	61%	60%
Rewaluacja	-258	359	202	348	290
EBIT	-80	543	408	599	586
FFO	84	62	50	76	118
Zysk (strata) netto	-52	372	234	338	333
P/E	nm	5.1	8.4	5.8	5.9
P/BV	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
FFO yield	4.2	3.2	2.5	3.9	6.0
Stopa dywidendy	0.00	0.00	0.00	0.00	1.54
EPS	-2.17	15.51	9.75	14.11	13.88
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	1.27

Informacje

Kurs akcji (PLN)	82.20
Upside	7%
Liczba akcji (mn)	23.99
Kapitalizacja (mln PLN)	1 972.39
Free float	32%
Free float (mln PLN)	621
Free float (mln USD)	164
EV (mln PLN)	4 916.65
Dług netto (mln PLN)	2 944.26

Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	0.0%
Odcięcie dywidendy	-

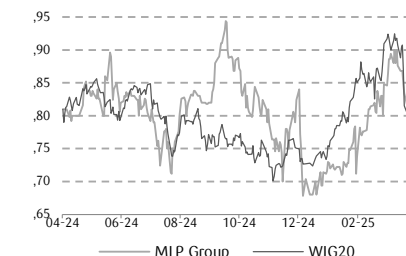
Akcjonariusze

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
Trzymaj	09-12-24 85.00
Kupuj	28-05-24 110.00

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-2.1%	-1.0%
3 miesiące	12.1%	15.1%
6 miesięcy	8.4%	-7.0%
12 miesięcy	2.5%	5.4%
Min 52 tyg. PLN		67.80
Max 52 tyg. PLN		94.40
Średni dzienny obrót mln PLN		0.07

Analitik

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

Adres:

BM PKO BP
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

CZYNNIKI RYZYKA

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 denominowana jest w EUR. W celu ograniczenia ryzyka walutowego spółki Grupy wykorzystują przede wszystkim naturalny hedging poprzez wzrost finansowania długiem denominowanym w EUR. Zasadniczo osłabienie EUR względem PLN powinno mieć negatywny skutek netto dla wyników MLP Group wykazywanych w PLN.

Ryzyko stopy procentowej – 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; natomiast wzrost stóp procentowych może także skutkować zwiększeniem oczekiwanych stóp kapitalizacji na rynku 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 oraz 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.

Ostatnie wydarzenia

- Wyniki za II kw. 2024
- Wyniki za III kw. 2024
- Wyniki za IV kw. 2024

Powyższe raporty są dostępne na naszej stronie: [Analizy, Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego \(pkobp.pl\)](https://www.pkobp.pl)

Parametry podstawowe

Wskaźnik	2025P
EPS, GAAP (PLN)	9.75
Przychody (mn PLN)	421.9
Marża Brutto %	60.6%
EBIT (mn PLN)	407.8
EBITDA (mn PLN)	208.4
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	234.0
Dług netto (mn PLN)	2 941.4
BPS (PLN)	124.20
DPS (PLN)	0.00
Rentowności kapitału własnego %	8.5%
Wskaźnik rentowności aktywów %	3.6%
Deprecjacja (mn PLN)	2.1
Amortyzacja (mn PLN)	0.0
Wolne przepływy pieniężne (mn PLN)	-388.9
CAPEX (mn PLN)	657.5

Źródło: PKO BP securities

Wycena

Nasza wycena bazuje na Metodzie Zysku Rezydualnego. Według naszych wyliczeń cena docelowa MLP Group wynosi **88,00 PLN** za akcję, czyli 7% powyżej bieżącej ceny rynkowej.

Założenia Modelu Zysku Rezydualnego:

- **Wzrost FFO** w 2025-2029 r. na poziomie 20% CAGR.
- **Zysk z aktualizacji wyceny** na średnim poziomie 278 mln PLN rocznie w latach 2025-2029.
- **Kurs EUR/PLN** na poziomie 4,20 w latach 2025-2029.
- **CAPEX** w wysokości 600-660 mln PLN w latach 2025-2026, a następnie średnio 280 mln PLN rocznie w latach 2027-2029.
- **Docelowy wskaźnik LTV** na poziomie 45-46% w 2025+ r.
- **Dywidendy:** Brak dywidendy w latach 2025-2026. Od 2027 r. wypłata w wysokości 40% FFO.
- **Średni ROE** na poziomie 9,7% w 2025-2028.
- **Docelowy wskaźnik ROE 9,4%** (ROE na 2029 r.)
- **Koszt kapitału:** Stopa wolna od ryzyka: 5,5%, premia za ryzyko rynkowe: 5,5%, beta: 1,30.

Model Wartości Rezydualnej							
PLN (mn)	2023	2 024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nieruchomości inwestycyjne	4 542	5 550	6 405	7 353	7 860	8 401	9 022
Generujące przychód	3 734	4 173	5 165	6 076	6 844	7 394	8 007
W budowie oraz bank ziemi	808	1 377	1 240	1 278	1 016	1 008	1 015
Gotówka zablokowana oraz pożyczki	98	67	66	66	66	66	66
Gotówka	344	668	397	139	131	128	131
Inne aktywa	106	186	162	162	179	191	201
Aktywa łącznie	5 090	6 470	7 031	7 720	8 236	8 786	9 419
Dług	2 114	3 109	3 341	3 585	3 787	4 036	4 266
Kapitał własny	2 396	2 746	2 980	3 319	3 621	3 901	4 214
Zysk netto	-52	372	234	338	333	327	369
ROE	-2.1%	15.5%	8.5%	11.4%	10.0%	9.0%	9.4%
FFO	84	62	50	76	118	140	156
Dywidenda	0	0	0	0	30	47	56
Koszt kapitału	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
Współczynnik dyskonta		1.00	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55
Wycena							
Długoterminowe ROE (ROE 2029)	9.4%						
Koszt kapitału	12.7%						
Implikowane P/B (x)	0.75						
Kapitał własny 2029	4 214						
FV 2029	3 147						
NPV FV 2029	1 735						
NPV dywidend	81						
Wycena	1 816						
Liczba akcji (miliony)	24.0						
Wartość godziwa na akcję 12'24 (PLN)	75.7						
Cena docelowa za 12M (PLN)	88.0						
Cena bieżąca	82.2						
Potencjał wzrostu kursu	7%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

Wycena porównawcza

Wycena wskaźnikowa

Spółka	Kurs akcji (lokalna)	Kapitalizacja (EUR m)	P/E			P/B		
			2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
CTP NV	15.04	6 741	6.6	7.5	7.3	0.97	0.89	0.82
Warehouses De Pauw CVA	20.08	4 535	13.7	13.1	12.4	0.95	0.90	0.85
Catena AB	410.40	2 227	19.1	15.9	14.4	1.07	1.02	0.96
Segro PLC	630.80	9 855	18.3	17.4	16.4	0.70	0.68	0.65
Tritax Big Box REIT PLC	129.70	3 714	14.9	14.7	13.8	0.71	0.66	0.63
Prologis Inc	96.23	80 818	29.6	29.2	31.0	1.63	1.69	1.71
Rexford Industrial Realty Inc	32.50	6 553	26.9	25.0	23.3	0.83	0.88	0.90
Goodman Group	27.45	30 841	25.6	23.0	20.9	2.85	2.30	2.11
Mediana			18.7	16.6	15.4	0.96	0.89	0.87
MLP Group	82.20	459	5.3	8.4	5.8	0.72	0.66	0.59
Premia/dyskonto			-72%	-49%	-62%	-25%	-26%	-32%
Waga			17%	17%	17%	17%	17%	17%
Wycena na akcję (PLN)	179.5							

Source: forecast of PKO BP Securities, Bloomberg

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	191	201	279	361	372	422	498	581	641
Koszt własny sprzedaży	-80.1	-79.1	-102.1	-136.3	-143.9	-166.2	-195.5	-231.4	-255.6
Zysk brutto ze sprzedaży	110.6	121.5	177.0	224.5	228.5	255.8	302.5	349.2	385.7
Koszty ogólnego zarządu	-28.0	-29.2	-34.5	-35.2	-46.6	-47.5	-49.4	-51.4	-52.9
Pozostałe przychody operacyjne	3.0	2.5	3.0	2.1	5.3	2.0	2.0	2.0	2.0
Pozostałe koszty operacyjne	-1.0	-2.8	-10.8	-13.4	-3.6	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
Zysk z działalności operacyjnej	297.8	632.3	590.2	-79.7	543.0	407.8	598.7	585.8	588.1
Saldo działalności finansowej	-87.7	-32.8	-61.1	18.8	-88.5	-115.3	-164.7	-158.9	-168.6
Zysk przed opodatkowaniem	210.1	599.5	529.1	-60.8	454.5	292.5	434.0	426.9	419.5
Podatek dochodowy	-39.7	-119.0	-106.7	8.8	-82.4	-58.5	-95.5	-93.9	-92.3
Zyski (straty) mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk (strata) netto	170.4	480.5	422.4	-52.1	372.2	234.0	338.5	333.0	327.2

Bilans	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa Trwałe	2 392	3 457	4 575	4 668	5 664	6 521	7 468	7 975	8 517
Nieruchomości inwestycyjne	2 331	3 395	4 433	4 542	5 550	6 405	7 353	7 860	8 401
Pozostałe aktywa długoterminowe	61	63	142	126	114	115	115	115	115
Aktywa Obrotowe	291	328	415	422	806	510	251	260	270
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	39	77	8	13	14	13	13	13	13
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	163	177	315	344	668	397	139	131	128
Aktywa razem	2 683	3 786	4 990	5 090	6 470	7 031	7 720	8 236	8 786
Kapitał Własny	1 212	1 825	2 498	2 396	2 746	2 980	3 319	3 621	3 901
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	1 375	1 722	2 220	2 352	3 366	3 646	3 971	4 244	4 559
Kredyty i pożyczki	1 132	1 370	1 764	1 908	2 864	3 097	3 340	3 542	3 791
Zobowiązania krótkoterminowe	96	239	272	342	358	404	430	370	326
Kredyty i pożyczki	1 132	1 370	1 764	1 908	2 864	3 097	3 340	3 542	3 791
Zobowiązania handlowe i pozostałe	62	117	180	136	114	160	185	125	82
Pasywa razem	2 683	3 786	4 990	5 090	6 470	7 031	7 720	8 236	8 786

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	92.7	164.7	164.7	176.9	92.2	268.6	264.8	199.0	250.3
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-393.4	-569.8	-508.6	-486.9	-685.1	-656.7	-602.1	-219.1	-286.0
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	355.0	421.5	477.3	335.7	912.1	116.9	79.0	12.6	32.8

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
ROE	15.8%	31.6%	19.5%	-2.1%	14.5%	8.2%	10.7%	9.6%	8.7%
ROA	6.4%	12.7%	8.5%	-1.0%	5.8%	3.3%	4.4%	4.0%	3.7%
P/BV	1.1	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
Dług netto	1 003.5	1 313.9	1 541.3	1 769.4	2 440.9	2 944.3	3 446.2	3 655.7	3 907.3
Dług netto/EBITDA	11.8	14.3	11.4	9.9	13.2	14.1	13.6	12.3	11.7

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 Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@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 świadczonych 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 sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży 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 rekomendację 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 do celowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)*	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2023	2024P	2025P	2023	2024P	2025P	
Opono	Kupuj	2023-08-23	51.00	43.00	610.5							Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2023-09-08	115.00	78.20	1876.4							Piotr Zybała
Opono	Trzymaj	2024-05-10	63.50	44.70	707.9							Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2024-05-28	110.00	80.00	1919.6							Piotr Zybała
Opono	Trzymaj	2024-08-23	86.00	80.00	928.1	8.8	14.7	13.3	7.1	8.7	8.1	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Trzymaj	2024-12-09	85.00	77.80	1866.8	nm	5.7	6.4	19.4	22.0	21.1	Piotr Zybała
MLP Group	Trzymaj	2025-04-14	88.00	82.2	1972.39	nm	5.09	8.43	19.44	21.95	23.59	Piotr Zybała

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu