

Mercor

Spowolnienie branży już w cenie

Wydajemy rekomendację Trzymaj dla spółki Mercor z 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 25,10 PLN za akcję (3,3% potencjał wzrostu). W ostatnim czasie zmaterializowały się nasze obawy dotyczące branży budownictwa kubaturowego, zaś spowolnienie może potrwać dłużej niż oczekiwano. Pomimo tego Mercor jest 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, zaś dane za 1Q'2024 nie przyniosły poprawy. Sytuacja w budynkach magazynowych i przemysłowych w Polsce uległa dalszemu pogorszeniu w wyniku wzrostu wskaźnika pustostanów.
- Słabsza koniunktura w branży przełożyła się na spadek wartości zamówień w Spółce zwłaszcza na początku 2024 roku. Obecnie na rynku nie ma dużych zleceń, zaś inwestorzy liczą na szybsze wydatkowanie środków w ramach KPO. Nasza prognoza zakłada spadek poziomu zamówień w 2024/25e do 521 mln PLN (-8,8% r/r). Wobec tego spodziewamy się spadku przychodów w 2024/25e o 11,8% r/r do poziomu 511 mln PLN.
- Większa konkurencja powinna spowodować dodatkową presję na marże, jednak generowane wyniki wciąż będą przyzwoite. Mercor powinien utrzymać wysoką jednocyfrową marżę EBITDA pomimo trudniejszych uwarunkowań ekonomicznych, zaś w kolejnych latach zakładamy powrót do wyższych marż wraz z poprawą sytuacji w branży.
- W zeszłym roku Spółka wypłaciła rekordową dywidendę w wysokości 1,51 PLN na akcję. Z uwagi na bezpieczny poziom zadłużenia, spodziewamy się kontynuacji wypłaty dywidend (choć na niższym poziomie) oraz dalszego spadku zadłużenia.

Kluczowe dane finansowe

mIn PLN	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Przychody	628	587	511	515	557	601
EBITDA	88	76	47	46	54	64
EBIT	69	57	28	27	35	45
Zysk netto	42	49	17	17	22	30
EPS	2.68	3.17	1.07	1.06	1.42	1.91
DPS	0.63	1.51	1.27	0.54	0.53	0.71
DY	2.7%	6.3%	5.2%	2.2%	2.2%	2.9%
C/Z	9.1	7.7	22.7	22.9	17.1	12.7
EV/EBITDA	5.1	5.9	9.0	9.0	7.6	6.3
Dług netto/EBITDA	0.8	0.9	1.0	0.8	0.6	0.3

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

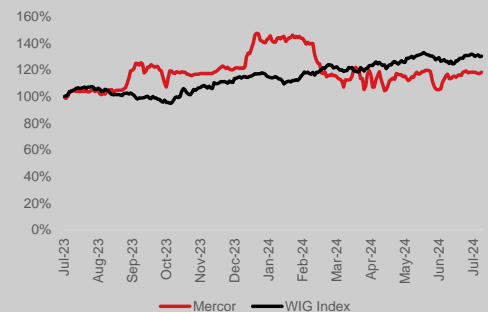
Trzymaj (podtrzymana)

Cena docelowa 25,10 PLN

Potencjał wzrostu 3,3%
 Cena 9 lipca 2024 24,30 PLN

Rating ESG C
Ocena końcowa ESG 0.87

Kurs akcji Mercor vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport 1Q'2024/25 23 sierpnia 2024

INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg MCRP.WA/MCR:PW
 Free float (%) 43,2
 Kapitalizacja (mln PLN) 378
 Licza akcji (mln) 15,6

Akcjonariat PERMAG sp. z o.o. 26,35%
 Bangtino Limited 21,57%
 Nationale Nederlanden PTE 9,34%

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl



Spis treści

OSTATNIE WYDARZENIA	3
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	5
CZYNNIKI RYZYKA	9
WYCENA	10
ZASTRZEŻENIA PRAWNE	16



Ostatnie wydarzenia

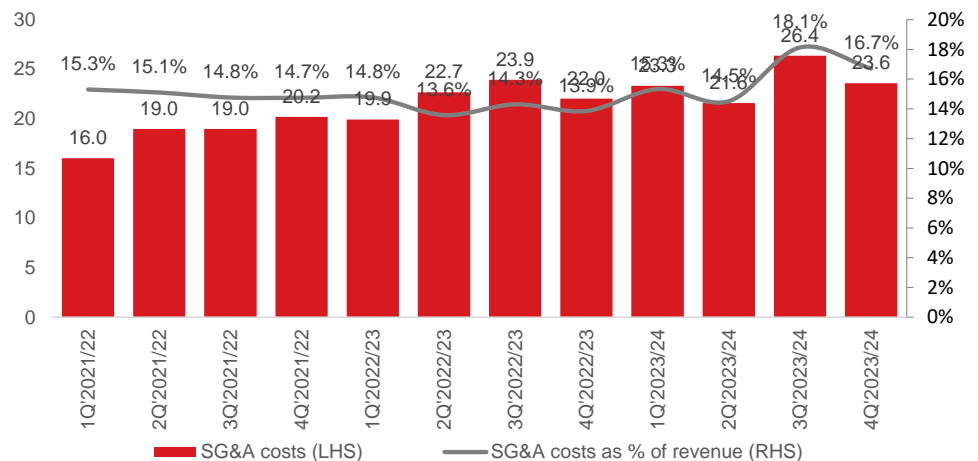
Wyniki finansowe za 4Q'2023/24

W dn. 1 lipca 2024 r. Spółka opublikowała swoje wyniki finansowe za 4Q'2023/24:

- Przychody ze sprzedaży wyniosły 141,1 mln PLN (-11% r/r, -3% kw/kw).
- Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 34,1 mln PLN (-2% r/r, -19% kw/kw).
- Wynik EBITDA wyniósł 13,9 mln PLN (-27% r/r, -33% kw/kw).
- Wynik operacyjny wyniósł 9,0 mln PLN (-35% r/r, -43% kw/kw).
- Wynik netto wyniósł 6,2 mln PLN (-33% r/r, -53% kw/kw).
- Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 10,7 mln PLN (-19% r/r, +26% kw/kw).
- Dług netto spółki na koniec 4Q'2023/24 wyniósł 72,5 mln PLN (w porównaniu z 76,0 mln PLN na koniec 3Q'2023/24).

Naszym zdaniem wyniki IV kwartału 2023/24 były neutralne. Przychody były mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami. Marża zysku brutto wyniosła 24,2% i była dokładnie taka sama jak nasza prognoza. Spółka odnotowała nieco wyższe koszty SG&A (o 2% wyższe od naszej prognozy), ale były one niższe w ujęciu kwartalnym. Spadek EBITDA i EBIT był oczekiwany, ale jego skala jest wyższa niż nasza prognoza (odpowiednio -14% i -21%). Główną przyczyną był negatywny wpływ pozostałej działalności operacyjnej w wysokości prawie 2 mln zł. Zysk netto również był nieco niższy od naszej prognozy. Spółka wypracowała niższe przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w porównaniu do 4Q'2022/23. Zadłużenie netto spadło z 76,0 mln zł na dzień 31 grudnia 2023 r. do 72,5 mln zł na dzień 31 marca 2024 r. Ogólnie rzecz biorąc, wyniki były nieco gorsze od oczekiwań, ale bez znaczącego wpływu. W roku 2023/24 Spółka zrealizowała 99,7% naszej ostatniej prognozy przychodów, 97,0% naszej prognozy EBITDA i 95,9% naszej prognozy EBIT.

Koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu Spółki (mln PLN)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

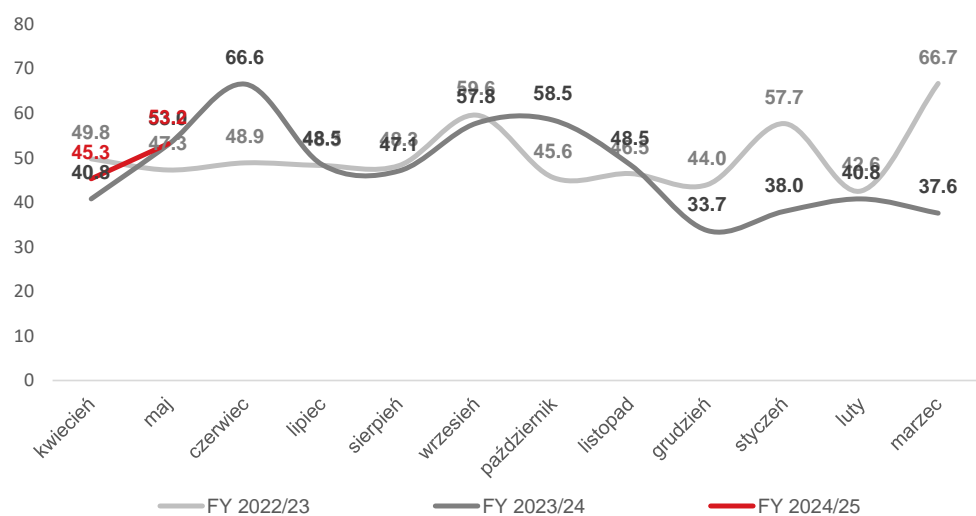
Mercor: wyniki za 4Q'2023/24

mln PLN	4Q'22/23	1Q'23/24	2Q'23/24	3Q'23/24	4Q'23/24	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao
Przychody	159.1	152.2	148.7	145.4	141.1	-11%	-3%	142.7	-1%
Koszt własny sprzedaży	-124.3	-113.5	-110.8	-103.0	-107.0	-14%	4%	-108.2	-1%
Zysk brutto ze sprzedaży	34.8	38.7	37.9	42.4	34.1	-2%	-19%	34.5	-1%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-22.0	-23.3	-21.6	-26.4	-23.6	7%	-11%	-23.1	2%
EBITDA	19.1	20.5	21.2	20.7	13.9	-27%	-33%	16.2	-14%
EBIT	13.8	15.5	16.8	15.8	9.0	-35%	-43%	11.4	-21%
Zysk brutto	13.0	15.6	18.2	17.6	8.1	-38%	-54%	9.9	-18%
Zysk netto	9.2	11.7	18.3	13.1	6.2	-33%	-53%	7.3	-15%
<i>Marża ZBzS</i>	21.9%	25.4%	25.5%	29.2%	24.2%			24.2%	
<i>Marża EBITDA</i>	12.0%	13.5%	14.3%	14.2%	9.8%			11.4%	
<i>Marża EBIT</i>	8.7%	10.2%	11.3%	10.9%	6.4%			8.0%	
<i>Marża netto</i>	5.8%	7.7%	12.3%	9.0%	4.4%			5.1%	
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	13.3	3.3	26.5	8.5	10.7	-19%	26%	18.5	-42%
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1.4	-1.0	-11.1	-1.4	-5.7	314%	307%	-5.4	5%
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-12.6	-6.7	-14.8	-13.0	-9.1	-28%	-30%	-2.1	334%
Dług netto	67.1	67.5	80.1	76.0	72.5	8%	-5%	64.2	13%
<i>Dług netto/EBITDA (ostatnie 12 miesięcy)</i>	0.77	0.78	0.94	0.93	0.95			0.82	
Zamówienia	167.0	160.4	153.4	140.7	116.4	-30%	-17%	116.4	0%
Wskaźnik zamówień do przychodów	1.05	1.05	1.03	0.97	0.82	-21%	-15%	0.82	1%

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Zamówienia

Bardzo dobra koniunktura w sektorze budownictwa kubaturowego panująca w ostatnim czasie uległa pogorszeniu pod koniec zeszłego roku, co było przez nas oczekiwane. W okresie od stycznia do marca 2024 r., spółka pozyskała zaledwie 116,4 mln PLN nowych zamówień (-30% r/r). Dane za kwiecień i maj przyniosły lekką poprawę. Spółka pozyskała 248,6 mln PLN nowych zamówień w okresie ostatnich 6 miesięcy (od grudnia 2023 r. do maja 2024 r.), czyli 18,4% mniej niż rok wcześniej.

Wartość zamówień na produkty Mercor (mln PLN)

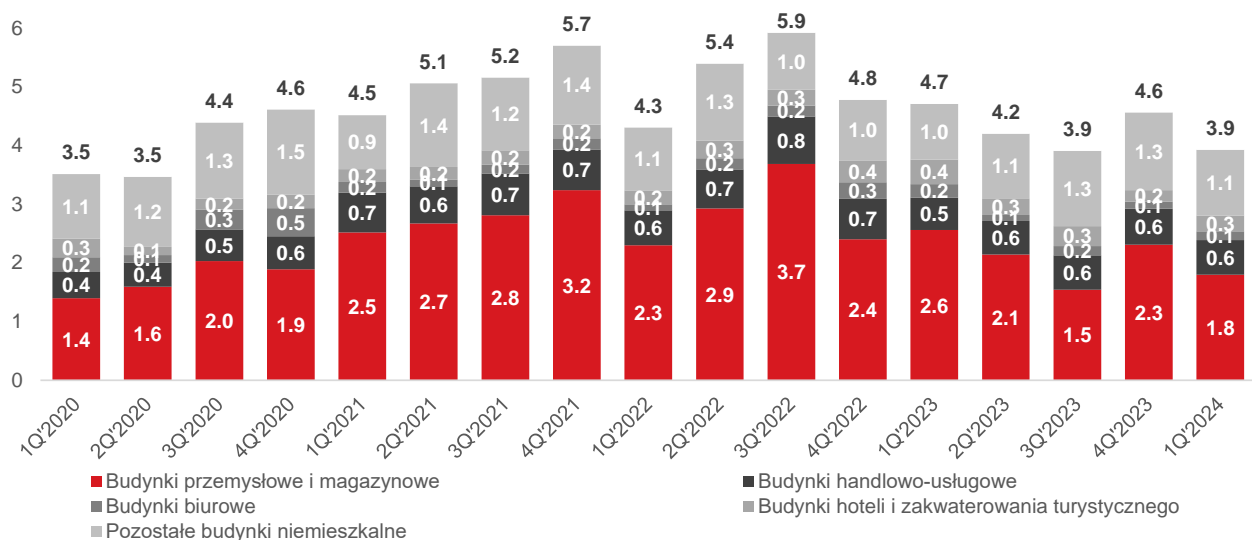
Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.



Aktualizacja prognoz finansowych

Lata 2021 i 2022 w budownictwie kubaturowym w Polsce były nadzwyczajnie dobre, co było 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 bardzo słabo wypadł 3Q'2023, w którym spadek wyniósł 34% 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. W 1Q'2024 wydano pozwolenia na 3,9 mln m², a więc 16,7% mniej niż rok wcześniej. Budynki przemysłowe i magazynowe doświadczyły jeszcze większego spadku wynoszącego 29,7% r/r.

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



Źródło: GUS.

Podobnie wyglądała sytuacja na większości kluczowych rynków zagranicznych Spółki. Zgodnie z danymi Eurostat, w 2023 r. spadek powierzchni w wydanych pozwoleniach na budowę budynków niemieszkalnych miał także miejsce w Czechach i na Węgrzech, odpowiednio o 8,7% r/r i 22,4% r/r. Na Słowacji wzrost był niewielki i wyniósł 0,2% r/r. Biorąc pod uwagę 27 krajów UE, powierzchnia w wydanych pozwoleniach na budowę budynków niemieszkalnych spadła o 14,7% r/r. Pierwszy kwartał 2024 r. przyniósł mieszane dane z rynków zagranicznych, powierzchnia w wydanych pozwoleniach na budowę wzrosła w Czechach i na Słowacji wzrosła odpowiednio o 6,8% r/r i 7,6%, zaś na Węgrzech spadła aż o 38,3%. W Unii Europejskiej nastąpił spadek powierzchni o 4,5% r/r w 1Q'2024.

W krótkim okresie nie widzimy sygnałów świadczących o poprawie koniunktury w branży. Nie wskazują na to dane o produkcji budowlano-montażowej w budownictwie, która według GUS była niższa o 12% r/r w okresie od stycznia do maja 2024 r. Przyczyniły się do tego głównie mocne spadki w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej oraz specjalistycznych robotach budowlanych, zaś budowa budynków w okresie styczeń-maj 2024 r. była na podobnym poziomie jak przed rokiem. Spółka również podkreśla, że obecnie na rynku nie ma dużych zleceń, zaś inwestorzy liczą na szybsze wydatkowanie środków w ramach KPO.

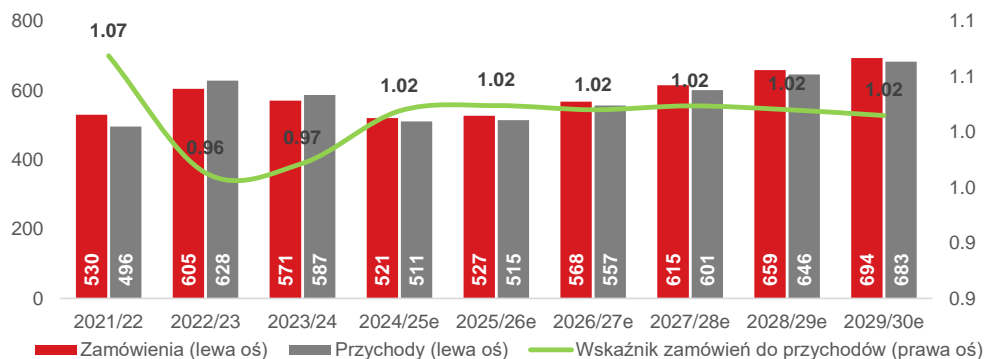
Spodziewamy się, że powyższe przyczyni się do spadku liczby zamówień w krótkim okresie i powrotu do poziomu znormalizowanego. W przypadku budynków magazynowych i przemysłowych w Polsce, wysoka liczba nowo wybudowanych obiektów będąca wynikiem



rekordowej liczby wydanych pozwoleń w 2021 i 2022 r. oraz wysoki wskaźnik pustostanów może stanowić ryzyko dłuższego spowolnienia.

W 2024/25 zakładamy spadek wartości zamówień do 521 mln PLN (-8,8% r/r), nie spodziewamy się istotnego polepszenia sytuacji w branży do końca roku. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w 2024/25e wyniosą 511 mln PLN (-13,0% r/r), zaś w kolejnym roku nastąpi niewielkie odbicie o 0,8% r/r do poziomu 515 mln PLN. Zakładamy, że kolejne lata będą już lepsze. Zakładamy 6-letni CAGR (2023/24e – 2029/30e) wartości zamówień i przychodów na poziomie odpowiednio 3,3% i 2,6%.

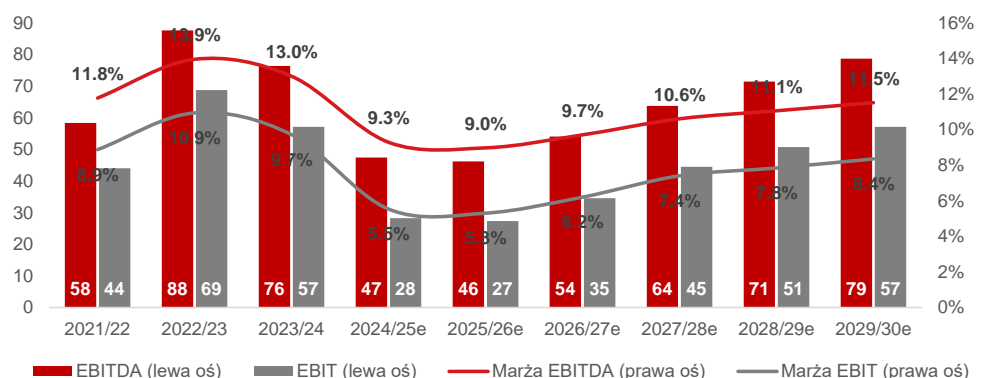
Prognoza zamówień i przychodów Mercor (mln PLN)



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 11,5%.

EBITDA i EBIT grupy Mercor (mln PLN)



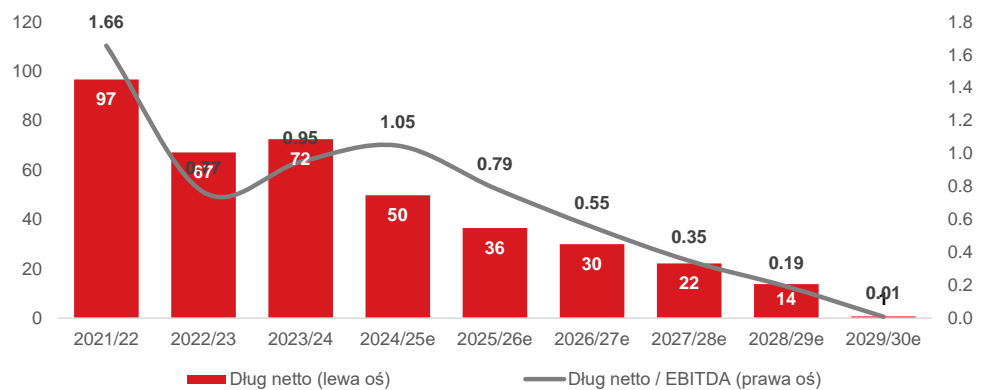
Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

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 miała charakter jednorazowy. W naszej prognozie zakładamy najbliższą dywidendę na poziomie 1,27 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 2023/24 wskaźnik długu netto do EBITDA wyniósł 0,95x. Biorąc pod uwagę nasze założenia, prognozujemy sukcesywny spadek zadłużenia netto pomimo przeznaczania 50% zysku na dywidendy. W naszej ocenie Spółka jest w dobrej sytuacji finansowej, jednakże najbliższe dwa lata powinny być dla spółki trudniejsze.

Zadłużenie netto (mln PLN)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.



Mercor – kluczowe założenia czynników wpływających na wyniki finansowe

mIn PLN	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Zamówienia	605	571	521	527	568	615
Wskaźnik zamówień do przychodów	0.96	0.97	1.02	1.02	1.02	1.02
Przychody	628	587	511	515	557	601
zmiana r/r	26.7%	-6.5%	-13.0%	0.8%	8.1%	8.0%
Koszt własny sprzedaży	-472	-434	-390	-393	-421	-449
Zysk brutto ze sprzedaży	156	153	121	122	136	152
Koszty sprzedaży	-52	-55	-51	-51	-54	-57
Koszty ogólnego zarządu	-37	-40	-42	-44	-47	-50
EBIT	69	57	28	27	35	45
Amortyzacja	-19	-19	-19	-19	-19	-19
EBITDA	88	76	47	46	54	64
Zysk przed opodatkowaniem	60	59	22	22	30	40
Zysk netto	42	49	17	17	22	30
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	64	49	61	40	38	45
Nakłady inwestycyjne	-11	-20	-14	-14	-20	-23
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa	53	29	47	26	19	23
Wolne przepływy (FCFF) na akcję (PLN)	3.41	1.85	3.04	1.66	1.21	1.46
Dług netto	67	72	50	36	30	22
Kapitał obrotowy	112	130	111	112	121	130
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	1.7%	3.4%	2.8%	2.8%	3.5%	3.9%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	17.8%	22.2%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%

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 25,10 PLN/akcja, co stanowi 3,3% 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	25,10	100%
12M wycena mnożnikowa	28,93	0%
12M cena docelowa	25,10	
Cena bieżąca	24,30	
Potencjał (%)	3,3%	

Źródło: Pekao Equity Research.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2024/25e	2025/26e	2026/27e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
ASSA ABLOY AB-B	ASSAB SS	21.1	19.0	17.2	13.6	12.8	11.9
LEGRAND SA	LR FP	19.9	18.7	17.4	13.5	12.8	12.0
DORMAKABA HOLDING AG	DOKA SW	25.3	16.8	14.1	7.1	5.9	5.4
ALLEGION PLC	ALLE US	16.2	15.1	13.6	13.0	12.4	11.6
INSTALLUX SA	ALLUX FP	24.9	18.0	9.2	5.6	4.9	3.2
BIFIRE SPA	FIRE IM	8.6	7.8	7.2	4.8	4.3	4.0
CARRIER GLOBAL CORP	CARR US	22.1	20.5	18.5	15.5	15.2	14.3
NAPCO SECURITY TECH	NSSC US	40.7	34.6	25.7	33.2	27.6	19.7
SYSTEMAIR AB	SYSR SS	19.9	17.3	16.0	11.5	9.5	8.8
Mediana		21.1	18.0	16.0	13.0	12.4	11.6
Mercor		22.7	22.9	17.1	9.0	9.0	7.6
<i>Potencjał</i>		7%	27%	7%	-31%	-27%	-35%
Implikowana cena (PLN/akcja)		22.63	19.07	22.66	36.48	34.33	38.44

Źródło: Pekao Equity Research.

Rating ESG

Mercor	E	S	G
Inżynieria i budownictwo			
Ocena	0.77	0.80	1.08
Waga sektora	30%	40%	30%
Ocena końcowa ESG	0.87		
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 5,7% 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 11,5% oraz marża EBIT na poziomie 7,7% 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	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	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	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	9.0%
Koszt długu	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Koszt długu po opodatkowaniu	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Waga kapitału własnego	84%	89%	93%	95%	96%	98%	100%
WACC	10.8%	11.1%	11.3%	11.4%	11.5%	11.6%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	Rok końcowy
Przychody	510.9	514.9	556.5	601.2	646.1	683.3	700.4
EBIT	28.3	27.3	34.5	44.5	50.7	57.1	53.9
Podatek na EBIT	-5.4	-5.2	-6.6	-8.5	-9.6	-10.8	-10.2
NOPAT	22.9	22.1	28.0	36.1	41.1	46.3	43.7
Amortyzacja	19.2	18.9	19.5	19.2	20.7	21.5	22.1
CAPEX	-14.1	-14.3	-19.5	-23.2	-24.6	-25.8	-26.0
Zmiana w kapitale obrotowym netto	19.4	-0.9	-9.1	-9.4	-10.2	-8.1	-3.7
FCFF	47.4	25.9	18.9	22.7	27.0	33.9	36.0
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>							2.5%
Wartość rezydualna							553.9
Współczynnik dyskontujący	0.93	0.84	0.75	0.68	0.61	0.54	0.54
Zdyskontowane przepływy pieniężne	44.1	21.7	14.2	15.4	16.4	18.4	300.7
EV	430.8						
Udziały mniejszości	12.4						
Dług netto	72.5						
Aktywa nieoperacyjne	4.0						
Pozostałe korekty	0.0						
Wartość kapitału własnego	349.8						
Liczba akcji (mln)	15.6						
12M cena docelowa (PLN)	25.10						
Cena akcji w dniu 9 lipca 2024 r. (PLN)	24.30						
<i>Potencjał</i>	3.3%						

Wzrost przychodów	-13%	1%	8%	8%	7%	6%	2.5%
Marża EBIT	5.5%	5.3%	6.2%	7.4%	7.8%	8.4%	7.7%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	2.8%	2.8%	3.5%	3.9%	3.8%	3.8%	
Capex/Amortyzacja	73.6%	75.5%	100.3%	120.6%	118.6%	119.7%	

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%
8.8%	32.76	34.33	36.23	38.54	41.43	45.15	50.11
9.8%	27.16	28.13	29.26	30.59	32.19	34.15	36.59
10.8%	22.99	23.60	24.29	25.10	26.04	27.15	28.48
11.8%	19.75	20.14	20.58	21.08	21.65	22.31	23.07
12.8%	17.17	17.42	17.70	18.01	18.36	18.76	19.21

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%
13.5%	19.36	21.99	24.65	27.32	30.00	32.70	35.41
12.5%	18.53	21.07	23.63	26.20	28.80	31.40	34.03
11.5%	17.71	20.15	22.62	25.10	27.60	30.11	32.63
10.5%	16.90	19.25	21.61	23.99	26.39	28.80	31.22
9.5%	16.09	18.34	20.49	22.88	25.18	27.44	29.81

Źródło: Pekao Equity Research.



Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Przychody	628	587	511	515	557	601
Zysk brutto ze sprzedaży	156	153	121	122	136	152
Koszty ogólnego zarządu	-89	-95	-92	-95	-101	-107
EBITDA	88	76	47	46	54	64
EBIT	69	57	28	27	35	45
Przychody/koszty finansowe	-6	3	-6	-5	-5	-5
Zysk przed opodatkowaniem	60	59	22	22	30	40
Podatek dochodowy	-13	-7	-4	-4	-6	-8
Zysk netto	42	49	17	17	22	30
EPS (PLN)	2.68	3.17	1.07	1.06	1.42	1.91

Bilans (mln EUR)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Aktywa obrotowe	252	233	230	245	266	289
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29	16	38	52	58	66
Pozostałe aktywa obrotowe	223	217	191	193	208	224
Aktywa trwałe	195	199	192	188	189	194
Rzeczowe aktywa trwałe	79	84	79	74	71	71
Pozostałe aktywa trwałe	116	115	113	114	118	124
Aktywa	448	432	422	433	455	484
Kapitał własny	214	227	224	232	246	265
Udziały niekontrolujące	12	12	14	15	17	19
Zobowiązania długoterminowe	86	75	92	92	92	92
Zadłużenie finansowe długoterminowe	82	71	88	88	88	88
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	4	4	4	4	4	4
Zobowiązania krótkoterminowe	136	118	93	94	101	108
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	14	17	0	0	0	0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	121	101	93	94	101	108
Pasywa	448	432	422	433	455	484
Dług netto	67	72	50	36	30	22

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Zysk netto	42	49	17	17	22	30
Amortyzacja	19	19	19	19	19	19
Pozostałe	3	-20	25	4	-4	-4
Przepływy z działalności operacyjnej	64	49	61	40	38	45
CAPEX	-11	-20	-14	-14	-20	-23
Pozostałe	-1	1	1	1	2	2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12	-19	-13	-13	-18	-21
Dywidendy wypłacone	-10	-24	-20	-8	-8	-11
Pozostałe	-33	-20	-5	-5	-5	-5
Przepływy z działalności finansowej	-43	-44	-25	-14	-13	-16
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	9	-14	23	13	7	8
Środki pieniężna na koniec okresu	29	16	38	52	58	66

DPS (PLN)	0.66	1.54	1.27	0.54	0.53	0.71
-----------	------	------	------	------	------	------

Wskaźniki wzrostu r/r	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Przychody	27%	-7%	-13%	1%	8%	8%
EBITDA	50%	-13%	-38%	-3%	17%	18%
EBIT	56%	-17%	-50%	-3%	26%	29%
Zysk netto	40%	18%	-66%	-1%	34%	34%
EPS	n/a	18%	-66%	-1%	34%	34%

Marże	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
EBITDA	13.9%	13.0%	9.3%	9.0%	9.7%	10.6%
Marża EBIT	10.9%	9.7%	5.5%	5.3%	6.2%	7.4%
Marża netto	6.6%	8.4%	3.3%	3.2%	4.0%	4.9%
ROE	20.9%	22.4%	7.4%	7.2%	9.3%	11.6%

Wskaźniki bilansu	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
BVPS (PLN)	13.73	14.57	14.38	14.90	15.79	16.99
Dług netto/EBITDA	0.8	0.9	1.0	0.8	0.6	0.3
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	45.1%	38.8%	39.4%	38.0%	35.8%	33.3%

Źródło: Pekao Equity Research.



Podsumowanie kluczowych danych finansowych

mIn PLN	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e
EPS, GAAP	2.68	3.17	1.07	1.06	1.42	1.91	2.22	2.54
Revenue	628	587	511	515	557	601	646	683
Gross Margin %	24.9%	26.1%	23.6%	23.7%	24.4%	25.2%	25.6%	26.1%
EBIT	69	57	28	27	35	45	51	57
EBITDA	88	76	47	46	54	64	71	79
Net Income, GAAP	42	49	17	17	22	30	35	40
Net Debt	67	72	50	36	30	22	14	1
BPS	13.73	14.57	14.38	14.90	15.79	16.99	18.25	19.68
DPS	0.63	1.51	1.27	0.54	0.53	0.71	0.95	1.11
Return on Equity %	20.9%	22.4%	7.4%	7.2%	9.3%	11.6%	12.6%	13.4%
Return on Assets %	9.5%	11.2%	3.9%	3.9%	5.0%	6.3%	6.9%	7.5%
Depreciation	13	14	13	13	14	13	15	15
Amortization	6	5	6	6	6	6	6	6
Free Cash Flow	53	29	47	26	19	23	27	34
CAPEX	11	20	14	14	20	23	25	26

Źródło: Pekao Equity Research.



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 10 LIPCA 2024 R. O GODZINIE 07:00 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 10 LIPCA 2024 R. O GODZINIE 07:30 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 osiągnęte 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 trzyzłomowego 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 następných dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następných dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następných 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