Kwartalnik 2Q'23

Poland | Equity Research

Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

Aktualizacja rekomendacji i prognoz 2Q'23

Zwracamy szczególną uwagę na…

POZYTYWNE

WIG20 + mWIG40	Pozostałe
Allegro	Ambra
Auto Partner	Amica
Benefit Systems	Archicom
BNP Paribas	Artifex Mundi
Develia	Comp
Enea	Echo Investment
GPW	InPost
Grupa Pracuj	MLP Group
Huuuge	Rainbow Tours
Inter Cars	Ryvu Therapeutics
Kruk	Synektik
LPP	Votum
PZU	Wittchen
Santander	
Tauron	

NEGATYWNE

WIG20 + mWIG40	Pozostałe
Bogdanka	AB
CD Projekt	Arctic Paper
Ciech	CDRL
Cyfrowy Polsat	Cognor
Grupa Azoty	GTC
JSW	MFO
KGHM	Stalprodukt
Millennium	
PKP Cargo	
Ten Square Games	

Zmiany rekomendacji…

Spółka	Nowa Rekomendacja	TP	Poprzednia Rekomendacja	TP
BoomBit	Trzymaj	13,1	Kupuj	17,4
Budimex	Trzymaj	440	Kupuj	395
CD Projekt	Sprzedaj	128	Trzymaj	119
Ciech	Sprzedaj	44,7	Trzymaj	56,3
Enea	Zawieszona		Trzymaj	7,4
Grenevia	Kupuj	4,5	Trzymaj	4,2
JSW	Trzymaj	43,4	Kupuj	70,9
Neuca	Kupuj	920	Trzymaj	700
Orange Polska	Kupuj	8,4	Trzymaj	8,0
PGE	Zawieszona		Kupuj	8,6
PKN Orlen	Trzymaj	73,8	Kupuj	78,2
PZU	Kupuj	44,5	Trzymaj	40,0
Tauron	Zawieszona		Trzymaj	2,3
Unimot	Trzymaj	108,3	Kupuj	137,5
Wirtualna Polska	Trzymaj	140	Kupuj	128

Zmiany. Zmieniliśmy rekomendacje z KUPUJ na TRZYMAJ dla 6 Spółek (BoomBit, Budimex, JSW, PKN Orlen, Unimot, Wirtualna Polska), z TRZYMAJ na KUPUJ dla 4 Spółek (Grenevia, Neuca, Orange, PZU), z TRZYMAJ na SPRZEDAJ dla 2 Spółek (CD Projekt, Ciech). Zawiesiliśmy rekomendację na ENEA, PGE, Tauron.

FINANSE

+ SANTANDER: Po bardzo dobrym zachowaniu kursu na tle sektora w 1H'23, przez ostatnie 1,5 miesiąca bank odstaje na minus. Nie widzimy do tego podstaw, dlatego po kilkumiesięcznej przerwie bank ponownie staje się naszym Top Pickiem w sektorze, gdyż wycena oferuje drugi po BNP najwyższy potencjał wzrostu. Nadal nieznana skala rozpoczętego pod koniec ubiegłego roku hedgingu stóp pozostaje dla nas upsidem. Kontrakty na stopy zaczęły spadać, więc timing wydaje się, że był idealny. Podoba nam się również determinacja banku do wypłaty jak najwyższej dywidendy. Podtrzymujemy zdanie, że KNF powinien pozwolić na wypłatę jeszcze w tym roku. **(Maciej Marcinowski , str. 42)**

+ BNP PARIBAS: Kurs banku od roku zachowuje się wyraźnie słabiej niż sektor. Miało to swoje uzasadnienie w niskiej wrażliwości na wzrost stóp, ale obecna różnica w wycenie do pozostałych banków zaczyna przyciągać naszą uwagę. Poprawa zakładanej trajektorii zarówno wyniku odsetkowego, jak i prowizyjnego sprawiła, że potencjał wzrostu jest niemal dwukrotnie wyższy od innych banków, a zbliżamy się do cyklu obniżek stóp, na czym bank relatywnie będzie zyskiwał. Jedynym hamulcem może być oczekiwanie na potencjalną podaż od głównego akcjonariusza, która teoretycznie ma się wydarzyć do końca roku. **(Maciej Marcinowski , str. 28)**

+ PZU: Przez ostatnie 7 miesięcy niedoważaliśmy spółkę w strategii miesięcznej, zwłaszcza vs. banki i wydaje nam się, że można powoli odwracać to pozycjonowanie. Wyniki kwartalne zapowiadają się rekordowe wyniki w historii spółki. Dodatkowo, po silnym 1Q'23 zakładamy, że na poziomie wyniku jednostkowego spółka zarobi w tym roku ponad 3mld PLN, co (przy niezmienionych kryteriach KNF) pozwoli na wypłatę ok. 2,8 PLN dywidendy na akcję w 2024. DY na przyszły rok powyżej 7% zaczyna wyglądać atrakcyjnie, zwłaszcza po ostatnich spadkach rentowności obligacji i tym, że jesteśmy jeszcze przed odcięciem dywidendy w tym roku. **(Maciej Marcinowski , str. 44)**

+ GPW: Widzimy szansę na wyraźne przyspieszenie wyników w drugiej połowie roku. Z uwagi na zawirowania na rynkach energii baza wolumenów z zeszłego roku jest na bardzo niskim poziomie, a od następnego kwartału wchodzi pełen efekt podwyżek opłat w TGE. Nasze prognozy nadal są wyraźnie poniżej ambicji zarządu z nowej strategii na lata 2023-27. Przyjęcie założeń spółki implikowałoby wycenę w okolicach 60-65 PLN na akcję. Przez ostatnie 5 miesięcy z rzędu niedoważaliśmy spółkę w ramach portfela mWIG40 i wydaje nam się, że można powoli odwracać to pozycjonowanie. Zakładamy, że przedział wypłaty dywidendy z nowej strategii na 60-80% pozwoli na utrzymanie wzrostowego DPS z roku na rok. DY na przyszły rok wynosi już niemal 8%. **(Maciej Marcinowski , str. 50)**

+ KRUK: Na rynkowym stole w Europie nigdy nie było tak dużo miejsca dla Spółki, a ona nie była tak pożądanym wśród sprzedający portfele podmiotów jak obecnie. Wszystko w otoczeniu wyzwań w refinansowaniu zadłużenia wysoko zalewarowanych konkurentów, którzy cofnęli z tego stołu ręce. Zakładamy, że sytuacja ta wspiera transakcyjne IRRy. Równolegle solidny rynek pracy oraz waloryzacja świadczeń wspierają wycenę back-booka. Względem poprzedniej rekomendacji zwiększamy tegoroczny poziom inwestycji z 2,5 do 2,8mld PLN oraz przeskalowujemy założenia inwestycji również w kolejnych latach (2,9mld PLN średniorocznie w latach 2024-2028. **(Grzegorz Kujawski, str. 52)**

+ VOTUM: Spółka odczuła mocne przyspieszenie w pozyskiwaniu nowych klientów w drugiej połowie czerwca, po wyroku TSUE. Wydawało nam się, że podobnie jak w lutym-marcu po opinii Rzecznika TSUE górka potrwa dwa miesiące. Prezes w mediach społecznościowych postawił jednak ambitny cel, że akwizycja klientów w całym 2023 roku może wzrosnąć nawet dwukrotnie r/r. Oznaczałoby to 13,8tys. nowych klientów w 2H'23, czyli ok. 2,3tys. średniomiesięcznie. W naszych założeniach nie jesteśmy aż tak optymistyczni jak zarząd, ale nasze podejście do spółki przy obecnym kursie ponownie staje się pozytywne. Duży wzrost zainteresowania nowych klientów istotnie zwiększa potencjał wynikowy w dłuższym terminie, a newsflow o potencjalnej ustawie frankowej ucichł. **(Maciej Marcinowski , str. 54)**

- MILLENIUM: Jedyna rekomendacja „Sprzedaj" w sektorze. Nie wszystkie ryzyka dla Millennium można już puścić w niepamięć. W optymistycznym scenariuszu jesteśmy sobie w stanie wyobrazić kurs banku na 10 PLN za 2 lata, ale co jeśli stopy nie spadną docelowo do 3-4%, tylko 1-2% zanim bank zawiąże wszystkie rezerwy CHF, a w międzyczasie będziemy mieli przedłużenie wakacji kredytowych? Wyceny pozostałych banków trzeba będzie obniżyć o 15-20%, a Millennium może nie zdążyć odbudować kapitałów, co grozi problemami z wyjściem z Programu Naprawy. Risk-reward jest dla nas korzystny poniżej kursu 5,5 PLN. **(Maciej Marcinowski , str. 36)**

ENERGETYKA I WYDOBYCIE

+ PGE/TPE/ENA: Pozytywnie odczytujemy poziomy wyceny wydzielanych aktywów dla ENA i TPE. News jest pozytywny dla całego sektora. Po spin-offie, w strukturze wyników najwięcej ważyć będzie dystrybucja (ENA [>80%], TPE [>70%] i PGE [<40%]), przy średnim EV/EBITDA 2024P spółek rzędu 4-5x (w zależności od ambicji dot. capexu), przy medianie wskaźnika dla energetyki regulowanej 9-10x. Nawet przy dalszych wzrostach kursów rzędu „kilkadziesiąt" %, dyskonto wobec peersów byłoby istotne, choć uzasadnione. O skali dyskonta względem peersów zadecyduje w kolejnych kwartałach polityka właścicielska. **(Michał Kozak , str. 68/70/62)**

- JSW: wyniki pozostają pod presją słabych danych produkcyjno-sprzedażowych oraz dodatkowej wypłaty nagrody dla pracowników. Zrealizowane ceny w Q2'23 zaskoczyły pozytywnie, ale presja na cenach HCC obserwowana od maja br. oraz umocnienie PLN wobec USD, powodują, że trajektoria wyników na Q3'23 pozostaje negatywna, co w połączeniu z planowanymi rekordowymi nakładami inwestycyjnymi rzędu 3,5-4mld PLN przez najbliższe lata, przełoży się na ujemny FCF i stopniowe uszczuplanie funduszu stabilizacyjnego. **(Łukasz Rudnik , str. 72)**

- KGHM: spadek cen miedzi oraz umocnienie PLN, wobec USD przekładają się na wyraźną erozję wyników kw./kw. Na wszystko nakłada się rekordowy capex (5mld PLN w '23), który również w kolejnych latach może być na wyższych poziomach niż w poprzednich latach (>4mld PLN), co oznacza ujemny FCF, którego wielkość będzie w dużym stopniu uzależniona od inwestycji w obszarze energetyki (offshore/onshore), GGP, SG oraz inwestycji środowiskowych (zakład odsalania). Wyższe wydatki inwestycyjne już w tym roku przełożyły się na ograniczenie dywidendy, a w przyszłym roku prawdopodobnie wpłyną na brak jej wypłaty. **(Łukasz Rudnik , str. 74)**

PALIWA I CHEMIA

- GRUPA AZOTY: Oczekujemy 0,56 mld PLN straty EBITDA w tym roku. Strata może być jeszcze większa, w przypadki braku istotnej poprawy makro w 2H i przy możliwym zwrocie przyznanej pomocy dla sektora energochłonnego. Głównym triggerem dla Spółki jest potencjalne wezwanie przez PKN na Grupę Azoty. Mogłoby to skutkować wg. nas premią wezwaniową. W przypadku zakupu Puław przez Orlen, w dłuższym okresie transakcja byłaby wg. nas negatywna dla Grupy Azoty, pozbawiając Grupę kluczowego aktywa. **(Michał Kozak , str. 80)**

- CIECH: Przy względnie niskich oczekiwaniach na 2Q, słabym popycie w sodzie i agro, oraz przy zahedgowanych surowcach na względnie wysokich cenach, obniżyliśmy naszą prognozę EBITDA na ten rok o blisko 20% do 780 mln PLN. Sygnalizowane przez nas ryzyka na ten rok (niekorzystny hedge na gazie, relacja cenowa na węglu w Polsce vs. ARA i spadek popytu na sodzie, skutkujący niższymi wolumenami) – zmaterializowały się w 1H23r. Wysoki udział KI Chemistry w akcjonariacie postrzegamy jako element ryzyka. **(Michał Kozak , str. 78)**

TMT

+ GRUPA PRACUJ: Mimo słabości rynku ogłoszeń spadającego dwucyfrowo z zeszłorocznej wyjątkowo wysokiej bazy, oczekujemy, że Grupa Pracuj poprawi wynik EBITDA w 2Q na poziomie grupy. Sądzimy, że w Polsce widoczny będzie spadek kosztów marketingu oraz dyscyplina na pozostałych pozycjach, m.in. kosztów osobowych, w Ukrainie utrzyma się pozytywny wynik raportowany już w 1Q, a w Niemczech kontynuowana będzie poprawa wraz ze wzrostem skali. W konsekwencji, spółka może zaraportować minimalnie lepszy wynik r/r bez uwzględnienia akwizycji oraz wyraźną poprawę po uwzględnieniu Softgarden (szacujemy o 8% wyższą EBITDA skor. do rekordowego poziomu 88mln PLN). Zakładając odbudowę rynku w kolejnych kwartałach i nadal rosnącą średnią cenę ogłoszeń sądzimy, że warto już rozgrywać spodziewaną w 2024 poprawę dynamiki zysku do dwucyfrowej. **(Dominik Niszcz , str. 132)**

+ COMP: Drugi kwartał z rzędu wskazujemy na mocne oczekiwane wyniki w Grupie Comp. Po silnym początku roku liczymy na niemal równie mocny drugi kwartał. Nadal doceniamy wysoką tegoroczną dystrybucję do akcjonariuszy przekraczającą 10% i perspektywę wypłaty 5 PLN na akcję dywidendy w kolejnych latach, blisko 20% oczekiwanego cash flow yield w tym roku wspartego obniżeniem kapitału pracującego oraz dwucyfrowego wzrostu EBITDA m.in. dzięki kontraktom w perspektywicznym obszarze cyberbezpieczeństwa. W naszych prognozach nie uwzględniamy ewentualnej ekspansji zagranicznej projektu M/platform, co byłoby dodatkowym upsidem do naszych przyszłorocznych prognoz. **(Dominik Niszcz , str. 128)**

- CYFROWY POLSAT: Oczekujemy pogłębienia tempa spadku EBITDA do -8% r/r względem -5% r/r w 1Q23. Mimo dwuprocentowego wzrostu ARPU w B2C prognozujemy tylko płaskie r/r przychody detaliczne (kluczowa linia przychodów grupy), co istotnie wpływa na spadek wyników w środowisku rosnących kosztów operacyjnych. Obniżamy nasze prognozy EBITDA i EBIT na rok 2023 o 3% i 6% i podtrzymujemy naszą wycenę 18 PLN oraz rekomendację TRZYMAJ. **(Dominik Niszcz , str. 90)**

GAMING

+ ARTIFEX MUNDI: Unsolved kontynuuje dobrą passę wyników. Aplikacja mobilna scalająca gry HOPA wzrosła od listopada '22 już ponad trzykrotnie, a wydaje się, że to nie koniec poprawy. Wyniki za II kw. powinny być rekordowe w historii spółki. Sądzimy, że analizując benchmarki gier z gatunku Hidden Object dla Unsolved takie jak June's Journey czy Seekers Notes, które generują odpowiednio 17x i 3x tyle przychodów wydaje się, że gra ma nadal dużą przestrzeń do wzrostu, co naszym zdaniem nie jest zdyskontowane. Na razie pozostajemy sceptyczni co do sukcesu tytułu ze względu na trudne otoczenie rynkowe i brak sukcesów w grach RPG (Bladebound). Guidance spółki jest optymistyczny, a po II kw. wydaje się, że może to być rekordowy rok wyników (P/E 9x) **(Kacper Koproń , str. 98)**

+ HUUUGE: Podtrzymujemy, że spółka powinna osiągnąć rekordowe wyniki w 2023 r., a wyniki II kw. powinny być odebranie lekko pozytywnie (czwarty kwartał z rzędu >30% marży EBITDA) Optymalizacje po stronie UA oraz inicjatywy kosztowe pozytywnie działają na marże. Spółka podtrzymuje outlook wynikowy na 2023 r. i spodziewa się rekordowego zysku EBITDA w tym roku. Uważamy, że spółka to relatywnie stabilny typ inwestycyjny wśród spółek z gamingu mobilnego ze względu na długi cykl życia gier Social Casino i niższą erozję przychodów niż średnio w sektorze. Dodatkowo, wyniki operacyjne mają wysoką, dodatnią dynamikę r./r. a wycena jest nadal niewymagająca. Sadzimy, że w przyszłości spółka może kontynuować politykę skupów akcji własnych dzięki mocnej generacji FCF. **(Kacper Koproń , str. 110)**

- CD PROJEKT: Ostatnie wzrosty kursu odbieramy jako klasyczny short squeeze, a nie faktyczną poprawę fundamentów. Sprzedaż Cyberpunka odbiła po rozpoczęciu kampanii marketingowej dodatku Phantom Liberty, którego premiera planowana jest na 26 września (cena 29,99 USD), ale wyniki 2Q będą słabe (niska cena jednostkowa). Na bazie sprzedaży ok. 25 mln kopii Cyberpunka 2077 na 3Q23 (ponad 2x tyle co W3 przy premierze DLC) prognozujemy sprzedaż ok. 3,3 mln kopii dodatku w pierwszym kwartale. Ryzykiem dla komercjalizacji dodatku poza jakością jest relatywnie konkurencyjne okno wydawnicze we wrześniu na czele z flagowcem Starfield od Bethesdy (6 września). Podwyższamy co prawda w modelu cenę jednostkową Phantom Liberty (o 5 USD), ale osłabienie się USD do PLN niweczy ten efekt po stronie wyników (wraz ze słabym 2Q). Zlecamy niedoważenie CDR pod słabe wyniki 2Q. **(Kacper Koproń , str. 102)**

- TEN SQUARE GAMES: Kolejne miesiące przynoszą pogłębiającą się erozję przychodów w głównych grach: FC i HC. Dodatkowo, po mocnym starcie na przełomie 2022/23, Wings of Heroes okazuje się generować coraz niższe przychody w 2023 r. co ponownie stwarza ryzyko odpisów i kontynuuje story o braku sukcesów poza FC. Presja na wyniki to także efekt słabego rynku gier mobilnych i otoczenia UA. Ostatnia aktualizacji strategii była ogólnikowa i nie zmieniła view lub outlooku na wyniki bądź nowe projekty (nic nowego w hard-launchu do końca roku). Wydaje się, że dopóki trajektoria przychodów głównych gier się nie odwróci, nie ma co liczyć na długotrwałe odbicie kursu. **(Kacper Koproń , str. 118)**

BIOTECH

+ Kluczowy newsflow Biotech w nadchodzących miesiącach: pozycjonując spółki pod kątem kluczowych informacji w 8
3Q23 wyróżniliśmy: **1) SNT**: rozszerzenie obszaru refundacji zabiegów chirurgicznych wyknanych w asyście robotów da Vinci, co będzie istotnym triggerem recurring revenue (szacujemy, że wprowadzenie refundacji zwiększy docelowy rynek dla zabiegów da Vinci o ok. 3,5-4 tys. procedur / rok ; +50% vs liczba procedur zrealizowana z wykorzystaniem systemów da Vinci w 2022r.);

2) RVU: w najbliższych tygodniach oczekujemy kolejnych informacji dot. wprowadzenia projektu do II fazy badań klinicznych; **3) PTG**: rozpoczęcia badań klinicznych fazy I/II w obszarze cukrzycy przedobjawowej (PreTREG).

+ SYNEKTIK: W perspektywie nadchodzących kwartałów oczekujemy silnych wyników sprzedażowych SNT. Kalendarzowy 2Q23 był kolejnym silnym kwartałem sprzedażowym SNT- szacujemy sprzedaż w kalendarzowym 2Q23 na ok. 9,0mln PLN w segmencie radiofarmacji oraz ok. 92mln PLN w segmencie dystrybucji sprzętu medycznego. W kolejnych kwartałach 2023 szacujemy dalszy dynamiczny wzrost przychodów. W porównaniu do ostatniej aktualizacji prognoz zwiększyliśmy nasze założenia dot. wyników 2023: oczekujemy ok. 338mln PLN przychodów z wynikami operacyjnymi EBIT i EBITDA skorygowanymi o koszty prac R&D na poziomie odpowiednio 53mln PLN i 99mln PLN (P/E'23 skor. 12,0; EV/EBITA'23 skor. 8,3). Zwracamy również uwagę na korzystny mix sprzedażowy z większym udziałem przychodów ze sprzedaży narzędzi jednorazowych oraz usług serwisowych (tzw. recurring revenue). W projekcie kardioznacznika, w perspektywie najbliższych miesięcy oczekujemy dalszych konsultacji z FDA dot. możliwości rozpoczęcia III fazy badań na terenie USA (start badania zakładamy na 2H23). **(Katarzyna Kosiorek , str. 164)**

+ RYVU THERAPEUTICS: podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie wobec spółki, oczekując kolejnych ważnych kamieni milowych w projektach RVU, m.in.: **1)** rozpoczęcie II fazy badań w RVU120 w AML/hr-MDS i guzach litych (2Q23 i 2H23); **2)** SEL24 (MEN1703) – aktualizacja danych klinicznych fazy I/II badania klinicznego u pacjentów z AML z mutacjami genów IDH1/2; dodatkowe możliwości rozwoju projektu przez Menarini (2023); **3)** Syntetyczna letalność– publikacja dalszych danych in vivo dla programu MTA-kooperacyjnych inhibitorów PRMT5 i wybór kandydata przedklinicznego (2H23) oraz podtrzymujemy założenie o możliwej kolejnej umowie partneringowej (o konstrukcji podobnej do deali z EXEL i BNTX). **(Katarzyna Kosiorek , str. 158).**

KONSUMENT

Zjawiska w spółkach konsumenckich: **FMCG: (1)** utrzymujący się spadek wolumenów r/r na całym rynku (-5% r/r, wysoka baza 2022 zaburzona wybuchem wojny w Ukrainie, down-trading); **(2)** nadal mocne LFL, chociaż nie aż tak jak 1Q (DNP 22%, Biedronka 21%), najbardziej dotykający „mały format"; **(3)** dalsza erozja MBNS, ale jednocześnie mniejszy efekt rozwadniania OPEX; **(4)** oczekując mniej zaskoczeń oczekując mniej zaskoczeń w kolejnych kwartałach w branży, preferujemy spółki, których konsumpcja była dotychczas pod większą presją inflacji oraz usługi.

E-commerce: **(1)** słabsza sprzedaż elektroniki i tekstyliów szczególnie odczuwalna w tym kanale, dotykała również platform marketplace, co częściowo tłumaczyła słabszą dynamikę GMV w 2Q w ALE; **(2)** podtrzymujemy, że dynamika GMV w ALE w kolejnych kwartałach naszym zdaniem przyśpieszy, jednocześnie w tym roku oczekujemy dołka rentowności EBITDA. **Sieci odzieżowe & variaty discounters: (1)** konsumenci ograniczyli impulsowe zakupy, a segment VFM (PEPCO, Sinsay, CCC) dodatkowo ucierpiał na gorszej kondycji mniej zamożnych gospodarstw domowych; **(2)** w 2Q szczyt presji na MBNS, w 2H oraz w przyszłym roku widoczna poprawa MBNS r/r (tańszy sourcing, niższy poziom zapasów). **Dystrybutorzy automotive: (1)** utrzymuje się solidna dynamika sprzedaży; **(2)** normalizacja MBNS nie powinna ciążyć w takim stopniu wynikom w 2H oraz w przyszłym roku jak w ostatnich kwartałach; **(3)** niskie mnożniki mając na uwadze profil wzrostu. **Usługi**: **(1)** mocny popyt na usługi wspiera wyniki BFT i RBW, któremu dodatkowo pomaga umocnienie złotego i niższe ceny paliwa lotniczego; **(2)** lekko obniżająca się presja kosztowa i otoczenie, które powinno wspierać przenoszenie wzrostu kosztów na klientów w EAT. **Dodatnie różnice kursowe związane z MSSF 16.** Spółki korzystające z leasingu na bazie umów denominowanych w walutach obcych zanotują dodatnie różnice kursowe, które będą wspierać bottom line.

Podsumowując… pomimo wciąż negatywnych dla konsumentów odczytów bieżącej inflacji w lipcu obserwujemy dalszą poprawę nastrojów konsumenckich. Gospodarstwa domowe oczekują korzystnych zmian sytuacji w nadchodzących 12 miesiącach. Ponadto zwraca uwagę dalsza poprawa oceny sytuacji na rynku pracy, nienotowana od wybuchu pandemii Covid-19. Dezinflacja powinna na przełomie obecnego i przyszłego kwartału pozwolić na powrót do realnego wzrostu wynagrodzeń. Dodatkowo waloryzacja płacy minimalnej, rent i emerytur oraz świadczeń socjalnych będzie wspierać konsumpcję prywatną w przyszłym roku. Największym ryzykiem dla takiego scenariusza wydają się słabsze PMI (przemysł, budownictwo), które w przypadku pogorszenia zamówień w przemyśle i w budownictwie może odbić się na rynku pracy.

+ BENEFIT SYSTEMS: W tym roku zaskoczyły nas pozytywnie dwa zjawiska: (1) zdecydowanie wyższe skala podwyżek w 2Q w stosunku do wzrostu kosztów u dostawców, co wspierało ARPU, ale również rozszerzyło rentowność w segmencie B2B; (2) wzrost liczby karnetów pomimo znaczących podwyżek B2C, co w 1H pozwoli na wypracowanie w segmencie fitness w PL ~25mln PLN EBIT względem historycznych strat. Widzimy obecnie coraz więcej sygnałów utrzymania mocnej rentowności w przyszłym roku, w tym korzystnych dla branży zmian w ZFŚŚ. Spółka ponadto ma w umowach klauzule waloryzacyjne i w przypadku solidnego rynku pracy w przyszłym roku zapewne nie wahałaby się ich użyć. **(Grzegorz Kujawski, str. 202)**

+ DYSTRYBUTORZY AUTOMITIVE. Słońce świeciło dla spółek z segmentu AM podczas inflacyjnej zimy w konsumpcji, a będzie świecić jeszcze bardziej w nadchodzących kwartałach. Zarówno w CAR jak i w APR oczekujemy solidnej dynamiki EBITDA w 2Q (odpowiednio + 15% i +18% r/r). Jednocześnie odkładanie części napraw i dalej starzejący się park samochodowy w Europie stanowią dobre otoczenie rynkowe w kolejnych kwartałach. W przyszłym roku wraz z realnym wzrostem wynagrodzeń powinien ożywić się import używanych pojazdów, który generuje dodatkowy popyt na części motoryzacyjne. Import kolejnych roczników, bardziej zaawansowanych technologicznie, również wspiera wartość rynku AM. Przy tym normalizacja w tym roku MBNS powinna sprzyjać przyszłorocznej budowie wyników. Mając na uwadze powyższe, mnożniki, po których notowane są obie spółki są atrakcyjne mając na uwadze średnioterminowy profil ich wzrostu. **(Grzegorz Kujawski, str. 188, 190, 192)**

+ LPP: W 1Q zaskoczyła skala ograniczenia SG&A, również w obszarze kosztów sklepów, pomimo powszechnie utrzymującej się presji inflacyjnej. Wyższa efektywność operacyjna oraz obniżenie budżetów marketingowych przykryły negatywne LFL w Sinsay oraz spadek MBNS, związany z drogo nabywaną kolekcją oraz dążeniem do normalizacji rotacji magazynu. W 2Q będzie naszym zdaniem podobnie, natomiast w 2H'23/24 oraz w przyszłym roku oczekujemy poprawy LFL, a przede wszystkim odbudowy MBNS z racji znacznie niższych obecnie kosztów sourcingu. EV/EBITDA'24 7x oraz P/E'14 13,5x to wciąż bardzo atrakcyjne mnożniki nie tylko na tle peersów, ale również w kontekście profilu wzrostu Spółki. **(Grzegorz Kujawski, str. 182)**

+ RAINBOW: Wzrost wolumenów, w tym udziału wycieczek objazdowych, w których Spółka wychodzi na pozycję lidera (~30% top line) oraz wspierający marżę FX przeskalowują wyniki tourpoperatora. Wynik netto w 2Q szacujemy na 33,5mln PLN vs. -5mln PLN przed rokiem. Jednocześnie tegoroczny zysk netto patrząc na ewolucję popytu, cen i kursów walut powinien sięgnąć 125mln PLN. Zapowiedź płatności kwartalnych zaliczek na poczet dywidendy oznacza, że jeszcze w tym roku do akcjonariuszy może trafić 4,5 PLN dywidendy na akcję (DY 10%, 50% zysku jednostkowego za 1-3Q). Jednocześnie w 2024 zakładamy wzrost wolumenów na całym rynku, czego RBW będzie również beneficjentem, a normalizacja rentowności będzie w dalszym ciągu implikować atrakcyjną wycenę Spółki. **(Grzegorz Kujawski, str. 208)**

+ WITTCHEN: Pomimo lekko niższych od oczekiwanych wstępnych danych sprzedażowych za 2Q'23 podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Uważamy, że Wittchen będzie zyskiwał na poprawie otoczenia makroekonomicznego w Polsce i zagranicą, które powinno wspierać wolumen sprzedaży i pozwolić na pozyskanie nowych klientów (większy popyt na dobra dyskrecjonalne, głównie walizki). Ponadto, rosnąca skala działalności dzięki ekspansji zagranicznej i zwiększonym wolumenom sprzedaży będzie naszym zdaniem poprawiała pozycję negocjacyjną spółki wobec dostawców i platform martetplace. Nasze prognozy w 2023 roku zakładają wzrost EPS +26% r/r (CAGR'22-25 15%), P/E'24 7,6x, EV/EBITDA'24 5,2x, FCF Yield'24 3,1%. **(Piotr Chodyra, str. 184)**

- AB: Po 2 latach przeskalowania rynku IT w Polsce widać spowolnienie, a globalne outlooki producentów (Apple, Samsung) wskazują na dalsze wolumenowe spadki popytu w 2Q, stabilizację w 2H i recovery w 2024.W 1Q ABE oparła się spadowi sprzedaży. W 2Q tendencje rynkowe naszym zdaniem odbiją się również na obrotach Spółki. W rezultacie ABE zaprezentuje w 2Q słabsze r/r wyniki, co będzie ją negatywnie wyróżniać na tle naszego coverage spółek konsumenckich. W 3Q będzie w prawdzie realizowany przetarg na dostawę laptopów do szkół na początek roku szkolnego 2023/24, ale przy założeniu 40% udziale w nim ABE będzie to oznaczać kilka dodatkowych mln EBIT. **(Grzegorz Kujawski, str. 194)**

DEWELOPERZY I BUDOWNICTWO

+ ARCHICOM / ECHO INVESTMENT: Naszym zdaniem przeniesienie całego segmentu Resi4Sale Grupy Echo do Archicomu tworzy unikalną okazję do błyskawicznego przeskalowania lokalnego lidera do statusu ogólnopolskiego potentata, co wydaje się być szczególnie istotne w kontekście rosnącej konkurencyjności i konsolidacji polskiej branży deweloperskiej. Sądzimy, że mocne brandy (Archicom i Echo Residential) oraz track-record w segmencie podwyższonym pozwolą Spółce na szybsze zaistnienie w świadomości klientów na nowych rynkach, a rozdzielenie działalności mieszkaniowej i komercyjnej pomiędzy ARH i ECH przełoży się na wzrost transparentności wyników i urealnienie wyceny obu Spółek. **(David Sharma, str. 220, 288)**

+ DEVELIA: Naszym zdaniem rynek nie zdyskontował jeszcze przejęcia Nexity – zakładamy, że Develia skonsoliduje 150 przekazanych lokali w '23, 500 w '24 i '25, a począwszy od '26 Nexity będzie przekazywać rocznie 700 lokali. Szacujemy również, że z uwagi na wysoki udział projektów ekonomicznych w strukturze banku ziemi Nexity, rentowność biznesu jest niższa niż w Develii – zakładamy 27% MBnS w latach '23-'25. Nasze założenia implikują NPV przejmowanego biznesu Nexity na poziomie 0,7PLN na akcję, co jest o tyle konserwatywnym szacunkiem, że Nexity w samym 1H'23 sprzedało ponad 500 lokali. Oprócz tego, jesteśmy zdania, że obecne otoczenie cenowe (deweloperzy efektywnie zarządzają cennikiem i podnoszą cen mieszkań) oraz stabilizacja kosztów budowy przełożą się na ograniczenie erozji rentowności w kolejnych latach. **(David Sharma, str. 224)**

+ MLP GROUP: Uważamy, że obecne (30-40%) dyskonto do BV i grupy porównawczej jest nieuzasadnione - pomimo wzrostu kosztu nowo pozyskiwanego finansowania, spodziewamy się, że FFO w latach '23-'25 wzrośnie odpowiednio o 33%/29%/23%. Biorąc pod uwagę cel strategiczny MLP, zakładający 50% wartościowy udział projektów typu MLP Business Park w portfelu, wartość nieruchomości inwestycyjnych należących do Grupy może rosnąć w kolejnych 3 latach średniorocznie o nawet ~1mld PLN - szacujemy, że CAGR NAV na akcję w latach '23-'25 wyniesie 13%.

Jesteśmy zdania, że potencjalny negatywny odbiór wyników za 2Q'23 (Spółka wykaże ponad 200mln PLN ujemnych rewaluacji związanych ze spadkiem kursu EUR/PLN przy jednoczesnych rekordowych wynikach gotówkowych) warto wykorzystać do zwiększenia zaangażowania. **(David Sharma , str. 232)**

- GTC: W kontekście rozczarowującej trajektorii wyników (FFO płasko w 2Q'23) i nadchodzących odpisów (spodziewamy się 25bps wzrostu yieldów na portfelu Grupy na koniec 1H'23) trudno nam znaleźć jakieś pozytywne aspekty obecnego equity story GTC. Decyzja o przejęciu Ultima Capital wydaje się nam nie zrozumiała, dodatkowo swoje uwagi co do transakcji zgłaszał największy bondholder GTC (Schroders). Przejęcie Ultimy znacząco powyżej ceny rynkowej (która i tak implikuje ponad 20% premię do BV Ultimy) oceniamy negatywnie – biorąc pod uwagę, że GTC handlowane jest obecnie z prawie 40% dyskontem do BV, przejęcie spółki z portfolio zlokalizowanym w Europie Zachodniej (gdzie sentyment do aktywów komercyjnych jest zdecydowanie słabszy niż w CEE) za 1,38x P/BV (w momencie ogłoszenia przejęcia) wydaje się ryzykowną decyzją Zarządu. Grupa historycznie specjalizowała się w zarządzaniu aktywami biurowymi i handlowymi, zakładamy, że know-how wymagany w segmencie 'hospitality' jest Spółce obecnie relatywnie nieznany, co zwiększa ryzyko operacyjne. **(David Sharma , str. 230)**

PRZEMYSŁ

+ Przemysł. AMC – pomimo w dalszym ciągu spadającego szerokiego rynku AGD, widzimy dużą poprawę po stronie kosztowej, która w jeszcze większym stopniu będzie widoczna w Q3'23. Mocnienie PLN, wobec CNY oraz spadki cen frachtu morskiego powodują, że spółka powinna poprawiać marże na importowanych towarach, których udział w sprzedaży przekracza 50%. Tym samym daje to spółce przestrzeń do agresywniejszej polityki cenowej względem europejskich konkurentów i budowania udziałów rynkowych, czemu pomaga także pozycjonowanie w nieco niższym segmencie cenowym. Produkcja sprzętu grzejnego w dalszym ciągu pod presją, przy czym również tutaj spadki cen stali powodują, że nie powinniśmy widzieć dalszej erozji marży. **AMB** – wysoka skala podwyżek cen rekompensuje spółce z nawiązką niższe wolumeny sprzedaży. Korzystna relacja EUR/PLN sugeruje utrzymanie dobrych marż w kluczowym dla spółki wysokim sezonie (Q4'23). Rozbudowa portfolio produktowego i lepsza dystrybucja numeryczna wpływają na utrzymanie udziałów rynkowych. **(Łukasz Rudnik , str. 262, 260)**

- **Przemysł**. Sektor przemysłowy sygnalizuje wyraźne wyhamowanie nowych zamówień nie tylko z sektora budowlanego/okołobudowlanego ale również z pozostałych gałęzi gospodarki. Dane te znajdują odzwierciedlenie w sektorowych PMI za czerwiec w Europie, gdzie jedynie w sektorze motoryzacyjnym PMI w zakresie bieżącej produkcji i nowych zamówień oscylowały wokół 50pkt, podczas gdy w pozostałych sektorach były to poziomy 40-45pkt. Potwierdza to zatem, że konsument przesunął strumień swoich wydatków z zakupu dóbr trwałych w kierunku usług.

COG – znaczny spadek zamówień na pręt żebrowany oraz środowisko spadających cen doprowadziły do mocnej erozji w wynikach Q2'23. Pozytywne tendencje utrzymują się jedynie w HSJ, której sprzedaż skorelowania jest z branża motoryzacyjną, jednak zwracamy uwagę na sygnalizowany przez inne spółki spadek zamówień także w tym sektorze. **MGT** – negatywny wpływ na wyniki ma umocnienie PLN, szczególnie w relacji USD, w której w ub.r. realizowane było 25mln USD sprzedaży. Słabszy spływ zamówień oraz pogorszenie sprzedaży dotyczą naszym zdaniem wszystkich segmentów. **MFO** – spodziewamy się spadku miesięcznej produkcji do poziomu ok. 8 tys. ton, co oznacza wykorzystanie mocy na poziomie ok. 55-60%. Największe spadki dotyczą segmentu GK, jednak słabe dane dotyczące produkcji okien powodują, że naszym zdaniem również i w tym segmencie, który odpowiada za 50% sprzedaży, spadki mogą sięgać 20-30% r./r. Spadek cen stali ponownie wpływa na negatywny efekt FIFO. Nie ma sygnałów poprawy koniunktury w budownictwie mieszkaniowym w Europie, wyjątkiem jest Polska z uwagi na program „Kredyt 2%". **RWL** – widoczne schłodzenie popytu z uwagi na sytuacje w branży budownictwa, w kolejnym kwartale pomimo słabszego popytu spodziewamy się spadku TKW (USD/PLN, CNY/PLN, ceny stali, niższe ceny frachtu), jednak slaby popyt może powodować narastanie presji cenowej ze strony konkurencji, co ogranicza ewentualny pozytywny wpływ na marże. **SEL** – sytuacja analogiczna jak w przypadku, przy słabszym popycie widoczne są pozytywne zjawiska po stronie kosztów, jednak na koniec kluczowe pozostaną działania konkurencji. **ATC** – wyniki ROTT zaskoczyły nas negatywnie i biorąc pod uwagę ceny celulozy kolejny kwartał może przynieść dalsze osłabienie. W segmencie papieru dołek wynikowy spodziewamy się zobaczyć w Q2'23 gdzie obłożenie mocy sięga 60%, a spółka produkowała jeszcze z celulozy zakupionej przy wysokiej cenie oraz niekorzystnym kursie USD/PLN. To właśnie te czynniki dają przestrzeń do poprawy marży w Q3'23 pomimo utrzymania niskiego poziomu produkcji. Na kolejne kwartały oraz 2024r kluczowe będą decyzje konkurencji dotyczące ograniczania produkcji/zamykania zakładów, które zapadną w najbliższym czasie. **STP** – wyniki segmentu GOES utrzymują najwyższy udział w strukturze grupy. Pomimo spadku cen gazu i energii elektrycznej w segmencie cynku spodziewamy się utrzymania presji wynikowej z uwagi na spadek cen cynku oraz umocnienie PLN, natomiast segment profili prawdopodobnie odnotuje kolejny kwartał ze sporą stratą. Dla kolejnych kwartałów kluczowe znaczenie będzie miało kształtowanie się cen GOES, przy braku import z Rosji oraz rosnącym imporcie z Azji. **KTY** – wyniki Q2'23 zaskoczyły pozytywnie, jednak biorąc pod uwagę obecną wycenę wydaje się, że rynek oczekuje, że najgorsze jest już za spółką, tymczasem pozostałe spółki przemysłowe mocno schłodziły swoje oczekiwania względem kwietnia/maja. Wysokie koszty finansowania w europejskiej gospodarce bez wątpienia uderzą w rynek CRE, tak jak ma to miejsce w przypadku USA, gdzie mniejsza liczba zawieranych transakcji przekłada się na mniejszą liczbę nowych inwestycji. **PKP** – dane o pracy przewozowe w Q2'23 były bardzo słabe i wskazują na utratę przez spółkę udziałów rynkowych. Brak przewozów priorytetowych węgla mocno nadszarpnie naszym zdaniem wyniki w Q2'23, spodziewamy się że peak średniej stawki przewozowej przypadł na Q1/Q2'23. **(Łukasz Rudnik , str. 246-292)**

POZOSTAŁE

+ InPost: Akwizycja Menzies rozwiązuje problem braku własnego zaplecza logistycznego w UK, co było głównym czynnikiem hamującym rentowną ekspansję grupy. Sądzimy, że współpraca z Menzies pozwoli na osiągnięcie dodatniego wyniku EBITDA w UK i w konsekwencji poprawi postrzeganie spółki przez zagranicznych inwestorów. Jednocześnie oczekujemy dalszego wzrostu marży w Polsce w 2Q, po mocnym pierwszym kwartale, m.in. w efekcie podwyżek dla mniejszych klientów w marcu o blisko 20%. Nasze prognozy zakładają wzrost skor. EBITDA o 34% w 2023 roku, co implikuje EV/EBITDA ~11x. W latach 2024-25 zakładamy wzrost skor. EBITDA odpowiednio o 30% i 24% r/r, w tym w Polsce o 19% i 16%. **(Dominik Niszcz / Piotr Rychlicki, str. 290)**

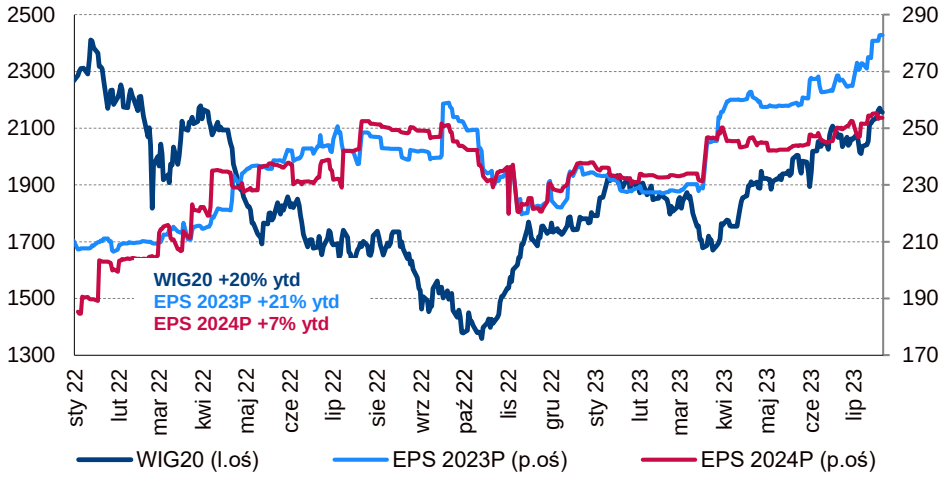
Wskaźniki dla WIG20

Według konsensusu Bloomberga indeks WIG20 jest notowany z P/E na 2023 rok na poziomie 6,7x. Nasze prognozy są nieco niższe, jeżeli uwzględnimy pełne koszty CHF w bankach. Przyszły rok jest bardzo zbliżony.

Spółka	Cena [PLN]	Udział w indeksie	Prognoza zysku netto 2023P [mln PLN]			Prognoza zysku netto 2024P [mln PLN]		
			Trigon	Kons.	Różnica	Trigon	Kons.	Różnica
ORLEN SA	70,3	15,0%	**20 240**	21 625	-1 384	**15 352**	16 104	-752
PKOBP	39,4	12,9%	**5 125**	6 003	-878	**7 533**	6 697	836
DINO POLSKA SA	475,0	8,7%	**1 564**	1 499	65	**2 241**	1 913	328
PZU	38,8	8,4%	**4 899**	4 150	749	**4 668**	3 997	671
PEKAO	112,7	7,6%	**6 011**	4 786	1 226	**4 398**	4 350	48
KGHM	116,3	6,1%	**392**	1 985	-1 593	**1 522**	2 957	-1 435
CD PROJEKT SA	159,8	4,3%	**358**	412	-54	**260**	254	6
ALLEGRO.EU SA	32,7	5,8%	**890**	856	33	**1 514**	1 407	107
LPP	14 180,0	5,7%	**1 413**	1 510	-98	**1 900**	1 829	71
SANTANDER BANK	406,0	5,2%	**4 234**	3 780	455	**4 242**	4 192	51
KRUK SA	441,6	3,0%	**958**	877	80	**1 104**	985	119
KETY	697,5	2,6%	**476**	460	16	**485**	496	-11
PGE SA	8,3	2,7%	**4 236**	3 751	485	**2 567**	2 954	-387
CYFRPLSAT	16,2	1,5%	**381**	694	-313	**734**	971	-237
PEPCO GROUP NV	35,3	2,1%	**185**	221	-36	**271**	286	-15
ORANGE POLSKA SA	7,2	1,8%	**857**	857	1	**893**	858	35
ASSECOPOL	80,1	1,7%	**496**	522	-26	**513**	554	-42
MBANK SA	454,7	2,3%	**870**	2 941	-2 071	**3 041**	2 993	48
JSW	41,9	0,8%	**2 482**	1 410	1 073	**945**	-370	1 315
ALIOR BANK SA	56,3	1,9%	**1 533**	1 431	102	**1 074**	1 211	-137
WIG20	**2 155,6**		**57 601**	**59 769**	**-4%**	**55 257**	**54 639**	**1%**
P/E			**7,1**	**6,7**		**7,6**	**7,6**	
P/E ex. CHF w bankach			**6,0**			**7,5**		

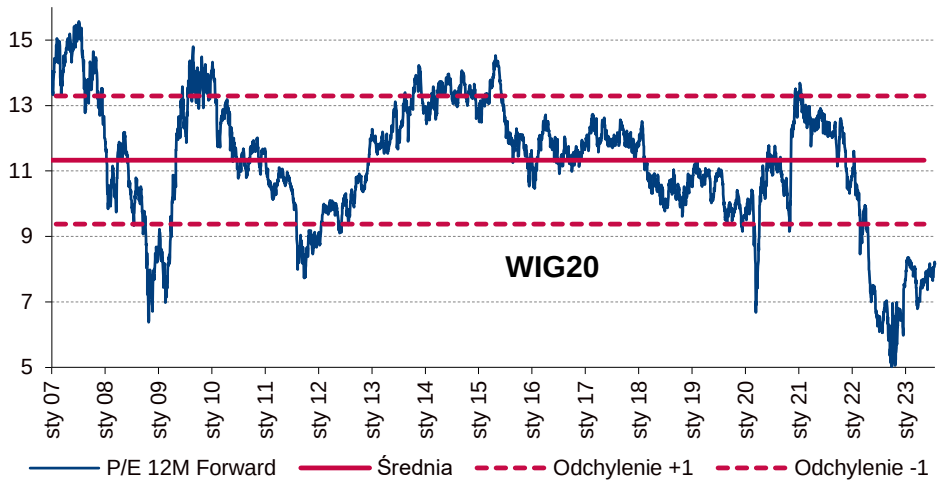
Źródło: Trigon DM

Trajektoria prognozy EPS na 2023 i 2024 rok oraz notowania WIG20.



Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Notowania P/E FWD dla indeksu WIG20.



Źródło: Bloomberg, Trigon DM

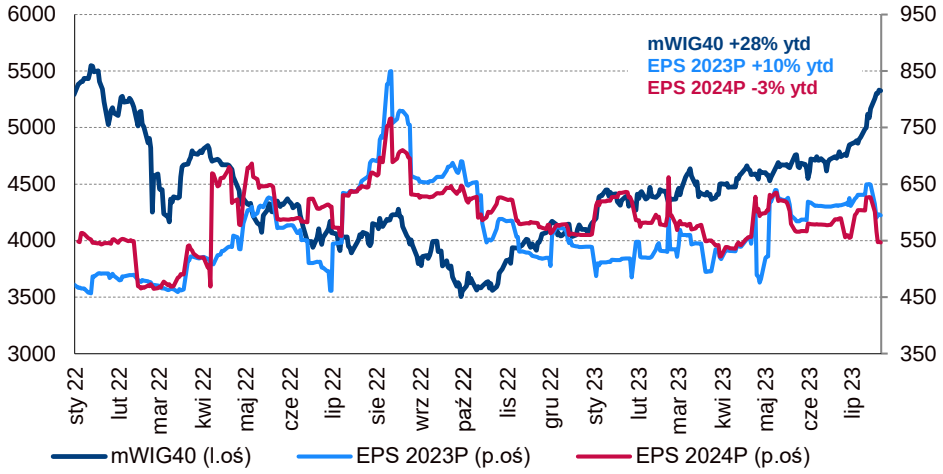
Wskaźniki dla mWIG40

Według konsensusu Bloomberga indeks mWIG40 jest notowany z P/E na 2023 rok na poziomie 7,7x.

Spółka	Cena [PLN]	Udział w indeksie	Prognoza zysku netto 2023P [mln PLN]			Prognoza zysku netto 2024P [mln PLN]		
			Trigon	Kons.	Różnica	Trigon	Kons.	Różnica
INGBSK	202,5	9,5%	**3 761**	3 489	271	**3 108**	3 434	-326
INTERCARS	627,0	8,3%	**910**	911	-1	**1 047**	1 034	13
BUDIMEX	450,0	8,3%	**572**	583	-11	**616**	594	22
CCC SA	46,5	3,1%	**b.d.**	-311	n.a.	**b.d.**	-109	n.a.
MILLENNIUM	6,6	5,8%	**409**	1 806	-1 396	**704**	1 287	-583
HANDLOWY	89,4	4,2%	**2 189**	2 030	159	**1 485**	1 479	6
TAURONPE	3,5	5,2%	**2 791**	2 184	606	**1 575**	1 491	85
WIRTUALNA POLSKA	127,4	3,3%	**163**	172	-9	**216**	211	5
LIVECHAT SOFTWAR	145,8	3,2%	**b.d.**	196	n.a.	**b.d.**	227	n.a.
BENEFIT	1 680,0	4,8%	**300**	270	30	**370**	324	46
GRUPA AZOTY SA	26,4	1,8%	**-1 484**	-356	-1 129	**12**	5	7
11 BIT STUDIOS S	724,0	2,4%	**24**	29	-5	**155**	185	-30
ENEA	9,0	3,3%	**1 852**	1 978	-126	**588**	952	-364
AMREST HOLDINGS	26,5	2,3%	**231**	196	35	**386**	321	65
SELVITA CRO SA	71,9	1,5%	**36**	34	2	**70**	51	20
HUUUGE INC	24,5	1,5%	**282**	268	14	**235**	238	-3
X-TRADE BROKERS	41,5	2,7%	**793**	796	-3	**633**	804	-171
KERNEL	12,8	0,4%	**b.d.**	1 419	n.a.	**b.d.**	395	n.a.
EUROCASH	17,7	2,0%	**146**	126	20	**209**	205	5
FAMUR	3,3	1,4%	**215**	207	9	**191**	209	-18
WARSAW STOCK EXC	38,2	1,5%	**149**	138	11	**156**	150	6
CIGAMES	5,6	0,7%	**98**	98	0	**b.d.**	98	n.a.
DEVELIA SA	4,8	3,1%	**212**	205	7	**224**	210	13
NEUCA	790,0	1,8%	**169**	143	27	**190**	195	-5
GRUPA PRACUJ SA	53,5	1,4%	**182**	197	-15	**231**	225	6
CIECH	50,2	1,6%	**110**	254	-143	**278**	247	31
AUTO PARTNER SA	22,0	2,2%	**221**	231	-10	**284**	279	4
COMARCH	146,0	1,1%	**98**	95	3	**109**	104	5
DOMDEV	146,0	2,1%	**379**	376	4	**304**	313	-9
MO-BRUK J MOKRZY	271,5	1,1%	**b.d.**	98	n.a.	**b.d.**	104	n.a.
ASBIS	30,3	1,5%	**269**	324	-56	**299**	378	-79
STS HOLDING SA	24,6	1,7%	**b.d.**	209	n.a.	**b.d.**	225	n.a.
ZE PAK SA	21,2	0,5%	**b.d.**	1	n.a.	**b.d.**	72	n.a.
TEN SQUARE GAMES	81,0	0,6%	**32**	48	-15	**23**	64	-41
BUMECH	28,0	0,3%	**b.d.**	-93	n.a.	**b.d.**	367	n.a.
BNP PARIBAS BANK	64,0	1,7%	**1 362**	2 087	-726	**1 664**	1 702	-38
BOGDANKA	38,8	0,7%	**889**	1 350	-461	**985**	1 206	-221
PKP CARGO SA	16,6	0,7%	**-13**	60	-73	**-108**	101	-209
MABION	17,6	0,3%	**44**	29	15	**b.d.**	22	n.a.
SYNTHAVERSE SA	5,7	0,4%	**4**	1	3	**10**	7	3
mWIG40*	**5 324,5**		**18 913**	**21 876**	**-14%**	**17 650**	**19 403**	**-9%**
P/E			**8,2**	**7,7**		**9,4**	**8,6**	
P/E ex. CHF w bankach			**6,8**			**8,8**		

*Źródło: Trigon DM, *suma wyników dla prognoz Trigon uwzględnia konsensus w przypadku braku naszej prognozy*

Trajektoria prognozy EPS na 2023 i 2024 rok oraz notowania mWIG40.



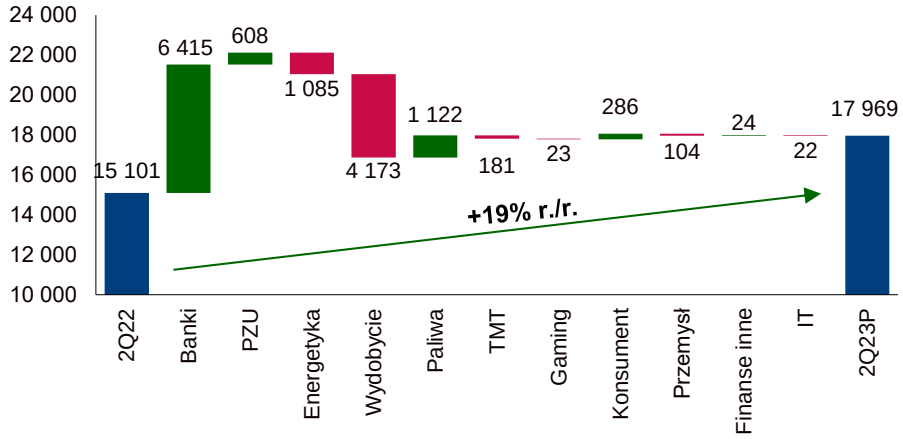
Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Notowania P/E FWD dla indeksu mWIG40.

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

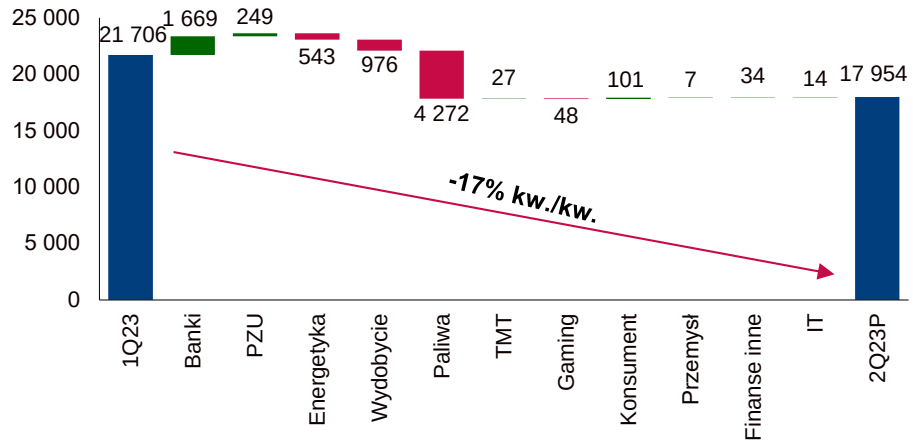
Podsumowanie wyników za 2Q'23

Dekompozycja zysku netto WIG20 – 2Q23P vs 2Q22



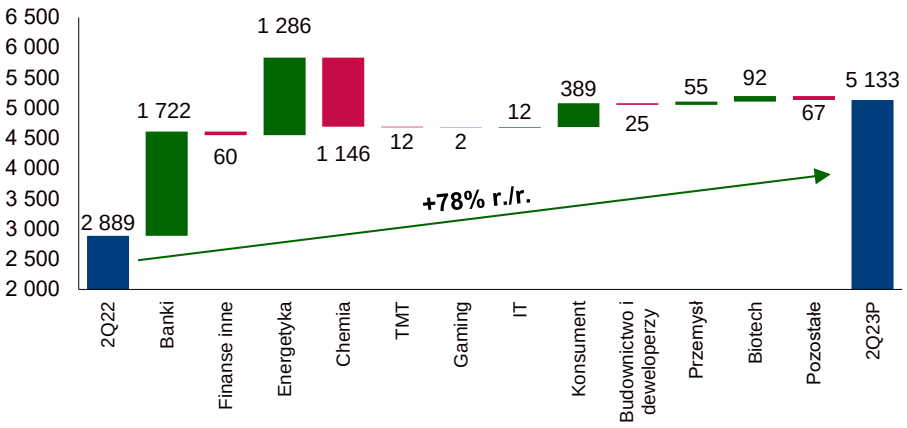
Źródło: Trigon DM

Dekompozycja zysku netto WIG20 – 2Q23P vs 1Q23



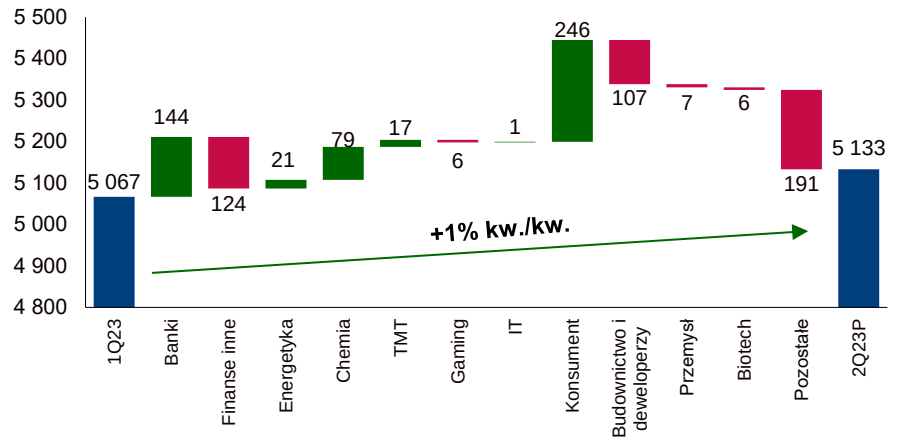
Źródło: Trigon DM

Dekompozycja zysku netto mWIG40 – 2Q23P vs 2Q22



Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 33 spółek stanowiących 91% indeksu

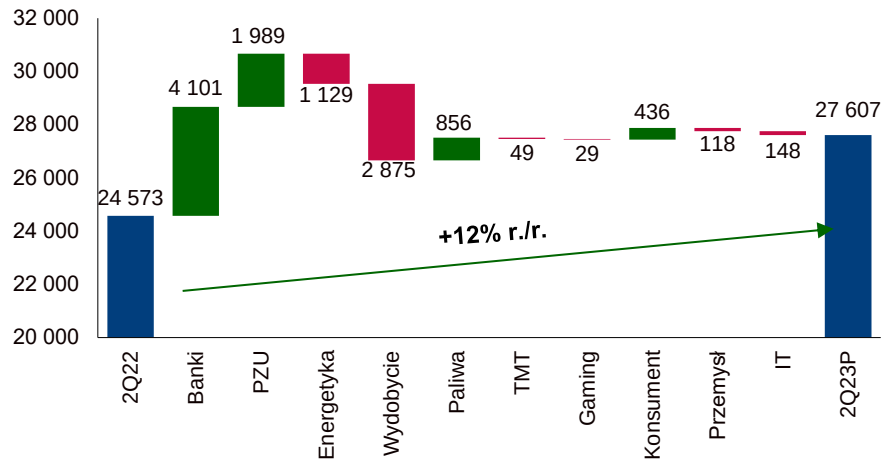
Dekompozycja zysku netto mWIG40 – 2Q23P vs 1Q23



Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 33 spółek stanowiących 91% indeksu

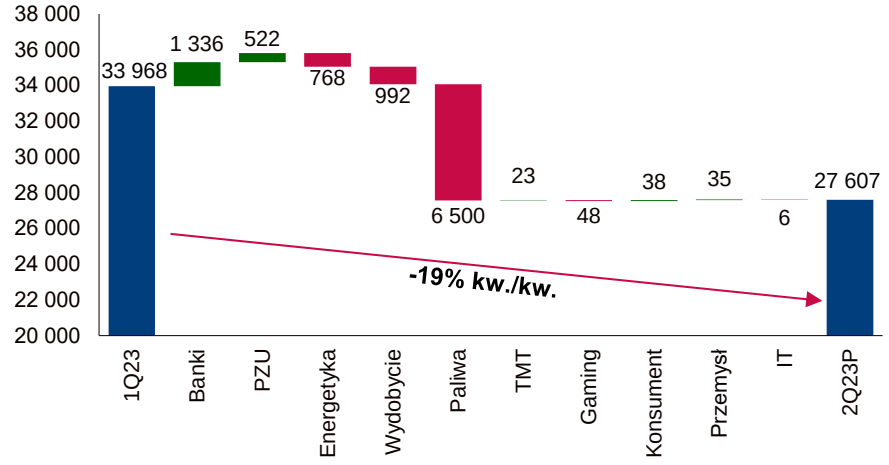
Podsumowanie wyników za 2Q'23

Dekompozycja EBITu WIG20 – 2Q23P vs 2Q22



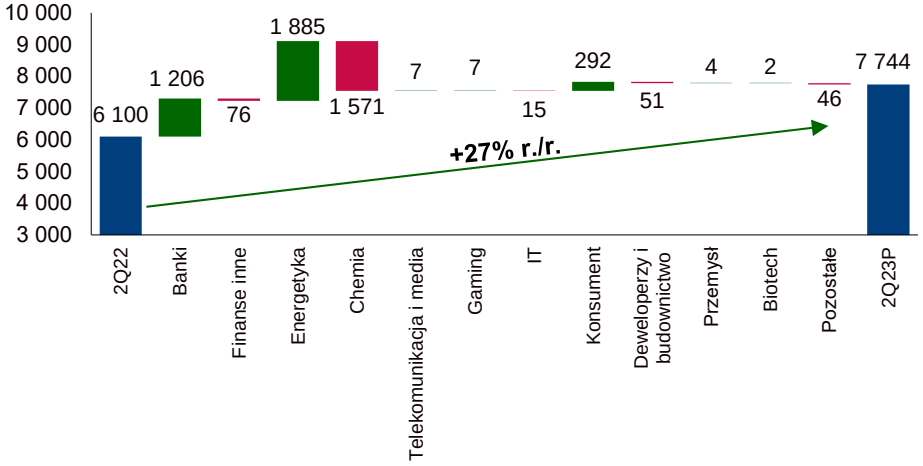
Źródło: Trigon DM

Dekompozycja EBITu WIG20 – 2Q23P vs 1Q23



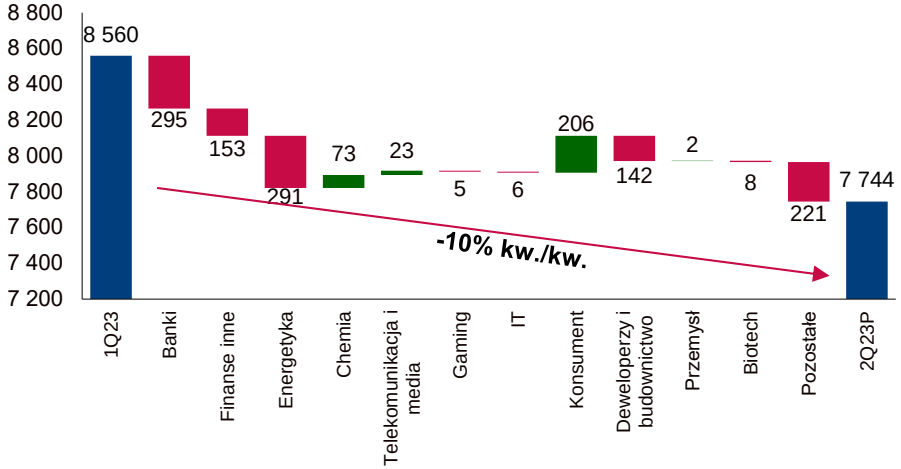
Źródło: Trigon DM

Dekompozycja EBITu mWIG40 – 2Q23P vs 2Q22



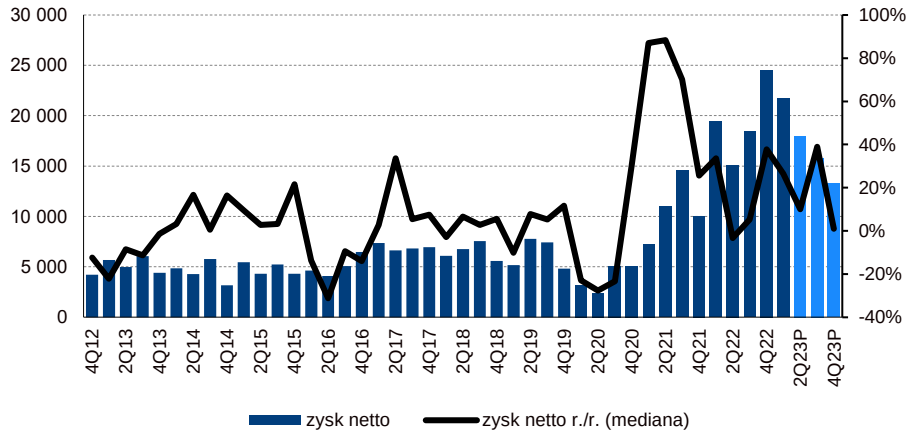
Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 33 spółek stanowiących 91% indeksu

Dekompozycja EBITu mWIG40 – 2Q23P vs 1Q23



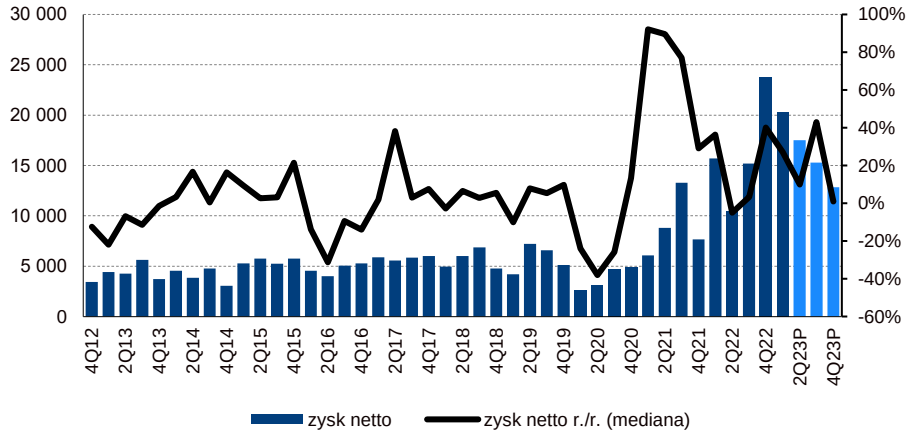
Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 33 spółek stanowiących 91% indeksu

WIG20: roczna dynamika zysku netto (%)



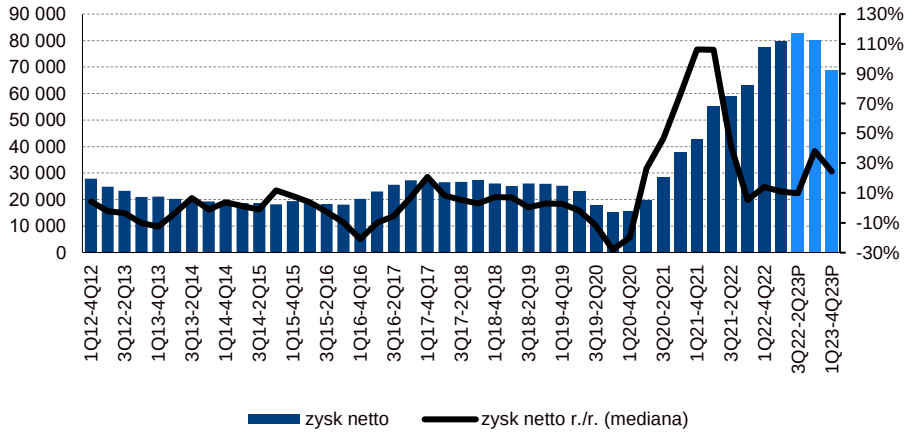
Źródło: Trigon DM

WIG20 ex wydobycie: roczna dynamika zysku netto (%)



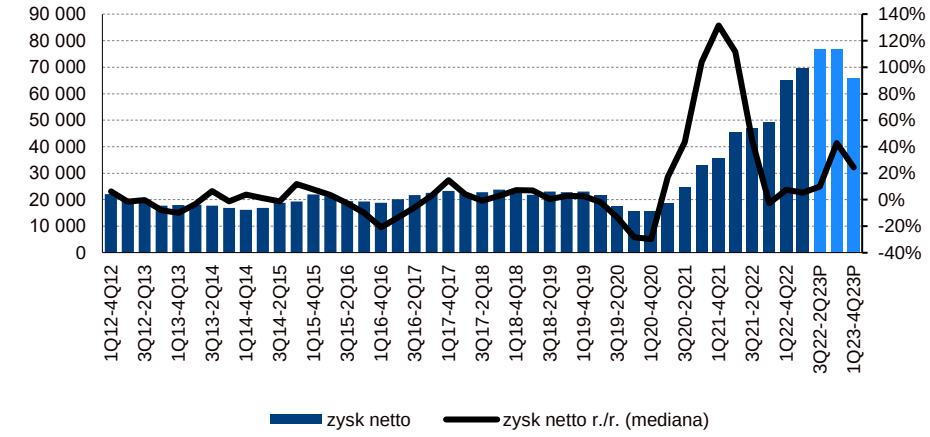
Źródło: Trigon DM

WIG20: roczna dynamika zysku netto (%) w ujęciu trailingowym



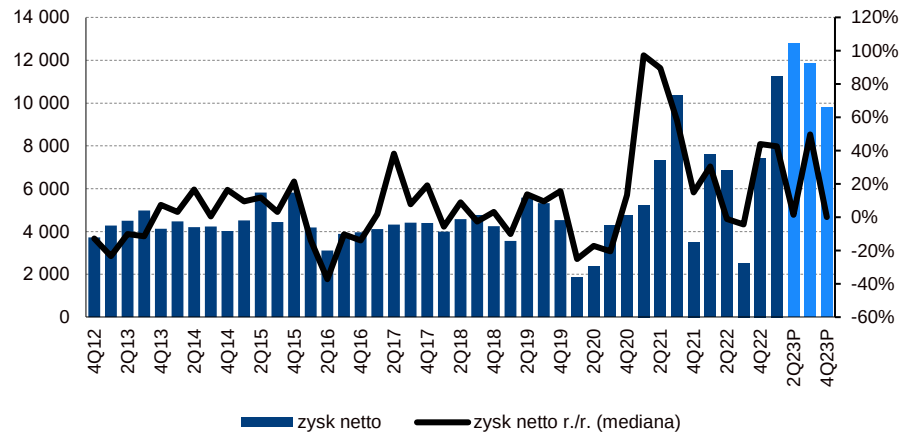
Źródło: Trigon DM

WIG20 ex wydobycie: roczna dynamika zysku netto (%) w ujęciu trailingowym



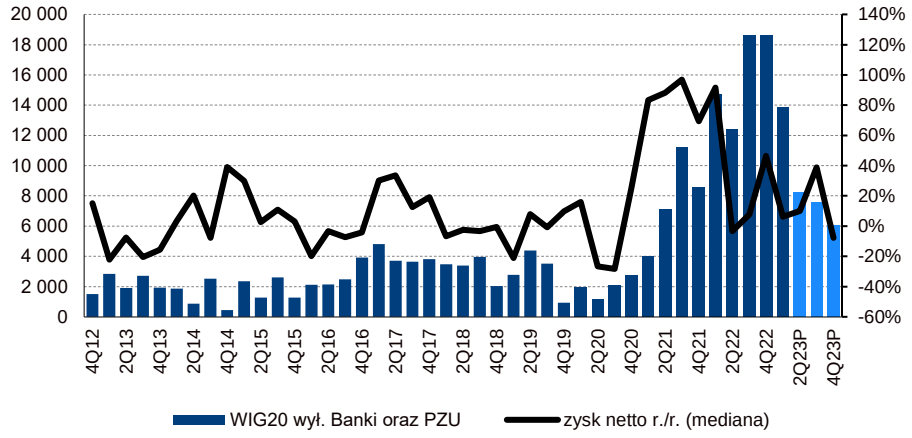
Źródło: Trigon DM

WIG20 ex wydobycie i paliwa : roczna dynamika zysku netto (%)



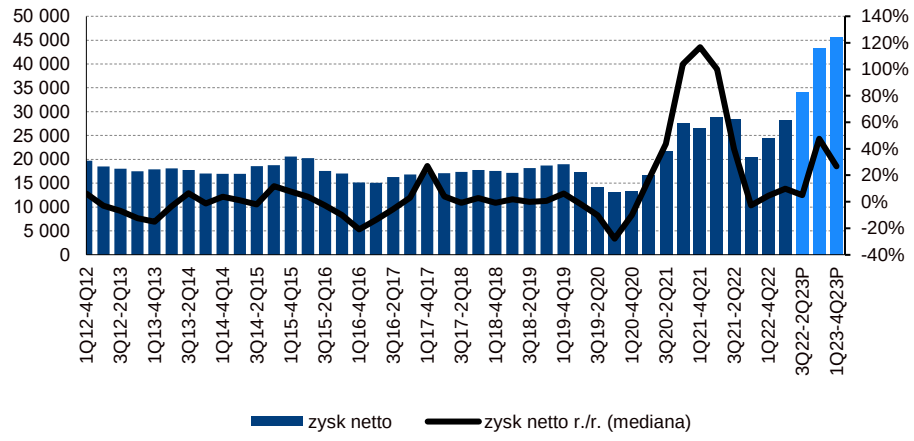
Źródło: Trigon DM

WIG20 ex banki i PZU: roczna dynamika zysku netto (%)



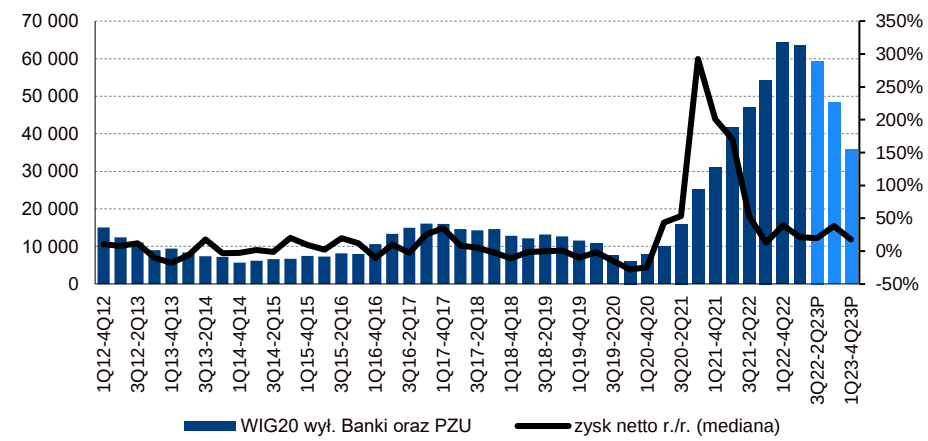
Źródło: Trigon DM

WIG20 ex wydobycie i paliwa: roczna dynamika zysku netto (%) w ujęciu trailingowym



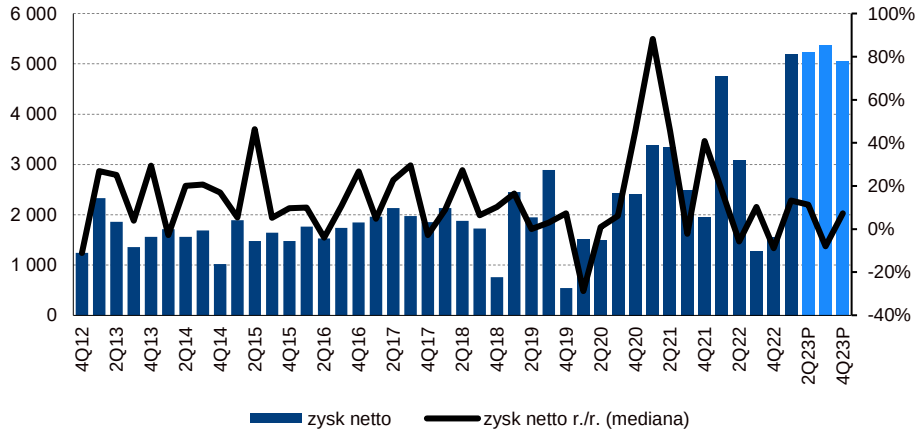
Źródło: Trigon DM

WIG20 ex banki i PZU: roczna dynamika zysku netto (%) w ujęciu trailingowym



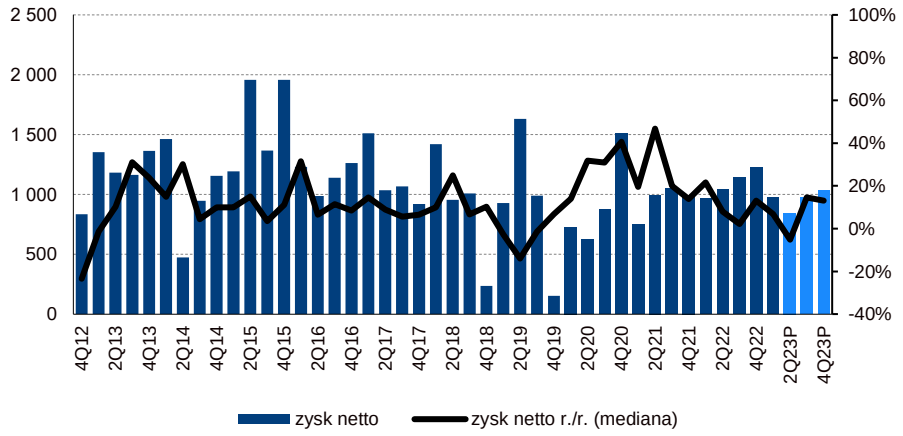
Źródło: Trigon DM

mWIG40: roczna dynamika zysku netto (%)



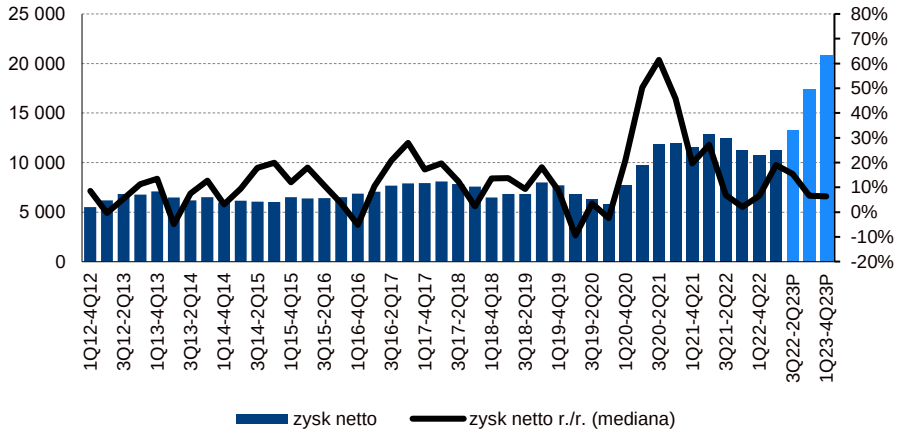
Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 33 spółek stanowiących 91% indeksu

sWIG80: roczna dynamika zysku netto (%)



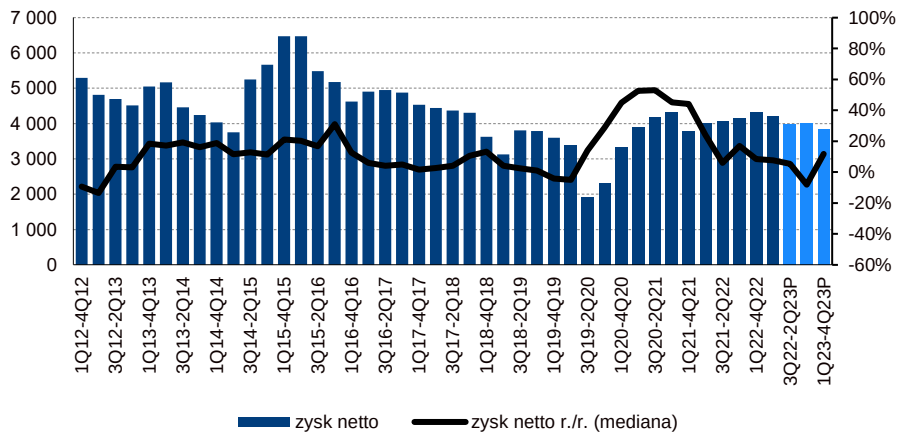
Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 49 spółek stanowiących 73% indeksu

mWIG40: roczna dynamika zysku netto (%) w ujęciu trailingowym



Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 33 spółek stanowiących 91% indeksu

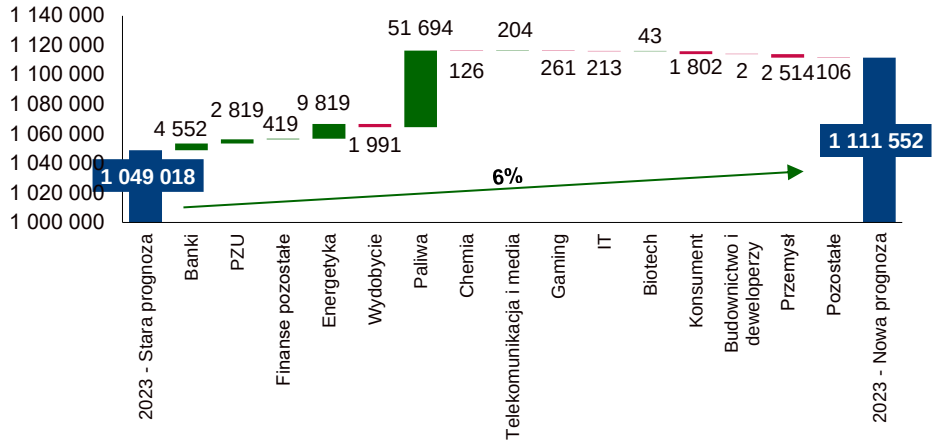
sWIG80: roczna dynamika zysku netto (%) w ujęciu trailingowym



Źródło: Trigon DM, w wyniku zagregowanym prezentowane są wyniki 49 spółek stanowiących 73% indeksu

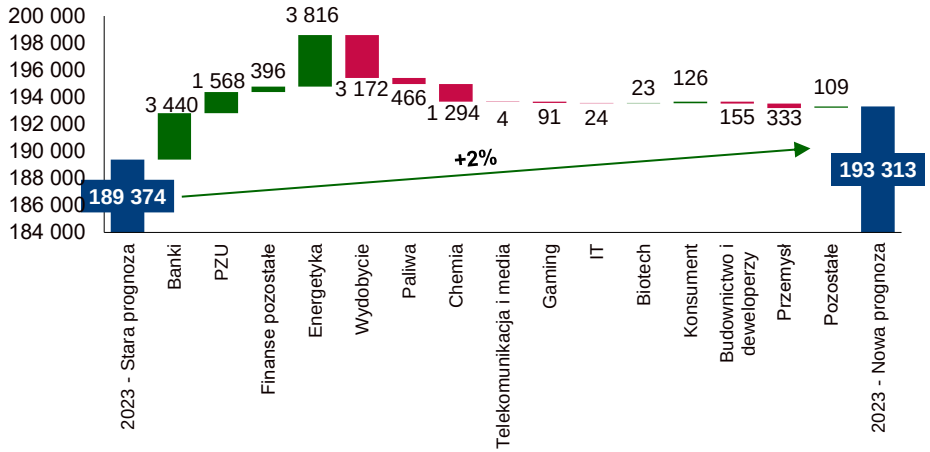
Zmiana prognoz na 2023 względem kwartalnika 1Q'23

Przychody: zmiana prognoz na 2022 vs. 1Q'23



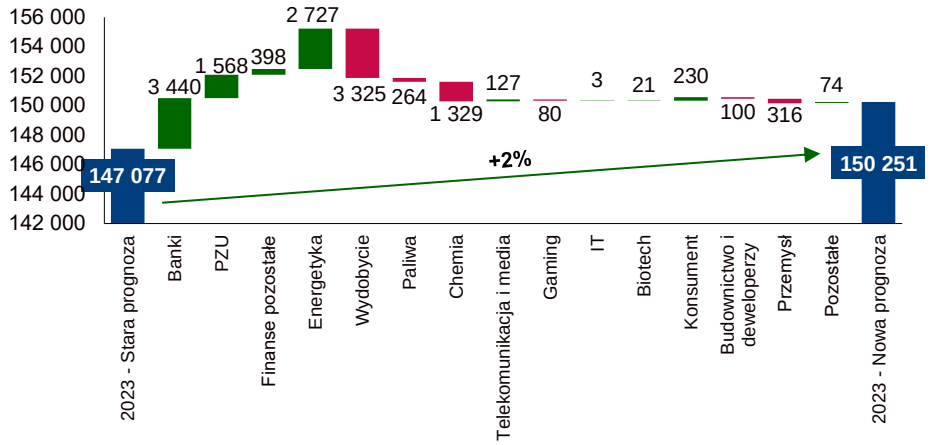
Źródło: Trigon DM, wynik zagregowany dla 110 Spółek

EBITDA*: zmiana prognoz na 2022 vs. 1Q'23



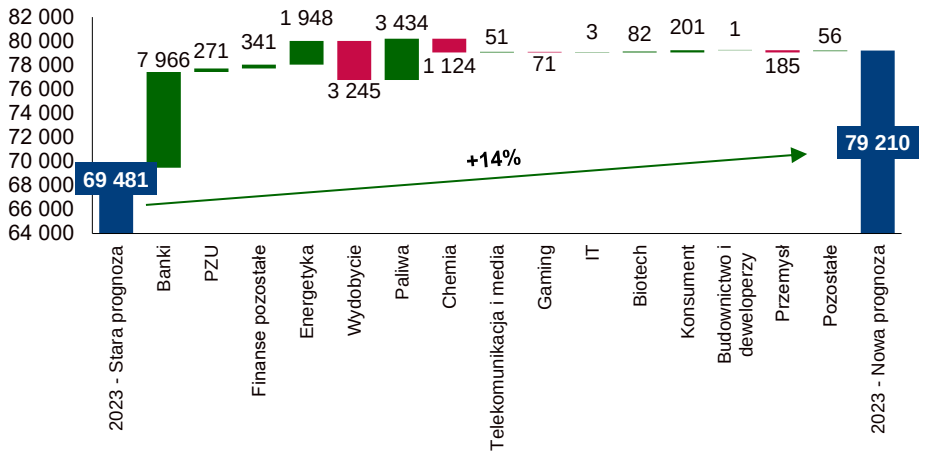
*Źródło: Trigon DM, wynik zagregowany dla 110 Spółek, *dla spółek finansowych wynik operacyjny*

EBIT*: zmiana prognoz na 2022 vs. 1Q'23



*Źródło: Trigon DM, wynik zagregowany dla 110 Spółek, *dla spółek finansowych wynik operacyjny*

Zysk netto: zmiana prognoz na 2022 vs. 1Q'23



Źródło: Trigon DM, wynik zagregowany dla 110 Spółek

Zmiana prognoz na 2023 względem kwartalnika 1Q'23

mln PLN	Zmiana Przychody 2023	EBITDA 2023	EBIT 2023	Zysk netto 2023
BANKI I UBEZPIECZENIA				
Alior	159	69	69	327
BNP Paribas PL	348	374	374	475
Handlowy	253	222	222	302
ING	538	328	328	828
mBank	737	624	624	645
Millennium	50	51	51	1 454
Pekao	1 058	807	807	772
PKO	789	610	610	1 183
Santander Bank Polska	620	355	355	1 979
PZU	2 819	1 568	1 568	271
FINANSE POZOSTAŁE				
Caspar	-6	-4	-4	-3
GPW	30	3	7	6
Kruk	129	113	113	95
XTB	319	307	306	253
Votum	-53	-24	-24	-11
ENERGETYKA I WYDOBYCIE				
Enea	3 767	-393	-471	-325
Onde	146	5	-56	-47
PGE	12 764	3 006	2 187	1 772
Tauron	-6 858	1 198	1 066	548
JSW	-1 151	-1 979	-2 085	-1 702
KGHM	-840	-1 193	-1 240	-1 542
PALIWA I CHEMIA				
Ciech	-126	-179	-214	-219
Grupa Azoty	0	-1 115	-1 115	-905
Orlen	50 257	-391	-209	3 471
Unimot	1 437	-75	-55	-37
TMT				
Telekomunikacja i media				
Agora	0	24	21	33
Cyfrowy Polsat	-44	-101	-97	-131
Orange Polska	217	73	212	159
Wirtualna Polska	31	0	-9	-9
Gaming				
11bit	14	2	2	2
Artifex Mundi	5	2	1	2
BoomBit	-51	-13	-13	-8
CD Projekt	-30	2	0	9
Creepy Jar	-4	-5	-5	2
Huuuge	-70	-20	2	-2
Gamivo	-1	1	1	1
Simteract	-1	1	1	0
PlayWay	-39	-20	-20	-15
Ten Square Games	-84	-42	-49	-61

mln PLN	Zmiana Przychody 2023	EBITDA 2023	EBIT 2023	Zysk netto 2023
IT				
Asseco Poland	-177	-19	-19	-11
Asseco Business Solutions	3	2	-1	0
Asseco SEE	-12	-14	-7	3
Comarch	-14	-29	-25	0
Comp	44	4	4	1
Datawalk	-1	24	24	16
K2 Holding	-54	-2	11	0
Shoper	-1	-1	-3	-2
Grupa Pracuj	-6	6	7	-1
Vercom	-3	0	2	1
R22	7	5	11	-2
BIOTECH				
Synthaverse	1	-2	1	3
Captor Therapeutics	-3	-16	-15	-14
Medinice	0	0	1	1
Celon Pharma	-5	-4	-3	11
Mabion	3	41	39	67
Molecure	5	10	9	10
Poltreg	1	3	5	7
Ryvu Therapeutics	14	-6	-5	0
Selvita	-6	-8	-14	-8
Synektik	32	3	4	6
KONSUMENT				
FMCG				
Dino Polska	170	40	40	25
Eurocash	-498	-50	-50	-51
Pepco Group	825	-145	-11	2
Tekstylia				
Answear.com	-7	1	1	-5
LPP	-1 399	211	168	79
VRG	-39	-15	-18	6
Dystrybutorzy IT				
Asbis	23	1	0	-23
AB	-503	16	16	-4
Dystrybutorzy automotive				
Auto Partner	77	-8	-10	-2
Inter Cars	-34	70	58	55
Oponeo	-3	-5	-5	6
Pozostałe				
Allegro.eu	-109	-23	-66	-40
Amrest	-258	-123	3	69
Benefit	0	122	73	47
Dadelo	20	-2	-2	-2
Neuca	141	14	14	15
Rainbow Tours	-207	23	18	21

mln PLN	Zmiana Przychody 2023	EBITDA 2023	EBIT 2023	Zysk netto 2023
BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY				
Budownictwo				
Budimex	-160	-39	-39	-6
Erbud	-93	-56	3	-21
Mirbud	-180	-3	-6	-4
Torpol	40	10	10	8
Deweloperzy				
Archicom	396	126	126	98
Atal	14	49	49	39
Dom Development	-31	34	34	27
Develia	151	14	14	18
Echo Investment	-22	16	16	10
MLP Group	-4	-227	-227	-123
GTC	-115	-80	-80	-46
Materiały budowlane				
Ferro	-96	5	5	8
Śnieżka	3	19	19	13
Toya	-44	-5	-5	-5
PRZEMYSŁ				
Przemysł metalowy				
Cognor	-29	-122	-118	-100
Kęty	-129	39	39	32
Mangata	-55	-27	-28	-24
MFO	-246	-23	-23	-18
Rawlplug	-81	-39	-40	-35
Stalprodukt	-757	-96	-97	-74
Pozostałe				
AC Autogaz	-29	-12	-11	-9
Ambra	4	2	1	0
Amica	-52	22	39	16
Arctic Paper	-656	-101	-100	-49
Boryszew	-36	1	3	44
Famur	-107	14	11	14
Forte	-27	-3	-3	-2
Mercator Medical	-47	30	26	33
Newag	2	6	6	5
Vigo System	-3	-4	-2	-2
Wielton	-130	-41	-40	-31
POZOSTAŁE				
PKP Cargo	-106	109	74	56

Spis Treści

BANKI I UBEZPIECZENIA 24
Alior 26
BNP Paribas PL 28
Handlowy 30
ING 32
mBank 34
Millennium 36
Pekao 38
PKO BP 40
Santander Polska 42
PZU 44
FINANSE POZOSTAŁE 46
CASPAR 48
GPW 50
Kruk 52
Votum 54
XTB 56
ENERGETYKA I WYDOBYCIE 58
Bogdanka 60
Enea 62
Onde 64
Polenergia 66
PGE 68
Tauron 70
JSW 72
KGHM 74
PALIWA I CHEMIA 76
Ciech 78
Grupa Azoty 80
PKN Orlen 82
Unimot 84
TMT 86
Telekomunikacja i media 88
Agora 88
Cyfrowy Polsat 90
Orange Polska 92
Wirtualna Polska 94
Gaming 96
11bit studios 96
Artifex Mundi 98
BoomBit 100
CD Projekt 102
CI Games 104
Creepy Jar 106
Gamivo 108
Huuuge 110
PCF Group 112
PlayWay 114
Simteract 116
Ten Square Games 118
IT 120
Asseco Poland 120
Asseco Business Solutions 122
Asseco SEE 124
Comarch 126
Comp 128
Datawalk 130
Grupa Pracuj 132
K2 Holding 134
R22 136
Shoper 138
Vercom 140
BIOTECH 142
Syntaverse (daw. Biomed Lublin) 144
Captor Therapeutics 146
Celon Pharma 148
Mabion 150
Medinice 152
Molecure 154
Poltreg 156
Ryvu Therapeutics 158
Scope Fluidics 160
Selvita 162
Synektik 164
KONSUMENT 166
FMCG 166
Dino Polska 168
Eurocash 170
Jeronimo Martins 172
Pepco Group 174
Tekstylia 176
Answear.com 176
CCC 178
CDRL 180
LPP 182
Wittchen 184
VRG 186
Dystrybutorzy automotive 188
Auto Partner 188
Inter Cars 190
Oponeo 192
Dystrybutorzy IT 194
AB 194
Asbis 196
Pozostałe 198
Allegro.eu 198
AmRest 200
Benefit Systems 202
Dadelo 204
Neuca 206
Rainbow Tours 208
DEWELOPERZY BUDOWNICTWO 210
Budownictwo 212
Budimex 212
Erbud 214
Mirbud 216
Torpol 218
Deweloperzy 220
Archicom 220
Atal 222
Develia 224
Dom Development 226
Echo Investment 228
GTC 230
MLP Group 232
Materiały budowlane 234
Ferro 234
Pekabex 236
Śnieżka 238
Toya 240
PRZEMYSŁ 242
Przemysł metalowy 244
Boryszew 244
Cognor 246
Grupa Kęty 248
Mangata 250
MFO 252
Rawlplug 254
Stalprodukt 256
Pozostałe 258
AC Autogaz 258
Ambra 260
Amica 262
Apator 264
Arctic Paper 266
Grenevia 268
Forte 270
Mercator Medical 272
Mo-bruk 274
Newag 276
Selena FM 278
Vigo Photonics 280
Wielton 282
Wielton 284
POZOSTAŁE 286
Enter Air 288
InPost 290
PKP Cargo 292
STS Holding 294

Rekomendacje

Nazwa	Ticker	Rekomendacja		TP	
BANKI I UBEZPIECZENIA					
Alior	ALR	Kupuj	→	67,0	↑
BNP Paribas PL	BNPPPL	Kupuj	→	86,0	↑
Handlowy	BHW	Trzymaj	→	98,0	↑
ING	ING	Trzymaj	→	205,0	↑
mBank	MBK	Kupuj	→	520,0	↑
Millennium	MIL	Sprzedaj	→	6,5	↑
Pekao	PEO	Kupuj	→	133,0	↑
PKO	PKO	Kupuj	→	47,0	↑
Santander Bank Polska	SPL	Kupuj	→	485,0	↑
PZU	PZU	Kupuj	↑	44,5	↑
FINANSE POZOSTAŁE					
Caspar	CSR	Bez rekomendacji			
GPW	GPW	Kupuj	→	48,0	↑
Kruk	KRU	Kupuj	→	500,0	↑
Votum	VOT	Bez rekomendacji			
XTB	XTB	Kupuj	→	45,3	↑
ENERGETYKA I WYDOBYCIE					
Bogdanka	LWB	Bez rekomendacji			
Enea	ENA	Zawieszona			
Onde	OND	Trzymaj	→	13,2	↓
Polenergia	PEP	Kupuj	→	96,9	↑
PGE	PGE	Zawieszona			
Tauron	TPE	Zawieszona			
JSW	JSW	Trzymaj	↓	43,4	↓
KGHM	KGH	Sprzedaj	→	94,0	↓
PALIWA I CHEMIA					
Ciech	CIE	Sprzedaj	↓	44,7	↓
Grupa Azoty	ATT	Sprzedaj	→	23,8	↓
PKN Orlen	PKN	Trzymaj	↓	73,8	↓
Unimot	UNT	Trzymaj	↓	108,3	↓
TMT					
Telekomunikacja i media					
Agora	AGO	Bez rekomendacji			
Cyfrowy Polsat	CPS	Trzymaj	→	18,0	→
Orange Polska	OPL	Kupuj	↑	8,4	↑
Wirtualna Polska	WPL	Trzymaj	↓	140,0	↑
Gaming					
11bit	11B	Trzymaj	→	703,0	↑
Artifex Mundi	ART	Kupuj	→	19,5	↑
BoomBit	BBT	Trzymaj	↓	13,1	↓
CD Projekt	CDR	Sprzedaj	↓	128,0	↑
CI Games	CIG	Bez rekomendacji			
Creepy Jar	CRJ	Bez rekomendacji			
Gamivo	GMV	Kupuj	→	78,0	↓
Huuuge	HUG	Kupuj	→	34,2	↓
PCF Group	PCF	Bez rekomendacji			
PlayWay	PLW	Kupuj	→	461,0	↓
Simteract	SMT	Bez rekomendacji			
Ten Square Games	TEN	Zawieszona			

Nazwa	Ticker	Rekomendacja		TP	
IT					
Asseco Poland	ACP	Trzymaj	→	86,0	↑
Asseco Business Solution	ABS	Trzymaj	→	42,0	↑
Asseco SEE	ASE	Trzymaj	→	52,0	→
Comarch	CMR	Kupuj	→	175,0	↓
Comp	CMP	Kupuj	→	74,0	↑
Grupa Pracuj	GPP	Kupuj	→	66,0	↑
K2 Holding	K2H	Trzymaj	→	37,0	↓
R22	R22	Kupuj	→	93,3	↑
Shoper	SHO	Kupuj	→	39,0	↑
BIOTECH					
Captor Therapeutics	CTX	Kupuj	→	221,0	→
Celon Pharma	CLN	Kupuj	→	24,4	↓
Mabion	MAB	Zawieszona			
Medinice	ICE	Kupuj	→	26,7	→
Molecure	MOC	Kupuj	→	24,9	→
Ryvu Therapeutics	RVU	Kupuj	→	85,5	↑
Scope Fluidics	SCP	Kupuj	→	224,9	→
Selvita	SLV	Kupuj	→	95,0	↓
Synektik	SNT	Kupuj	→	88,7	↑
KONSUMENT					
FMCG					
Dino Polska	DNP	Sprzedaj	→	470,0	↑
Eurocash	EUR	Zawieszona			
Pepco Group	PCO	Kupuj	→	47,0	↓
Tekstylia					
Answear.com	ANR	Kupuj	→	45,0	↑
CCC	CCC	Zawieszona		b.d.	
LPP	LPP	Kupuj	→	18000,0	↑
VRG	VRG	Zawieszona			
Wittchen	WTN	Kupuj	→	53,0	↓
Dystrybutorzy IT					
AB	ABE	Kupuj	→	75,0	↑
Dystrybutorzy automotive					
Auto Partner	APR	Kupuj	→	28,0	↑
Inter Cars	CAR	Kupuj	→	860,0	↑
Oponeo	OPN	Kupuj	→	60,0	↑
Pozostałe					
Allegro.eu	ALE	Kupuj	→	44,0	→
Amrest	EAT	Zawieszona			
Benefit Systems	BFT	Kupuj	→	1900,0	↑
Dadelo	DAD	Kupuj	→	20,0	↑
Neuca	NEU	Kupuj	↑	920,0	↑
Rainbow Tours	RBW	Kupuj	→	65,0	→

Nazwa	Ticker	Rekomendacja		TP	
BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY					
Budownictwo					
Budimex	BDX	Trzymaj	↓	440,0	↑
Erbud	ERB	Kupuj	→	50,0	↑
Mirbud	MRB	Kupuj	→	10,0	→
Torpol	TOR	Trzymaj	→	18,0	↓
Deweloperzy					
Atal	1AT	Kupuj	→	65,0	↑
Archicom	ARH	Kupuj	→	35,0	→
Dom Development	DOM	Kupuj	→	165,0	↑
Develia	DVL	Kupuj	→	5,5	→
Echo Investment	ECH	Kupuj	→	5,5	↑
GTC	GTC	Sprzedaj	→	5,5	↓
MLP Group	MLG	Kupuj	→	120,0	→
Materiały budowlane					
Ferro	FRO	Trzymaj	→	33,0	↑
Śnieżka	SKA	Kupuj	→	85,0	↑
Toya	TOA	Kupuj	→	8,0	↓
PRZEMYSŁ					
Przemysł metalowy					
Kęty	KTY	Sprzedaj	→	603,0	↑
Mangata	MGT	Trzymaj	→	100,0	↓
MFO	MFO	Kupuj	→	48,9	↑
Rawlplug	RWL	Kupuj	→	19,1	↓
Stalprodukt	STP	Kupuj	→	381,0	↓
Pozostałe					
AC Autogaz	ACG	Trzymaj	→	31,1	↓
Ambra	AMB	Kupuj	→	30,5	↑
Amica	AMC	Kupuj	→	109,0	↑
Arctic Paper	ATC	Kupuj	→	32,6	↓
Grenevia	GEA	Kupuj	↑	4,5	↑
Forte	FTE	Zawieszona			
Newag	NWG	Trzymaj	→	20,0	↓
Wielton	WLT	Trzymaj	→	9,1	↑
POZOSTAŁE					
Enter Air	ENT	Kupuj	→	66,6	↑
InPost	INPST	Kupuj	→	13,0	↑

Nazwa	Przychody[1]					EBITDA[2]					EBIT					Zysk netto					Data publikacji
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	raportów
BANKI I UBEZPIECZENIA																					
Alior	1 132	972	16%	1 103	3%	211,9	220,6	-4%	208,6	2%	883,3	608,3	45%	822,8	7%	441,2	216,2	104%	365,8	21%	**02.08.2023**
BNP Paribas PL	1 233	1 149	7%	1 200	3%	304,1	294,9	3%	325,1	-6%	991,0	715,6	38%	943,7	5%	277,9	257,7	8%	488,0	-43%	**10.08.2023**
Handlowy	837	667	26%	847	-1%	147,0	151,4	-3%	140,7	5%	810,3	711,5	14%	827,3	-2%	589,8	500,3	18%	603,8	-2%	**30.08.2023**
ING	1 925	1 899	1%	1 860	3%	535,8	518,8	3%	523,7	2%	1 611,9	1 168,7	38%	1 450,0	11%	995,6	573,0	74%	908,7	10%	**03.08.2023**
mBank	2 144	1 696	26%	2 092	2%	494,8	547,8	-10%	501,1	-1%	1 971,6	1 135,4	74%	1 706,1	16%	-93,5	229,7	-	142,8	-	**28.07.2023**
Millennium	1 296	1 179	10%	1 262	3%	200,5	206,1	-3%	200,9	0%	1 048,3	660,0	59%	1 535,4	-32%	31,3	-140,3	-	252,1	-88%	**26.07.2023**
Pekao	2 952	2 567	15%	2 774	6%	700,1	715,9	-2%	685,9	2%	2 652,9	1 504,9	76%	2 234,6	19%	1 732,4	467,9	270%	1 446,4	20%	**03.08.2023**
PKO	4 300	3 542	21%	4 187	3%	1 128,2	1 135,0	-1%	1 103,0	2%	3 980,0	2 609,7	53%	3 560,0	12%	518,0	421,1	23%	1 454,0	-64%	**24.08.2023**
Santander Bank Polska	3 138	2 935	7%	3 092	1%	654,6	620,7	5%	662,4	-1%	2 651,0	2 182,8	21%	2 479,7	7%	969,3	656,9	48%	1 192,0	-19%	**26.07.2023**
PZU	7 032	6 394	10%	7 053	0%	4 776,9	2 641,0	81%	4 527,0	6%	3 859,9	1 873,0	106%	3 338,0	16%	1 329,9	722,0	84%	1 081,0	23%	**31.08.2023**
FINANSE POZOSTAŁE																					
Caspar	8	9	-7%	8	1%	1,9	1,7	12%	2,1	-7%	1,2	1,0	20%	1,4	-9%	1,1	0,6	77%	1,1	-5%	**12.09.2023**
GPW	107	99	8%	112	-5%	40,2	46,8	-14%	34,9	15%	31,6	37,3	-15%	26,5	19%	37,2	38,1	-2%	26,6	40%	**10.08.2023**
Kruk	661	557	19%	615	7%	362,0	304,6	19%	343,5	5%	347,3	292,7	19%	329,4	5%	269,3	244,9	10%	235,2	15%	**10.08.2023**
Votum	101	77	31%	80	26%	45,1	34,0	32%	36,1	25%	44,2	33,4	32%	35,3	25%	36,7	26,6	38%	32,5	13%	**22.09.2023**
XTB	360	396	-9%	532	-32%	193,0	262,4	-26%	351,1	-45%	189,4	259,7	-27%	347,4	-45%	167,9	226,9	-26%	302,8	-45%	**26.07.2023**
ENERGETYKA I WYDOBYCIE																					
Bogdanka	884	731	21%	941	-6%	241,2	334,6	-28%	292,3	-17%	119,1	232,3	-49%	156,5	-24%	99,4	192,6	-48%	126,9	-22%	**13.09.2023**
PGE	24 027	15 728	53%	27 208	-12%	2 675,0	3 777,0	-29%	3 427,0	-22%	1 575,0	2 704,0	-42%	2 343,0	-33%	1 181,3	2 266,0	-48%	1 724,0	-31%	**12.09.2023**
Enea	11 025	7 465	48%	11 326	-3%	896,2	779,3	15%	1 044,3	-14%	466,2	384,4	21%	611,5	-24%	326,3	244,1	34%	202,2	61%	**13.09.2023**
Onde	297	346	-14%	183	63%	6,2	7,6	-19%	-1,0	-	15,4	5,7	170%	-3,3	-	9,9	1,2	722%	-4,9	-	**06.09.2023**
Polenergia	1 354	1 337	1%	1 467	-8%	110,3	32,4	241%	201,2	-45%	70,1	5,9	1089%	163,3	-57%	44,7	1,2	3781%	120,8	-63%	**24.08.2023**
Tauron	10 057	8 311	21%	13 559	-26%	2 101,0	396,0	431%	2 230,0	-6%	1 551,0	-252,0	-	1 697,0	-9%	930,6	-273,0	-	1 034,0	-10%	**06.09.2023**
JSW	4 057	5 972	-32%	4 458	-9%	1 230,8	3 117,1	-61%	1 956,0	-37%	878,3	2 894,4	-70%	1 574,5	-44%	734,9	2 351,8	-69%	1 268,3	-42%	**06.09.2023**
KGHM	7 780	8 933	-13%	9 585	-19%	1 417,3	2 176,0	-35%	1 882,0	-25%	366,3	1 230,0	-70%	662,0	-45%	-278,9	2 281,0	-	164,0	-	**17.08.2023**
PALIWA I CHEMIA																					
Ciech	1 210	1 236	-2%	1 730	-30%	142,0	188,8	-25%	216,9	-35%	22,0	85,7	-74%	97,2	-77%	-49,2	44,9	-	57,4	-	**07.09.2023**
Grupa Azoty	5 538	6 410	-14%	4 250	30%	-247,8	1 240,2	-	-401,2	-	-447,8	1 059,2	-	-596,0	-	-335,9	715,8	-	-521,7	-	**30.08.2023**
PKN Orlen	95 367	57 804	65%	110 270	-14%	9 074,8	7 817,0	16%	17 571,0	-48%	6 075,0	5 218,0	16%	12 575,0	-52%	4 734,0	3 612,0	31%	9 006,0	-47%	**24.08.2023**
Unimot	3 081	3 587	-14%	3 272	-6%	41,5	74,3	-44%	104,9	-60%	32,5	64,6	-50%	109,0	-70%	23,7	45,0	-47%	81,8	-71%	**30.08.2023**
TMT																					
Telekomunikacja i media																					
Agora	325	262	24%	296	10%	17,3	4,2	313%	10,5	65%	-1,9	-11,8	-	-5,0	-	6,8	-16,0	-	32,6	-79%	**18.08.2023**
Cyfrowy Polsat	3 285	3 228	2%	3 199	3%	818,1	893,3	-8%	761,2	7%	353,6	425,8	-17%	298,7	18%	103,9	288,9	-64%	64,5	61%	**16.08.2023**
Orange Polska	3 192	3 055	4%	3 139	2%	807,1	798,0	1%	762,0	6%	360,1	337,0	7%	392,0	-8%	246,6	243,0	1%	270,0	-9%	**25.07.2023**
Wirtualna Polska	355	267	33%	310	14%	100,6	93,0	8%	76,0	32%	60,2	64,5	-7%	38,6	56%	29,3	45,8	-36%	14,4	104%	**29.08.2023**
Gaming																					
11bit	13	28	-53%	15	-10%	1,9	11,8	-84%	3,8	-50%	0,6	9,7	-94%	1,9	-69%	1,4	12,0	-88%	3,3	-57%	**24.08.2023**
Artifex Mundi	20	10	102%	16	23%	6,8	3,9	75%	5,5	24%	5,2	2,5	110%	4,1	25%	4,8	1,1	338%	4,0	19%	**20.09.2023**
BoomBit	62	82	-24%	65	-5%	4,7	5,7	-18%	3,7	26%	1,7	2,5	-32%	0,7	130%	3,4	2,1	65%	2,2	52%	**25.09.2023**
CD Projekt	157	162	-3%	175	-10%	47,7	73,8	-35%	96,6	-51%	23,3	52,2	-55%	71,5	-67%	21,8	44,8	-51%	69,7	-69%	**30.08.2023**
CI Games	9	18	-49%	10	-9%	0,9	9,0	-91%	1,2	-30%	-1,1	6,8	-	-0,6	-	-0,9	9,2	-	-0,7	-	**07.09.2023**
Creepy Jar	9	17	-49%	12	-28%	5,6	14,3	-61%	9,0	-38%	5,3	12,4	-57%	8,6	-39%	6,4	13,8	-54%	9,3	-32%	**21.09.2023**
Gamivo	12	11	12%	12	-3%	3,3	3,0	10%	3,5	-6%	2,7	2,5	11%	2,9	-7%	2,6	2,3	13%	2,9	-11%	**14.08.2023**
Huuuge	69	79	-13%	72	-4%	22,6	13,7	65%	27,6	-18%	19,9	11,2	78%	24,5	-19%	16,3	8,6	90%	22,4	-27%	**07.09.2023**
PCF Group	b.d.	40	-	35	-	b.d.	12,5	-	3,3	-	b.d.	8,1	-	-1,5	-	b.d.	9,4	-	-4,6	-	**21.09.2023**
PlayWay	70	74	-5%	71	-3%	38,7	50,6	-23%	41,5	-7%	38,3	50,2	-24%	41,1	-7%	27,8	37,6	-26%	30,0	-8%	**02.10.2023**
Simteract	2	2	12%	2	25%	0,5	0,2	121%	0,2	162%	0,4	0,2	155%	0,0	809%	0,4	-0,2	-	0,0	2946%	**11.08.2023**
Ten Square Games	101	124	-19%	117	-14%	18,7	28,4	-34%	27,6	-32%	7,2	17,4	-59%	-14,4	-	13,6	13,8	-1%	-2,3	-	**06.09.2023**
IT																					
Asseco Poland	4 428	4 236	5%	4 335	2%	618,1	754,1	-18%	622,5	-1%	391,2	539,5	-27%	397,6	-2%	118,6	140,9	-16%	108,1	10%	**24.08.2023**
Asseco Business Solutions	87	78	11%	89	-3%	30,7	28,0	10%	32,2	-5%	22,0	20,5	7%	23,6	-7%	18,6	17,2	8%	20,3	-9%	**03.08.2023**
Asseco SEE	394	350	13%	380	4%	79,2	75,3	5%	72,8	9%	56,8	52,5	8%	50,2	13%	46,7	65,1	-28%	45,5	3%	**02.08.2023**
Comarch	457	426	7%	428	7%	37,8	52,0	-27%	42,2	-10%	13,4	28,3	-53%	19,3	-31%	24,1	12,4	95%	23,1	5%	**31.08.2023**
Comp	200	163	23%	215	-7%	23,3	15,6	49%	25,1	-7%	11,7	3,5	233%	13,5	-13%	5,4	-4,9	-	6,2	-14%	**31.08.2023**
Datawalk	12	14	-15%	3	268%	-3,2	-105,5	-	9,6	-	-4,4	-106,2	-	8,4	-	-3,6	-70,5	-	4,3	-	**06.09.2023**
Grupa Pracuj	187	138	35%	185	1%	87,7	81,1	8%	83,9	5%	78,2	67,4	16%	76,4	2%	54,0	49,4	9%	51,7	4%	**31.08.2023**
K2 Holding	16	13	27%	16	2%	2,1	2,4	-11%	2,2	-5%	1,5	1,9	-19%	1,6	-7%	1,3	20,7	-94%	1,5	-10%	**31.08.2023**
R22	118	87	35%	111	6%	33,5	22,8	47%	31,6	6%	26,8	15,1	78%	24,0	12%	10,3	3,7	176%	9,1	13%	**05.09.2023**
Shoper	38	29	33%	35	8%	11,5	8,5	35%	11,4	1%	7,2	6,0	20%	6,8	6%	5,6	4,5	26%	5,1	10%	**19.09.2023**
Vercom	79	53	0%	75	0%	18,9	10,8	0%	17,6	0%	15,0	7,8	0%	14,0	0%	14,7	4,8	0%	9,4	0%	**05.09.2023**
BIOTECH																					
Synthaverse	13	9	40%	8	60%	4,9	5,5	-10%	2,9	69%	1,8	3,9	-54%	1,3	38%	1,3	2,7	-53%	0,7	73%	**27.09.2023**
Captor Therapeutics	1	1	-16%	2	-35%	-12,4	-8,1	-	-13,8	-	-13,9	-10,0	-	-15,5	-	-13,0	-9,9	-	-14,2	-	**07.09.2023**
Celon Pharma	45	53	-15%	44	2%	-2,7	3,1	-	-1,8	-	-14,7	-8,4	-	-13,6	-	-10,4	-8,1	-	-9,5	-	**20.09.2023**
Mabion	32	44	-27%	40	-19%	12,8	5,6	127%	19,8	-36%	11,0	3,1	255%	18,0	-39%	9,4	5,1	84%	16,5	-43%	**12.09.2023**
Medinice	0	0	-100%	0	-100%	-1,6	-1,0	-	-1,3	-	-1,8	-1,1	-	-1,4	-	-1,8	-1,0	-	-1,1	-	**20.09.2023**
Molecure	1	0	306%	1	8%	-4,6	-3,8	-	-3,8	-	-5,0	-4,1	-	-4,2	-	-5,0	-3,8	-	-3,2	-	**29.09.2023**
Poltreg	0	0	0%	1	-33%	-3,8	-0,6	-	-1,9	-	-4,1	-0,7	-	-2,2	-	-3,6	0,1	-	-1,3	-	**07.09.2023**
Ryvu Therapeutics	18	8	139%	18	-2%	-16,5	-34,8	-	-15,3	-	-19,7	-38,1	-	-18,1	-	-18,2	-36,9	-	-17,6	-	**-**
Scope Fluidics	0	0	-	0	0%	-9,9	0,4	-	-9,0	-	-10,1	0,3	-	-9,3	-	-7,7	-3,9	-	-3,0	-	**02.10.2023**
Selvita	93	94	-1%	93	0%	15,9	15,8	1%	16,0	0%	4,2	7,5	-44%	5,6	-25%	3,5	3,7	-7%	2,6	33%	**27.09.2023**
Synektik	101	36	182%	66	53%	16,3	5,6	192%	6,8	138%	11,8	2,2	440%	3,2	271%	9,2	0,3	2547%	4,0	128%	**08.08.2023**

1) Dla banków wynik odsetkowy; dla PZU składka brutto 2) dla banków wynik prowizyjny; dla PZU wynik na lokatach

Nazwa	Przychody[1]					EBITDA[2]					EBIT					Zysk netto					Data publikacji
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	raportów
KONSUMENT																					
FMCG																					
Dino Polska	6 616	4 887	35%	5 544	19%	599,3	450,6	33%	458,2	31%	511,5	377,7	35%	375,7	36%	378,4	273,1	39%	270,7	40%	**17.08.2023**
Eurocash	8 626	7 839	10%	7 588	14%	262,9	256,3	3%	165,5	59%	113,7	104,5	9%	14,2	703%	53,4	17,3	209%	-51,6	-	**29.08.2023**
Jeronimo Martins	7 816	6 371	23%	6 804	15%	563,2	480,0	17%	446,0	26%	355,2	273,0	30%	233,0	52%	211,4	174,0	21%	140,0	51%	**26.07.2023**
Pepco Group	1 416	1 210	17%	1 184	20%	212,9	181,7	17%	124,5	71%	99,9	83,7	19%	15,5	543%	65,2	53,2	22%	0,6	11299%	**12.10.2023**
Tekstylia																					
Answear.com	284	198	44%	271	5%	15,9	16,7	-5%	15,3	4%	12,7	13,1	-3%	11,8	8%	8,8	7,2	22%	3,4	157%	**26.09.2023**
CCC	b.d.	2 377	-	2 064	-	b.d.	179,0	-	88,5	-	b.d.	31,3	-	-67,0	-	b.d.	-54,1	-	-152,0	-	**25.10.2023**
CDRL	81	91	-10%	90	-9%	5,4	11,4	-53%	-0,6	-	1,3	6,9	-82%	-5,0	-	-1,3	11,1	-	-6,7	-	**08.09.2023**
LPP	4 834	4 341	11%	3 639	33%	884,6	667,1	33%	550,9	61%	554,0	395,3	40%	230,7	140%	410,8	537,5	-24%	111,8	267%	**18.10.2023**
VRG	335	342	-2%	267	25%	75,0	86,8	-14%	35,3	112%	47,6	59,9	-21%	4,7	907%	44,1	39,1	13%	3,2	1268%	**24.08.2023**
Wittchen	111	87	27%	96	15%	26,3	23,7	11%	19,5	35%	19,7	17,5	13%	12,5	58%	17,2	11,1	55%	10,1	71%	**21.09.2023**
Dystrybutorzy IT																					
Asbis	674	516	31%	722	-7%	20,9	20,8	1%	30,6	-32%	19,5	19,5	0%	28,7	-32%	9,7	11,1	-13%	17,4	-44%	**10.08.2023**
AB	2 925	3 198	-9%	3 541	-17%	54,4	60,8	-11%	67,6	-20%	48,3	55,6	-13%	61,3	-21%	27,4	40,4	-32%	31,9	-14%	**22.08.2023**
Dystrybutorzy automotive																					
Auto Partner	938	707	33%	837	12%	91,5	77,9	18%	72,0	27%	82,8	69,9	18%	62,0	34%	64,6	52,4	23%	43,0	50%	**14.09.2023**
Inter Cars	4 560	3 751	22%	4 189	9%	367,0	319,2	15%	338,1	9%	320,6	283,9	13%	293,6	9%	232,8	209,1	11%	201,9	15%	**07.09.2023**
Oponeo	497	416	20%	292	70%	30,6	20,9	47%	-0,3	-	24,6	15,4	60%	-5,8	-	20,2	7,4	172%	-3,2	-	**17.08.2023**
Pozostałe																					
Allegro.eu	2 444	2 210	11%	2 322	5%	532,7	484,1	10%	530,9	0%	257,0	209,0	23%	250,6	3%	165,7	-63,5	-	157,0	5%	**28.09.2023**
Amrest	635	606	5%	621	2%	90,7	100,8	-10%	79,8	14%	29,2	-13,8	-	17,0	72%	17,2	-35,6	-	1,7	910%	**-**
Benefit Systems	705	460	53%	625	13%	182,0	107,2	70%	129,1	41%	118,8	50,3	136%	65,7	81%	109,5	32,0	242%	52,4	109%	**16.08.2023**
Dadelo	71	41	71%	29	146%	4,1	3,0	37%	-0,3	-	3,0	2,4	24%	-0,9	-	2,4	2,0	20%	-1,0	-	**17.08.2023**
Neuca	2 993	2 655	13%	3 002	0%	86,5	96,6	-10%	97,7	-12%	58,3	73,6	-21%	69,9	-17%	45,0	40,9	10%	51,5	-13%	**29.08.2023**
Rainbow Tours	761	505	51%	556	37%	49,4	1,4	3328%	30,6	62%	42,2	-5,2	-	24,3	74%	33,5	-5,3	-	19,8	69%	**29.09.2023**
BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY																					
Budownictwo																					
Budimex	2 395	2 399	0%	1 939	23%	187,5	214,4	-13%	141,3	33%	148,2	177,3	-16%	102,3	45%	153,5	144,9	6%	106,3	44%	**31.08.2023**
Erbud	930	1 026	-9%	721	29%	20,8	16,6	25%	1,0	2059%	12,0	7,7	57%	-7,8	-	0,1	-2,0	-	-13,4	-	**06.09.2023**
Mirbud	802	849	-6%	515	56%	50,4	44,5	13%	30,1	67%	45,8	40,5	13%	25,6	79%	27,0	24,3	11%	13,1	106%	**29.08.2023**
Pekabex	399	426	-6%	387	3%	37,3	29,1	28%	42,8	-13%	30,2	22,2	36%	35,8	-16%	21,8	15,0	46%	24,7	-12%	**14.09.2023**
Torpol	216	254	-15%	213	2%	36,0	56,9	-37%	18,8	92%	29,7	51,0	-42%	12,3	141%	25,4	45,0	-44%	14,4	76%	**01.09.2023**
Deweloperzy																					
Atal	341	469	-27%	189	80%	101,7	85,3	19%	65,3	56%	100,9	84,6	19%	64,5	57%	80,7	76,3	6%	54,1	49%	**07.09.2023**
Archicom	123	74	67%	83	48%	25,9	8,9	191%	19,8	31%	25,1	8,2	208%	19,0	32%	16,3	9,3	75%	17,2	-5%	**21.09.2023**
Dom Development	446	602	-26%	822	-46%	78,6	113,0	-30%	201,7	-61%	74,3	108,6	-32%	197,3	-62%	58,7	94,0	-38%	158,8	-63%	**29.08.2023**
Develia	136	22	512%	257	-47%	6,0	-6,6	-	70,8	-91%	5,5	-7,1	-	70,3	-92%	4,5	2,7	66%	58,4	-92%	**13.09.2023**
Echo Investment	217	315	-31%	210	3%	-28,1	58,2	-	28,9	-	-32,1	54,6	-	25,3	-	-28,0	10,4	-	11,5	-	**21.09.2023**
GTC	44	43	4%	43	4%	-16,0	40,7	-	21,9	-	-16,1	40,5	-	21,7	-	-19,4	25,0	-	11,2	-	**24.08.2023**
MLP Group	88	61	46%	95	-7%	-167,8	518,9	-	37,6	-	-167,9	518,8	-	37,5	-	-80,3	404,3	-	26,1	-	**23.08.2023**
Materiały budowlane																					
Ferro	185	224	-18%	207	-11%	24,6	30,4	-19%	28,9	-15%	20,2	26,6	-24%	24,9	-19%	13,4	18,6	-28%	17,5	-23%	**27.09.2023**
Śnieżka	222	213	4%	201	10%	37,5	33,8	11%	37,5	0%	28,0	24,5	14%	27,5	2%	17,6	8,9	99%	16,3	8%	**19.09.2023**
Toya	173	179	-3%	175	-1%	21,4	28,0	-23%	22,9	-7%	17,5	24,3	-28%	19,0	-8%	13,0	17,4	-26%	13,6	-5%	**24.08.2023**
PRZEMYSŁ																					
Przemysł metalowy																					
Cognor	787	1 032	-24%	887	-11%	78,2	234,9	-67%	100,8	-22%	64,3	224,0	-71%	88,6	-27%	41,9	180,0	-77%	169,0	-75%	**18.08.2023**
Kęty	1 349	1 653	-18%	1 378	-2%	235,7	350,3	-33%	200,6	18%	192,0	309,6	-38%	156,8	22%	142,5	246,0	-42%	135,8	5%	**02.08.2023**
Mangata	249	271	-8%	277	-10%	35,4	47,6	-26%	40,8	-13%	24,7	37,8	-35%	30,1	-18%	14,8	27,6	-46%	21,7	-32%	**12.09.2023**
MFO	143	295	-51%	152	-6%	5,8	37,0	-84%	5,7	2%	4,0	35,4	-89%	3,6	11%	2,2	28,5	-92%	1,4	54%	**21.09.2023**
Rawlplug	321	318	1%	313	2%	47,9	58,9	-19%	39,2	22%	35,3	48,9	-28%	26,9	31%	19,7	39,6	-50%	8,7	126%	**25.08.2023**
Stalprodukt	1 075	1 578	-32%	1 298	-17%	133,9	210,8	-37%	183,7	-27%	89,4	166,2	-46%	138,2	-35%	69,3	117,5	-41%	112,5	-38%	**31.08.2023**
Pozostałe																					
AC Autogaz	60	63	-4%	66	-9%	10,9	13,2	-17%	12,4	-12%	7,9	10,1	-22%	9,3	-16%	5,9	8,7	-32%	7,6	-22%	**11.08.2023**
Ambra	195	180	9%	159	23%	18,5	17,0	9%	14,4	29%	11,4	10,7	7%	6,9	67%	6,3	6,6	-5%	2,6	140%	**b.d.**
Amica	726	796	-9%	717	1%	38,8	-2,5	-	31,3	24%	25,7	-20,0	-	18,3	40%	15,3	-7,2	-	-0,5	-	**22.09.2023**
Apator	272	258	6%	289	-6%	25,2	27,1	-7%	31,6	-20%	11,3	12,9	-13%	17,7	-36%	6,2	4,8	29%	8,5	-28%	**30.08.2023**
Arctic Paper	903	1 296	-30%	1 032	-13%	96,6	330,1	-71%	185,5	-48%	67,1	298,1	-77%	155,6	-57%	44,3	215,9	-79%	107,9	-59%	**10.08.2023**
Boryszew	1 558	1 834	-15%	1 682	-7%	89,5	171,8	-48%	100,4	-11%	43,0	127,8	-66%	57,6	-25%	38,0	76,7	-50%	46,0	-18%	**17.08.2023**
Grenevia	391	290	35%	370	6%	108,9	98,0	11%	104,0	5%	64,2	60,0	7%	62,0	3%	52,6	-2,0	-	60,0	-12%	**28.08.2023**
Forte	304	333	-9%	324	-6%	18,6	77,3	-76%	24,1	-23%	4,9	22,6	-79%	10,2	-53%	0,6	8,5	-93%	-1,4	-	**22.08.2023**
Mercator Medical	105	149	-30%	113	-7%	-15,0	-14,3	-	-25,1	-	-22,5	-20,6	-	-32,6	-	-7,5	-11,1	-	-17,7	-	**29.09.2023**
Mo-Bruk	60	62	-3%	55	9%	28,8	34,0	-15%	25,8	12%	27,0	32,7	-17%	23,9	13%	22,2	26,7	-17%	19,6	13%	**17.08.2023**
Newag	124	163	-24%	276	-55%	10,6	11,6	-8%	50,9	-79%	-0,2	0,7	-	40,0	-	-6,4	-7,8	-	25,9	-	**15.09.2023**
Selena	494	499	-1%	412	20%	35,5	38,8	-8%	9,9	257%	25,8	27,2	-5%	0,4	6111%	18,4	23,4	-21%	-5,1	-	**15.09.2023**
Vigo Photonics	18	19	-3%	19	-1%	6,5	5,0	31%	6,5	-1%	3,6	1,7	109%	3,7	-2%	3,2	2,5	25%	2,5	27%	**19.09.2023**
Wielton	871	822	6%	849	3%	48,5	61,1	-21%	45,8	6%	29,7	43,8	-32%	26,4	12%	13,9	75,0	-81%	13,7	2%	**14.09.2023**
XTPL	3	3	-6%	4	-17%	-1,0	0,2	-	0,1	-	-1,3	0,0	-	-0,2	-	-1,4	-0,1	-	-0,3	-	**20.09.2023**
POZOSTAŁE																					
Enter Air	798	603	32%	314	154%	148,2	112,5	32%	40,5	266%	87,6	58,6	50%	-13,2	-	97,8	-31,0	-	-16,5	-	**29.09.2023**
InPost	2 228	1 697	31%	1 996	12%	635,4	511,0	24%	557,3	14%	635,4	505,9	26%	545,5	16%	107,1	216,9	-51%	115,9	-8%	**06.09.2023**
PKP Cargo	1 305	1 285	2%	1 564	-17%	209,8	219,1	-4%	359,4	-42%	17,1	37,6	-55%	168,0	-90%	-32,2	5,2	-	104,2	-	**25.08.2023**
STS Holding	b.d.	121	-	153	-	b.d.	45,0	-	80,8	-	b.d.	25,8	-	70,3	-	b.d.	29,7	-	54,7	-	**06.09.2023**

1) Dla banków wynik odsetkowy; dla PZU składka brutto 2) dla banków wynik prowizyjny; dla PZU wynik na lokatach

Wskaźniki [1/2]

Nazwa	Kurs	MC	Przychody[1]			EBITDA[2]			EBIT			Zysk netto			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
BANKI I UBEZPIECZENIA																				
Alior	57,8	7 546	4 476	4 148	4 029	828	842	855	1 533	1 074	947	4,9	7,0	8,0	0,9	0,8	0,8	0,0%	0,0%	7,1%
BNP Paribas PL	64,0	9 451	4 899	4 467	4 385	1 235	1 222	1 280	1 362	1 664	1 570	6,9	5,7	6,0	0,7	0,7	0,6	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	90,0	11 759	3 299	2 706	2 400	574	583	597	2 189	1 485	1 221	5,4	7,9	9,6	1,3	1,3	1,3	10,0%	11,2%	11,4%
ING	201,0	26 150	7 634	7 277	7 139	2 146	2 216	2 286	3 761	3 108	2 837	7,0	8,4	9,2	1,9	1,8	1,6	2,0%	7,2%	5,9%
mBank	465,8	19 780	8 351	7 158	6 670	1 992	2 026	2 081	870	3 041	2 615	22,7	6,5	7,6	1,4	1,2	1,1	0,0%	0,0%	7,7%
Millennium	6,8	8 225	4 997	4 246	3 611	794	797	826	409	704	1 093	20,1	11,7	7,5	1,3	1,2	1,0	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	115,0	30 171	11 289	9 946	9 385	2 793	2 839	2 915	6 011	4 398	3 870	5,0	6,9	7,8	1,1	1,0	1,0	4,7%	10,0%	10,9%
PKO	39,9	49 863	16 708	15 139	14 571	4 560	4 673	4 745	5 125	7 533	6 590	9,7	6,6	7,6	1,2	1,1	1,1	3,3%	7,7%	11,3%
Santander Bank Polska	406,0	41 489	12 281	11 157	10 611	2 621	2 723	2 807	4 234	4 242	4 826	9,8	9,8	8,6	1,4	1,3	1,3	5,9%	8,2%	8,2%
PZU	38,8	33 496	28 744	29 445	30 104	17 385	14 908	14 331	4 899	4 668	4 400	6,8	7,2	7,6	1,2	1,1	1,0	6,2%	7,3%	8,4%
FINANSE POZOSTAŁE																				
Caspar	13,0	128	36	43	47	10	15	17	6	10	12	20,3	12,6	10,6	12,0	8,0	6,7	4,3%	4,0%	6,4%
GPW	40,5	1 702	433	445	455	165	172	176	149	156	158	11,4	10,9	10,8	7,7	7,2	6,9	7,0%	7,3%	7,5%
Kruk	444,6	8 589	2 616	3 041	3 431	1 379	1 629	1 856	958	1 104	1 264	9,0	7,8	6,8	10,2	9,4	8,9	3,3%	3,9%	6,4%
Votum	50,3	604	393	487	430	173	224	177	144	178	141	4,2	3,4	4,3	3,3	2,5	3,1	5,0%	16,7%	23,6%
XTB	41,0	4 815	1 583	1 416	1 486	897	706	781	793	633	679	6,1	7,6	7,1	3,4	4,2	3,6	11,8%	12,4%	9,9%
ENERGETYKA I WYDOBYCIE																				
Bogdanka	38,4	1 305	4 182	4 438	3 837	1 543	1 657	1 000	889	985	445	1,5	1,3	2,9	0,2	-0,3	-0,7	6,7%	6,5%	6,5%
PGE	8,4	18 950	88 623	48 602	50 060	10 316	7 484	7 735	4 236	2 567	3 089	4,5	7,4	6,1	3,4	3,8	3,3	0,0%	0,0%	0,0%
Enea	9,0	4 752	38 025	21 097	21 708	4 171	1 895	1 969	1 852	588	609	2,6	8,1	7,8	2,1	4,2	3,7	0,0%	0,0%	0,0%
Onde	12,7	698	1 095	1 086	896	32	40	28	20	11	5	35,5	60,8	129,0	22,4	22,1	31,2	0,0%	0,0%	0,0%
Polenergia	88,0	5 878	4 959	3 895	3 984	548	721	751	263	343	384	22,3	17,1	15,3	12,3	9,1	8,3	0,0%	0,0%	0,0%
Tauron	3,3	5 855	39 663	19 642	20 035	6 558	4 686	4 892	2 791	1 575	1 835	2,1	3,7	3,2	3,4	3,7	3,3	0,0%	0,0%	0,0%
JSW	43,0	5 048	15 416	12 980	12 758	4 523	2 836	2 556	2 482	945	670	2,0	5,3	7,5	0,2	0,6	0,9	0,0%	0,0%	0,0%
KGHM	116,6	23 320	32 762	30 109	30 975	3 932	4 121	4 138	392	1 522	1 531	59,5	15,3	15,2	7,4	7,1	7,2	0,9%	0,0%	0,9%
PALIWA I CHEMIA																				
Ciech	49,8	2 624	5 306	5 121	4 965	780	834	893	110	278	235	23,8	9,4	11,2	5,4	5,1	4,9	11,5%	6,1%	6,1%
Grupa Azoty	27,1	2 684	21 879	21 028	18 931	-560	1 825	2 495	-1 484	12	539	-	224,5	5,0	-	6,3	4,4	0,0%	0,0%	7,5%
PKN Orlen	70,4	81 777	371 732	335 657	342 370	43 223	38 402	35 666	20 240	15 352	12 432	4,0	5,3	6,6	1,9	2,4	2,8	7,8%	6,1%	6,3%
Unimot	104,8	859	11 694	10 456	9 725	253	238	240	153	111	112	5,6	7,7	7,7	6,0	6,6	6,2	13,1%	5,3%	3,9%
TMT																				
Telekomunikacja i media																				
Agora	7,9	368	1 384	1 468	1 528	121	152	170	47	14	33	7,8	25,5	11,2	3,4	2,7	2,2	0,0%	0,0%	0,0%
Cyfrowy Polsat	16,7	9 177	13 429	14 080	14 636	3 243	3 573	3 954	381	734	1 086	24,1	12,5	8,5	6,8	6,4	6,1	0,0%	0,0%	6,0%
Orange Polska	7,3	9 572	12 984	13 226	13 660	3 184	3 345	3 494	857	893	868	11,2	10,7	11,0	5,1	4,8	4,7	4,8%	6,9%	6,9%
Wirtualna Polska	129,0	3 765	1 441	1 553	1 674	434	482	528	163	216	261	23,1	17,5	14,5	9,8	8,6	7,5	1,9%	1,9%	1,9%
Gaming																				
11bit	688,0	1 663	108	369	294	29	233	158	24	155	108	69,5	10,7	15,3	56,1	6,5	10,2	0,0%	1,3%	8,4%
Artifex Mundi	14,9	177	79	98	115	28	34	40	20	23	26	8,9	7,6	6,8	5,2	3,9	3,0	0,0%	0,0%	0,0%
BoomBit	12,0	162	258	297	341	16	23	27	11	13	16	15,0	12,9	10,3	5,4	3,4	2,5	6,6%	5,4%	6,3%
CD Projekt	160,0	16 105	994	820	832	539	360	362	358	260	253	45,0	62,0	63,7	27,4	41,1	40,9	0,0%	0,0%	0,0%
CI Games	5,4	981	233	b.d.	b.d.	166	b.d.	b.d.	98	b.d.	b.d.	10,0	-	-	5,7	-	-	-	-	-
Creepy Jar	754,0	527	40	92	94	27	77	77	29	61	61	17,9	8,7	8,7	16,7	5,2	4,9	5,5%	2,9%	-
Gamivo	60,0	121	51	56	61	13	15	16	10	11	13	12,1	10,6	9,4	7,1	6,3	5,7	0,0%	8,1%	9,0%
Huuuge	25,2	2 123	278	271	269	94	82	78	70	59	55	30,1	36,2	38,5	19,5	21,6	22,1	0,0%	0,0%	0,0%
PCF Group	43,0	1 437	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PlayWay	409,5	2 703	354	429	448	228	273	279	180	214	220	15,0	12,6	12,3	12,2	10,2	10,1	4,0%	6,7%	7,9%
Simteract	10,1	12	12	b.d.	b.d.	4	b.d.	b.d.	4	b.d.	b.d.	3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Ten Square Games	80,9	593	410	411	488	83	60	76	38	30	42	15,7	19,7	14,2	5,6	7,6	7,0	4,4%	0,8%	2,5%
IT																				
Asseco Poland	81,5	6 765	18 372	19 138	19 744	2 653	2 708	2 762	496	513	530	13,6	13,2	12,8	2,7	2,3	2,0	4,3%	4,7%	4,9%
Asseco Business Solutions	40,6	1 357	383	413	443	146	158	169	94	101	108	14,4	13,5	12,6	9,3	8,5	7,9	5,7%	6,2%	6,7%
Asseco SEE	51,8	2 688	1 701	1 826	1 933	324	341	357	192	195	207	14,0	13,8	13,0	8,0	7,4	6,8	2,8%	3,5%	3,9%
Comarch	147,0	1 196	1 985	2 087	2 169	212	256	267	98	109	115	12,2	10,9	10,4	4,4	3,4	3,1	2,7%	4,1%	5,4%
Comp	57,8	261	851	878	893	97	104	109	25	36	43	10,5	7,2	6,1	4,1	3,6	3,3	0,0%	8,7%	8,7%
Datawalk	80,5	413	44	70	105	3	-13	-4	-5	-14	-11	-	-	-	133,7	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Pracuj	54,2	3 700	743	883	998	307	351	394	182	231	271	20,3	16,0	13,6	12,8	10,7	9,1	2,8%	2,9%	3,7%
K2 Holding	36,5	90	68	78	87	10	11	12	7	7	8	13,7	12,7	11,6	9,2	7,6	6,6	11,0%	5,2%	5,2%
R22	84,0	1 191	488	571	650	138	163	188	44	58	69	27,3	20,6	17,3	15,5	12,7	10,6	1,1%	1,5%	1,7%
Shoper	32,6	917	163	203	250	50	62	79	26	36	49	35,9	25,2	18,5	18,6	14,5	11,4	1,4%	1,4%	2,4%
Vercom	69,6	1 547	336	399	463	81	96	114	47	61	75	33,0	25,4	20,7	-	-	-	-	-	-
BIOTECH																				
Synthaverse	5,6	392	59	83	108	20	36	58	4	10	18	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Captor Therapeutics	145,5	600	23	13	144	-50	-63	14	-53	-68	9	-	-	68,2	-	-	41,2	0,0%	0,0%	0,0%
Celon Pharma	16,7	854	223	286	338	3	21	36	-31	-22	-18	-	-	-	320,2	40,7	23,6	0,5%	1,1%	1,0%
Mabion	17,8	288	150	b.d.	b.d.	59	b.d.	b.d.	44	b.d.	b.d.	6,5	-	-	4,2	-	-	-	-	-
Medinice	16,8	106	0	0	0	-8	-11	-16	-8	-12	-16	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Molecure	19,7	276	8	119	163	-26	75	83	-27	74	82	-	3,7	3,4	-	3,2	2,3	0,0%	0,0%	0,0%
Poltreg	57,8	270	1	9	12	-36	-52	-61	-35	-51	-60	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Ryvu Therapeutics	60,0	1 387	56	124	735	-248	-153	268	-247	-154	192	-	-	7,2	-	-	4,4	-	-	-
Scope Fluidics	166,5	458	2	204	39	-43	136	572	0	0	0	-	-	-	-	-	-	51,4%	-	-
Selvita	71,6	1 314	439	527	622	90	151	186	36	70	90	36,6	18,7	14,6	16,7	10,2	7,7	-	-	-
Synektik	72,6	619	338	353	366	53	53	72	31	35	52	19,8	17,7	11,9	11,3	11,1	7,6	0,8%	0,8%	0,8%

1) Dla banków wynik odsetkowy; dla PZU składka brutto 2) dla banków wynik prowizyjny; dla PZU wynik na lokatach

Wskaźniki [2/2]

Nazwa	Kurs	MC	Przychody[1]			EBITDA[2]			EBIT			Zysk netto			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
KONSUMENT																				
FMCG																				
Dino Polska	474,0	46 471	26 695	33 678	40 692	2 443	3 285	4 074	1 564	2 241	2 881	29,7	20,7	16,1	19,4	14,0	10,9	0,0%	0,0%	0,0%
Eurocash	17,7	2 469	34 706	36 787	38 460	1 050	1 167	1 302	146	209	307	16,9	11,8	8,1	5,1	4,5	4,0	2,2%	4,7%	6,8%
Jeronimo Martins	26,4	16 639	30 750	34 426	36 861	2 145	2 672	2 932	762	1 122	1 259	21,8	14,8	13,2	8,3	6,5	5,8	3,3%	3,4%	3,6%
Pepco Group	35,5	4 250	6 194	7 033	7 850	845	1 018	1 144	253	299	312	16,8	14,2	13,6	7,0	5,9	5,3	0,0%	0,0%	0,4%
Tekstylia																				
Answear.com	36,6	653	1 361	1 731	2 032	73	94	109	28	43	55	23,4	15,0	11,8	11,2	9,2	7,7	0,0%	0,0%	0,0%
CCC	44,3	2 432	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CDRL	17,4	105	389	-	-	16	-	-	-4	-	-	-	-	-	15,3	-	-	5,8%	-	-
LPP	14 420,0	26 752	18 357	22 162	26 044	3 241	4 030	4 610	1 370	1 900	2 243	19,5	14,1	11,9	9,5	7,5	6,3	3,0%	3,8%	3,2%
VRG	3,6	844	1 357	1 476	1 583	244	263	278	106	104	118	8,0	8,1	7,2	4,5	4,1	3,7	5,6%	6,2%	6,3%
Wittchen	36,1	655	512	614	686	127	142	153	80	89	95	8,2	7,4	6,9	5,6	5,1	4,7	9,2%	4,8%	6,7%
Dystrybutorzy IT																				
Asbis	29,7	1 648	3 105	3 492	3 738	118	126	131	67	75	79	24,6	22,1	20,8	14,1	12,9	12,0	1,6%	1,8%	1,9%
AB	61,4	994	15 056	16 007	16 801	295	276	270	157	183	176	6,3	5,4	5,7	4,8	4,6	4,5	2,0%	2,4%	3,7%
Dystrybutorzy automotive																				
Auto Partner	21,9	2 861	3 661	4 591	5 523	342	412	472	221	284	332	13,0	10,1	8,6	9,8	8,3	7,4	1,8%	2,3%	3,0%
Inter Cars	622,0	8 813	18 858	22 202	25 318	1 477	1 672	1 818	910	1 047	1 167	9,7	8,4	7,6	7,6	6,8	6,3	0,4%	1,0%	1,8%
Oponeo	44,8	624	1 898	2 138	2 303	80	89	94	45	46	54	13,7	13,6	11,6	7,6	7,0	6,5	2,6%	2,9%	2,9%
Pozostałe																				
Allegro.eu	32,5	34 349	10 988	12 968	14 827	2 493	3 175	3 789	890	1 514	2 102	38,6	22,7	16,3	15,8	11,9	9,4	0,0%	0,0%	0,0%
Amrest	26,1	1 197	2 603	2 987	3 379	362	427	467	52	86	125	23,1	13,9	9,6	6,5	5,4	4,7	0,0%	0,0%	0,5%
Benefit Systems	1 700,0	4 987	2 753	3 319	3 767	718	771	859	300	363	416	16,6	13,8	12,0	8,1	7,6	6,8	2,1%	4,2%	5,1%
Dadelo	15,6	182	185	252	331	6	14	18	2	7	10	104,2	27,6	18,2	30,7	15,0	11,8	0,2%	0,4%	1,5%
Neuca	796,0	3 518	12 381	13 466	14 357	349	396	433	170	191	222	20,7	18,5	15,8	10,9	9,2	8,3	1,6%	1,8%	4,6%
Rainbow Tours	43,9	639	3 242	3 545	3 869	189	143	148	127	88	91	5,0	7,3	7,0	3,6	5,1	4,8	11,0%	8,3%	8,5%
BUDOWNICTWO I DEWELOPERZY																				
Budownictwo																				
Budimex	440,0	11 233	9 061	9 109	9 762	778	870	807	572	616	557	19,6	18,2	20,2	9,9	8,7	9,4	4,1%	4,3%	4,7%
Erbud	43,2	515	3 454	3 864	4 146	92	129	136	28	46	53	18,5	11,2	9,7	10,2	9,1	8,8	1,9%	0,0%	4,4%
Mirbud	7,5	685	3 203	3 593	3 345	213	215	204	139	142	134	4,9	4,8	5,1	2,6	2,8	2,6	3,5%	4,0%	5,2%
Pekabex	23,9	593	1 669	1 771	1 927	132	135	136	71	77	81	8,3	7,7	7,3	4,9	4,5	4,1	1,7%	2,4%	2,6%
Torpol	17,9	411	988	1 156	1 632	94	58	97	60	33	59	6,9	12,4	6,9	0,4	1,5	1,8	0,0%	0,0%	0,0%
Deweloperzy																				
Atal	57,4	2 222	1 506	1 383	1 917	401	342	466	306	268	365	7,3	8,3	6,1	5,8	7,1	4,8	8,7%	6,2%	7,6%
Archicom	22,4	575	836	1 060	1 533	204	221	303	160	164	234	3,6	3,5	2,5	3,9	3,1	2,3	5,0%	10,3%	10,6%
Dom Development	150,0	3 855	2 556	2 247	2 739	493	404	582	379	304	444	10,2	12,7	8,7	8,0	9,9	6,4	7,4%	7,4%	7,1%
Develia	4,8	2 142	1 172	1 369	1 570	275	308	340	212	224	256	10,1	9,6	8,4	9,2	7,5	6,6	8,4%	7,1%	9,4%
Echo Investment	4,4	1 816	1 399	1 256	1 791	271	245	332	171	197	184	10,6	9,2	9,8	10,0	10,5	8,3	11,8%	11,4%	11,4%
GTC	6,2	3 549	176	192	211	108	117	129	61	71	78	58,4	50,2	45,5	43,9	41,3	37,4	0,8%	0,9%	1,0%
MLP Group	84,0	2 016	349	443	549	346	553	669	307	403	488	6,6	5,0	4,1	11,6	8,0	7,5	0,0%	0,0%	3,7%
Materiały budowlane	0,0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0%	0,0%
Ferro	31,4	667	818	1 043	1 134	107	134	144	59	83	91	11,2	8,0	7,4	7,6	6,1	5,8	4,9%	4,4%	8,1%
Śnieżka	72,0	908	821	861	947	137	143	164	59	73	89	15,5	12,5	10,2	8,7	8,0	6,7	2,8%	3,2%	4,0%
Toya	6,0	450	761	810	859	105	109	115	67	74	80	6,7	6,0	5,7	4,6	4,6	4,2	0,0%	6,7%	7,4%
PRZEMYSŁ																				
Przemysł metalowy																				
Cognor	7,8	1 342	2 586	2 885	2 930	307	279	315	270	126	177	5,0	10,7	7,6	5,2	5,8	4,7	15,6%	0,0%	4,6%
Kęty	708,5	6 837	5 098	5 145	5 589	805	845	891	476	485	524	14,4	14,1	13,1	10,0	9,6	9,2	8,8%	7,1%	6,7%
Mangata	98,0	654	1 007	1 076	1 121	137	158	163	60	75	87	10,8	8,7	7,5	6,2	5,4	5,1	12,0%	5,6%	5,9%
MFO	34,8	230	612	720	810	32	52	60	16	31	42	14,1	7,5	5,4	7,9	5,8	5,2	0,0%	0,0%	5,5%
Rawlplug	14,9	484	1 228	1 320	1 412	168	185	200	56	85	92	8,7	5,7	5,3	5,2	4,8	4,3	5,4%	5,9%	6,5%
Stalprodukt	265,0	1 479	4 365	4 310	4 294	576	487	409	313	233	161	4,7	6,3	9,2	1,0	1,1	1,2	5,7%	5,7%	7,5%
Pozostałe																				
AC Autogaz	31,0	312	253	265	275	46	50	52	27	32	34	11,6	9,7	9,2	7,3	6,8	6,5	0,0%	11,3%	9,7%
Ambra	26,2	660	879	979	1 024	125	139	143	58	66	72	11,4	10,0	9,2	5,7	4,9	4,4	3,8%	4,6%	4,8%
Amica	78,7	612	3 116	3 206	3 302	162	189	196	56	88	102	10,9	7,0	6,0	4,4	3,7	3,3	0,0%	0,0%	3,8%
Apator	17,2	562	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Arctic Paper	18,3	1 268	3 650	3 623	3 524	506	441	428	283	214	191	4,5	5,9	6,6	3,0	3,3	3,3	14,8%	6,7%	5,1%
Boryszew	6,5	1 570	6 239	6 371	b.d.	366	385	b.d.	118	96	b.d.	13,4	16,3	-	6,7	6,2	-	11,3%	3,1%	-
Grenevia	3,4	1 960	1 543	1 670	1 747	424	469	567	215	191	240	9,1	10,3	8,2	6,0	6,4	4,8	0,0%	0,0%	0,0%
Forte	28,6	684	1 304	1 599	1 782	138	200	233	52	103	135	13,1	6,7	5,1	7,6	5,0	3,9	0,0%	0,0%	0,0%
Mercator Medical	42,3	450	438	485	688	-55	16	44	-33	17	33	-	26,2	13,8	-	7,0	3,2	5,8%	6,0%	6,0%
Mo-Bruk	267,0	938	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Newag	18,5	830	1 043	1 156	1 231	174	177	212	77	88	123	10,8	9,5	6,8	6,9	6,3	5,1	1,4%	5,4%	7,4%
Selena	23,4	534	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vigo Photonics	530,0	386	83	102	120	30	41	48	16	26	24	24,3	15,0	15,8	14,6	11,1	9,9	0,0%	0,0%	0,0%
Wielton	8,7	525	3 480	3 757	3 938	179	204	245	44	61	92	11,8	8,6	5,7	6,0	5,7	4,7	4,6%	3,8%	5,8%
XTPL	192,0	390	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
POZOSTAŁE																				
Enter Air	48,2	846	2 783	3 208	3 575	486	554	608	204	187	203	4,2	4,5	4,2	4,1	3,6	3,3	0,0%	6,6%	3,6%
InPost	10,0	22 590	9 154	11 467	13 514	2 621	3 412	4 204	679	1 173	1 611	33,2	19,3	14,0	11,1	8,6	6,9	0,0%	0,0%	0,0%
PKP Cargo	16,9	756	5 669	5 662	5 917	964	809	941	-13	-108	51	-	-	14,7	3,4	4,1	3,4	0,0%	0,0%	0,0%
STS Holding	24,6	3 848	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-

1) Dla banków wynik odsetkowy; dla PZU składka brutto 2) dla banków wynik prowizyjny; dla PZU wynik na lokatach

Daty publikacji raportów

Data	Spółka
25.07.2023 (wtorek)	Orange Polska
26.07.2023 (środa)	Millennium
	Santander Bank Polska
26.07.2023 (środa)	XTB
	Jeronimo Martins
28.07.2023 (piątek)	mBank
02.08.2023 (środa)	Alior
	Asseco SEE
	Kęty
03.08.2023 (czwartek)	ING
	Pekao
	Asseco Business Solutions
08.08.2023 (wtorek)	Synektik
10.08.2023 (czwartek)	BNP Paribas PL
	GPW
	Kruk
	Asbis
	Arctic Paper
11.08.2023 (piątek)	Simteract
	AC Autogaz
14.08.2023 (poniedziałek)	Gamivo
16.08.2023 (środa)	Cyfrowy Polsat
	Benefit Systems
17.08.2023 (czwartek)	KGHM
	Dino Polska
	Oponeo
	Dadelo
	Boryszew
	Mo-Bruk
18.08.2023 (piątek)	Agora
	Cognor
22.08.2023 (wtorek)	AB
	Forte
23.08.2023 (środa)	MLP Group
24.08.2023 (czwartek)	PKO
	Polenergia
	PKN Orlen
	11bit
	Asseco Poland
	VRG
	GTC
	Toya

Data	Spółka
25.08.2023 (piątek)	Rawlplug
	PKP Cargo
28.08.2023 (poniedziałek)	Grenevia
29.08.2023 (wtorek)	Wirtualna Polska
	Eurocash
	Neuca
	Mirbud
	Dom Development
30.08.2023 (środa)	Handlowy
	Grupa Azoty
	Unimot
	CD Projekt
	Apator
31.08.2023 (czwartek)	PZU
	Comarch
	Comp
	Grupa Pracuj
	K2 Holding
	Budimex
	Stalprodukt
01.09.2023 (piątek)	Torpol
05.09.2023 (wtorek)	R22
	Vercom
06.09.2023 (środa)	JSW
	Onde
	Tauron
	Ten Square Games
	Datawalk
	Erbud
	InPost
	STS Holding
07.09.2023 (czwartek)	CI Games
	Ciech
	Huuuge
	Captor Therapeutics
	Poltreg
	Inter Cars
	Atal
08.09.2023 (piątek)	CDRL
12.09.2023 (wtorek)	Caspar
	PGE
	Mabion

Data	Spółka
	Mangata
13.09.2023 (środa)	Bogdanka
	Enea
	Develia
14.09.2023 (czwartek)	Auto Partner
	Pekabex
	Wielton
15.09.2023 (piątek)	Newag
	Selena
19.09.2023 (wtorek)	Shoper
	Śnieżka
	Vigo Photonics
20.09.2023 (środa)	ML System
	Artifex Mundi
	Celon Pharma
	Medinice
	XTPL
21.09.2023 (czwartek)	Creepy Jar
	PCF Group
	Wittchen
	Archicom
	Echo Investment
	MFO
22.09.2023 (piątek)	Votum
	Amica
25.09.2023 (poniedziałek)	BoomBit
26.09.2023 (wtorek)	Answear.com
27.09.2023 (środa)	Synthaverse
	Selvita
	Ferro
28.09.2023 (czwartek)	Allegro.eu
29.09.2023 (piątek)	Molecure
	Rainbow Tours
	Mercator Medical
	Enter Air
02.10.2023 (poniedziałek)	PlayWay
	Scope Fluidics
12.10.2023 (czwartek)	Pepco Group
18.10.2023 (środa)	LPP
25.10.2023 (środa)	CCC

Banki i ubezpieczenia

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Wynik odsetkowy / Składka brutto					Wynik prowizyjny / Wynik na lokatach					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
BANKI I UBEZPIECZENIA																					
Alior	1 132	972	16%	1 103	3%	211,9	220,6	-4%	208,6	2%	883,3	608,3	45%	822,8	7%	441,2	216,2	104%	365,8	21%	**02.08.2023**
BNP Paribas PL	1 233	1 149	7%	1 200	3%	304,1	294,9	3%	325,1	-6%	991,0	715,6	38%	943,7	5%	277,9	257,7	8%	488,0	-43%	**10.08.2023**
Handlowy	837	667	26%	847	-1%	147,0	151,4	-3%	140,7	5%	810,3	711,5	14%	827,3	-2%	589,8	500,3	18%	603,8	-2%	**30.08.2023**
ING	1 925	1 899	1%	1 860	3%	535,8	518,8	3%	523,7	2%	1 611,9	1 168,7	38%	1 450,0	11%	995,6	573,0	74%	908,7	10%	**03.08.2023**
mBank	2 144	1 696	26%	2 092	2%	494,8	547,8	-10%	501,1	-1%	1 971,6	1 135,4	74%	1 706,1	16%	-93,5	229,7	-	142,8	-	**28.07.2023**
Millennium	1 296	1 179	10%	1 262	3%	200,5	206,1	-3%	200,9	0%	1 048,3	660,0	59%	1 535,4	-32%	31,3	-140,3	-	252,1	-88%	**26.07.2023**
Pekao	2 952	2 567	15%	2 774	6%	700,1	715,9	-2%	685,9	2%	2 652,9	1 504,9	76%	2 234,6	19%	1 732,4	467,9	270%	1 446,4	20%	**03.08.2023**
PKO	4 300	3 542	21%	4 187	3%	1 128,2	1 135,0	-1%	1 103,0	2%	3 980,0	2 609,7	53%	3 560,0	12%	518,0	421,1	23%	1 454,0	-64%	**24.08.2023**
Santander Bank Polska	3 138	2 935	7%	3 092	1%	654,6	620,7	5%	662,4	-1%	2 651,0	2 182,8	21%	2 479,7	7%	969,3	656,9	48%	1 192,0	-19%	**26.07.2023**
PZU	7 032	6 394	10%	7 053	0%	4 776,9	2 641,0	81%	4 527,0	6%	3 859,9	1 873,0	106%	3 338,0	16%	1 329,9	722,0	84%	1 081,0	23%	**31.08.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Wynik odsetkowy / Składka brutto			Wynik prowizyjny / Wynik na lokatach			Zysk netto			P/E			P/BV			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
BANKI I UBEZPIECZENIA																				
Alior	57,8	7 546	4 476	4 148	4 029	828	842	855	1 533	1 074	947	4,9	7,0	8,0	0,9	0,8	0,8	0,0%	0,0%	7,1%
BNP Paribas PL	64,0	9 451	4 899	4 467	4 385	1 235	1 222	1 280	1 362	1 664	1 570	6,9	5,7	6,0	0,7	0,7	0,6	0,0%	0,0%	0,0%
Handlowy	90,0	11 759	3 299	2 706	2 400	574	583	597	2 189	1 485	1 221	5,4	7,9	9,6	1,3	1,3	1,3	10,0%	11,2%	11,4%
ING	201,0	26 150	7 634	7 277	7 139	2 146	2 216	2 286	3 761	3 108	2 837	7,0	8,4	9,2	1,9	1,8	1,6	2,0%	7,2%	5,9%
mBank	465,8	19 780	8 351	7 158	6 670	1 992	2 026	2 081	870	3 041	2 615	22,7	6,5	7,6	1,4	1,2	1,1	0,0%	0,0%	7,7%
Millennium	6,8	8 225	4 997	4 246	3 611	794	797	826	409	704	1 093	20,1	11,7	7,5	1,3	1,2	1,0	0,0%	0,0%	0,0%
Pekao	115,0	30 171	11 289	9 946	9 385	2 793	2 839	2 915	6 011	4 398	3 870	5,0	6,9	7,8	1,1	1,0	1,0	4,7%	10,0%	10,9%
PKO	39,9	49 863	16 708	15 139	14 571	4 560	4 673	4 745	5 125	7 533	6 590	9,7	6,6	7,6	1,2	1,1	1,1	3,3%	7,7%	11,3%
Santander Bank Polska	406,0	41 489	12 281	11 157	10 611	2 621	2 723	2 807	4 234	4 242	4 826	9,8	9,8	8,6	1,4	1,3	1,3	0,9%	3,7%	3,5%
PZU	38,8	33 496	28 744	29 445	30 104	17 385	14 908	14 331	4 899	4 668	4 400	6,8	7,2	7,6	1,2	1,1	1,0	6,2%	7,3%	8,4%

Strona celowo pozostawiona pusta.

Alior

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 55 PLN)

Cena docelowa: 67 PLN
Cena bieżąca: 57,8 PLN
Potencjał wzrostu: 16%

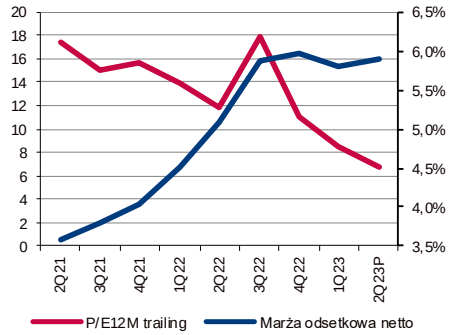
Raport za II kw.'23
02.08.2023

- Wynik odsetkowy w poprzednim kwartale uwzględniał jeszcze 11mln PLN dodatkowej rezerwy na wakacje kredytowe. Na poziomie skorygowanym zakładamy wzrost o 2% kw/kw, nieco poniżej średniej w sektorze. Bank posiada krótką zapadalność portfela obligacji, więc na pozytywną dynamikę wyniku odsetkowego na tle sektora trzeba poczekać na wygaśnięcie większej części hedgingu, zapowiadaną przez zarząd na drugą połowę roku.
- Wynik prowizyjny zakładamy praktycznie na stabilnym poziomie kw/kw. Na zapowiadany w nowej strategii rozwój tej pozycji trzeba jeszcze poczekać.
- Koszty operacyjne bez żadnych one-offów. Na poziomie skorygowanym o IPS/BFG rosną o 19% r/r, nieco powyżej średniej w sektorze.
- Koszty ryzyka powinny być stabilne kw/kw, nadal na całkiem niskim poziomie 1,6pp. Cały rok prawdopodobnie wypadnie poniżej prognoz zarządu na 1,9%.
- Lepsza trajektoria makro sprawia, że obniżamy dość istotnie nasze założenia kosztów ryzyka na ten i przyszły rok. To w połączeniu z widoczną w całym sektorze poprawą outlooku na wynik odsetkowy pozwala na podniesienie naszej ceny docelowej o 22% do 67,0 PLN i utrzymanie rekomendacji „Kupuj". Zaczynamy powoli dyskontować optymistyczny scenariusz dla banku, więc oferowany potencjał wzrostu nie przekonuje nas już do utrzymania banku na liście Top Picków w sektorze.

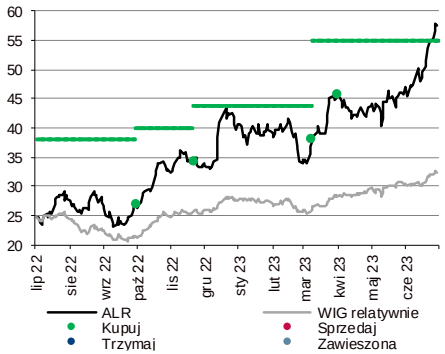
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ALR
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			57,8
52 tyg. min/max (PLN)			22 / 57,92
Liczba akcji (mln szt.)			130,6
Kapitalizacja (mln PLN)			7546
S&P Global ESG Scores			40
Śr. obroty 3M (mln PLN)			11,57
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	26,0%	28,2%	130,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	55,0
Kupuj	29.03.2023	55,0
Kupuj	12.12.2022	44,0
Kupuj	20.10.2022	40,0
Kupuj	20.07.2022	38,0
Kupuj	20.04.2022	61,0
Trzymaj	08.12.2021	59,0
Sprzedaj	20.10.2021	44,0

P/E 12M vs NIM



WYKRES ALR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	667	704	758	862	972	587	1 139	1 103	1 132	16%	3%
Wynik prowizyjny	183	190	216	191	221	202	183	209	212	-4%	2%
Pozostałe przychody	43	25	-39	40	7	-22	0	18	11	47%	-39%
Przychody ogółem	893	918	935	1 093	1 200	767	1 322	1 330	1 355	13%	2%
Koszty operacyjne	-379	-394	-391	-493	-591	-456	-457	-507	-471	-20%	-7%
Wynik operacyjny	513	524	543	600	608	310	865	823	883	45%	7%
Saldo rezerw	-266	-253	-275	-263	-241	-279	-303	-248	-250	4%	1%
Zysk netto	124	150	100	169	216	-63	360	366	441	104%	21%
P/E12M trailing	17,4	15,0	15,7	13,9	11,9	17,9	11,0	8,6	6,8		
Marża odsetkowa netto	3,57%	3,80%	4,05%	4,52%	5,10%	5,87%	5,97%	5,79%	5,90%		
C/I	42,5%	42,9%	41,9%	45,1%	49,3%	59,5%	34,5%	38,1%	34,8%		
ROE	6,7%	7,7%	7,5%	8,7%	10,6%	7,3%	12,0%	14,9%	17,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	2 849	2 798	3 560	4 476	4 148	4 029
Wynik prowizyjny	636	767	796	828	842	855
Pozostałe przychody	61	72	26	56	54	54
Przychody ogółem	3 545	3 637	4 382	5 360	5 044	4 938
Koszty operacyjne	-1 665	-1 583	-1 998	-1 939	-2 038	-2 162
Wynik operacyjny	1 881	2 055	2 384	3 421	3 006	2 776
Saldo rezerw	-1 867	-1 039	-1 085	-1 140	-1 321	-1 228
Zysk netto	-311	482	683	1533	1074	947
P/E (x)	-	15,7	11,0	4,9	7,0	8,0
P/BV (x)	1,2	1,3	1,2	1,2	0,8	0,8
ROE (%)	-4,7%	7,7%	11,3%	21,5%	12,5%	10,1%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	71,2	70%	59,9	70%	19%
Wycena WEM	49,1	15%	39,5	15%	24%
Wycena porównawcza	58,4	15%	42,2	15%	38%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	4476	4344	3%	4148	3910	6%	4029	3763	7%
Wynik prowizyjny	828	809	2%	842	824	2%	855	838	2%
Pozostałe przychody	56	49	14%	54	54	0%	54	54	0%
Przychody ogółem	5 360	5 201	3%	5 044	4 788	5%	4 938	4 654	6%
Koszty operacyjne	-1 939	-1 850	5%	-2 038	-1 913	7%	-2 162	-2 025	7%
Wynik operacyjny	3 421	3 352	2%	3 006	2 875	5%	2 776	2 630	6%
Saldo rezerw	-1 140	-1 559	-27%	-1 321	-1 478	-11%	-1 228	-1 278	-4%
Zysk netto	1 533	1 206	27%	1 074	894	20%	947	846	12%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	15,7	11,0	4,9	7,0	8,0
P/E skor. (x)	15,7	6,0	4,9	7,0	8,0
P/BV (x)	1,2	1,2	1,2	0,9	0,8
P/TBV (x)	1,2	1,2	1,2	0,9	0,8
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	3,7	5,2	11,7	8,2	7,3
EPS skor. (PLN)	3,7	9,6	11,7	8,2	7,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,1
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%	57%
BVPS (PLN)	47,8	46,3	54,6	66,0	71,7
TBVPS (PLN)	47,8	46,3	54,6	66,0	71,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	3,7%	4,6%	5,8%	5,3%	5,0%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	2,4%	3,2%	4,3%	3,6%	3,5%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	4,1%	7,0%	9,3%	7,8%	7,0%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,3%	-2,5%	-3,7%	-2,6%	-2,0%
Koszty / przychody	43,5%	45,6%	36,2%	40,4%	43,8%
Koszty ryzyka	1,6%	1,7%	1,8%	2,1%	1,8%
ROA	0,6%	0,8%	1,8%	1,2%	1,1%
ROE	7,7%	11,3%	21,5%	12,5%	10,1%
ROTE	7,7%	11,3%	21,5%	12,5%	10,1%
Kredyty / depozyty	81%	81%	82%	83%	84%
Kredyty / aktywa	70%	70%	69%	69%	70%
Depozyty / aktywa	87%	85%	84%	83%	83%
Kapitał własny / aktywa	7%	7%	9%	10%	11%
Wskaźnik NPL	11,8%	9,9%	10,4%	11,0%	9,9%
Współczynnik pokrycia rezerwami	71,2%	72,9%	72,8%	72,8%	72,8%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	14,2%	15,7%	17,9%	19,8%	20,2%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,5%	13,0%	15,2%	17,1%	17,6%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	3 335	3 037	5 390	7 222	6 099	5 599
Koszty z tytułu odsetek	-487	-238	-1 830	-2 746	-1 951	-1 570
Wynik odsetkowy	**2 849**	**2 798**	**3 560**	**4 476**	**4 148**	**4 029**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	1 216	1 442	1 637	1 725	1 780	1 835
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-580	-675	-840	-897	-937	-980
Wynik prowizyjny	**636**	**767**	**796**	**828**	**842**	**855**
Wynik z działalności podstawowej	**3 485**	**3 565**	**4 356**	**5 304**	**4 990**	**4 884**
Przychody z tytułu dywidend	1	1	1	1	1	1
Wynik handlowy	164	92	35	55	54	54
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-103	-21	-9	0	-1	-1
Pozostałe przychody	**61**	**72**	**26**	**56**	**54**	**54**
Przychody ogółem	**3 545**	**3 637**	**4 382**	**5 360**	**5 044**	**4 938**
Koszty osobowe	-822	-852	-939	-1 087	-1 151	-1 186
Amortyzacja	-288	-233	-242	-262	-268	-273
Koszty rzeczowe	-555	-498	-816	-590	-619	-703
Koszty operacyjne	**-1 665**	**-1 583**	**-1 998**	**-1 939**	**-2 038**	**-2 162**
Wynik operacyjny	**1 881**	**2 055**	**2 384**	**3 421**	**3 006**	**2 776**
Saldo rezerw	-1 867	-1 039	-1 085	-1 140	-1 321	-1 228
Pozostałe	-221	-237	-263	-265	-266	-271
Zysk brutto	**-206**	**779**	**1 036**	**2 015**	**1 418**	**1 277**
Podatek dochodowy	-105	-297	-353	-482	-345	-330
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-311**	**482**	**683**	**1 533**	**1 074**	**947**
Zysk netto skor.	**-232**	**482**	**1 248**	**1 533**	**1 074**	**947**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	2 460	3 763	2 584	4 720	5 007	4 802
Należności od banków	508	1 690	2 374	1 767	1 767	1 767
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	56 215	58 228	57 610	58 551	60 269	62 739
Dłużne papiery wartościowe	16 526	16 269	17 234	17 111	17 111	17 111
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	1 127	1 182	1 136	1 114	1 114	1 114
w tym: wartość firmy	1	1	1	1	1	1
Inwestycje w jednostki zależne	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa	1 805	1 916	1 940	1 956	1 956	1 956
AKTYWA	**78 642**	**83 048**	**82 877**	**85 219**	**87 224**	**89 489**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	912	530	270	304	304	304
Zobowiązania wobec klientów	66 876	72 006	70 777	71 582	72 514	74 368
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	588	1 270	1 935	1 674	1 674	1 674
Zobowiązania podporządkowane	1 793	1 347	1 164	1 176	1 176	1 176
Pozostałe zobowiązania	1 913	1 976	2 561	2 406	2 406	2 406
ZOBOWIĄZANIA	**72 082**	**77 129**	**76 707**	**77 143**	**78 074**	**79 929**
KAPITAŁ WŁASNY	**6 560**	**5 919**	**6 170**	**8 076**	**9 150**	**9 560**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
PASYWA	**78 642**	**83 048**	**82 877**	**85 219**	**87 224**	**89 489**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

BNP Paribas PL

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 65 PLN)

Cena docelowa: 86 PLN
Cena bieżąca: 64 PLN
Potencjał wzrostu: 34%

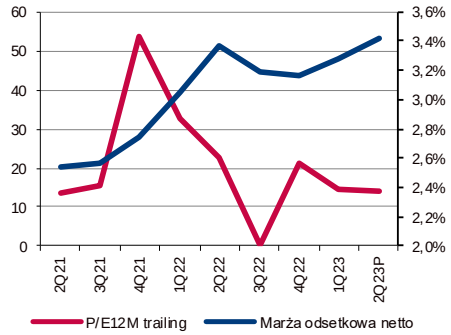
Raport za II kw.'23
10.08.2023

- Wynik odsetkowy w poprzednim kwartale uwzględniał 11mln PLN rozwiązania rezerwy na wakacje kredytowe. Na poziomie skorygowanym zakładamy wzrost o ok. 4% kw/kw, nieznacznie powyżej średniej w sektorze. Zaczyna maleć negatywny wpływ hedgingu.
- Zakładamy spadek wyniku prowizyjnego po bardzo dobrym 1Q'23, który zawierał pozytywny efekt rozliczenia z dostawcami kartowymi. Utrzymanie tej pozycji powyżej 300mln PLN powinno zostać pozytywnie odebrane.
- Koszty operacyjne uwzględniają 14mln PLN brakującej składki na BFG. Na poziomie skorygowanym rosną o 10% r/r, co jest dynamiką lepszą od średniej w sektorze.
- W kosztach ryzyka uwzględniamy 356mln PLN odpisów na CHF. Koszty ryzyka ex. CHF rosną kw/kw, ale nadal przyjmujemy je na bardzo niskim poziomie, ok. 29bps. W kolejnych okresach widzimy jeszcze konieczność odpisania na CHF 571mln PLN, ale nie powinno to zagrozić pozycji kapitałowej banku.
- Po skorygowaniu o CHF zysk netto mógłby wynieść ok. 660 mln PLN.
- Duża wrażliwość modelu na zmiany założeń i RFR sprawia, że po podniesieniu prognoz zysku netto podwyższamy naszą cenę docelową o 32% do 86,0 PLN. Wycena zyskuje również na odbudowie kapitałów po spadku rentowności obligacji.
- Kurs banku od roku zachowuje się wyraźnie słabiej niż sektor. Miało to swoje uzasadnienie w niskiej wrażliwości na wzrost stóp, ale obecna różnica w wycenie do pozostałych banków zaczyna przyciągać naszą uwagę. Poprawa zakładanej trajektorii zarówno wyniku odsetkowego, jak i prowizyjnego sprawiła, że potencjał wzrostu jest niemal dwukrotnie wyższy od innych banków, a zbliżamy się do cyklu obniżek stóp, na czym bank relatywnie będzie zyskiwał. Jedynym hamulcem może być oczekiwanie na potencjalną podaż od głównego akcjonariusza, która teoretycznie ma się wydarzyć do końca roku.

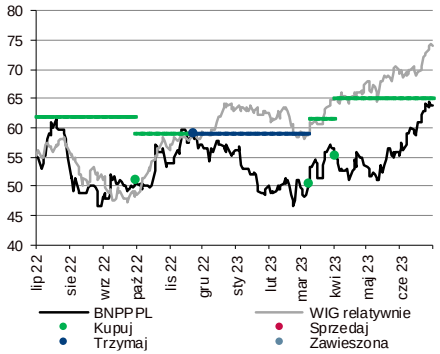
DANE SPÓŁKI			
Ticker			BNPPPL
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			64,0
52 tyg. min/max (PLN)			46 / 64,8
Liczba akcji (mln szt.)			147,7
Kapitalizacja (mln PLN)			9451
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,29
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	15,5%	13,1%	16,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	65,0
Kupuj	29.03.2023	61,5
Trzymaj	12.12.2022	59,0
Kupuj	20.10.2022	59,0
Kupuj	20.07.2022	62,0
Kupuj	20.04.2022	102,0
Kupuj	08.12.2021	100,0
Trzymaj	20.10.2021	100,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES BNPPPL NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	759	785	864	1 003	1 149	124	1 217	1 200	1 233	7%	3%
Wynik prowizyjny	250	251	301	301	295	280	262	325	304	3%	-6%
Pozostałe przychody	142	180	127	164	122	194	241	204	200	64%	-2%
Przychody ogółem	1 150	1 216	1 292	1 468	1 567	598	1 720	1 729	1 737	11%	0%
Koszty operacyjne	-575	-599	-705	-775	-851	-659	-754	-785	-746	-12%	-5%
Wynik operacyjny	575	617	587	693	716	-61	966	944	991	38%	5%
Saldo rezerw	-258	-263	-659	-162	-225	-188	-440	-209	-422	87%	101%
Zysk netto	132	154	-274	278	258	-347	253	488	278	8%	-43%
P/E12M trailing	13,6	15,3	53,6	32,5	22,7	-	21,4	14,5	14,1		
Marża odsetkowa netto	2,54%	2,57%	2,74%	3,06%	3,37%	3,18%	3,16%	3,28%	3,41%		
C/I	50,0%	49,2%	54,6%	52,8%	54,3%	#####	43,8%	45,4%	43,0%		
ROE	5,8%	5,1%	1,5%	2,5%	3,6%	-0,7%	3,9%	5,8%	5,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	3 060	3 141	3 493	4 899	4 467	4 385
Wynik prowizyjny	916	1 049	1 137	1 235	1 222	1 280
Pozostałe przychody	729	619	722	792	786	786
Przychody ogółem	4 705	4 809	5 352	6 926	6 475	6 451
Koszty operacyjne	-2 506	-2 544	-3 038	-3 046	-3 246	-3 394
Wynik operacyjny	2 199	2 266	2 313	3 880	3 228	3 057
Saldo rezerw	-770	-1 311	-1 015	-1 431	-585	-513
Zysk netto	733	176	441	1362	1664	1570
P/E (x)	12,9	53,6	21,4	6,9	5,7	6,0
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
ROE (%)	6,1%	1,5%	3,9%	11,3%	12,2%	10,3%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	87,5	70%	65,1	70%	34%
Wycena WEM	67,3	15%	54,2	15%	24%
Wycena porównawcza	87,6	15%	67,4	15%	30%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	4899	4571	7%	4467	4227	6%	4385	4099	7%
Wynik prowizyjny	1 235	1 123	10%	1 222	1 149	6%	1 280	1 202	7%
Pozostałe przychody	792	784	1%	786	784	0%	786	784	0%
Przychody ogółem	6 926	6 478	7%	6 475	6 160	5%	6 451	6 084	6%
Koszty operacyjne	-3 046	-2 973	2%	-3 246	-3 103	5%	-3 394	-3 251	4%
Wynik operacyjny	3 880	3 506	11%	3 228	3 058	6%	3 057	2 833	8%
Saldo rezerw	-1 431	-1 634	-12%	-585	-587	0%	-513	-508	1%
Zysk netto	1 362	887	54%	1 664	1 532	9%	1 570	1 399	12%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	53,6	21,4	6,9	5,7	6,0
P/E skor. (x)	7,7	4,5	3,7	5,7	6,0
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
P/TBV (x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,2	3,0	9,2	11,3	10,6
EPS skor. (PLN)	8,3	14,3	17,1	11,3	10,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%	0%
BVPS (PLN)	79,3	76,7	81,7	92,8	103,7
TBVPS (PLN)	79,3	76,7	81,7	92,8	103,7

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	2,7%	2,6%	3,4%	3,1%	3,0%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	1,5%	1,8%	2,4%	2,7%	2,7%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	2,9%	4,8%	6,6%	5,7%	4,9%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,3%	-2,4%	-3,4%	-2,8%	-2,1%
Koszty / przychody	-52,9%	-56,8%	-44,0%	-50,1%	-52,6%
Koszty ryzyka	1,6%	1,1%	1,5%	0,6%	0,5%
ROA	0,1%	0,3%	0,9%	1,1%	1,0%
ROE	1,5%	3,9%	11,3%	12,2%	10,3%
ROTE	1,5%	3,9%	11,3%	12,2%	10,3%
Kredyty / depozyty	85%	75%	77%	78%	79%
Kredyty / aktywa	65%	59%	60%	60%	61%
Depozyty / aktywa	77%	79%	77%	77%	76%
Kapitał własny / aktywa	9%	7%	9%	10%	10%
Wskaźnik NPL	3,6%	3,2%	3,9%	4,5%	3,8%
Współczynnik pokrycia rezerwami	96,3%	101,9%	103,8%	103,8%	103,8%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	16,9%	15,5%	16,7%	18,1%	18,8%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	12,3%	11,3%	12,5%	14,0%	14,8%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	3 573	3 421	6 482	9 454	8 073	7 133
Koszty z tytułu odsetek	-513	-280	-2 989	-4 555	-3 606	-2 748
Wynik odsetkowy	**3 060**	**3 141**	**3 493**	**4 899**	**4 467**	**4 385**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	1 132	1 285	1 405	1 481	1 466	1 537
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-216	-236	-268	-246	-244	-256
Wynik prowizyjny	**916**	**1 049**	**1 137**	**1 235**	**1 222**	**1 280**
Wynik z działalności podstawowej	**3 976**	**4 190**	**4 630**	**6 134**	**5 688**	**5 665**
Przychody z tytułu dywidend	10	9	11	10	10	10
Wynik handlowy	766	679	795	835	835	835
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-48	-68	-84	-53	-59	-59
Pozostałe przychody	**729**	**619**	**722**	**792**	**786**	**786**
Przychody ogółem	**4 705**	**4 809**	**5 352**	**6 926**	**6 475**	**6 451**
Koszty osobowe	-1 190	-1 184	-1 261	-1 465	-1 568	-1 616
Amortyzacja	-368	-400	-412	-431	-440	-449
Koszty rzeczowe	-948	-960	-1 365	-1 150	-1 238	-1 330
Koszty operacyjne	**-2 506**	**-2 544**	**-3 038**	**-3 046**	**-3 246**	**-3 394**
Wynik operacyjny	**2 199**	**2 266**	**2 313**	**3 880**	**3 228**	**3 057**
Saldo rezerw	-770	-1 311	-1 015	-1 431	-585	-513
Pozostałe	-319	-338	-427	-440	-449	-451
Zysk brutto	**1 111**	**616**	**872**	**2 010**	**2 195**	**2 093**
Podatek dochodowy	-377	-440	-430	-648	-531	-523
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**733**	**176**	**441**	**1 362**	**1 664**	**1 570**
Zysk netto skor.	**894**	**1 222**	**2 115**	**2 523**	**1 664**	**1 570**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	3 422	4 631	2 718	3 547	4 291	5 236
Należności od banków	775	2 615	11 800	12 977	12 977	12 977
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	75 637	86 299	90 040	88 978	90 848	94 815
Dłużne papiery wartościowe	36 025	34 726	43 126	39 971	39 971	39 971
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	2 131	1 972	1 891	1 866	1 866	1 866
w tym: wartość firmy	0	0	0	0	0	0
Inwestycje w jednostki zależne	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa	1 588	1 533	1 942	1 753	1 753	1 753
AKTYWA	**119 577**	**131 777**	**151 517**	**149 091**	**151 705**	**156 617**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	6 825	8 012	7 158	8 419	8 419	8 419
Zobowiązania wobec klientów	90 051	101 093	120 021	115 362	116 312	119 654
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	3 382	2 685	3 061	2 566	2 566	2 566
Zobowiązania podporządkowane	4 307	4 335	4 417	4 241	4 241	4 241
Pozostałe zobowiązania	2 982	4 291	5 598	5 644	5 644	5 644
ZOBOWIĄZANIA	**107 547**	**120 416**	**140 255**	**136 231**	**137 182**	**140 524**
KAPITAŁ WŁASNY	**12 031**	**11 362**	**11 262**	**12 860**	**14 524**	**16 094**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
PASYWA	**119 577**	**131 777**	**151 517**	**149 091**	**151 705**	**156 617**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Handlowy

- Bank już w 4Q'22 wycisnął z wyniku odsetkowego wszystko co możliwe, więc zakładamy utrzymanie niewielkich spadków kw/kw, co negatywnie wyróżnia bank na tle sektora. Nominalnie nadal są to bardzo wysokie poziomy.
- Dynamika wyniku prowizyjnego kw/kw korzysta na sezonowo wyższych przychodach z działalności powierniczej.
- Nie zakładamy utrzymania tak dobrego wyniku tradingowego jak w poprzednim kwartale, wspartego zmiennością na walutach.
- Koszty operacyjne bez żadnych one-offów. Na poziomie skorygowanym o BFG rosną o 14% r/r, zgodnie ze średnią w sektorze. Przy niższym wyniku tradingowym bank zawiązuje mniejsze rezerwy na bonusy.
- Koszty ryzyka nie powinny wzrosnąć kw/kw, w segmencie korporacyjnym nadal nie ma podstaw do zwiększania odpisów.
- Pomimo odcięcia 9,0 PLN dywidendy na akcję podnosimy naszą cenę docelową o 8% do 98,0 PLN, dzięki wyższym prognozom wyniku tradingowego. Nadal implikuje ona potencjał wzrostu poniżej 10%, więc utrzymujemy rekomendację ‚Trzymaj'. Kurs prawdopodobnie najlepsze ma już za sobą, ale wysoka dywidenda i silna pozycja kapitałowa z pewnością są gwarantem bezpieczeństwa. W tym roku wskaźnik wypłaty dywidendy może spaść do ok. 60% ze względu na nowy wymóg TLAC, co może rozczarować, ale DPS i tak powinien wzrosnąć r/r.

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj, 91 PLN)

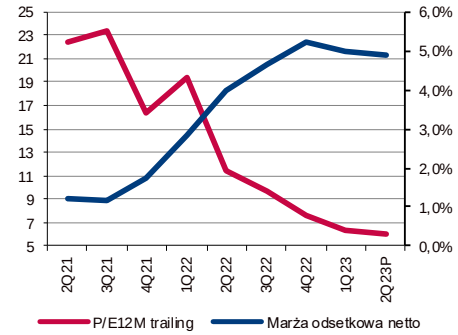
Cena docelowa: 98 PLN
Cena bieżąca: 90 PLN
Potencjał wzrostu: 9%

Raport za II kw.'23
30.08.2023

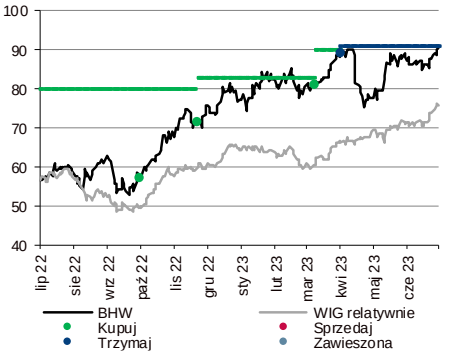
DANE SPÓŁKI			
Ticker			BHW
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			90,0
52 tyg. min/max (PLN)			51 / 91
Liczba akcji (mln szt.)			130,7
Kapitalizacja (mln PLN)			11759
S&P Global ESG Scores			62
Śr. obroty 3M (mln PLN)			5,84
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,3%	0,7%	57,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	21.04.2023	91,0
Kupuj	29.03.2023	90,0
Kupuj	12.12.2022	83,0
Kupuj	20.10.2022	80,0
Kupuj	20.07.2022	80,0
Kupuj	20.04.2022	72,0
Kupuj	08.12.2021	69,0
Trzymaj	20.10.2021	56,0

P/E 12M vs NIM



WYKRES BHW NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	168	169	254	445	667	732	897	847	837	26%	-1%
Wynik prowizyjny	151	158	169	151	151	136	141	141	147	-3%	5%
Pozostałe przychody	102	130	113	240	194	-108	1	254	162	-16%	-36%
Przychody ogółem	421	457	536	836	1 012	760	1 039	1 242	1 147	13%	-8%
Koszty operacyjne	-282	-275	-284	-414	-301	-307	-316	-415	-336	12%	-19%
Wynik operacyjny	139	183	251	422	712	453	723	827	810	14%	-2%
Saldo rezerw	-10	-19	-4	-12	-9	-35	-49	-12	-14	47%	-
Zysk netto	73	93	156	282	500	284	479	604	590	18%	-2%
P/E12M trailing	22,4	23,4	16,4	19,4	11,4	9,6	7,6	6,3	6,0		
Marża odsetkowa netto	1,20%	1,19%	1,73%	2,82%	3,99%	4,65%	5,23%	4,97%	4,88%		
C/I	66,9%	60,1%	53,1%	49,5%	29,7%	40,4%	30,4%	33,4%	29,3%		
ROE	6,9%	6,6%	9,5%	8,1%	14,0%	16,8%	21,0%	24,4%	25,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	1 002	788	2 741	3 299	2 706	2 400
Wynik prowizyjny	560	650	580	574	583	597
Pozostałe przychody	507	916	327	671	539	539
Przychody ogółem	2 068	2 354	3 648	4 544	3 829	3 536
Koszty operacyjne	-1 222	-1 203	-1 338	-1 454	-1 547	-1 605
Wynik operacyjny	846	1 152	2 310	3 089	2 281	1 931
Saldo rezerw	-190	-39	-105	-116	-172	-152
Zysk netto	172	717	1 546	2189	1485	1221
P/E (x)	68,2	16,4	7,6	5,4	7,9	9,6
P/BV (x)	1,6	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3
ROE (%)	2,3%	9,6%	20,1%	25,5%	16,0%	13,1%
DY (%)	0,0%	1,3%	6,1%	10,0%	11,2%	11,4%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	102,0	70%	96,9	70%	5%
Wycena WEM	87,8	15%	84,8	15%	3%
Wycena porównawcza	80,0	15%	61,6	15%	30%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	3299	3300	0%	2706	2670	1%	2400	2368	1%
Wynik prowizyjny	574	570	1%	583	580	1%	597	594	1%
Pozostałe przychody	671	421	59%	539	420	28%	539	420	28%
Przychody ogółem	4 544	4 291	6%	3 829	3 670	4%	3 536	3 382	5%
Koszty operacyjne	-1 454	-1 423	2%	-1 547	-1 489	4%	-1 605	-1 544	4%
Wynik operacyjny	3 089	2 867	8%	2 281	2 181	5%	1 931	1 838	5%
Saldo rezerw	-116	-209	-44%	-172	-195	-12%	-152	-167	-9%
Zysk netto	2 189	1 887	16%	1 485	1 347	10%	1 221	1 092	12%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	16,4	7,6	5,4	7,9	9,6
P/E skor. (x)	16,4	7,4	5,4	7,9	9,6
P/BV (x)	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
P/TBV (x)	1,8	1,8	1,6	1,4	1,4
DY (%)	1,3%	6,1%	10,0%	11,2%	11,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	5,5	11,8	16,8	11,4	9,3
EPS skor. (PLN)	5,5	12,2	16,8	11,4	9,3
DPS (PLN)	1,2	5,5	9,0	10,1	10,2
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	22%	46%	54%	88%	109%
BVPS (PLN)	57,3	58,7	65,7	71,0	71,3
TBVPS (PLN)	49,4	50,8	57,8	63,2	63,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	1,5%	4,6%	4,9%	4,0%	3,6%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	1,4%	4,4%	4,8%	3,8%	3,3%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	1,5%	5,6%	6,6%	5,1%	4,2%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,1%	-1,0%	-1,9%	-1,2%	-0,7%
Koszty / przychody	-51,1%	-36,7%	-32,0%	-40,4%	-45,4%
Koszty ryzyka	0,2%	0,5%	0,5%	0,7%	0,6%
ROA	1,2%	2,3%	3,1%	2,1%	1,7%
ROE	9,6%	20,1%	25,5%	16,0%	13,1%
ROTE	11,1%	23,3%	29,0%	18,0%	14,7%
Kredyty / depozyty	49%	43%	43%	44%	44%
Kredyty / aktywa	34%	31%	32%	32%	32%
Depozyty / aktywa	70%	72%	73%	73%	73%
Kapitał własny / aktywa	12%	11%	13%	13%	13%
Wskaźnik NPL	4,1%	3,9%	4,2%	4,6%	4,1%
Współczynnik pokrycia rezerwami	98,7%	97,9%	99,4%	100,4%	101,1%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	20,1%	17,6%	19,4%	20,8%	20,9%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	20,1%	17,6%	19,4%	20,8%	20,9%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	1 119	824	3 333	4 411	3 441	2 804
Koszty z tytułu odsetek	-117	-36	-592	-1 112	-735	-404
Wynik odsetkowy	**1 002**	**788**	**2 741**	**3 299**	**2 706**	**2 400**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	645	743	688	666	671	687
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-85	-93	-108	-92	-88	-90
Wynik prowizyjny	**560**	**650**	**580**	**574**	**583**	**597**
Wynik z działalności podstawowej	**1 562**	**1 438**	**3 321**	**3 873**	**3 290**	**2 997**
Przychody z tytułu dywidend	12	11	11	11	11	11
Wynik handlowy	531	976	333	671	540	540
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-36	-71	-17	-11	-12	-12
Pozostałe przychody	**507**	**916**	**327**	**671**	**539**	**539**
Przychody ogółem	**2 068**	**2 354**	**3 648**	**4 544**	**3 829**	**3 536**
Koszty osobowe	-531	-548	-596	-679	-721	-743
Amortyzacja	-107	-112	-103	-111	-113	-115
Koszty rzeczowe	-584	-543	-639	-665	-713	-748
Koszty operacyjne	**-1 222**	**-1 203**	**-1 338**	**-1 454**	**-1 547**	**-1 605**
Wynik operacyjny	**846**	**1 152**	**2 310**	**3 089**	**2 281**	**1 931**
Saldo rezerw	-190	-39	-105	-116	-172	-152
Pozostałe	-339	-162	-210	-190	-188	-184
Zysk brutto	**317**	**951**	**1 995**	**2 783**	**1 921**	**1 595**
Podatek dochodowy	-145	-233	-449	-595	-437	-373
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**172**	**717**	**1 546**	**2 189**	**1 485**	**1 221**
Zysk netto skor.	**387**	**717**	**1 597**	**2 189**	**1 485**	**1 221**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	4 488	6 527	596	1 377	1 405	1 723
Należności od banków	570	968	1 044	3 950	3 950	3 950
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	21 914	21 328	21 621	22 324	22 440	22 911
Dłużne papiery wartościowe	31 674	30 666	44 211	40 625	40 625	40 625
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	1 729	1 695	1 719	1 720	1 720	1 720
w tym: wartość firmy	1 031	1 031	1 031	1 031	1 031	1 031
Inwestycje w jednostki zależne	78	97	106	107	107	107
Pozostałe aktywa	487	583	505	493	493	493
AKTYWA	**60 942**	**61 863**	**69 801**	**70 597**	**70 741**	**71 529**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	5 119	3 383	4 795	4 661	4 661	4 661
Zobowiązania wobec klientów	43 394	43 507	50 513	51 497	51 470	52 372
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	3 754	6 588	4 903	3 581	3 581	3 581
Zobowiązania podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Pozostałe zobowiązania	1 093	1 000	1 631	1 661	1 661	1 661
ZOBOWIĄZANIA	**53 361**	**54 479**	**61 841**	**61 400**	**61 373**	**62 275**
KAPITAŁ WŁASNY	**7 581**	**7 383**	**7 960**	**9 197**	**9 368**	**9 253**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
PASYWA	**60 942**	**61 863**	**69 801**	**70 597**	**70 741**	**71 529**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

ING

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj, 172 PLN)

Cena docelowa: 205 PLN
Cena bieżąca: 201 PLN
Potencjał wzrostu: 2%

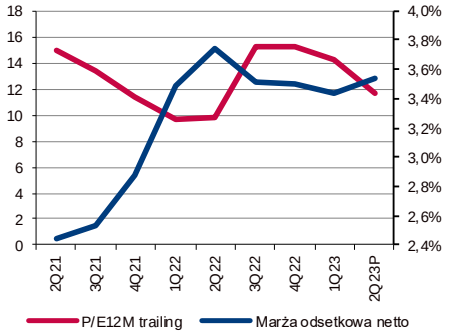
Raport za II kw.'23
03.08.2023

- Wynik odsetkowy w poprzednim kwartale uwzględniał 23mln PLN rozwiązania rezerwy na wakacje kredytowe. Na poziomie skorygowanym zakładamy wzrost o ok. 5% kw/kw, powyżej średniej w sektorze. Zaczyna maleć negatywny wpływ hedgingu, a dodatkowo bank odczuwa mniejszą presję na wzrost kosztów finansowania z uwagi na mniejsza ekspozycję na rotację depozytów z terminowych na bieżące.
- Po nieco słabszym 4Q'22 zakładamy kontynuację odbicia wyniku prowizyjnego kw/kw. Coraz mocniej zaczyna pomagać wzrost wolumenów sprzedaży.
- Koszty operacyjne bez żadnych one-offów. Na poziomie skorygowanym o IPS/BFG rosną o 12% r/r, nieco poniżej średniej w sektorze po dużych podwyżkach wynagrodzeń w zeszłym roku.
- Koszty ryzyka powinny wzrosnąć kw/kw po bardzo dobrym poprzednim kwartale, ale nadal utrzymać się na niskim poziomie ok. 43bps.
- Lepsza trajektoria wyniku odsetkowego oraz kosztów ryzyka sprawia, że podnosimy naszą cenę docelową o 19% do 205 PLN. Nadal implikuje ona tylko rekomendację ‚Trzymaj'. Widzimy większy potencjał w innych bankach, stąd zalecamy niedoważanie ING w ramach sektora. Do zmiany zdania musielibyśmy zobaczyć duże pozytywne zaskoczenie na wyniku odsetkowym oraz powrót do ponadprzeciętnego wzrostu wolumenów, co uzasadniałoby premię na wskaźnikach do sektora. Póki co, przy relatywnie niskich kapitałach nie widzimy dla niej podstaw.

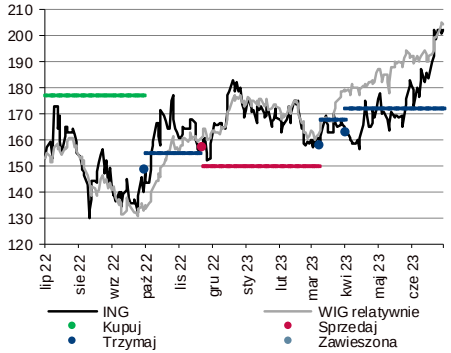
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ING
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			201,0
52 tyg. min/max (PLN)			129,8 / 205,5
Liczba akcji (mln szt.)			130,1
Kapitalizacja (mln PLN)			26150
S&P Global ESG Scores			59
Śr. obroty 3M (mln PLN)			3,16
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	10,1%	21,5%	27,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	21.04.2023	172
Trzymaj	29.03.2023	168
Sprzedaj	12.12.2022	150
Trzymaj	20.10.2022	155
Kupuj	20.07.2022	177
Trzymaj	20.04.2022	233
Sprzedaj	08.12.2021	233
Sprzedaj	20.10.2021	215

P/E 12M vs NIM



WYKRES ING NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	1 175	1 237	1 416	1 733	1 899	173	1 810	1 860	1 925	1%	3%
Wynik prowizyjny	456	484	476	534	519	531	511	524	536	3%	2%
Pozostałe przychody	21	23	-17	31	-49	13	-7	71	17	-	-76%
Przychody ogółem	1 652	1 744	1 876	2 297	2 369	717	2 314	2 455	2 478	5%	1%
Koszty operacyjne	-692	-694	-758	-931	-1 200	-822	-689	-1 005	-866	-28%	-14%
Wynik operacyjny	960	1 050	1 118	1 366	1 169	-105	1 625	1 450	1 612	38%	11%
Saldo rezerw	-19	-80	-144	-152	-183	-206	-489	-88	-173	-6%	96%
Zysk netto	615	638	669	793	573	-317	666	909	996	74%	10%
P/E12M trailing	14,9	13,4	11,3	9,6	9,8	15,2	15,3	14,3	11,6		
Marża odsetkowa netto	2,44%	2,53%	2,88%	3,48%	3,74%	3,51%	3,50%	3,43%	3,53%		
C/I	41,9%	39,8%	40,4%	40,5%	50,7%	#####	29,8%	40,9%	35,0%		
ROE	9,7%	10,8%	13,6%	17,5%	19,7%	15,0%	17,4%	19,5%	23,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	4 542	4 970	5 614	7 634	7 277	7 139
Wynik prowizyjny	1 528	1 845	2 095	2 146	2 216	2 286
Pozostałe przychody	144	53	-12	137	114	114
Przychody ogółem	6 215	6 868	7 697	9 916	9 607	9 538
Koszty operacyjne	-2 763	-2 965	-3 642	-3 587	-3 802	-4 059
Wynik operacyjny	3 452	3 903	4 055	6 329	5 805	5 479
Saldo rezerw	-1 075	-372	-1 030	-815	-1 079	-1 017
Zysk netto	1 338	2 308	1 714	3761	3108	2837
P/E (x)	19,6	11,3	15,3	7,0	8,4	9,2
P/BV (x)	1,4	1,9	2,8	1,9	1,8	1,6
ROE (%)	7,2%	14,4%	15,0%	32,8%	21,9%	18,4%
DY (%)	0,0%	2,5%	2,6%	2,0%	7,2%	5,9%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	212,7	70%	180,0	70%	18%
Wycena WEM	188,1	15%	156,9	15%	20%
Wycena porównawcza	166,1	15%	133,2	15%	25%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	7634	7260	5%	7277	6824	7%	7139	6615	8%
Wynik prowizyjny	2 146	2 089	3%	2 216	2 175	2%	2 286	2 240	2%
Pozostałe przychody	137	28	387%	114	55	108%	114	55	108%
Przychody ogółem	9 916	9 378	6%	9 607	9 054	6%	9 538	8 910	7%
Koszty operacyjne	-3 587	-3 376	6%	-3 802	-3 519	8%	-4 059	-3 748	8%
Wynik operacyjny	6 329	6 001	5%	5 805	5 535	5%	5 479	5 161	6%
Saldo rezerw	-815	-1 505	-46%	-1 079	-1 236	-13%	-1 017	-1 093	-7%
Zysk netto	3 761	2 933	28%	3 108	2 807	11%	2 837	2 579	10%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,3	15,3	7,0	8,4	9,2
P/E skor. (x)	11,1	7,1	7,0	8,4	9,2
P/BV (x)	1,6	2,3	2,3	1,8	1,7
P/TBV (x)	1,7	2,3	2,3	1,9	1,7
DY (%)	2,5%	2,6%	2,0%	7,2%	5,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	17,7	13,2	28,9	23,9	21,8
EPS skor. (PLN)	18,2	28,3	28,9	23,9	21,8
DPS (PLN)	5,1	5,3	4,0	14,5	11,9
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	29%	40%	14%	60%	55%
BVPS (PLN)	123,6	87,9	88,1	109,1	118,7
TBVPS (PLN)	121,8	86,2	86,3	107,3	117,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	2,6%	2,8%	3,5%	3,2%	3,1%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	2,4%	2,2%	3,2%	2,8%	2,6%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	2,9%	4,0%	5,7%	5,0%	4,6%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,3%	-1,3%	-2,2%	-1,9%	-1,6%
Koszty / przychody	43,2%	47,3%	36,2%	39,6%	42,6%
Koszty ryzyka	0,3%	0,7%	0,5%	0,6%	0,6%
ROA	1,2%	0,8%	1,7%	1,3%	1,2%
ROE	14,4%	15,0%	32,8%	21,9%	18,4%
ROTE	14,6%	15,3%	33,5%	22,3%	18,6%
Kredyty / depozyty	86%	80%	79%	80%	81%
Kredyty / aktywa	73%	71%	70%	70%	71%
Depozyty / aktywa	85%	89%	88%	88%	88%
Kapitał własny / aktywa	7%	4%	6%	6%	6%
Wskaźnik NPL	2,5%	2,2%	2,6%	2,8%	2,5%
Współczynnik pokrycia rezerwami	83,0%	92,7%	88,0%	88,0%	88,0%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	16,1%	15,2%	15,9%	16,8%	17,3%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	14,4%	13,7%	14,4%	15,4%	16,0%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	5 247	5 432	8 112	12 254	11 329	10 637
Koszty z tytułu odsetek	-705	-463	-2 498	-4 621	-4 052	-3 498
Wynik odsetkowy	**4 542**	**4 970**	**5 614**	**7 634**	**7 277**	**7 139**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	1 964	2 325	2 637	2 695	2 787	2 874
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-435	-480	-542	-548	-571	-589
Wynik prowizyjny	**1 528**	**1 845**	**2 095**	**2 146**	**2 216**	**2 286**
Wynik z działalności podstawowej	**6 070**	**6 815**	**7 709**	**9 780**	**9 493**	**9 424**
Przychody z tytułu dywidend	0	0	0	0	0	0
Wynik handlowy	153	53	-6	141	120	120
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-9	0	-7	-4	-6	-6
Pozostałe przychody	**144**	**53**	**-12**	**137**	**114**	**114**
Przychody ogółem	**6 215**	**6 868**	**7 697**	**9 916**	**9 607**	**9 538**
Koszty osobowe	-1 314	-1 497	-1 599	-1 763	-1 871	-1 927
Amortyzacja	-294	-286	-279	-292	-298	-304
Koszty rzeczowe	-1 154	-1 181	-1 763	-1 533	-1 633	-1 829
Koszty operacyjne	**-2 763**	**-2 965**	**-3 642**	**-3 587**	**-3 802**	**-4 059**
Wynik operacyjny	**3 452**	**3 903**	**4 055**	**6 329**	**5 805**	**5 479**
Saldo rezerw	-1 075	-372	-1 030	-815	-1 079	-1 017
Pozostałe	-466	-515	-621	-661	-684	-711
Zysk brutto	**1 912**	**3 015**	**2 403**	**4 853**	**4 043**	**3 751**
Podatek dochodowy	-574	-707	-689	-1 092	-935	-913
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**1 338**	**2 308**	**1 714**	**3 761**	**3 108**	**2 837**
Zysk netto skor.	**1 608**	**2 365**	**3 679**	**3 761**	**3 108**	**2 837**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	867	1 100	2 338	5 034	5 476	7 580
Należności od banków	705	705	5 161	9 163	9 163	9 163
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	124 655	146 536	154 975	159 450	166 882	175 517
Dłużne papiery wartościowe	58 146	49 654	50 688	52 221	52 221	52 221
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	1 340	1 209	1 367	1 421	1 421	1 421
w tym: wartość firmy	227	227	227	227	227	227
Inwestycje w jednostki zależne	174	185	179	185	185	185
Pozostałe aktywa	709	2 266	2 559	1 909	1 909	1 909
AKTYWA	**186 596**	**201 654**	**217 266**	**229 384**	**237 257**	**247 996**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	8 228	10 051	5 640	7 145	7 145	7 145
Zobowiązania wobec klientów	151 029	170 610	192 731	201 041	207 688	217 143
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	3 460	2 887	2 978	2 534	2 534	2 534
Zobowiązania podporządkowane	0	0	0	0	0	0
Pozostałe zobowiązania	5 261	4 574	6 573	5 087	5 087	5 087
ZOBOWIĄZANIA	**167 977**	**188 123**	**207 922**	**215 807**	**222 453**	**231 909**
KAPITAŁ WŁASNY	**18 618**	**13 531**	**9 344**	**13 577**	**14 804**	**16 088**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
PASYWA	**186 596**	**201 654**	**217 266**	**229 384**	**237 257**	**247 996**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

mBank

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj, 410 PLN)

Cena docelowa: 520 PLN

Cena bieżąca: 465,8 PLN

Potencjał wzrostu: 12%

Raport za II kw.'23

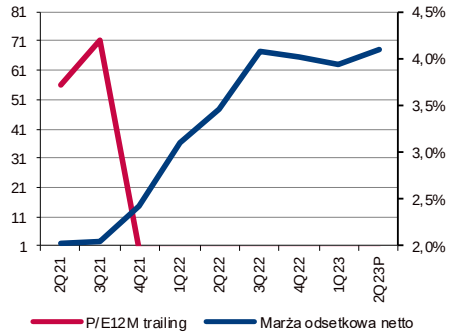
28.07.2023

- Wynik odsetkowy w poprzednim kwartale uwzględniał 58mln PLN rozwiązania rezerwy na wakacje kredytowe. Na poziomie skorygowanym zakładamy wzrost o ok. 5% kw/kw, powyżej średniej w sektorze. Bank korzysta na dalszym repricingu portfela obligacji.
- Wynik prowizyjny poniżej 500mln PLN raczej będzie odbierany negatywnie. Dynamika r/r jest najgorsza w sektorze, bank dużo oddał na wycofaniu opłat za wysokie stany depozytów.
- Koszty operacyjne bez żadnych one-offów. Na poziomie skorygowanym o IPS/BFG rosną o 10% r/r, wyraźnie poniżej średniej w sektorze. Przy wysokich odpisach na CHF bank próbuje oszczędzać na kosztach.
- Koszty ryzyka uwzględniają 1513mln PLN odpisów na CHF. Koszty ryzyka ex. CHF zakładamy na zbliżonym poziomie kw/kw, ok. 75bps. W kolejnych okresach widzimy jeszcze konieczność odpisania na CHF 1,2mld PLN, więc możliwe, że rzeczywiście bank zamknie temat już w tym roku. Nie zagraża to w żaden sposób pozycji kapitałowej banku.
- Zakładamy, że część odpisów CHF dotyczy ugód, więc bank może zawiązać ok. 100mln PLN aktywa podatkowego. Bank stosuje również wygładzanie szacowanej stawki podatkowej w ciągu roku, więc zysk netto może być wsparty o kolejne 100mln PLN. Skorygowany zysk netto o CHF mógłby wynieść ok. 1,2mld PLN.
- Pozytywne zaskoczenia na wyniku odsetkowym przesuwają dość istotnie zakładaną przez nas trajektorię i przyczyniają się do podniesienia naszej ceny docelowej o 27% do 520 PLN. Bank trafił na lipiec na listę naszych Top Picków w strategii, ale upside szybko się materializuje i nasza wycena implikuje już tylko 12% potencjału wzrostu.

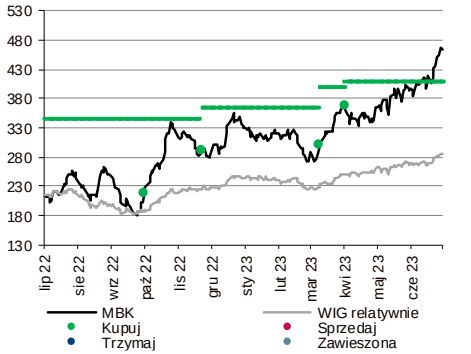
DANE SPÓŁKI			
Ticker			MBK
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			465,8
52 tyg. min/max (PLN)			175,2 / 471,9
Liczba akcji (mln szt.)			42,5
Kapitalizacja (mln PLN)			19780
S&P Global ESG Scores			70
Śr. obroty 3M (mln PLN)			13,51
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	18,1%	27,2%	122,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	410
Kupuj	29.03.2023	400
Kupuj	12.12.2022	365
Kupuj	20.10.2022	345
Kupuj	20.07.2022	345
Kupuj	20.04.2022	460
Sprzedaj	08.12.2021	455
Sprzedaj	20.10.2021	380

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES MBK NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	967	1 011	1 197	1 507	1 696	732	1 974	2 092	2 144	26%	2%
Wynik prowizyjny	448	474	483	591	548	514	468	501	495	-10%	-1%
Pozostałe przychody	29	25	-60	81	-89	-171	-8	-32	23	-	-
Przychody ogółem	1 443	1 509	1 621	2 179	2 155	1 075	2 434	2 561	2 661	24%	4%
Koszty operacyjne	-580	-616	-595	-844	-1 019	-825	-631	-855	-690	-32%	-19%
Wynik operacyjny	863	893	1 025	1 335	1 135	250	1 803	1 706	1 972	74%	16%
Saldo rezerw	-477	-633	-2 296	-461	-370	-2 497	-618	-1 047	-1 748	372%	67%
Zysk netto	109	27	-1 631	512	230	-2 279	835	143	-94	-	-
P/E12M trailing	56,1	71,1	-	-	-	-	-	-	-		
Marża odsetkowa netto	2,02%	2,04%	2,43%	3,10%	3,46%	4,09%	4,01%	3,94%	4,09%		
C/I	40,2%	40,9%	36,7%	38,7%	47,3%	76,7%	25,9%	33,4%	25,9%		
ROE	2,1%	1,7%	-7,3%	-6,4%	-5,8%	-23,1%	-5,4%	-8,3%	-10,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	4 009	4 126	5 909	8 351	7 158	6 670
Wynik prowizyjny	1 508	1 868	2 120	1 992	2 026	2 081
Pozostałe przychody	349	117	-187	44	114	114
Przychody ogółem	5 867	6 111	7 842	10 388	9 297	8 865
Koszty operacyjne	-2 411	-2 457	-3 319	-2 962	-3 119	-3 317
Wynik operacyjny	3 456	3 654	4 523	7 426	6 178	5 549
Saldo rezerw	-2 315	-3 637	-3 947	-4 647	-1 438	-1 289
Zysk netto	104	-1 179	-703	870	3041	2615
P/E (x)	190,1	-	-	22,7	6,5	7,6
P/BV (x)	1,2	1,4	1,6	1,4	1,2	1,1
ROE (%)	0,6%	-7,8%	-5,3%	6,5%	19,6%	14,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,7%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	519,3	70%	413,5	70%	26%
Wycena WEM	497,0	15%	388,1	15%	28%
Wycena porównawcza	489,9	15%	371,2	15%	32%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	8351	7588	10%	7158	6383	12%	6670	5915	13%
Wynik prowizyjny	1 992	2 024	-2%	2 026	2 075	-2%	2 081	2 129	-2%
Pozostałe przychody	44	38	16%	114	113	0%	114	113	0%
Przychody ogółem	10 388	9 651	8%	9 297	8 572	8%	8 865	8 157	9%
Koszty operacyjne	-2 962	-2 848	4%	-3 119	-2 954	6%	-3 317	-3 131	6%
Wynik operacyjny	7 426	6 802	9%	6 178	5 618	10%	5 549	5 026	10%
Saldo rezerw	-4 647	-4 771	-3%	-1 438	-1 475	-3%	-1 289	-1 299	-1%
Zysk netto	870	225	287%	3 041	2 616	16%	2 615	2 249	16%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	22,7	6,5	7,6
P/E skor. (x)	12,5	5,5	4,5	6,5	7,6
P/BV (x)	1,3	1,5	1,5	1,3	1,1
P/TBV (x)	1,3	1,5	1,5	1,3	1,1
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-	-	20,5	71,7	61,6
EPS skor. (PLN)	37,3	85,3	103,9	71,7	61,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	35,8
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	-	-	0%	0%	58%
BVPS (PLN)	358,6	311,8	314,6	365,5	414,2
TBVPS (PLN)	358,0	311,1	314,0	364,9	413,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	2,4%	3,2%	4,4%	3,7%	3,3%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	0,3%	1,1%	2,0%	2,9%	2,7%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	2,5%	5,1%	7,6%	6,3%	5,5%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,2%	-1,8%	-3,2%	-2,6%	-2,2%
Koszty / przychody	-40,2%	-42,3%	-28,5%	-33,5%	-37,4%
Koszty ryzyka	3,1%	3,2%	3,7%	1,1%	1,0%
ROA	-0,6%	-0,3%	0,4%	1,4%	1,2%
ROE	-7,8%	-5,3%	6,5%	19,6%	14,9%
ROTE	-7,8%	-5,3%	6,5%	19,6%	14,9%
Kredyty / depozyty	75%	69%	68%	69%	71%
Kredyty / aktywa	59%	57%	56%	57%	58%
Depozyty / aktywa	79%	83%	83%	82%	82%
Kapitał własny / aktywa	7%	6%	6%	8%	8%
Wskaźnik NPL	3,9%	4,0%	4,9%	5,2%	4,4%
Współczynnik pokrycia rezerwami	66,8%	66,3%	66,0%	66,0%	66,0%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	16,6%	16,4%	20,7%	21,4%	22,2%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	14,2%	13,9%	13,3%	14,3%	15,3%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	4 688	4 454	9 266	14 523	12 337	11 120
Koszty z tytułu odsetek	-679	-328	-3 357	-6 172	-5 179	-4 450
Wynik odsetkowy	**4 009**	**4 126**	**5 909**	**8 351**	**7 158**	**6 670**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	2 245	2 693	3 026	2 974	3 038	3 122
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-736	-825	-906	-982	-1 013	-1 041
Wynik prowizyjny	**1 508**	**1 868**	**2 120**	**1 992**	**2 026**	**2 081**
Wynik z działalności podstawowej	**5 518**	**5 994**	**8 029**	**10 343**	**9 183**	**8 752**
Przychody z tytułu dywidend	5	5	5	5	5	5
Wynik handlowy	361	201	-14	67	135	135
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-17	-89	-178	-27	-26	-26
Pozostałe przychody	**349**	**117**	**-187**	**44**	**114**	**114**
Przychody ogółem	**5 867**	**6 111**	**7 842**	**10 388**	**9 297**	**8 865**
Koszty osobowe	-975	-1 071	-1 227	-1 410	-1 496	-1 541
Amortyzacja	-431	-436	-467	-477	-488	-497
Koszty rzeczowe	-1 006	-950	-1 625	-1 074	-1 135	-1 278
Koszty operacyjne	**-2 411**	**-2 457**	**-3 319**	**-2 962**	**-3 119**	**-3 317**
Wynik operacyjny	**3 456**	**3 654**	**4 523**	**7 426**	**6 178**	**5 549**
Saldo rezerw	-2 315	-3 637	-3 947	-4 647	-1 438	-1 289
Pozostałe	-531	-609	-684	-746	-722	-743
Zysk brutto	**610**	**-591**	**-108**	**2 033**	**4 018**	**3 517**
Podatek dochodowy	-506	-588	-595	-1 164	-977	-902
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**104**	**-1 179**	**-703**	**870**	**3 041**	**2 615**
Zysk netto skor.	**1 126**	**1 579**	**3 618**	**4 407**	**3 041**	**2 615**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	3 969	12 202	16 014	15 244	16 896	16 192
Należności od banków	7 354	7 230	9 806	13 439	13 439	13 439
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	108 271	117 677	120 183	120 596	125 785	132 080
Dłużne papiery wartościowe	54 128	55 224	56 836	58 984	58 984	58 984
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	2 693	2 826	2 877	2 948	2 948	2 948
w tym: wartość firmy	28	28	28	28	28	28
Inwestycje w jednostki zależne	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa	2 446	3 213	4 176	4 147	4 147	4 147
AKTYWA	**178 861**	**198 373**	**209 892**	**215 359**	**222 199**	**227 790**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	5 654	5 266	3 270	3 684	3 684	3 684
Zobowiązania wobec klientów	133 672	157 072	174 131	178 582	182 381	186 878
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	15 335	15 441	11 552	5 580	5 580	5 580
Zobowiązania podporządkowane	2 578	2 624	2 741	7 157	7 157	7 157
Pozostałe zobowiązania	4 946	4 252	5 484	6 364	6 364	6 364
ZOBOWIĄZANIA	**162 186**	**184 655**	**197 177**	**201 367**	**205 167**	**209 664**
KAPITAŁ WŁASNY	**16 673**	**13 716**	**12 713**	**13 989**	**17 031**	**18 125**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**2**	**2**	**2**	**2**	**1**	**1**
PASYWA	**178 861**	**198 373**	**209 892**	**215 359**	**222 199**	**227 790**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Millennium

Sprzedaj
(Poprzednia: Sprzedaj, 5 PLN)

Cena docelowa: 6,5 PLN
Cena bieżąca: 6,78 PLN
Potencjał wzrostu: -4%

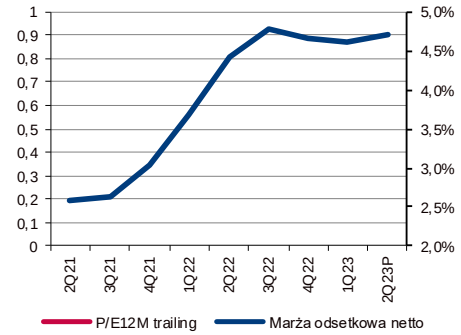
Raport za II kw.'23
26.07.2023

- Wzrost wyniku odsetkowego zakładamy na +3% kw/kw, podobnie do sektora, co nie jest już zaburzone wakacjami kredytowymi.
- Wynik prowizyjny zakładamy na stabilnym poziomie kw/kw. Wyraźny spadek przychodów z ubezpieczeń po sprzedaży spółki Millennium Financial Services zacznie się w drugiej połowie roku.
- Pozostałe przychody zawierają odwrócenie kosztów ryzyka prawnego CHF dla Eurobanku (+38mln PLN), jak również koszty ugód CHF szacowane przez nas na 80mln PLN.
- Koszty operacyjne uwzględniają 23mln PLN odwrócenia składki na BFG. Na poziomie skorygowanym o IPS/BFG rosną o 20% r/r - powyżej średniej w sektorze, ale poprzedni rok zawierał dodatni komponent rozliczeń z dostawcami kartowymi. W tym roku miały one miejsce w pierwszym kwartale.
- Odpisy uwzględniają koszty ryzyka CHF (718mln PLN, w tym 38mln PLN z Eurobanku), a pozostałe 138mln PLN będzie na zbliżonym poziomie kw/kw. W kolejnych okresach widzimy jeszcze konieczność odpisania na CHF 2,2mld PLN.
- Zysk netto skorygowany o koszty CHF, ale i normalny podatek bankowy, wyniósłby ok. 670mln PLN.
- Podnosimy nasze roczne prognozy zysku netto, głównie dzięki lepszej trajektorii wyniku odsetkowego, co w połączeniu z niższym RFR pozwala na podwyższenie naszej ceny docelowej o 30% do 6,5 PLN. Duża zmiana na kosztach ryzyka w tym i przyszłym roku wynika z przesunięcia 1,2mld PLN rezerw CHF na 2024 rok. Bank trzymając się ścieżki wychodzenia z Planu Naprawy nie chce pokazywać kwartalnych strat netto, więc raczej nie odpisze całości już w tym roku.
- Utrzymujemy rekomendację „Sprzedaj", która jest jedyną w sektorze. Uważamy, że nie wszystkie ryzyka dla Millennium można już puścić w niepamięć. W optymistycznym scenariuszu jesteśmy sobie w stanie wyobrazić kurs banku na 10 PLN za 2 lata, ale co jeśli stopy nie spadną docelowo do 3-4%, tylko 1-2% zanim bank zawiąże wszystkie rezerwy CHF, a w międzyczasie będziemy mieli przedłużenie wakacji kredytowych? Wyceny pozostałych banków trzeba będzie obniżyć o 15-20%, a Millennium może nie zdążyć odbudować kapitałów, co grozi problemami z wyjściem z Programu Naprawy. Risk-reward jest dla nas korzystny poniżej kursu 5,5 PLN.

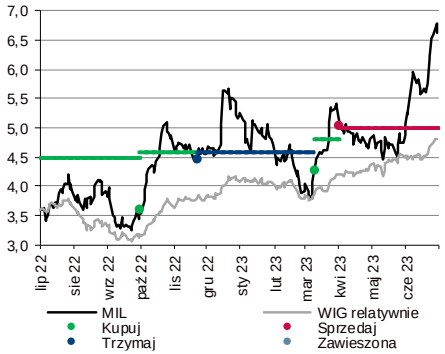
DANE SPÓŁKI			
Ticker			MIL
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			6,8
52 tyg. min/max (PLN)			3,15 / 6,83
Liczba akcji (mln szt.)			1 213,1
Kapitalizacja (mln PLN)			8225
S&P Global ESG Scores			68
Śr. obroty 3M (mln PLN)			7,93
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	38,7%	30,5%	88,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Sprzedaj	21.04.2023	5,0
Kupuj	29.03.2023	4,8
Trzymaj	12.12.2022	4,6
Kupuj	20.10.2022	4,6
Kupuj	20.07.2022	4,5
Kupuj	20.04.2022	7,4
Sprzedaj	08.12.2021	7,2
Sprzedaj	20.10.2021	6,5

P/E 12M vs NIM



WYKRES MIL NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	655	669	767	961	1 179	-152	1 349	1 262	1 296	10%	3%
Wynik prowizyjny	209	202	215	221	206	179	202	201	200	-3%	0%
Pozostałe przychody	58	-25	-59	-22	-48	-46	-21	594	-3	-	-
Przychody ogółem	922	846	923	1 160	1 337	-18	1 530	2 057	1 494	12%	-27%
Koszty operacyjne	-379	-402	-434	-486	-677	-462	-469	-522	-445	-34%	-15%
Wynik operacyjny	544	443	489	674	660	-480	1 061	1 535	1 048	59%	-32%
Saldo rezerw	-571	-610	-814	-582	-586	-661	-648	-1 002	-856	46%	-15%
Zysk netto	-200	-311	-509	-122	-140	-1 001	249	252	31	-	-88%
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Marża odsetkowa netto	2,58%	2,64%	3,03%	3,69%	4,42%	4,77%	4,65%	4,62%	4,70%		
C/I	41,0%	47,6%	47,0%	41,9%	50,6%	#####	31%	25,4%	29,8%		
ROE	-6,3%	-10,7%	-16,3%	-15,1%	-15,5%	-28,1%	-17,5%	-11,3%	-8,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	2 583	2 713	3 337	4 997	4 246	3 611
Wynik prowizyjny	746	831	808	794	797	826
Pozostałe przychody	249	14	-137	504	179	204
Przychody ogółem	3 578	3 558	4 009	6 295	5 223	4 641
Koszty operacyjne	-1 753	-1 642	-2 093	-1 964	-2 105	-2 242
Wynik operacyjny	1 825	1 916	1 915	4 331	3 118	2 399
Saldo rezerw	-1 335	-2 604	-2 477	-3 215	-1 950	-623
Zysk netto	23	-1 332	-1 015	409	704	1093
P/E (x)	360,5	-	-	20,1	11,7	7,5
P/BV (x)	0,9	1,2	1,5	1,3	1,2	1,0
ROE (%)	0,3%	-16,9%	-16,6%	7,0%	10,7%	14,6%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	6,1	70%	4,6	70%	32%
Wycena WEM	5,3	15%	4,3	15%	25%
Wycena porównawcza	8,7	15%	6,7	15%	30%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	4997	4664	7%	4246	3839	11%	3611	3326	9%
Wynik prowizyjny	794	803	-1%	797	822	-3%	826	838	-1%
Pozostałe przychody	504	778	-35%	179	229	-22%	204	229	-11%
Przychody ogółem	6 295	6 245	1%	5 223	4 890	7%	4 641	4 393	6%
Koszty operacyjne	-1 964	-1 965	0%	-2 105	-2 049	3%	-2 242	-2 175	3%
Wynik operacyjny	4 331	4 280	1%	3 118	2 842	10%	2 399	2 218	8%
Saldo rezerw	-3 215	-4 615	-30%	-1 950	-731	167%	-623	-627	-1%
Zysk netto	409	-1 045	-	704	1 693	-58%	1 093	924	18%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	20,1	11,7	7,5
P/E skor. (x)	8,0	3,5	3,5	5,2	7,5
P/BV (x)	1,0	1,3	1,4	1,2	1,1
P/TBV (x)	1,1	1,4	1,5	1,3	1,1
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-	-	0,3	0,6	0,9
EPS skor. (PLN)	0,8	1,9	1,9	1,3	0,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	-	-	0%	0%	0%
BVPS (PLN)	6,5	5,0	4,8	5,4	6,2
TBVPS (PLN)	6,3	4,9	4,7	5,3	6,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	2,8%	3,4%	4,9%	4,0%	3,2%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	0,1%	0,9%	1,8%	2,1%	2,7%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	3,0%	5,1%	8,2%	6,6%	5,7%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,1%	-1,7%	-3,3%	-2,7%	-2,6%
Koszty / przychody	-46,2%	-52,2%	-31,2%	-40,3%	-48,3%
Koszty ryzyka	3,3%	3,1%	4,1%	2,5%	0,8%
ROA	-1,3%	-0,9%	0,4%	0,6%	0,9%
ROE	-16,9%	-16,6%	7,0%	10,7%	14,6%
ROTE	-17,3%	-17,2%	7,2%	11,0%	15,0%
Kredyty / depozyty	86%	78%	73%	74%	74%
Kredyty / aktywa	76%	69%	65%	62%	63%
Depozyty / aktywa	88%	88%	89%	85%	85%
Kapitał własny / aktywa	6%	5%	5%	6%	6%
Wskaźnik NPL	4,3%	4,4%	5,9%	6,2%	4,9%
Współczynnik pokrycia rezerwami	68,1%	69,8%	67,8%	67,8%	67,8%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	17,1%	14,4%	14,6%	24,1%	25,0%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	14,0%	11,3%	11,7%	12,1%	13,4%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	3 127	2 842	5 000	8 333	7 040	6 397
Koszty z tytułu odsetek	-544	-129	-1 663	-3 335	-2 794	-2 786
Wynik odsetkowy	**2 583**	**2 713**	**3 337**	**4 997**	**4 246**	**3 611**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	947	1 012	1 028	1 001	997	1 032
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-201	-182	-219	-208	-199	-206
Wynik prowizyjny	**746**	**831**	**808**	**794**	**797**	**826**
Wynik z działalności podstawowej	**3 329**	**3 544**	**4 146**	**5 791**	**5 044**	**4 437**
Przychody z tytułu dywidend	4	4	4	4	4	4
Wynik handlowy	333	-67	-200	528	221	221
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-88	78	60	-27	-46	-21
Pozostałe przychody	**249**	**14**	**-137**	**504**	**179**	**204**
Przychody ogółem	**3 578**	**3 558**	**4 009**	**6 295**	**5 223**	**4 641**
Koszty osobowe	-856	-815	-916	-1 031	-1 097	-1 130
Amortyzacja	-210	-202	-209	-213	-217	-222
Koszty rzeczowe	-686	-625	-968	-720	-790	-890
Koszty operacyjne	**-1 753**	**-1 642**	**-2 093**	**-1 964**	**-2 105**	**-2 242**
Wynik operacyjny	**1 825**	**1 916**	**1 915**	**4 331**	**3 118**	**2 399**
Saldo rezerw	-1 335	-2 604	-2 477	-3 215	-1 950	-623
Pozostałe	-279	-313	-169	0	0	-318
Zysk brutto	**211**	**-1 001**	**-731**	**1 116**	**1 169**	**1 459**
Podatek dochodowy	-188	-331	-284	-707	-464	-366
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**23**	**-1 332**	**-1 015**	**409**	**704**	**1 093**
Zysk netto skor.	**662**	**1 030**	**2 348**	**2 318**	**1 575**	**1 093**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	1 460	3 180	9 536	7 336	7 335	8 795
Należności od banków	625	771	733	586	586	586
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	74 088	78 603	76 565	74 148	75 457	79 287
Dłużne papiery wartościowe	19 445	18 756	21 104	29 246	34 246	34 246
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	957	942	1 009	1 002	1 002	1 002
w tym: wartość firmy	192	192	192	192	192	192
Inwestycje w jednostki zależne	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa	1 197	1 662	1 994	2 161	2 161	2 161
AKTYWA	**97 772**	**103 914**	**110 942**	**114 480**	**120 788**	**126 078**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	1 058	539	728	462	462	462
Zobowiązania wobec klientów	81 511	91 448	98 039	101 429	102 493	106 690
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	1 715	815	1 183	1 084	1 084	1 084
Zobowiązania podporządkowane	1 540	1 541	1 568	1 506	6 045	6 045
Pozostałe zobowiązania	2 858	2 873	3 930	3 769	3 769	3 769
ZOBOWIĄZANIA	**88 681**	**97 217**	**105 448**	**108 250**	**113 854**	**118 051**
KAPITAŁ WŁASNY	**9 091**	**6 697**	**5 494**	**6 230**	**6 934**	**8 027**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
PASYWA	**97 772**	**103 914**	**110 942**	**114 480**	**120 788**	**126 078**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Pekao

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 115 PLN)

Cena docelowa: 133 PLN
Cena bieżąca: 114,95 PLN
Potencjał wzrostu: 16%

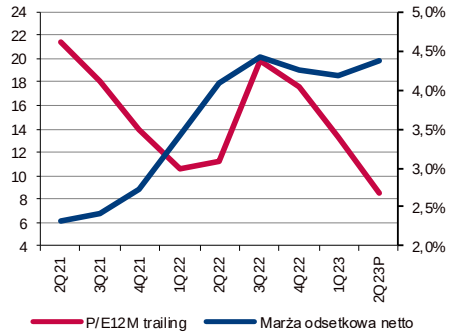
Raport za II kw.'23
03.08.2023

- Bank nadal ma założoną jedną z wyższych partycypacji w wakacjach kredytowych, dlatego można się spodziewać pewnego rozwiązania rezerwy. Stąd zakładana przez nas dynamika wzrostu wyniku odsetkowego kw/kw na najwyższym poziomie w sektorze.
- Wynik prowizyjny kontynuuje powolne odbicie kw/kw, ale raczej nie ma co liczyć jeszcze na wynik powyżej 700mln PLN.
- Brak zakładanych rezerw na CHF sprawia, że pozycja pozostałych przychodów może ulec wyraźnej poprawie.
- Koszty operacyjne bez żadnych one-offów. Na poziomie skorygowanym o IPS/BFG rosną tylko o 8% r/r, z uwagi na wysoką bazę w 2Q'22 związaną z jednorazowym przeniesieniem części kosztów IT z Capexu do Opexu (ok. 83mln PLN). Wyłączenie tego efektu oznaczałoby wzrost kosztów o 17% r/r.
- Zakładane koszty ryzyka na poziomie 50bps już bez odpisów na CHF, ta kwestia jest już naszym zdaniem wyczyszczona w banku.
- Podnosimy cenę docelową o 16% do 133,0 PLN i utrzymujemy rekomendację „Kupuj". Potencjał wzrostu kursu jest jednym z wyższych w sektorze, ale w państwowym banku musimy widzieć wyraźne odchylenie na plus, żeby bank trafił na listę Top Picków. Dobrze, że WZA ostatecznie przegłosowało wyższą dywidendę, bo pierwotna propozycja była dla nas rozczarowaniem. 10% DY na przyszły rok zakładamy przy wypłacie tylko 50% dywidendy, jest więc pole do pozytywnego zaskoczenia.

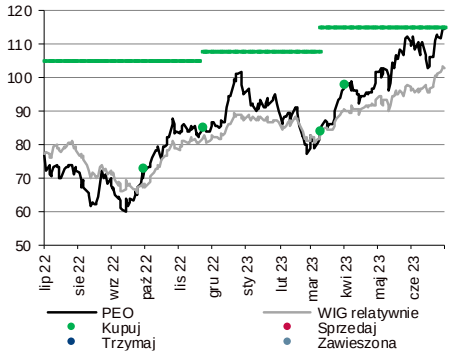
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PEO
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			115,0
52 tyg. min/max (PLN)			58,42 / 115,5
Liczba akcji (mln szt.)			262,5
Kapitalizacja (mln PLN)			30171
S&P Global ESG Scores			80
Śr. obroty 3M (mln PLN)			68,73
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	5,0%	17,3%	48,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	115
Kupuj	29.03.2023	115
Kupuj	12.12.2022	108
Kupuj	20.10.2022	105
Kupuj	20.07.2022	105
Kupuj	20.04.2022	132
Trzymaj	08.12.2021	125
Sprzedaj	20.10.2021	113

P/E 12M vs NIM



WYKRES PEO NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	1 339	1 387	1 601	2 069	2 567	398	3 210	2 774	2 952	15%	6%
Wynik prowizyjny	673	704	695	705	716	714	672	686	700	-2%	2%
Pozostałe przychody	114	35	-20	50	-195	-83	-62	96	172	-	79%
Przychody ogółem	2 126	2 126	2 276	2 824	3 088	1 029	3 820	3 556	3 824	24%	8%
Koszty operacyjne	-962	-920	-905	-1 245	-1 583	-1 133	-1 041	-1 322	-1 171	-26%	-11%
Wynik operacyjny	1 164	1 206	1 370	1 578	1 505	-103	2 779	2 235	2 653	76%	19%
Saldo rezerw	-192	-178	-232	-134	-531	-260	-1 091	-105	-209	-61%	99%
Zysk netto	605	631	694	907	468	-544	886	1 446	1 732	270%	20%
P/E12M trailing	21,5	18,1	13,9	10,6	11,2	19,8	17,6	13,4	8,6		
Marża odsetkowa netto	2,33%	2,41%	2,72%	3,42%	4,08%	4,42%	4,26%	4,18%	4,36%		
C/I	45,2%	43,3%	39,8%	44,1%	51,3%	#####	27,2%	37,2%	30,6%		
ROE	5,6%	6,6%	8,7%	11,5%	11,3%	6,6%	7,6%	9,9%	15,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	5 202	5 661	8 244	11 289	9 946	9 385
Wynik prowizyjny	2 434	2 688	2 807	2 793	2 839	2 915
Pozostałe przychody	160	174	-290	415	255	255
Przychody ogółem	7 796	8 522	10 761	14 497	13 040	12 554
Koszty operacyjne	-3 832	-4 028	-5 002	-4 855	-5 199	-5 475
Wynik operacyjny	3 964	4 494	5 760	9 642	7 841	7 080
Saldo rezerw	-1 578	-778	-2 016	-976	-1 184	-1 039
Zysk netto	1 102	2 175	1 718	6011	4398	3870
P/E (x)	27,4	13,9	17,6	5,0	6,9	7,8
P/BV (x)	1,2	1,3	1,3	1,1	1,0	1,0
ROE (%)	4,3%	8,8%	7,4%	23,6%	15,2%	12,9%
DY (%)	0,0%	2,8%	3,7%	4,7%	10,0%	10,9%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	134,2	70%	118,4	70%	13%
Wycena WEM	128,2	15%	110,5	15%	16%
Wycena porównawcza	118,1	15%	92,3	15%	28%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	11289	10414	8%	9946	9041	10%	9385	8523	10%
Wynik prowizyjny	2 793	2 795	0%	2 839	2 842	0%	2 915	2 869	2%
Pozostałe przychody	415	230	80%	255	230	11%	255	230	11%
Przychody ogółem	14 497	13 439	8%	13 040	12 113	8%	12 554	11 622	8%
Koszty operacyjne	-4 855	-4 603	5%	-5 199	-4 813	8%	-5 475	-5 069	8%
Wynik operacyjny	9 642	8 835	9%	7 841	7 300	7%	7 080	6 554	8%
Saldo rezerw	-976	-1 304	-25%	-1 184	-1 258	-6%	-1 039	-1 102	-6%
Zysk netto	6 011	5 239	15%	4 398	4 024	9%	3 870	3 505	10%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	13,9	17,6	5,0	6,9	7,8
P/E skor. (x)	12,3	5,5	5,0	6,9	7,8
P/BV (x)	1,2	1,3	1,2	1,0	1,0
P/TBV (x)	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
DY (%)	2,8%	3,7%	4,7%	10,0%	10,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	8,3	6,5	22,9	16,8	14,7
EPS skor. (PLN)	9,4	20,7	22,8	16,8	14,7
DPS (PLN)	3,2	4,3	5,4	11,5	12,6
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	39%	66%	24%	68%	85%
BVPS (PLN)	94,0	88,8	97,2	110,4	114,2
TBVPS (PLN)	91,1	85,9	94,4	107,6	111,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	2,5%	3,3%	4,3%	3,7%	3,4%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	2,1%	2,5%	3,9%	3,2%	3,0%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	2,5%	4,5%	6,5%	5,3%	4,6%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,1%	-1,2%	-2,4%	-1,8%	-1,3%
Koszty / przychody	-47,3%	-46,5%	-33,5%	-39,9%	-43,6%
Koszty ryzyka	0,5%	1,2%	0,6%	0,7%	0,6%
ROA	0,9%	0,6%	2,1%	1,5%	1,3%
ROE	8,8%	7,4%	23,6%	15,2%	12,9%
ROTE	9,1%	7,6%	24,3%	15,6%	13,2%
Kredyty / depozyty	82%	75%	71%	71%	72%
Kredyty / aktywa	64%	56%	54%	55%	55%
Depozyty / aktywa	78%	75%	76%	76%	77%
Kapitał własny / aktywa	10%	8%	10%	10%	10%
Wskaźnik NPL	5,5%	6,7%	8,1%	8,0%	6,8%
Współczynnik pokrycia rezerwami	85,5%	89,7%	88,8%	88,8%	88,8%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	16,9%	17,4%	17,7%	18,6%	18,5%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	15,1%	15,6%	15,9%	16,8%	16,8%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	5 849	5 870	11 115	17 323	14 473	12 682
Koszty z tytułu odsetek	-647	-210	-2 872	-6 034	-4 527	-3 298
Wynik odsetkowy	**5 202**	**5 661**	**8 244**	**11 289**	**9 946**	**9 385**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	2 905	3 230	3 439	3 279	3 265	3 352
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-472	-542	-632	-485	-426	-437
Wynik prowizyjny	**2 434**	**2 688**	**2 807**	**2 793**	**2 839**	**2 915**
Wynik z działalności podstawowej	**7 636**	**8 348**	**11 051**	**14 083**	**12 785**	**12 300**
Przychody z tytułu dywidend	26	27	28	28	28	28
Wynik handlowy	231	163	187	501	320	320
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-97	-16	-505	-114	-94	-94
Pozostałe przychody	**160**	**174**	**-290**	**415**	**255**	**255**
Przychody ogółem	**7 796**	**8 522**	**10 761**	**14 497**	**13 040**	**12 554**
Koszty osobowe	-2 040	-2 156	-2 300	-2 656	-2 856	-2 942
Amortyzacja	-539	-648	-616	-629	-641	-654
Koszty rzeczowe	-1 253	-1 224	-2 085	-1 571	-1 701	-1 879
Koszty operacyjne	**-3 832**	**-4 028**	**-5 002**	**-4 855**	**-5 199**	**-5 475**
Wynik operacyjny	**3 964**	**4 494**	**5 760**	**9 642**	**7 841**	**7 080**
Saldo rezerw	-1 578	-778	-2 016	-976	-1 184	-1 039
Pozostałe	-661	-714	-861	-888	-888	-898
Zysk brutto	**1 725**	**3 002**	**2 883**	**7 779**	**5 769**	**5 142**
Podatek dochodowy	-622	-825	-1 163	-1 766	-1 369	-1 271
Zysk mniejszości	1	2	2	2	2	2
Zysk netto	**1 102**	**2 175**	**1 718**	**6 011**	**4 398**	**3 870**
Zysk netto skor.	**1 566**	**2 459**	**5 438**	**5 984**	**4 398**	**3 870**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	4 456	4 697	13 436	13 958	15 529	17 489
Należności od banków	2 578	3 328	4 679	5 454	5 454	5 454
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	142 488	159 229	158 721	157 050	161 721	168 844
Dłużne papiery wartościowe	77 400	76 173	96 615	106 620	106 620	106 620
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	3 928	4 131	3 825	3 769	3 769	3 769
w tym: wartość firmy	748	749	749	749	749	749
Inwestycje w jednostki zależne	0	44	48	50	50	50
Pozostałe aktywa	2 367	2 965	3 814	3 041	3 041	3 041
AKTYWA	**233 217**	**250 567**	**281 139**	**289 942**	**296 184**	**305 266**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	9 951	8 575	8 594	7 735	7 735	7 735
Zobowiązania wobec klientów	178 304	195 162	210 747	221 383	226 230	234 740
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	12 580	16 186	29 910	23 849	23 849	23 849
Zobowiązania podporządkowane	2 758	2 761	2 789	2 851	2 851	2 851
Pozostałe zobowiązania	4 130	4 018	6 323	5 824	5 824	5 824
ZOBOWIĄZANIA	**207 722**	**226 703**	**258 364**	**261 642**	**266 489**	**274 999**
KAPITAŁ WŁASNY	**25 484**	**23 851**	**22 763**	**28 287**	**29 680**	**30 250**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**11**	**12**	**12**	**14**	**16**	**17**
PASYWA	**233 217**	**250 567**	**281 139**	**289 942**	**296 184**	**305 266**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

PKO BP

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 41 PLN)

Cena docelowa: 47 PLN
Cena bieżąca: 39,89 PLN
Potencjał wzrostu: 18%

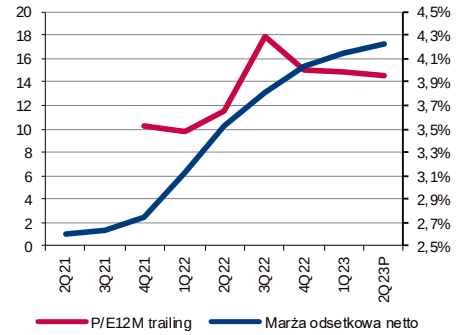
Raport za II kw.'23
24.08.2023

- Dynamika wyniku odsetkowego powinna pozytywnie wyróżniać się na tle sektora z uwagi na coraz mniejsze negatywne efekty hedgingu, ale bank nie oszczędza zbytnio na kosztach depozytów, stąd nasza prognoza na +3% kw/kw, zgodnie ze średnią w sektorze.
- Spowolnienie w bankowości inwestycyjnej nie pozwoli naszym zdaniem na wzrost wyniku prowizyjnego r/r.
- Koszty operacyjne bez żadnych one-offów. Na poziomie skorygowanym o IPS/BFG rosną o 17% r/r, nieco powyżej średniej w sektorze po wprowadzeniu istotnych podwyżek płac w 4Q'22.
- Koszty ryzyka uwzględniają 2,5mld PLN odpisów na CHF. Koszty ryzyka ex. CHF zakładamy na niższym poziomie kw/kw, ok. 42bps. Tak duża rezerwa na ryzyko prawne ma bowiem pozytywny wpływ na zakładane ryzyko kredytowe portfela CHF. W kolejnych okresach widzimy konieczność odpisania na CHF jeszcze tylko 1,1mld PLN, więc możliwe, że rzeczywiście bank zamknie temat już w tym roku.
- Przy tak dużej rezerwie CHF bank może zawiązać dodatkowe aktywo podatkowe, poza tym bank stosuje również wygładzanie szacowanej stawki podatkowej w ciągu roku. Zysk netto może być zatem wsparty niższym podatkiem o ok. 300mln PLN. Na poziomie skorygowanym zysk netto wyniósłby ok. 2,7mld PLN.
- Podnosimy cenę docelową o 15% do 47,0 PLN i utrzymujemy rekomendację „Kupuj". Potencjał wzrostu kursu jest jednym z wyższych w sektorze, ale do niedawna był najwyższy, co skłaniało nas do utrzymywania banku na liście Top Picków. Podtrzymujemy zdanie, że KNF powinien pozwolić na wypłatę dywidendy za 2022 jeszcze w tym roku. Upsidem na przyszły rok jest potencjalne uzyskanie zdolności do wypłaty 100% dywidendy.

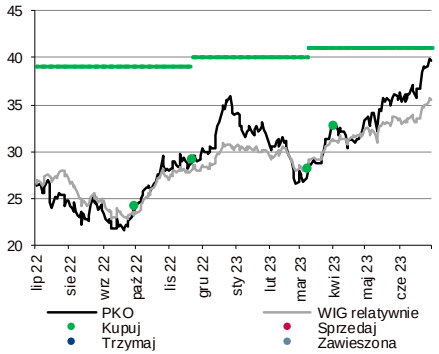
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PKO
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			39,9
52 tyg. min/max (PLN)			21,14 / 40,14
Liczba akcji (mln szt.)			1 250,0
Kapitalizacja (mln PLN)			49863
S&P Global ESG Scores			72
Śr. obroty 3M (mln PLN)			77,71
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	12,3%	22,2%	50,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	41,0
Kupuj	29.03.2023	41,0
Kupuj	12.12.2022	40,0
Kupuj	20.10.2022	39,0
Kupuj	20.07.2022	39,0
Kupuj	20.04.2022	50,0
Kupuj	08.12.2021	50,0
Trzymaj	20.10.2021	48,0

P/E 12M vs NIM



WYKRES PKO NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	2 405	2 496	2 669	3 092	3 542	709	4 081	4 187	4 300	21%	3%
Wynik prowizyjny	1 042	1 122	1 181	1 083	1 135	1 168	1 112	1 103	1 128	-1%	2%
Pozostałe przychody	330	191	111	325	273	398	336	255	273	0%	7%
Przychody ogółem	3 777	3 809	3 961	4 500	4 950	2 275	5 529	5 545	5 701	15%	3%
Koszty operacyjne	-1 430	-1 477	-1 567	-1 828	-2 340	-1 870	-1 731	-1 985	-1 721	-26%	-13%
Wynik operacyjny	2 347	2 332	2 394	2 672	2 610	405	3 798	3 560	3 980	53%	12%
Saldo rezerw	-334	-381	-531	-500	-1 414	-470	-1 139	-1 319	-2 761	95%	109%
Zysk netto	1 236	1 258	1 203	1 426	421	-253	1 718	1 454	518	23%	-64%
P/E12M trailing	-	-	10,2	9,7	11,6	17,8	15,1	14,9	14,5		
Marża odsetkowa netto	2,60%	2,63%	2,75%	3,13%	3,53%	3,81%	4,04%	4,15%	4,22%		
C/I	37,9%	38,8%	39,6%	40,6%	47,3%	82,2%	31,3%	35,8%	30,2%		
ROE	-3,4%	-2,2%	12,1%	13,0%	11,5%	7,8%	9,6%	9,6%	9,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	10 346	9 882	11 424	16 708	15 139	14 571
Wynik prowizyjny	3 920	4 377	4 498	4 560	4 673	4 745
Pozostałe przychody	358	886	1 332	1 066	1 078	1 078
Przychody ogółem	14 624	15 144	17 254	22 334	20 891	20 394
Koszty operacyjne	-5 983	-6 117	-7 769	-7 363	-7 763	-8 260
Wynik operacyjny	8 641	9 027	9 485	14 971	13 128	12 134
Saldo rezerw	-9 298	-1 467	-3 523	-6 272	-2 321	-2 053
Zysk netto	-2 557	4 873	3 312	5125	7533	6590
P/E (x)	-	10,2	15,1	9,7	6,6	7,6
P/BV (x)	1,2	1,3	1,4	1,2	1,1	1,1
ROE (%)	-6,4%	12,6%	9,0%	13,3%	17,5%	14,5%
DY (%)	0,0%	0,0%	4,6%	3,3%	7,7%	11,3%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	47,3	70%	41,9	70%	13%
Wycena WEM	47,6	15%	41,1	15%	16%
Wycena porównawcza	40,3	15%	32,8	15%	23%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	16708	16112	4%	15139	14545	4%	14571	13896	5%
Wynik prowizyjny	4 560	4 988	-9%	4 673	5 048	-7%	4 745	5 121	-7%
Pozostałe przychody	1 066	444	140%	1 078	444	143%	1 078	444	143%
Przychody ogółem	22 334	21 545	4%	20 891	20 037	4%	20 394	19 461	5%
Koszty operacyjne	-7 363	-7 184	2%	-7 763	-7 436	4%	-8 260	-7 897	5%
Wynik operacyjny	14 971	14 361	4%	13 128	12 601	4%	12 134	11 564	5%
Saldo rezerw	-6 272	-6 969	-10%	-2 321	-2 341	-1%	-2 053	-2 053	0%
Zysk netto	5 125	3 942	30%	7 533	7 159	5%	6 590	6 223	6%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	10,2	15,1	9,7	6,6	7,6
P/E skor. (x)	10,2	6,0	5,2	6,6	7,6
P/BV (x)	1,3	1,4	1,3	1,2	1,1
P/TBV (x)	1,3	1,4	1,3	1,2	1,1
DY (%)	0,0%	4,6%	3,3%	7,7%	11,3%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	3,9	2,6	4,1	6,0	5,3
EPS skor. (PLN)	3,9	6,6	7,6	6,0	5,3
DPS (PLN)	0,0	1,8	1,3	3,1	4,5
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	0%	69%	32%	51%	86%
BVPS (PLN)	31,1	29,4	30,8	34,5	36,4
TBVPS (PLN)	30,2	28,5	30,0	33,7	35,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	2,6%	2,9%	4,1%	3,6%	3,4%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	2,3%	2,0%	2,6%	3,1%	3,0%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	2,8%	5,0%	7,3%	6,2%	5,4%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,2%	-2,2%	-3,3%	-2,7%	-2,1%
Koszty / przychody	-40,4%	-45,0%	-33,0%	-37,2%	-40,5%
Koszty ryzyka	0,6%	1,5%	2,6%	0,9%	0,8%
ROA	1,2%	0,8%	1,2%	1,7%	1,4%
ROE	12,6%	9,0%	13,3%	17,5%	14,5%
ROTE	12,9%	9,3%	13,7%	17,9%	14,8%
Kredyty / depozyty	73%	69%	68%	69%	70%
Kredyty / aktywa	56%	54%	53%	53%	54%
Depozyty / aktywa	77%	79%	78%	77%	78%
Kapitał własny / aktywa	9%	8%	9%	10%	10%
Wskaźnik NPL	3,8%	3,7%	4,2%	4,7%	4,0%
Współczynnik pokrycia rezerwami	93,1%	109,4%	111,3%	111,3%	111,3%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	18,7%	17,8%	18,1%	18,4%	18,5%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	17,5%	16,6%	15,8%	16,2%	16,4%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	11 801	10 568	19 751	29 571	25 745	23 085
Koszty z tytułu odsetek	-1 455	-686	-8 327	-12 862	-10 605	-8 515
Wynik odsetkowy	**10 346**	**9 882**	**11 424**	**16 708**	**15 139**	**14 571**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	4 942	5 596	6 059	6 226	6 432	6 560
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-1 022	-1 219	-1 561	-1 666	-1 758	-1 815
Wynik prowizyjny	**3 920**	**4 377**	**4 498**	**4 560**	**4 673**	**4 745**
Wynik z działalności podstawowej	**14 266**	**14 259**	**15 922**	**21 268**	**19 812**	**19 316**
Przychody z tytułu dywidend	15	12	51	52	52	52
Wynik handlowy	417	818	1 083	876	881	881
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-74	56	198	137	145	145
Pozostałe przychody	**358**	**886**	**1 332**	**1 066**	**1 078**	**1 078**
Przychody ogółem	**14 624**	**15 144**	**17 254**	**22 334**	**20 891**	**20 394**
Koszty osobowe	-2 974	-3 199	-3 403	-3 932	-4 187	-4 312
Amortyzacja	-979	-998	-1 019	-1 048	-1 068	-1 090
Koszty rzeczowe	-2 030	-1 920	-3 347	-2 384	-2 508	-2 858
Koszty operacyjne	**-5 983**	**-6 117**	**-7 769**	**-7 363**	**-7 763**	**-8 260**
Wynik operacyjny	**8 641**	**9 027**	**9 485**	**14 971**	**13 128**	**12 134**
Saldo rezerw	-9 298	-1 467	-3 523	-6 272	-2 321	-2 053
Pozostałe	-1 039	-1 048	-1 195	-1 141	-1 153	-1 188
Zysk brutto	**-1 696**	**6 512**	**4 767**	**7 558**	**9 654**	**8 892**
Podatek dochodowy	-865	-1 640	-1 455	-2 434	-2 122	-2 302
Zysk mniejszości	-4	-1	0	-1	0	0
Zysk netto	**-2 557**	**4 873**	**3 312**	**5 125**	**7 533**	**6 590**
Zysk netto skor.	**3 995**	**4 873**	**8 251**	**9 555**	**7 533**	**6 590**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	7 474	11 587	15 917	14 519	18 259	19 908
Należności od banków	2 557	9 010	16 101	13 521	13 521	13 521
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	222 603	234 300	232 959	237 487	244 787	254 899
Dłużne papiery wartościowe	130 141	147 276	149 836	160 554	160 554	160 554
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	6 442	6 571	6 429	6 355	6 355	6 355
w tym: wartość firmy	1 053	1 053	1 053	1 053	1 053	1 053
Inwestycje w jednostki zależne	291	285	285	263	263	263
Pozostałe aktywa	7 458	9 057	9 920	14 229	14 229	14 229
AKTYWA	**376 966**	**418 086**	**431 447**	**446 929**	**457 968**	**469 728**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	2 626	3 829	3 020	3 791	3 791	3 791
Zobowiązania wobec klientów	282 356	322 296	338 868	347 574	354 924	365 743
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	38 580	39 686	35 957	33 836	33 836	33 836
Zobowiązania podporządkowane	2 716	2 716	2 781	5 720	5 720	5 720
Pozostałe zobowiązania	10 777	11 866	15 114	14 719	14 719	14 719
ZOBOWIĄZANIA	**337 055**	**380 393**	**395 740**	**405 640**	**412 990**	**423 809**
KAPITAŁ WŁASNY	**39 924**	**37 707**	**35 721**	**41 304**	**44 993**	**45 934**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**-13**	**-14**	**-14**	**-15**	**-15**	**-15**
PASYWA	**376 966**	**418 086**	**431 447**	**446 929**	**457 968**	**469 728**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Santander Polska

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 415 PLN)

Cena docelowa: 485 PLN
Cena bieżąca: 406 PLN
Potencjał wzrostu: 19%

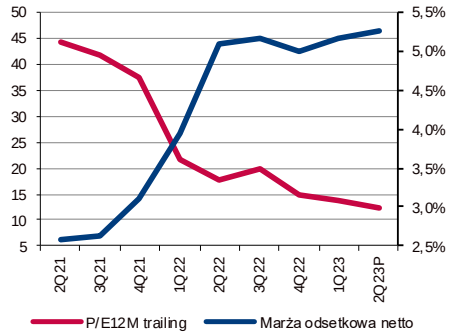
Raport za II kw.'23
26.07.2023

- Zakładamy wzrost wyniku odsetkowego kw/kw nieco poniżej średniej w sektorze, z uwagi na wyczerpującą się przestrzeń do rolowania portfela obligacji na wyższe rentowności.
- Powtórzenie silnego wyniku prowizyjnego z poprzedniego kwartału może być trudne, pozytywnie zaskoczyć może jednak TFI, które notuje duże napływy.
- W pozostałych przychodach uwzględniamy 170mln PLN kosztów ugód CHF.
- Koszty operacyjne bez żadnych one-offów. Na poziomie skorygowanym o IPS/BFG rosną o 18% r/r, nieco powyżej średniej w sektorze po wprowadzeniu istotnych podwyżek płac w 4Q'22.
- Koszty ryzyka uwzględniają 762mln PLN odpisów na CHF, wzorem poprzednich kwartałów trochę więcej niż wynikałoby z komunikatu spółki. Koszty ryzyka ex. CHF zakładamy ok. 10% wyższe kw/kw, nadal na niskim poziomie 66bps. W kolejnych okresach widzimy jeszcze konieczność odpisania na CHF 2,1mld PLN.
- Skorygowany zysk netto o CHF mógłby wynieść w 2Q'23 ok. 1,8mld PLN.
- Podnosimy nasze roczne prognozy zysku netto, głównie dzięki lepszej trajektorii wyniku odsetkowego, co w połączeniu z niższym RFR pozwala na podwyższenie naszej ceny docelowej o 17% do 485 PLN. Duża zmiana na kosztach ryzyka w tym i przyszłym roku wynika z przesunięcia 1,1mld PLN rezerw CHF na 2024 rok. Przez dbałość o dywidendę bank nie spieszy się z zawiązywaniem rezerw, więc raczej nie odpisze całości już w tym roku.
- Po bardzo dobrym zachowaniu kursu na tle sektora w 1H'23, przez ostatnie 1,5 miesiąca bank odstaje na minus. Nie widzimy do tego podstaw, dlatego po kilkumiesięcznej przerwie bank ponownie staje się naszym Top Pickiem w sektorze, gdyż wycena oferuje drugi po BNP najwyższy potencjał wzrostu. Nadal nieznana skala rozpoczętego pod koniec ubiegłego roku hedgingu stóp pozostaje dla nas upsidem. Kontrakty na stopy zaczęły spadać, więc timing wydaje się, że był idealny. Podoba nam się również determinacja banku do wypłaty jak najwyższej dywidendy. Podtrzymujemy zdanie, że KNF powinien pozwolić na wypłatę jeszcze w tym roku.

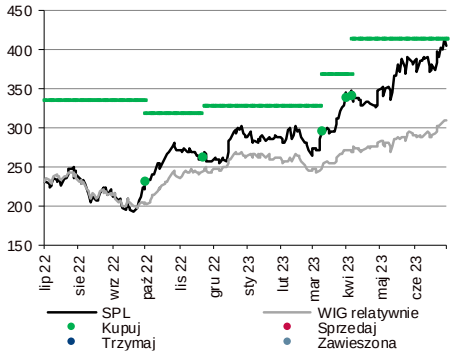
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SPL
Sektor			Banki
Kurs (PLN)			406,0
52 tyg. min/max (PLN)			186,5 / 419
Liczba akcji (mln szt.)			102,2
Kapitalizacja (mln PLN)			41489
S&P Global ESG Scores			83
Śr. obroty 3M (mln PLN)			26,29
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	6,2%	17,5%	76,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	25.04.2023	415
Kupuj	21.04.2023	370
Kupuj	29.03.2023	370
Kupuj	12.12.2022	330
Kupuj	20.10.2022	320
Kupuj	20.07.2022	335
Kupuj	20.04.2022	366
Trzymaj	08.12.2021	377

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SPL NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Wynik odsetkowy	1 410	1 443	1 732	2 244	2 935	1 641	2 833	3 092	3 138	7%	1%
Wynik prowizyjny	600	635	641	661	621	666	619	662	655	5%	-1%
Pozostałe przychody	217	82	59	42	-68	-13	6	-51	-75	-	-
Przychody ogółem	2 227	2 161	2 432	2 947	3 487	2 293	3 458	3 704	3 718	7%	0%
Koszty operacyjne	-875	-880	-977	-1 149	-1 304	-1 119	-929	-1 224	-1 067	-18%	-13%
Wynik operacyjny	1 352	1 281	1 456	1 798	2 183	1 174	2 528	2 480	2 651	21%	7%
Saldo rezerw	-794	-332	-860	-216	-961	-464	-993	-653	-1 025	7%	57%
Zysk netto	223	544	194	960	657	279	903	1 192	969	48%	-19%
P/E12M trailing	44,3	41,5	37,3	21,6	17,6	19,9	14,8	13,7	12,4		
Marża odsetkowa netto	2,58%	2,62%	3,10%	3,94%	5,08%	5,16%	4,98%	5,15%	5,25%		
C/I	39,3%	40,7%	40,2%	39,0%	37,4%	48,8%	26,9%	33,0%	28,7%		
ROE	3,5%	3,7%	4,1%	7,2%	8,9%	7,9%	10,5%	11,0%	11,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wynik odsetkowy	5 888	5 962	9 652	12 281	11 157	10 611
Wynik prowizyjny	2 152	2 487	2 566	2 621	2 723	2 807
Pozostałe przychody	-25	455	-34	-253	326	326
Przychody ogółem	8 015	8 904	12 185	14 649	14 206	13 744
Koszty operacyjne	-3 856	-3 751	-4 501	-4 453	-4 704	-4 958
Wynik operacyjny	4 159	5 153	7 684	10 196	9 502	8 786
Saldo rezerw	-1 763	-2 555	-2 634	-3 451	-2 860	-1 508
Zysk netto	1 037	1 112	2 799	4234	4242	4826
P/E (x)	40,0	37,3	14,8	9,8	9,8	8,6
P/BV (x)	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
ROE (%)	3,8%	4,2%	10,4%	14,4%	13,6%	15,0%
DY (%)	0,0%	0,5%	0,7%	5,9%	8,2%	8,2%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	513,1	70%	440,2	70%	17%
Wycena WEM	461,3	15%	389,9	15%	18%
Wycena porównawcza	338,7	15%	288,1	15%	18%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Wynik odsetkowy	12281	12053	2%	11157	10684	4%	10611	10107	5%
Wynik prowizyjny	2 621	2 599	1%	2 723	2 683	1%	2 807	2 763	2%
Pozostałe przychody	-253	-327	-	326	293	11%	326	293	11%
Przychody ogółem	14 649	14 326	2%	14 206	13 660	4%	13 744	13 163	4%
Koszty operacyjne	-4 453	-4 398	1%	-4 704	-4 570	3%	-4 958	-4 813	3%
Wynik operacyjny	10 196	9 928	3%	9 502	9 090	5%	8 786	8 350	5%
Saldo rezerw	-3 451	-4 746	-27%	-2 860	-1 700	68%	-1 508	-1 492	1%
Zysk netto	4 234	2 826	50%	4 242	4 899	-13%	4 826	4 429	9%

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	37,3	14,8	9,8	9,8	8,6
P/E skor. (x)	17,1	6,6	6,2	7,8	8,6
P/BV (x)	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
P/TBV (x)	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
DY (%)	0,5%	0,7%	5,9%	8,2%	8,2%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	10,9	27,4	41,4	41,5	47,2
EPS skor. (PLN)	23,8	61,1	65,1	51,9	47,2
DPS (PLN)	2,2	2,7	24,0	33,1	33,2
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)	20%	10%	58%	80%	70%
BVPS (PLN)	257,0	263,5	288,8	304,6	315,8
TBVPS (PLN)	240,3	246,7	272,0	287,8	299,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marża odsetkowa netto	2,7%	4,1%	5,1%	4,6%	4,3%
Marża odsetkowa netto skor. o ryzyko	1,5%	3,0%	3,7%	3,4%	3,6%
Przychody odsetkowe / aktywa odsetkowe	2,9%	5,4%	7,2%	6,1%	5,3%
Koszty odsetkowe / zobowiązania odsetkowe	-0,2%	-1,3%	-2,3%	-1,7%	-1,2%
Koszty / przychody	42,1%	36,9%	30,4%	33,1%	36,1%
Koszty ryzyka	0,7%	0,6%	0,8%	1,0%	0,9%
ROA	0,5%	1,1%	1,6%	1,6%	1,8%
ROE	4,2%	10,4%	14,4%	13,6%	15,0%
ROTE	4,5%	11,1%	15,2%	14,4%	15,8%
Kredyty / depozyty	79%	78%	79%	80%	81%
Kredyty / aktywa	60%	59%	60%	61%	62%
Depozyty / aktywa	76%	76%	76%	76%	76%
Kapitał własny / aktywa	11%	11%	12%	12%	12%
Wskaźnik NPL	4,9%	4,9%	5,4%	5,8%	4,9%
Współczynnik pokrycia rezerwami	78,0%	76,4%	77,6%	77,6%	77,6%
Współczynnik wypłacalności (CAR)	18,6%	19,3%	19,9%	20,3%	20,1%
Współczynnik kapitałów własnych (Tier 1)	16,6%	17,5%	18,1%	18,5%	18,4%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody z tytułu odsetek	6 857	6 362	12 539	17 363	14 889	13 300
Koszty z tytułu odsetek	-969	-400	-2 886	-5 082	-3 733	-2 689
Wynik odsetkowy	**5 888**	**5 962**	**9 652**	**12 281**	**11 157**	**10 611**
Przychody z tytułu prowizji i opłat	2 639	2 973	3 173	3 131	3 267	3 368
Koszty z tytułu prowizji i opłat	-487	-485	-607	-510	-545	-561
Wynik prowizyjny	**2 152**	**2 487**	**2 566**	**2 621**	**2 723**	**2 807**
Wynik z działalności podstawowej	**8 040**	**8 449**	**12 219**	**14 903**	**13 879**	**13 418**
Przychody z tytułu dywidend	23	113	11	11	11	11
Wynik handlowy	408	363	-66	-282	295	295
Pozostałe przychody i koszty operacyjne netto	-456	-21	21	18	21	21
Pozostałe przychody	**-25**	**455**	**-34**	**-253**	**326**	**326**
Przychody ogółem	**8 015**	**8 904**	**12 185**	**14 649**	**14 206**	**13 744**
Koszty osobowe	-1 744	-1 694	-1 816	-2 247	-2 382	-2 454
Amortyzacja	-594	-579	-524	-533	-544	-555
Koszty rzeczowe	-1 518	-1 478	-2 162	-1 673	-1 778	-1 950
Koszty operacyjne	**-3 856**	**-3 751**	**-4 501**	**-4 453**	**-4 704**	**-4 958**
Wynik operacyjny	**4 159**	**5 153**	**7 684**	**10 196**	**9 502**	**8 786**
Saldo rezerw	-1 763	-2 555	-2 634	-3 451	-2 860	-1 508
Pozostałe	-516	-540	-697	-706	-713	-746
Zysk brutto	**1 881**	**2 058**	**4 353**	**6 038**	**5 928**	**6 533**
Podatek dochodowy	-644	-805	-1 344	-1 748	-1 595	-1 526
Zysk mniejszości	200	141	210	56	90	180
Zysk netto	**1 037**	**1 112**	**2 799**	**4 234**	**4 242**	**4 826**
Zysk netto skor.	**1 372**	**2 428**	**6 241**	**6 651**	**5 305**	**4 826**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Kasa, środki w Banku Centralnym	5 489	8 438	10 170	10 218	10 546	12 594
Należności od banków	2 927	2 690	9 577	10 317	10 317	10 317
Kredyty i pożyczki udzielone klientom	141 436	146 391	152 509	155 252	160 622	169 382
Dłużne papiery wartościowe	70 925	77 037	78 947	74 339	74 339	74 339
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	3 934	3 655	3 638	3 426	3 206	3 206
w tym: wartość firmy	1 712	1 712	1 712	1 712	1 712	1 712
Inwestycje w jednostki zależne	998	933	921	958	958	958
Pozostałe aktywa	3 039	3 872	3 404	3 554	3 554	3 554
AKTYWA	**228 749**	**243 017**	**259 167**	**258 064**	**263 542**	**274 350**
Zobowiązania wobec banków, w tym BC	5 373	4 400	4 031	3 850	3 850	3 850
Zobowiązania wobec klientów	171 522	185 373	196 497	195 991	200 524	209 720
Zobowiązania z tytułu emisji papierów wartościowyc	16 700	18 956	20 743	18 138	18 138	18 138
Zobowiązania podporządkowane	2 755	2 750	2 807	2 827	2 827	2 827
Pozostałe zobowiązania	3 740	4 324	4 973	4 685	4 685	4 685
ZOBOWIĄZANIA	**200 091**	**215 804**	**229 052**	**225 491**	**230 024**	**239 219**
KAPITAŁ WŁASNY	**26 995**	**25 532**	**28 318**	**30 696**	**31 551**	**32 984**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**1 663**	**1 682**	**1 797**	**1 876**	**1 967**	**2 147**
PASYWA	**228 749**	**243 017**	**259 167**	**258 064**	**263 542**	**274 350**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

PZU

Kupuj
(Poprzednia: Trzymaj, 40 PLN)

Cena docelowa: 44,5 PLN
Cena bieżąca: 38,79 PLN
Potencjał wzrostu: 15%

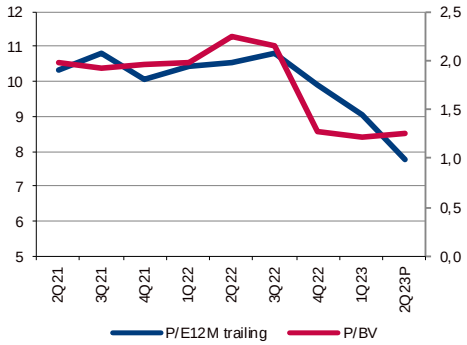
Raport za II kw.'23
31.08.2023

- Od 1Q'23 PZU raportuje wyniki pod nowym standardem MSSF 17. Spółka prezentuje jednak porównywalne wartości według poprzednich zasad, więc prognozujemy je jeszcze po staremu, dopóki nie uzyskamy wystarczającej bazy kwartalnych wyników do modelowania na nowych zasadach.
- **Składki:** Zakładamy nieco niższą dynamikę wzrostu składki r/r w porównaniu do poprzednich dwóch kwartałów. Dynamiczny wzrost utrzymują ubezpieczenia komunikacyjne (zwłaszcza AC) oraz odbudowa sprzedaży w segmencie indywidualnych ubezpieczeń na życie. Inflacyjny efekt cenowy w pozakomunikacyjnych ubezpieczeniach majątkowych zaczyna jednak być niwelowany przez niższe wolumeny.
- **Wynik lokacyjny:** Wpływ banków szacujemy na 3,82mld PLN, więc skorygowana wartość dla samego PZU wynosi 956mln PLN. Zysk na portfelu klientów zewnętrznych szacujemy na 295mln PLN, zatem wynik na portfelu PZU zakładamy na 660mln PLN (wobec 600mln PLN w 1Q'23). Poprawa kw/kw to głównie efekt dalszego rolowania obligacji na coraz wyższych rentownościach.
- **Odszkodowania:** Na poziomie skorygowanym o wynik na portfelu klientów zewnętrznych spodziewamy się wzrostu odszkodowań o ok. 120mln PLN kw/kw, głównie w ubezpieczeniach majątkowych, w związku z sezonowo wyższą częstością szkód kw/kw, przy jednoczesnym wzroście jednostkowej wartości szkody. W ubezpieczeniach życiowych sezonowość działa z kolei na plus kw/kw. Zakładamy COR w majątku na poziomie 93,0% (vs. 91,8% w 1Q'23), a marżę w grupówkach na 21,2% (vs. 16,3% w 1Q'23).
- Na poziomie zysku netto zakładamy wzrost kontrybucji banków o 76mln PLN kw/kw do 488mln PLN oraz wzrost segmentu ubezpieczeniowego o 173mln PLN kw/kw do 842mln PLN. Zapowiadają się więc rekordowe wyniki w historii spółki. Raportowany wynik wg MSSF 17 powinien być jeszcze nieco wyższy. Dodatkowo, po silnym 1Q'23 zakładamy, że na poziomie wyniku jednostkowego spółka zarobi w tym roku ponad 3mld PLN, co (przy niezmienionych kryteriach KNF) pozwoli na wypłatę ok. 2,8 PLN dywidendy na akcję w 2024. DY na przyszły rok powyżej 7% zaczyna wyglądać atrakcyjnie, zwłaszcza po ostatnich spadkach rentowności obligacji i tym, że jesteśmy jeszcze przed odcięciem dywidendy w tym roku.
- **Przez ostatnie 7 miesięcy niedoważaliśmy spółkę w strategii miesięcznej, zwłaszcza vs. banki i wydaje nam się, że można powoli odwracać to pozycjonowanie. Podwyższamy naszą wycenę o 11% do 44,5 PLN na akcję i podnosimy rekomendację z „Trzymaj" do „Kupuj".**

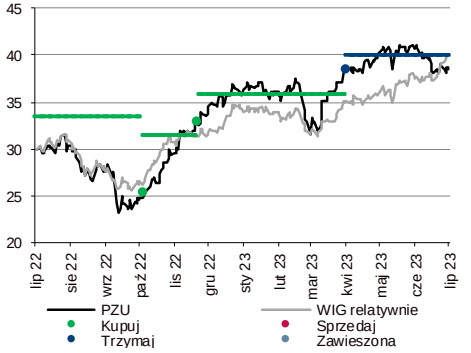
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PZU
Sektor			Ubezpieczenia
Kurs (PLN)			38,8
52 tyg. min/max (PLN)			22,73 / 41,45
Liczba akcji (mln szt.)			863,5
Kapitalizacja (mln PLN)			33496
S&P Global ESG Scores			71
Śr. obroty 3M (mln PLN)			60,02
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-6,3%	-0,1%	28,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	21.04.2023	40,0
Kupuj	12.12.2022	36,0
Kupuj	24.10.2022	31,5
Kupuj	20.07.2022	33,5
Kupuj	21.04.2022	38,0
Trzymaj	08.12.2021	37,0
Sprzedaj	20.10.2021	37,0
Trzymaj	20.07.2021	38,0

P/E 12M



WYKRES PZU NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Składki brutto	**6 194**	**5 908**	**6 830**	**6 253**	**6 394**	**6 395**	**7 668**	**7 053**	**7 032**	10%	0%
Składki zarobione netto	5 831	5 855	5 860	5 760	5 923	6 238	6 376	6 261	6 497	10%	4%
Wynik na lokatach	2 349	2 035	2 347	2 800	2 641	739	4 236	4 527	4 777	81%	6%
Przychody ogółem	**9 720**	**9 497**	**9 962**	**10 192**	**10 318**	**8 725**	**12 510**	**12 482**	**12 904**	25%	3%
Odszkodowania netto	-4 144	-3 894	-3 767	-3 690	-3 426	-3 929	-4 497	-4 382	-4 587	34%	5%
Koszty operacyjne	-2 599	-2 580	-2 702	-2 698	-2 897	-2 850	-3 033	-3 134	-3 275	13%	5%
Koszty ogółem	**-7 966**	**-7 670**	**-7 689**	**-7 983**	**-8 439**	**-8 376**	**-9 317**	**-9 142**	**-9 043**	7%	-1%
Zysk brutto	1 752	1 824	2 269	2 198	1 873	344	3 190	3 338	3 860	106%	16%
Zysk netto	**754**	**739**	**963**	**758**	**722**	**660**	**1 234**	**1 081**	**1 330**	84%	23%
P/E12M trailing	10,3	10,8	10,0	10,4	10,5	10,8	9,9	9,1	7,8		
P/BV	2,0	1,9	2,0	2,0	2,2	2,2	1,3	1,2	1,3		
ROE 12M	18,0%	17,1%	18,6%	18,3%	19,1%	18,9%	18,6%	18,3%	19,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Składki przypisane brutto	23 866	25 080	26 710	28 744	29 445	30 104
Dochód z dział. lokacyjnej	7 352	9 137	10 416	17 385	14 908	14 331
Przychody ogółem	35 968	38 709	41 745	50 398	49 194	49 353
Odszkodowania netto	-15 580	-15 731	-15 542	-18 098	-18 481	-18 958
Koszty operacyjne	-9 914	-10 398	-11 478	-13 161	-13 954	-14 280
Koszty ogółem	-31 910	-31 240	-34 115	-36 485	-37 593	-38 671
Zysk brutto	4 058	7 454	7 605	13 905	11 593	10 674
Zysk netto	1 912	3 336	3 374	4 899	4 668	4 400
DPS (PLN)	0,0	3,5	1,9	2,4	2,8	3,2
P/E (x)	17,5	10,0	9,9	6,8	7,2	7,6
P/BV (x)	1,8	2,0	1,3	1,2	1,1	1,0
DY (%)	0,0%	9,0%	5,0%	6,2%	7,3%	8,4%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	42,0	70%	37,1	70%	13,2%
Wycena WEM	44,2	15%	40,2	15%	10,0%
Wycena porównawcza	50,4	15%	47,4	15%	6,4%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Składki przypisane brutto	28 744	28 191	2%	29 445	28 836	2%	30 104	29 473	2%
Dochód z dział. lokacyjnej	17 385	14 693	18%	14 908	13 174	13%	14 331	12 754	12%
Przychody ogółem	50 398	47 579	6%	49 194	46 978	5%	49 353	47 240	4%
Odszkodowania netto	-18 098	-17 659	2%	-18 481	-18 180	2%	-18 958	-18 647	2%
Koszty operacyjne	-13 161	-12 622	4%	-13 954	-13 092	7%	-14 280	-13 404	7%
Koszty ogółem	-36 485	-35 230	4%	-37 593	-36 221	4%	-38 671	-37 387	3%
Zysk brutto	13 905	12 337	13%	11 593	10 745	8%	10 674	9 841	8%
Zysk netto	4 899	4 628	6%	4 668	4 511	3%	4 400	4 164	6%

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	17,5	10,0	9,9	6,8	7,2	7,6
P/E skor. (x)	10,5	11,1	8,4	6,8	7,2	7,6
P/BV (x)	1,8	1,9	1,5	1,2	1,1	1,0
P/TBV (x)	2,1	2,2	1,8	1,3	1,2	1,1
DY (%)	0,0%	9,0%	5,0%	6,2%	7,3%	8,4%

Wskaźniki finansowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,2	3,9	3,9	5,7	5,4	5,1
EPS skor. (PLN)	3,7	3,5	4,6	5,7	5,4	5,1
DPS (PLN)	0,0	3,5	1,9	2,4	2,8	3,2
BVPS (PLN)	-	20,8	25,1	32,0	35,0	37,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
zmiana składki zarobionej netto r./r.	0,9%	4,6%	8,6%	4,7%	2,3%
zmiana przychodów ogółem r./r.	7,6%	7,8%	20,7%	-2,4%	0,3%
zmiana odszkodowań netto r./r.	1,0%	-1,2%	16,4%	2,1%	2,6%
zmiana kosztów ogółem r./r.	-2,1%	9,2%	6,9%	3,0%	2,9%
zmiana zysku netto r./r.	74,5%	1,1%	45,2%	-4,7%	-5,7%
Ubezpieczenia majątkowe i osobowe:					
Współczynnik szkodowości na udziale własnym	61,7%	61,7%	63,3%	61,7%	61,3%
Wskaźnik kosztów akwizycji	20,8%	21,6%	22,3%	22,1%	22,2%
Wskaźnik kosztów administracyjnych	6,6%	6,5%	7,1%	7,3%	7,2%
Wskaźnik mieszany (COR)	89,1%	89,8%	92,7%	91,1%	90,7%
Koszty / przychody	80,7%	81,7%	72,4%	76,4%	78,4%
Efektywna stopa podatkowa	27,1%	30,8%	22,8%	23,0%	23,7%
Marża operacyjna	19,3%	18,3%	27,6%	23,6%	21,6%
Marża netto	8,6%	8,1%	9,7%	9,5%	8,9%
ROA	0,9%	0,8%	1,1%	1,0%	0,9%
ROE	18,6%	15,6%	17,7%	15,5%	13,7%
ROTE	22,0%	17,9%	19,7%	17,0%	15,0%
Kapitał własny / aktywa	4,2%	6,0%	6,5%	6,9%	7,0%
Współczynnik wypłacalności (Solvency II)	221,6%	240,0%	256,7%	266,7%	272,5%

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Składki przypisane brutto	23 866	25 080	26 710	28 744	29 445	30 104
ubezp. majątkowe i osobowe	13 162	14 094	15 503	16 799	17 138	17 484
ubezp. na życie	8 719	8 780	8 617	8 957	9 176	9 340
działalność zagraniczna	1 985	2 206	2 590	2 987	3 130	3 280
Składki zarobione netto	23 024	23 232	24 297	26 388	27 637	28 268
Dochód z dział. lokacyjnej	**7 352**	**9 137**	**10 416**	**17 385**	**14 908**	**14 331**
Pozostałe przychody	5 592	6 340	7 032	6 625	6 649	6 754
Przychody ogółem	**35 968**	**38 709**	**41 745**	**50 398**	**49 194**	**49 353**
PZU	26 327	26 494	26 942	30 795	31 861	32 320
Banki	9 641	12 215	14 803	19 603	17 333	17 033
Odszkodowania brutto	**-16 105**	**-16 130**	**-16 894**	**-18 726**	**-19 123**	**-19 617**
Odszkodowania netto	**-15 580**	**-15 731**	**-15 542**	**-18 098**	**-18 481**	**-18 958**
Koszty akwizycji	-3 317	-3 572	-3 903	-4 396	-4 594	-4 721
Koszty administracyjne	-6 597	-6 826	-7 575	-8 764	-9 360	-9 559
Koszty operacyjne	**-9 914**	**-10 398**	**-11 478**	**-13 161**	**-13 954**	**-14 280**
Pozostałe koszty	-7 550	-5 529	-11 862	-14 064	-11 875	-10 476
Koszty ogółem	**-31 910**	**-31 240**	**-34 115**	**-36 485**	**-37 593**	**-38 671**
PZU	-22 386	-22 860	-23 308	-26 667	-27 467	-28 074
Banki	-9 524	-8 380	-10 807	-9 818	-10 126	-10 596
Wynik operacyjny	**4 058**	**7 469**	**7 630**	**13 913**	**11 601**	**10 682**
Zysk brutto	**4 058**	**7 454**	**7 605**	**13 905**	**11 593**	**10 674**
PZU	3 941	3 619	3 609	4 120	4 387	4 238
Banki	117	3 835	3 996	9 785	7 206	6 437
Podatek dochodowy	-1 528	-2 020	-2 346	-3 167	-2 666	-2 525
Zysk mniejszości	618	2 098	1 885	5 848	4 259	3 749
Zysk netto	**1 912**	**3 336**	**3 374**	**4 899**	**4 668**	**4 400**
Zysk netto skor.	**3 189**	**3 026**	**3 982**	**4 899**	**4 668**	**4 400**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Środki pieniężne	7 939	9 447	15 960	19 245	20 779	22 129
Odroczone koszty akwizycji	1 550	1 573	1 762	74	74	74
Udział reasekuratorów w rezerwach	2 101	2 540	4 015	4 461	5 117	5 746
Należności	6 246	9 418	12 642	7 336	7 336	7 336
Aktywa finansowe	344 549	360 290	382 751	392 998	401 848	413 381
Rzeczowe aktywa trwałe i nieruchomości inw.	6 681	6 917	7 325	7 281	7 281	7 281
Wartość firmy	2 776	2 778	2 808	2 806	2 806	2 806
Wartości niematerialne	3 206	3 403	3 282	3 253	3 253	3 253
Pozostałe aktywa	**3 926**	**5 763**	**5 574**	**8 198**	**8 198**	**8 198**
AKTYWA	378 974	402 129	436 119	445 652	456 692	470 205
Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe	48 471	50 173	52 606	41 889	43 360	44 449
Zobowiązania finansowe	273 905	298 008	325 330	327 323	333 420	343 794
Pozostałe zobowiązania	13 195	13 954	18 431	19 675	19 675	19 675
ZOBOWIĄZANIA	335 571	362 135	396 367	388 887	396 455	407 917
KAPITAŁ WŁASNY	**18 777**	**17 080**	**26 266**	**29 080**	**31 298**	**32 898**
KAPITAŁY MNIEJSZOŚCI	**24 626**	**22 914**	**22 263**	**27 685**	**28 939**	**29 390**
PASYWA	**378 974**	**402 129**	**436 119**	**445 652**	**456 692**	**470 205**

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Finanse pozostałe

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
FINANSE POZOSTAŁE																					
Caspar	8	9	-7%	8	1%	1,9	1,7	12%	2,1	-7%	1,2	1,0	20%	1,4	-9%	1,1	0,6	77%	1,1	-5%	**12.09.2023**
GPW	107	99	8%	112	-5%	40,2	46,8	-14%	34,9	15%	31,6	37,3	-15%	26,5	19%	37,2	38,1	-2%	26,6	40%	**10.08.2023**
Kruk	661	557	19%	615	7%	362,0	304,6	19%	343,5	5%	347,3	292,7	19%	329,4	5%	269,3	244,9	10%	235,2	15%	**10.08.2023**
Votum	101	77	31%	80	26%	45,1	34,0	32%	36,1	25%	44,2	33,4	32%	35,3	25%	36,7	26,6	38%	32,5	13%	**22.09.2023**
XTB	360	396	-9%	532	-32%	193,0	262,4	-26%	351,1	-45%	189,4	259,7	-27%	347,4	-45%	167,9	226,9	-26%	302,8	-45%	**26.07.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
FINANSE POZOSTAŁE																				
Caspar	13,0	128	36	43	47	10	15	17	6	10	12	20,3	12,6	10,6	12,0	8,0	6,7	4,3%	4,0%	6,4%
GPW	40,5	1 702	433	445	455	165	172	176	149	156	158	11,4	10,9	10,8	7,7	7,2	6,9	7,0%	7,3%	7,5%
Kruk	444,6	8 589	2 616	3 041	3 431	1 379	1 629	1 856	958	1 104	1 264	9,0	7,8	6,8	10,2	9,4	8,9	3,3%	3,9%	6,4%
Votum	50,3	604	393	487	430	173	224	177	144	178	141	4,2	3,4	4,3	3,3	2,5	3,1	5,0%	16,7%	23,6%
XTB	41,0	4 815	1 583	1 416	1 486	897	706	781	793	633	679	6,1	7,6	7,1	3,4	4,2	3,6	11,8%	12,4%	9,9%

Strona celowo pozostawiona pusta.

CASPAR AM

Bez rekomendacji

- W 2Q'23 spółka negatywnie wyróżniała się na tle rynku TFI. Odnotowała odpływy zarówno w FIO, FIZ, jak i AM. W najdokładniejszym do porównania FIO odpływy wyniosły -7mln PLN, podczas gdy w sektorze napływy (bez PPK) wyniosły ok. 4,5mld PLN. Z pozytywnych sygnałów spółka uruchomiła w czerwcu nowy fundusz zamknięty, ale nie wiemy jeszcze na jaką będzie docelowo opiewał kwotę.
- Wartość aktywów zarządzanych bezpośrednio przez spółkę wyniosła na koniec II kwartału 1,9mld PLN, co oznacza spadek o 5% kw/kw. Aktywa zewnętrznych klientów F-Trust były wyższe o 6% kw/kw. Łączny efekt to -2% kw/kw. Na całym rynku TFI (bez PPK) wzrost wyniósł +6,7% kw/kw.
- Średnia wartość aktywów w trackie kwartału była jednak zbliżona kw/kw, więc oczekujemy stabilnych przychodów kw/kw. Zysk netto również nie powinien istotnie różnić się od poprzedniego kwartału.
- Nie widzimy też szans na zawiązanie istotnej rezerwy na success fee w związku ze słabszym zachowaniem funduszy FIO i głównych strategii AM vs. ich benchmarki (tabela poniżej). Jedynie Strategia Spółek Biotechnologicznych wyszła na istotny plus wobec benchmarku YTD, ale HWM raczej nie pozwoli jeszcze na wygenerowanie success fee.
- W związku z odchyleniami na minus od benchmarków po pół roku, obniżamy prawdopodobieństwo osiągnięcia modelowej opłaty zmiennej w tym roku do 50%, co istotnie wpływa na nasze prognozy wyników na ten rok. Zakładamy ją w 4Q'23 na 3mln PLN, zawsze jest jeszcze szansa że spółka zaskoczy pozytywnie w wynikach zarządzania FIZami.

	Nazwa strategii / funduszu	Stopa zwrotu 2Q'23 Fundusz	Stopa zwrotu 2Q'23 Benchmark	Różnica [pp]	Stopa zwrotu YTD Fundusz	Stopa zwrotu YTD Benchmark	Różnica [pp]
AM	Strategia FOCUS Akcyjna	-0,52%	2,18%	-2,70	-2,02%	7,37%	-9,39
AM	Strategia FOCUS Zrównoważona	-1,20%	1,99%	-3,19	-0,72%	5,81%	-6,53
AM	Strategia FOCUS Stabilnego Wzrostu	-0,91%	1,85%	-2,76	0,74%	4,64%	-3,90
AM	Strategia SELECT Akcyjna	-1,18%	2,18%	-3,36	-3,02%	7,37%	-10,39
AM	Specjalistyczna Strategia Akcji Globalnych	-0,07%	2,18%	-2,25	-0,38%	7,37%	-7,75
AM	Strategia Spółek Biotech i Ochrony Zdrowia	9,93%	-2,03%	11,96	2,79%	-5,98%	8,77
FIO	Subfundusz Caspar Stabilny	-1,87%	1,93%	-3,80	-0,07%	5,18%	-5,25
FIO	Subfundusz Caspar Globalny	-1,51%	2,18%	-3,69	-2,01%	7,37%	-9,38
FIO	Subfundusz Caspar Obligacji	2,11%	2,50%	-0,39	6,47%	7,21%	-0,74
FIO	Subfundusz Caspar Akcji Europejskich	-4,06%	-2,62%	-1,44	-1,93%	5,44%	-7,37

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	8,7	9,5	10,6	9,0	8,6	8,5	8,4	8,0	8,0	-7%	1%
EBITDA	3,1	3,5	3,1	2,7	1,7	1,8	1,8	2,1	1,9	12%	-7%
EBIT	2,7	3,1	2,6	2,2	1,0	1,1	1,1	1,4	1,2	20%	-9%
Zysk netto	2,1	2,4	2,1	1,8	0,6	1,1	0,8	1,1	1,1	77%	-5%
P/E12M trailing	5,0	4,8	14,7	15,2	18,5	23,1	30,3	35,9	31,8		
EV/EBITDA 12M trailing	3,3	3,6	9,9	10,0	11,3	13,6	15,6	16,7	16,3		
zmiana przychodów r./r.	-4%	47%	-69%	3%	-1%	-11%	-21%	-11%	-7%		
marża EBITDA	35,0%	36,8%	29,2%	29,9%	19,8%	21,6%	21,8%	25,9%	23,9%		
marża EBIT	30,7%	32,4%	25,0%	24,2%	11,9%	13,1%	13,3%	16,9%	15,3%		
marża netto	24,3%	25,6%	20,0%	19,7%	6,9%	12,4%	9,7%	13,9%	13,1%		

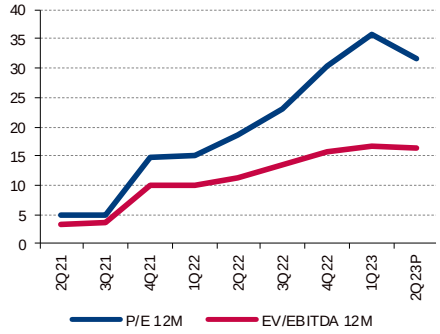
Raport za II kw.'23
12.09.2023

Cena bieżąca: 13 PLN

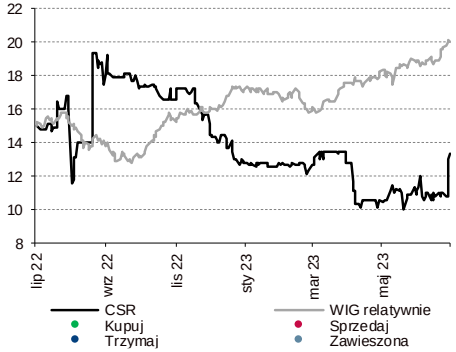
DANE SPÓŁKI			
Ticker	CSR		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	13,0		
52 tyg. min/max (PLN)	10 / 20		
Liczba akcji (mln szt.)	9,9		
Kapitalizacja (mln PLN)	128		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,00		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	19,3%	1,6%	-13,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CSR NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	54,8	37,5	34,5	35,7	42,7	47,3
EBITDA	33,3	12,6	8,1	10,4	15,1	17,5
EBIT	32,5	11,0	5,4	7,6	12,3	14,6
Zysk netto	26,2	8,7	4,2	6,3	10,2	12,1
EPS (PLN)	2,66	0,9	0,4	0,6	1,0	1,2
DPS (PLN)	0,6	1,8	0,7	0,6	0,5	0,8
P/E (x)	4,9	14,7	30,3	20,3	12,6	10,6
EV/EBITDA (x)	3,8	9,9	15,6	12,0	8,0	6,7
P/BV (x)	3,8	5,1	5,8	5,6	4,6	4,0
DY (%)	4,3%	13,5%	5,2%	4,3%	4,0%	6,4%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	36	41	-12%	43	45	-5%	47	50	-5%
EBITDA	10	13	-22%	15	16	-3%	17	18	-2%
EBIT	8	10	-27%	12	13	-4%	15	15	-3%
Zysk netto	6	8	-25%	10	10	-1%	12	12	-1%
P/E (x)	20,3	15,2		12,6	12,4		10,6	10,5	
EV/EBITDA (x)	12,0	9,4		8,0	7,7		6,7	6,5	
P/BV (x)	5,6			4,6			4,0		
DY (%)	4,3%			4,0%			6,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	14,7	30,3	20,3	12,6	10,6
P/E skor. (x)	14,7	30,3	20,3	12,6	10,6
P/BV (x)	5,1	5,8	5,6	4,6	4,0
EV/EBITDA (x)	9,9	15,6	12,0	8,0	6,7
EV/EBITDA skor. (x)	9,9	15,6	12,0	8,0	6,7
EV/Sprzedaż (x)	3,3	3,6	3,5	2,8	2,5
FCF Yield (%)	21,4%	4,2%	4,7%	7,9%	9,8%
DY (%)	13,5%	5,2%	4,3%	4,0%	6,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,9	0,4	0,6	1,0	1,2
EPS skor. (PLN)	0,9	0,4	0,6	1,0	1,2
DPS (PLN)	1,8	0,7	0,6	0,5	0,8
BVPS (PLN)	2,5	2,2	2,3	2,8	3,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	28,2%	15,6%	21,3%	28,8%	31,0%
marża EBITDA skor. (%)	33,4%	23,4%	29,1%	35,3%	37,0%
marża EBIT (%)	29,2%	15,7%	21,3%	28,8%	31,0%
marża netto skor. (%)	23,2%	12,3%	17,7%	23,8%	25,6%
ROE (%)	29,5%	18,0%	28,2%	40,1%	40,4%
ROA (%)	20,4%	13,0%	19,6%	28,6%	29,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,7%	5,9%	8,1%	6,9%	6,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,9	0,8	1,1	1,1	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7
Cykl konwersji gotówki (dni)	131	19	15	14	15
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	184	45	42	39	41
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	53	25	27	25	26

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**54,8**	**37,5**	**34,5**	**35,7**	**42,7**	**47,3**
Koszty wytworzenia	22,4	27,0	29,1	28,1	30,4	32,6
Zysk brutto ze sprzedaży	**32,4**	**10,6**	**5,4**	**7,6**	**12,3**	**14,6**
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty zarządu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk ze sprzedaży	32,4	10,6	5,4	7,6	12,3	14,6
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**33,3**	**12,6**	**8,1**	**10,4**	**15,1**	**17,5**
EBITDA skor.	**33,3**	**12,6**	**8,1**	**10,4**	**15,1**	**17,5**
Amortyzacja	0,7	1,6	2,6	2,8	2,8	2,8
EBIT	**32,5**	**11,0**	**5,4**	**7,6**	**12,3**	**14,6**
Wynik na działalności finansowej	0,0	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zysk brutto	**32,5**	**10,8**	**5,7**	**7,9**	**12,6**	**14,9**
Podatek dochodowy	6,3	2,1	1,5	1,5	2,4	2,8
Zysk mniejszości	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**26,2**	**8,7**	**4,2**	**6,3**	**10,2**	**12,1**
Zysk netto skor.	**26,2**	**8,7**	**4,2**	**6,3**	**10,2**	**12,1**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**5,9**	**6,9**	**9,6**	**9,7**	**9,9**	**10,0**
Aktywa obrotowe	**46,5**	**26,2**	**22,2**	**23,0**	**28,5**	**32,6**
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	33,4	4,4	4,0	4,2	5,0	5,5
Gotówka	4,3	7,6	8,2	8,8	13,5	17,1
Aktywa	**52,4**	**33,2**	**31,8**	**32,7**	**38,4**	**42,6**
Kapitał własny	**33,9**	**25,1**	**22,0**	**22,8**	**28,0**	**31,9**
Kapitały mniejszości	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**
Zobowiązania długoterminowe	**4,9**	**5,5**	**7,1**	**7,1**	**7,1**	**7,1**
Zobowiązania oprocentowane	3,4	3,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Zobowiązania krótkoterminowe	**13,5**	**2,3**	**2,6**	**2,7**	**3,2**	**3,6**
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	8,7	2,2	2,5	2,6	3,2	3,5
Pasywa	**52,3**	**32,9**	**31,8**	**32,7**	**38,4**	**42,6**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**9,9**	**28,0**	**7,3**	**8,8**	**12,4**	**14,5**
Zysk (strata) netto	26,2	8,7	4,2	6,3	10,2	12,1
Amortyzacja	0,7	1,6	2,6	2,8	2,8	2,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-3,6**	**-6,3**	**1,6**	**-2,2**	**-2,2**	**-2,3**
CAPEX	-0,5	-1,4	-2,0	-2,9	-2,9	-3,0
Przepływy z działalności finansowej	**-5,7**	**-18,5**	**-8,3**	**-6,0**	**-5,5**	**-8,6**
Dywidenda/ buy back	-5,5	-17,3	-6,7	-5,5	-5,1	-8,1
Przepływy pieniężne netto	0,6	3,3	0,6	0,6	4,7	3,6
Środki pieniężne na początek okresu	3,8	4,3	7,6	8,2	8,8	13,5
Środki pieniężne na koniec okresu	4,3	7,6	8,2	8,8	13,5	17,1

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

GPW

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 41 PLN)

Cena docelowa: 48 PLN
Cena bieżąca: 40,54 PLN
Potencjał wzrostu: 18%

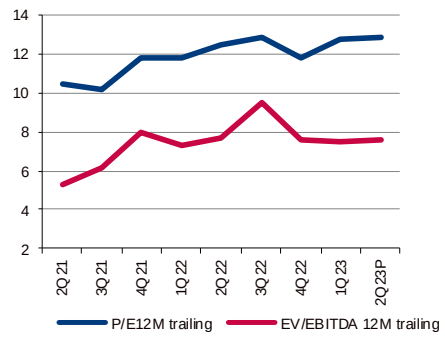
Raport za II kw.'23
10.08.2023

- **Rynek finansowy:** Dane rynkowe wskazują na nieznaczny spadek obrotów akcjami o 1% r/r. Dzięki rosnącej kontrybucji instrumentów pochodnych, obsługi emitentów i sprzedaży informacji, przychody z rynków finansowych powinny wzrosnąć o 9% r/r do 63,8mln PLN.
- **Rynek towarowy:** Po zniesieniu obliga giełdowego wolumen obrotu energią elektryczną i gazem nadal jest ok. 10% niższy r/r, ale wchodzące w życie podwyżki opłat pozwolą na ograniczenie spadku przychodów z rynku towarowego do -3% r/r. Pełny efekt podwyżek opłat zacznie być widoczny od kolejnego kwartału.
- **Pozostałe przychody** zakładamy na 5mln PLN (wobec 1,0mln PLN w 2Q'22) w związku z konsolidacją giełdy w Armenii i wzrostem kontrybucji nowych inicjatyw.
- **Koszty:** Zakładamy wzrost kosztów o 21% r/r do 76mln PLN, głównie w usługach obcych i wynagrodzeniach, ale konsolidacja Armenii też je lekko podbija.
- **Zysk netto:** Większy wzrost kosztów niż przychodów r/r ma swoje odzwierciedlenie w spadku wyników operacyjnych r/r, ale lepszy wynik z działalności finansowej po wzroście stóp i jednoczesnym wykupie obligacji pozwala na utrzymanie zysku netto na niemal stabilnym poziomie r/r.
- Widzimy szansę na wyraźne przyspieszenie wyników w drugiej połowie roku. Z uwagi na zawirowania na rynkach energii baza wolumenów z zeszłego roku jest na bardzo niskim poziomie, a od następnego kwartału wchodzi pełen efekt podwyżek opłat w TGE. Podnosimy zatem nasze prognozy na ten i kolejne lata, a cenę docelową do 48,0 PLN na akcję.
- **Przez ostatnie 5 miesięcy z rzędu niedoważaliśmy spółkę w ramach portfela mWIG40 i wydaje nam się, że można powoli odwracać to pozycjonowanie. Zakładamy, że przedział wypłaty dywidendy z nowej strategii na 60-80% pozwoli na utrzymanie wzrostowego DPS z roku na rok, przynajmniej o obserwowane w ostatnich latach 0,1 PLN rocznie. Po piątkowym odcięciu tegorocznej dywidendy, DY na przyszły rok wynosi już niemal 8%, co zaczyna wyglądać atrakcyjnie, zwłaszcza po ostatnich spadkach rentowności obligacji.**
- Nasze prognozy są wyraźnie poniżej ambicji zarządu z nowej strategii na lata 2023-27. Średnie przychody w tym okresie zakładamy 9% poniżej strategii, a EBITDĘ 18% poniżej. Nie uwzględniamy jednak żadnych efektów M&A, na których częściowo opiera się nowa strategia. Przyjęcie zakładanego przez spółkę wzrostu marży EBITDA docelowo do 50%, przy jednoczesnym podniesieniu CAPEXu na przejęcia implikowałoby wycenę w okolicach 60-65 PLN na akcję.

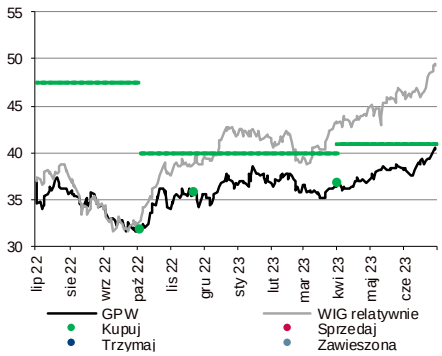
DANE SPÓŁKI			
Ticker	GPW		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	40,5		
52 tyg. min/max (PLN)	31,16 / 40,78		
Liczba akcji (mln szt.)	42,0		
Kapitalizacja (mln PLN)	1702		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	1,90		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	6,0%	11,7%	10,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	41,0
Kupuj	12.12.2022	40,0
Kupuj	24.10.2022	40,0
Kupuj	20.07.2022	47,5
Kupuj	21.04.2022	50,0
Kupuj	08.12.2021	54,5
Kupuj	20.10.2021	55,0
Kupuj	20.07.2021	57,5

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES GPW NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	98	91	89	110	99	88	92	112	107	8%	-5%
EBITDA	58	49	7	51	47	29	41	35	40	-14%	15%
EBIT	49	40	-3	41	37	20	32	27	32	-15%	19%
Zysk netto	45	36	25	38	38	31	38	27	37	-2%	40%
P/E12M trailing	10,4	10,2	11,7	11,8	12,4	12,9	11,7	12,7	12,8		
EV/EBITDA 12M trailing	5,3	6,1	7,9	7,3	7,6	9,5	7,6	7,5	7,6		
zmiana przychodów r./r.	-3%	2%	-23%	-1%	1%	-2%	3%	2%	8%		
marża EBITDA	58,8%	53,6%	8,3%	46,0%	47,2%	32,9%	44,6%	31,1%	37,5%		
marża EBIT	50,0%	44,1%	-	37,1%	37,7%	23,2%	34,8%	23,6%	29,5%		
marża netto	46,0%	39,7%	28,1%	34,5%	38,4%	35,2%	41,2%	23,7%	34,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	404	389	389	433	445	455
EBITDA	226	167	167	165	172	176
EBIT	189	131	131	130	135	139
Zysk netto	152	145	145	149	156	158
EPS (PLN)	3,63	3,5	3,5	3,6	3,7	3,8
DPS (PLN)	2,4	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0
P/E (x)	11,2	11,7	11,7	11,4	10,9	10,8
EV/EBITDA (x)	5,5	7,9	7,5	7,7	7,2	6,9
P/BV (x)	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6
DY (%)	5,9%	6,2%	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna			Poprzednia			Zmiana		
Wycena DCF	49,6	15%		43,1	15%			15%	
Wycena DDM	43,7	70%		36,5	70%			20%	
Wycena porównawcza	66,1	15%		60,1	15%			10%	
Zmiany prognoz		**2023P**			**2024P**			**2025P**	
mln PLN	**Nowa**	**Stara**	**Zmiana**	**Nowa**	**Stara**	**Zmiana**	**Nowa**	**Stara**	**Zmiana**
Przychody	433	403	7%	445	410	8%	455	417	9%
EBITDA	165	162	2%	172	164	4%	176	166	6%
EBIT	130	124	5%	135	125	8%	139	128	9%
Zysk netto	149	143	4%	156	144	9%	158	144	10%
P/E (x)	11,4	11,9		10,9	11,8		10,8	11,8	
EV/EBITDA (x)	8,1	8,3		7,6	7,9		7,3	7,7	
P/BV (x)	1,7			1,6			1,6		
DY (%)	7,0%			7,3%			7,5%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,7	11,7	11,4	10,9	10,8
P/E skor. (x)	11,7	11,7	11,4	10,9	10,8
P/BV (x)	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA (x)	7,9	7,5	7,7	7,2	6,9
EV/EBITDA skor. (x)	7,9	7,5	7,7	7,2	6,9
EV/Sprzedaż (x)	3,4	3,2	2,9	2,8	2,7
FCF Yield (%)	1,1%	12,4%	8,7%	12,4%	12,9%
DY (%)	6,2%	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	3,5	3,5	3,6	3,7	3,8
EPS skor. (PLN)	3,5	3,5	3,6	3,7	3,8
DPS (PLN)	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0
BVPS (PLN)	23,0	23,6	24,3	25,1	25,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	34,5%	34,5%	29,9%	30,3%	30,6%
marża EBITDA skor. (%)	43,0%	43,0%	38,1%	38,6%	38,7%
marża EBIT (%)	33,5%	33,5%	30,1%	30,4%	30,6%
marża netto skor. (%)	37,2%	37,2%	34,4%	35,1%	34,7%
ROE (%)	15,4%	14,8%	14,8%	15,0%	14,8%
ROA (%)	10,4%	11,2%	12,4%	12,6%	12,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	10,0%	15,5%	10,4%	8,2%	8,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,1	1,6	1,3	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Dług netto/EBITDA (x)	-2,2	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	96	109	74	89	89
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	109	124	89	104	104
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	14	15	15	16	16

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**404**	**389**	**389**	**433**	**445**	**455**
Koszty wytworzenia	206	255	255	303	310	316
Zysk brutto ze sprzedaży	**198**	**134**	**134**	**130**	**135**	**139**
Koszty sprzedaży	0	0	0	0	0	0
Koszty ogólnego zarządu	0	0	0	0	0	0
Zysk ze sprzedaży	198	134	134	130	135	139
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-8	-4	-4	1	0	0
EBITDA	**226**	**167**	**167**	**165**	**172**	**176**
EBITDA skor.	**226**	**167**	**167**	**165**	**172**	**176**
Amortyzacja	36	37	37	35	36	36
EBIT	**189**	**131**	**131**	**130**	**135**	**139**
Wynik na działalności finansowej	-15	16	16	26	29	25
Zysk brutto	**190**	**175**	**175**	**181**	**189**	**189**
Podatek dochodowy	38	30	30	32	33	31
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**152**	**145**	**145**	**149**	**156**	**158**
Zysk netto skor.	**164**	**145**	**145**	**149**	**156**	**158**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**592**	**604**	**652**	**662**	**662**	**662**
Aktywa obrotowe	**773**	**807**	**531**	**561**	**595**	**627**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	55	177	86	126	129	132
Gotówka	411	349	379	370	400	429
Aktywa	**1 365**	**1 411**	**1 182**	**1 223**	**1 257**	**1 288**
Kapitał własny	**918**	**967**	**991**	**1 021**	**1 053**	**1 084**
Kapitały mniejszości	**1**	**1**	**10**	**10**	**10**	**10**
Zobowiązania długoterminowe	**289**	**44**	**54**	**54**	**54**	**54**
Zobowiązania oprocentowane	254	4	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	**158**	**399**	**128**	**138**	**140**	**141**
Zobowiązania oprocentowane	7	252	5	5	5	5
Zobowiązania handlowe	15	14	18	19	19	20
Pasywa	**1 365**	**1 411**	**1 182**	**1 223**	**1 257**	**1 288**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**231**	**53**	**216**	**155**	**191**	**193**
Zysk (strata) netto	152	145	145	149	156	158
Amortyzacja	36	37	37	35	36	36
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**5**	**-4**	**184**	**-45**	**-36**	**-36**
CAPEX	-36	-39	-60	-45	-36	-36
Przepływy z działalności finansowej	**-101**	**-111**	**-371**	**-119**	**-123**	**-128**
Dywidenda	-101	-105	-115	-119	-123	-128
Przepływy pieniężne netto	135	-62	29	-9	31	29
Środki pieniężne na początek okresu		411	349	379	370	400
Środki pieniężne na koniec okresu	411	349	379	370	400	429

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Kruk

Skalowanie biznesu na kluczowych rynkach w otoczeniu mniejszej konkurencji i lepszych zwrotów

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 436 PLN)

Cena docelowa: 500 PLN
Cena bieżąca: 445 PLN
Potencjał wzrostu: 12%

Raport za II kw.'23
10.08.2023

Odzyski i nakłady na portfele wierzytelności w 2Q'23

mln PLN	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	2019	2020	2021	2022
Spłaty	554	550	601	623	657	648	697	724	776	1782	1834	2216	2625
zmiana r./r.	*33%*	*22%*	*23%*	*22%*	*19%*	*18%*	*16%*	*16%*	*18%*	*13%*	*3%*	*21%*	*18%*
Nakłady na portfele	484	289	806	262	495	594	961	524	653	780	456	1738	2312
zmiana r./r.	*>999%*	*776%*	*134%*	*65%*	*2%*	*106%*	*19%*	*100%*	*32%*	*-44%*	*-42%*	*281%*	*33%*
Wartość nominalna	2764	1505	4505	2201	2479	3071	5941	2838	2638	8274	3132	9651	13692
średnia cena	*18%*	*19%*	*18%*	*12%*	*20%*	*19%*	*16%*	*18%*	*25%*	*9%*	*15%*	*18%*	*17%*

Źródło: dane spółki, Trigon DM

 # Solidne dane operacyjne za 2Q'23. (1) Spłaty w 2Q 3% powyżej naszych oczekiwań, co implikuje 26% wykonania naszej całorocznej prognozy, która zakłada 3,05mld PLN odzysków (+17% r/r). Przed Spółką jednak sezonowo słabszy pod kątem spłat 3Q, dlatego nie widzimy potrzeby materialnej rewizji naszych całorocznych założeń w tym obszarze. Niewykluczone jednak, że mocne nakłady z ostatnich kwartałów będą wspierały odzyski, szczególnie w 4Q. **(2)** Jednocześnie inwestycje w portfele 15% powyżej naszych oczekiwań. Dane interpretujemy jako wzrost udziałów rynkowych KRU kosztem bardziej zalewarowanych konkurentów i podaż „świeższych portfeli" poza PL, która naturalnie zwiększa wartość rynku. W rezultacie podnosimy naszą prognozę tegorocznych nakładów do 2,8mld PLN.

#Szacunki wyników za 2Q'23: 20% wzrost EBITDAA r/r, wzrost EPS o 10% r/r, ND/EBITDA zbliżone kw/kw p omimo wysokiej aktywności zakupowej. (1) Dobre spłaty w 2Q, który dla gospodarstw domowych był okresem dalszego pogorszenia siły nabywczej, powinny sprzyjać rewaluacjom. Mając na uwadze, że pod kątem rewaluacji analizowany jest co kwartał przede wszystkim krótki koniec krzywej jesteśmy pozytywnie nastawieni do perspektyw wyceny back-booka w kontekście powrotu do realnego wzrostu wynagrodzeń w 2H i znacznie lepszego otoczenia dla konsumentów w 2024, szczególnie w CEE. Odzyski za 2Q potwierdzają naszym zdaniem również realizację coraz wyższych planów na kluczowych rynkach zagranicznych. Wstępnie oczekujemy 130mln PLN dodatnich rewaluacji vs. 110mln PLN przed rokiem (1,9 vs. 2,1% portfela przed rokiem). **(2)** Ponadto oczekujemy dalszej poprawy efektywności operacyjnej, częściowo zaburzonej obsługą nowych portfeli (koszty bieżącego okresu) Zakładamy 19% wzrost OPEX r/r (spadek wsk. cost-to-collect -0,9p.p. r/r do 23%). W rezultacie EBIT sięgnie naszym zdaniem ~350mln PLN (+19% r/r), a w przypadku EPS, któremu ciąży wzrost zadłużenia i kosztu jego obsługi, zakładamy 10% wzrost r/r. **(3)** Pomimo znaczącego wzrostu nakładów (+55% r/r), ND/EBITDAA w 2Q pozostanie na zbliżonym poziomie kw/kw (2,1x vs. 1,7x przed rokiem), podobnie ND/BV.

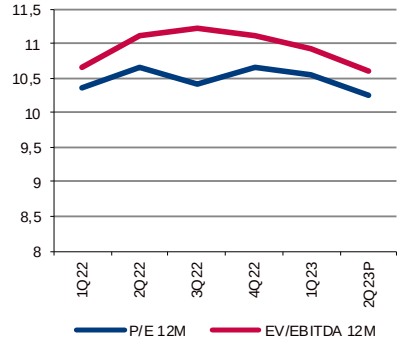
Kluczowy wpływ na wzrost TP względem ostatniej rekomendacji miały: (1) wzrost poziomu inwestycji z 2,5 do 2,8mld PLN w 2023 oraz lekkie przeskalowanie inwestycji również w kolejnych latach (2,9mld PLN średniorocznie w latach 2024-2028, tj. +35 PLN na akcję), (2) obniżenie WACC (efekt niższego o RFR, tj. +29 PLN na akcję). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

DANE SPÓŁKI	
Ticker	KRU
Sektor	Wierzytelności
Kurs (PLN)	444,6
52 tyg. min/max (PLN)	224 / 457,8
Liczba akcji (mln szt.)	19,3
Kapitalizacja (mln PLN)	8589
S&P Global ESG Scores	76
Śr. obroty 3M (mln PLN)	11,83

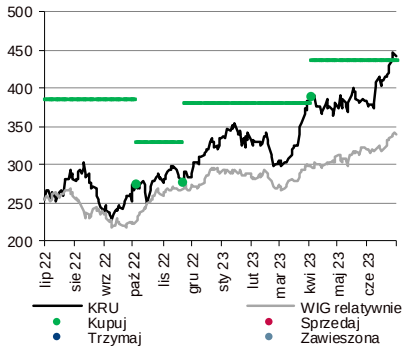
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	17,0%	14,8%	73,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	436
Kupuj	12.12.2022	380
Kupuj	24.10.2022	330
Kupuj	21.07.2022	385
Kupuj	22.04.2022	415
Kupuj	09.12.2021	440
Kupuj	21.10.2021	365
Trzymaj	20.07.2021	310

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES KRU NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	512	445	403	545	557	509	535	615	661	19%	7%
EBITDA	317	235	164	317	305	253	219	344	362	19%	5%
EBIT	303	223	152	306	293	240	205	329	347	19%	5%
Zysk netto	268	170	130	244	245	188	128	235	269	10%	15%
P/E12M trailing	17,0	13,7	12,1	10,4	10,7	10,4	10,7	10,6	10,2		
EV/EBITDA 12M trailing	12,8	12,1	12,2	10,7	11,1	11,2	11,1	10,9	10,6		
zmiana przychodów r./r.	99%	33%	17%	43%	9%	14%	33%	13%	19%		
marża EBITDA	61,9%	52,8%	40,5%	58,2%	54,7%	49,7%	41,0%	55,9%	54,8%		
marża EBIT	59,1%	50,2%	37,7%	56,1%	52,5%	47,1%	38,3%	53,6%	52,6%		
marża netto	52,4%	38,2%	32,1%	44,8%	44,0%	37,0%	23,9%	38,3%	40,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 138	1 743	2 146	2 616	3 041	3 431
EBITDA	379	908	1 094	1 379	1 629	1 856
EBIT	332	860	1 043	1 328	1 577	1 804
Zysk netto	81	695	805	958	1 104	1 264
EPS (PLN)	4,19	36,0	41,7	49,6	57,2	65,4
DPS (PLN)	0,0	10,7	12,9	14,6	17,4	28,6
P/E (x)	106,0	12,4	10,7	9,0	7,8	6,8
EV/EBITDA (x)	28,2	12,4	11,3	10,2	9,4	8,9
P/BV (x)	4,2	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
DY (%)	1,1%	2,4%	2,9%	3,3%	3,9%	6,4%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	500	100%	436	100%	15%
RI	591	0%	428	0%	38%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	2616	2487	5%	3041	2802	8%	3431	3022	14%
EBITDA	1 379	1 267	9%	1 629	1 437	13%	1 856	1 536	21%
EBIT	1 328	1 215	9%	1 577	1 385	14%	1 804	1 483	22%
Zysk netto	958	862	11%	1 104	956	15%	1 264	1 018	24%
P/E (x)	9,0	10,0		7,8	9,0		6,8	8,4	
EV/EBITDA (x)	10,2	11,1		9,4	10,7		8,9	10,7	
P/BV	2,2			1,8			1,6		
DY (%)	3,3%			3,9%			6,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	12,4	10,7	9,0	7,8	6,8
P/E skor. (x)	12,4	10,7	9,0	7,8	6,8
P/BV (x)	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	12,4	11,3	10,2	9,4	8,9
EV/EBITDAA (x)	7,3	6,8	6,6	6,1	5,6
EV/Sprzedaż (x)	6,5	5,7	5,4	5,1	4,8
FCF Yield (%)	-3,5%	-7,0%	-6,9%	-1,2%	3,7%
DY (%)	2,4%	2,9%	3,3%	3,9%	6,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	36,0	41,7	49,6	57,2	65,4
EPS skor. (PLN)	36,0	41,7	49,6	57,2	65,4
DPS (PLN)	10,7	12,9	14,6	17,4	28,6
BVPS (PLN)	134,6	168,4	203,4	243,2	280,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża pośrednia (%)	63,8%	63,5%	64,5%	64,7%	64,5%
marża EBITDAA (%)	88,8%	84,3%	81,0%	82,5%	85,3%
marża EBIT (%)	49,3%	48,6%	50,8%	51,9%	52,6%
marża netto skor. (%)	39,9%	37,5%	36,6%	36,3%	36,8%
ROE (%)	30%	28%	27%	26%	25%
ROA (%)	13%	12%	11%	10%	10%
Koszty/Przychody (%)	36%	36%	36%	35%	35%
Dług netto/kapitał własny (x)	1,0	1,2	1,4	1,4	1,5
Dług netto/EBITDAA (x)	1,7	2,1	2,6	2,7	2,7

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 138**	**1 743**	**2 146**	**2 616**	**3 041**	**3 431**
Windykacja pakietów nabytych	976	1 576	1 913	2 345	2 749	3 118
Windykacja pakietów zleconych	57	62	65	68	70	73
Pozostałe produkty	105	105	168	203	221	240
Koszty bezpośrednie i pośrednie	606	631	783	930	1 074	1 217
Marża pośrednia	532	1 112	1 363	1 686	1 967	2 214
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	7	0	0	0	0	0
EBITDA	**379**	**908**	**1 094**	**1 379**	**1 629**	**1 856**
EBITDAA	**1 236**	**1 548**	**1 808**	**2 118**	**2 509**	**2 925**
Amortyzacja	47	48	51	52	52	53
EBIT	**332**	**860**	**1 043**	**1 328**	**1 577**	**1 804**
Wynik na działalności finansowej	-128	-86	-179	-298	-377	-415
Zysk brutto	**204**	**774**	**864**	**1 030**	**1 200**	**1 389**
Podatek dochodowy	123	79	59	72	96	125
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**81**	**695**	**805**	**958**	**1 104**	**1 264**
Zysk netto skor.	**81**	**695**	**805**	**958**	**1 104**	**1 264**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Rzeczowe aktywa trwałe	92	80	71	82	93	106
Pozostałe aktywa bez środków pieniężnych	211	215	215	283	297	312
Portfele wierzytelnościowe	4 209	5 417	7 138	9 149	11 145	12 951
Gotówka	146	199	202	154	200	241
Pozostałe aktywa	-15	-2	55	342	328	313
Aktywa	**4 643**	**5 909**	**7 681**	**10 009**	**12 062**	**13 923**
Kapitał własny	**2 043**	**2 600**	**3 253**	**3 929**	**4 698**	**5 410**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania oprocentowane	**2 222**	**2 869**	**3 946**	**5 653**	**7 046**	**8 172**
Pozostałe zobowiązania	377	440	482	427	319	341
Pasywa	**4 643**	**5 909**	**7 681**	**10 009**	**12 062**	**13 923**

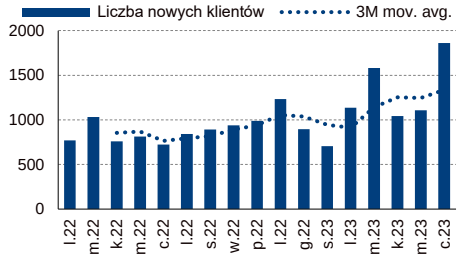
Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**744**	**-289**	**-568**	**-566**	**-68**	**349**
Zysk (strata) netto	81	695	805	958	1 104	1 264
Amortyzacja	23	23	17	18	18	19
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-11**	**-14**	**-32**	**-30**	**-32**	**-34**
CAPEX	-17	-16	-34	-30	-32	-34
Przepływy z działalności finansowej	**-737**	**356**	**603**	**1 027**	**647**	**126**
Dywidenda	-96	-207	-249	-282	-335	-552
Przepływy pieniężne netto	-5	54	3	-49	47	41
Środki pieniężne na początek okresu	150	146	199	202	154	200
Środki pieniężne na koniec okresu	146	199	202	154	200	241
Wpływy z portfeli własnych	1834	2216	2627	3083	3629	4187
Inwestycje w zakup portfeli	457	1738	2310	2750	2875	2875

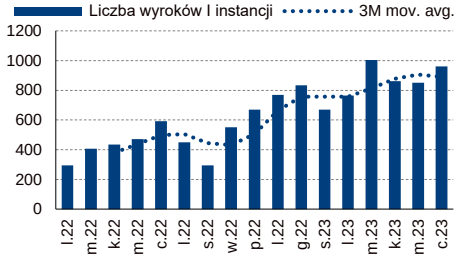
Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

VOTUM

Bez rekomendacji

- Spółka uzyskała w II kw.'23 w segmencie bankowym 2568 korzystnych wyroków w I instancji, od których naliczy prognozowane przychody z success fee zgodnie z MSSF 15. Oznacza to wzrost o 9% kw/kw, co powinno przełożyć się na dodatkowe 5,5mln PLN przychodów wobec poprzedniego kwartału. Rośnie również liczba pozyskanych nowych klientów w tym segmencie (4011, +17% kw/kw), co może dołożyć kolejne 2,5mln PLN kw/kw z opłat wstępnych. Biorąc pod uwagę, że przychody w poprzednim kwartale uwzględniały ok. 13mln PLN negatywnych one-offów wygląda na to, że w 2Q'23 przekroczą 100mln PLN.
- Negatywne one-offy w przychodach w poprzednim kwartale były w większości odwracane na poziomie zysku netto, więc jego zakładany wzrost o 13% kw/kw lepiej odzwierciedla poprawę operacyjną. W 3Q'23 zakładamy wakacyjne spowolnienie w pracy sądów, ale od 4Q'23 zysk netto powinien zacząć przekraczać 40mln PLN.
- Spółka odczuła mocne przyspieszenie w pozyskiwaniu nowych klientów w drugiej połowie czerwca, po wyroku TSUE. Wydawało nam się, że podobnie jak w lutym-marcu po opinii Rzecznika TSUE górka potrwa dwa miesiące. Prezes w mediach społecznościowych postawił jednak ambitny cel, że akwizycja klientów w całym 2023 roku może wzrosnąć nawet dwukrotnie r/r. Oznaczałoby to 13,8tys. nowych klientów w 2H'23, czyli ok. 2,3tys. średniomiesięcznie.
- W naszych założeniach nie jesteśmy aż tak optymistyczni jak zarząd i mocno ograniczamy skalę akwizycji klientów od przyszłego roku, ale i tak podnosimy nasze prognozy wyników w dłuższym terminie na lata 2025-27. Nasze podejście do spółki przy obecnym kursie ponownie staje się pozytywne. Duży wzrost zainteresowania nowych klientów istotnie zwiększa potencjał wynikowy, a newsflow o potencjalnej ustawie frankowej ucichł. Przy założeniu, że spółka pozyska docelowo ok. 70tys. klientów CHF (na koniec 2Q'23 miała ich 43tys.) może zarobić w segmencie bankowym łącznie ok. 800mln PLN. Do tego dochodzi wycena pozostałych segmentów, a wydaje się, że cele spółki są jeszcze wyższe.





mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	46,9	49,0	56,7	55,7	77,3	71,4	96,1	80,3	101,5	31%	26%
EBITDA	1,0	2,9	12,3	19,4	34,0	20,2	37,8	36,1	45,1	32%	25%
EBIT	0,3	2,3	11,6	18,8	33,4	19,5	36,8	35,3	44,2	32%	25%
Zysk netto	-0,4	0,7	7,2	16,1	26,6	14,7	29,8	32,5	36,7	38%	13%
P/E12M trailing	89,4	113,4	60,9	25,7	11,9	9,3	6,9	5,8	5,3		
EV/EBITDA 12M trailing	49,5	51,6	31,1	17,6	9,1	7,2	5,6	4,8	4,3		
zmiana przychodów r./r.	48%	35%	26%	30%	65%	46%	70%	44%	31%		
marża EBITDA	2,1%	6,0%	21,7%	34,7%	44,0%	28,2%	39,3%	45,0%	44,4%		
marża EBIT	0,6%	4,6%	20,5%	33,6%	43,2%	27,3%	38,3%	43,9%	43,5%		
marża netto	-	1,3%	12,6%	28,9%	34,4%	20,6%	31,0%	40,5%	36,2%		

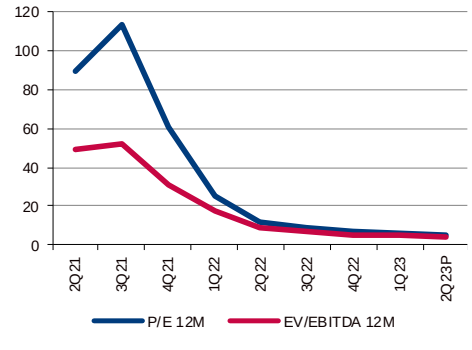
Raport za II kw.'23
22.09.2023

Cena bieżąca: 50,3 PLN

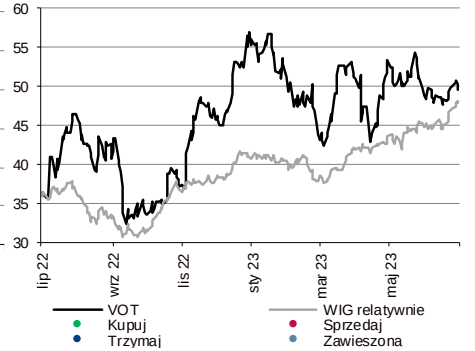
DANE SPÓŁKI			
Ticker			VOT
Sektor			Finanse inne
Kurs (PLN)			50,3
52 tyg. min/max (PLN)			31 / 59
Liczba akcji (mln szt.)			12,0
Kapitalizacja (mln PLN)			604
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,31
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	3,0%	-1,9%	34,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES VOT NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	150	196	301	393	487	430
EBITDA	14	20	111	173	224	177
EBIT	12	18	109	169	220	173
Zysk netto	9	10	87	144	178	141
EPS (PLN)	0,73	0,8	7,3	12,0	14,8	11,7
DPS (PLN)	0,0	0,4	0,4	2,5	8,4	11,9
P/E (x)	68,8	60,9	6,9	4,2	3,4	4,3
EV/EBITDA (x)	43,8	31,1	5,6	3,3	2,5	3,1
P/BV (x)	9,4	8,8	4,0	2,3	1,8	1,8
DY (%)	0,0%	0,7%	0,8%	5,0%	16,7%	23,6%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	393	425	-8%	487	502	-3%	430	377	14%
EBITDA	173	196	-12%	224	233	-4%	177	142	24%
EBIT	169	193	-12%	220	230	-4%	173	139	24%
Zysk netto	144	155	-7%	178	187	-5%	141	115	23%
P/E (x)	4,2	3,9		3,4	3,2		4,3	5,3	
EV/EBITDA (x)	3,3	2,9		2,5	2,4		3,1	3,8	
P/BV (x)	2,3			1,8			1,8		
DY (%)	5,0%			16,7%			23,6%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	60,9	6,9	4,2	3,4	4,3
P/E skor. (x)	60,9	6,9	4,2	3,4	4,3
P/BV (x)	8,8	4,0	2,3	1,8	1,8
EV/EBITDA (x)	31,1	5,6	3,3	2,5	3,1
EV/EBITDA skor. (x)	31,1	5,6	3,3	2,5	3,1
EV/Sprzedaż (x)	3,2	2,1	1,4	1,1	1,3
FCF Yield (%)	-0,2%	3,2%	15,3%	20,8%	26,5%
DY (%)	0,7%	0,8%	5,0%	16,7%	23,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,8	7,3	12,0	14,8	11,7
EPS skor. (PLN)	0,8	7,3	12,0	14,8	11,7
DPS (PLN)	0,4	0,4	2,5	8,4	11,9
BVPS (PLN)	5,7	12,6	22,1	28,5	28,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	57,4%	41,4%	40,9%	38,0%	39,1%
marża EBITDA skor. (%)	10,3%	37,0%	44,0%	46,0%	41,2%
marża EBIT (%)	9,0%	36,1%	43,1%	45,2%	40,2%
marża netto skor. (%)	5,1%	29,0%	36,8%	36,5%	32,8%
ROE (%)	14,9%	79,4%	69,4%	58,6%	41,3%
ROA (%)	8,0%	43,1%	42,8%	38,9%	27,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,6%	0,5%	0,7%	1,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	0,5	0,8	2,2	0,7
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	-3	-7	-7	-5	-7
Cykl rotacji zapasów (dni)	3	1	1	1	1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	25	20	18	17	18
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	31	28	26	23	26

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**150**	**196**	**301**	**393**	**487**	**430**
Zużycie materiałów i energii	8	19	3	4	4	4
Usługi obce	**90**	**112**	**124**	**161**	**185**	**168**
Podatki i opłaty	4	5	5	6	6	7
Wynagrodzenia	30	36	38	51	61	67
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	4	3	5	6	6	7
EBITDA	**14**	**20**	**111**	**173**	**224**	**177**
EBITDA skor.	**14**	**20**	**111**	**173**	**224**	**177**
Amortyzacja	2	3	3	4	4	4
EBIT	**12**	**18**	**109**	**169**	**220**	**173**
Wynik na działalności finansowej	-1	-1	-2	9	1	3
Zysk brutto	**11**	**16**	**107**	**179**	**221**	**175**
Podatek dochodowy	3	6	19	33	42	33
Zysk mniejszości	0	0	1	1	1	1
Zysk netto	**9**	**10**	**87**	**144**	**178**	**141**
Zysk netto skor.	**9**	**10**	**87**	**144**	**178**	**141**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**61**	**66**	**87**	**86**	**91**	**89**
Aktywa obrotowe	**55**	**67**	**186**	**316**	**422**	**421**
Zapasy	2	1	1	1	1	1
Należności handlowe	12	15	17	21	24	20
Gotówka	9	4	10	46	60	63
Aktywa	**116**	**133**	**273**	**402**	**513**	**510**
Kapitał własny	**64**	**69**	**151**	**265**	**342**	**341**
Kapitały mniejszości	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
Zobowiązania długoterminowe	**14**	**21**	**49**	**39**	**39**	**39**
Zobowiązania oprocentowane	11	13	11	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	**37**	**42**	**71**	**95**	**128**	**125**
Zobowiązania oprocentowane	15	16	15	5	5	5
Zobowiązania handlowe	13	20	26	29	32	29
Pasywa	**116**	**133**	**273**	**402**	**513**	**510**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**1**	**0**	**18**	**89**	**123**	**148**
Zysk (strata) netto	9	10	87	144	178	141
Amortyzacja	2	3	3	4	4	4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1**	**-2**	**-1**	**-3**	**-8**	**-3**
CAPEX	-2	-1	-1	-3	-8	-3
Przepływy z działalności finansowej	**0**	**-3**	**-12**	**-50**	**-101**	**-142**
Dywidenda	0	-4	-5	-30	-101	-142
Przepływy pieniężne netto	-1	-5	6	36	14	3
Środki pieniężne na początek okresu	10	9	4	10	46	60
Środki pieniężne na koniec okresu	9	4	10	46	60	63

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

XTB

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 44 PLN)

Cena docelowa: 45,3 PLN
Cena bieżąca: 41,02 PLN
Potencjał wzrostu: 10%

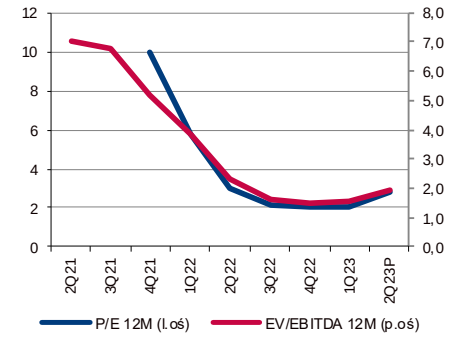
Raport za II kw.'23
26.07.2023

- Zakładamy pozyskanie 60tys. nowych klientów, zgodnie z guidance'm zarządu na ten rok. Liczbę aktywnych klientów szacujemy jednak o 7% niższą kw/kw na 200tys. Szczyt z poprzedniego kwartału może być trudny do pobicia z uwagi na efekty promocji „darmowej akcji". Wydaje nam się jednak, że średnia aktywność części promocyjnych klientów w poprzednim kwartale mogła być nieco niższa, dlatego pomimo niższej zmienności rynków kw/kw szacujemy spadek wolumenu obrotu tylko na 3% kw/kw do 1791tys. lotów. O tyle samo powinny więc spaść powtarzalne przychody (319mln PLN vs. 329mln PLN w 1Q'23).
- Przychody w poprzednim kwartale były wsparte wynikiem z market makingu na ok. 202mln PLN, w dużej mierze z instrumentów opartych o cenę gazu ziemnego. Wstępnie myśleliśmy, że w 2Q'23 spółka będzie w stanie osiągnąć ok. połowę tego wyniku, z uwagi na narastające pozycje krótkie, przy jednoczesnym wzroście notowań amerykańskich indeksów. Niestety, po publikacji słabych wyników z market makingu przez Plus500 (a wręcz niewielkiej straty) obniżamy ten szacunek do 41mln PLN. Łączną rentowność na lota zakładamy więc na 208 PLN/lot.
- Brak wydatków marketingowych na promocję „darmowej akcji" oraz niższe rezerwy na bonusy w wynagrodzeniach powinny pozwolić na spadek kosztów operacyjnych o ok. 8% kw/kw. Średni marketingowy koszt pozyskania nowego klienta szacujemy na 1194 PLN.
- Zakładamy kolejny kwartał z wysoką kontrybucją przychodów finansowych (33mln PLN), ale prognozowany przez nas zysk netto jest obciążony ujemnymi różnicami kursowymi na 15mln PLN, w związku z umocnieniem PLN. Potencjalnego pola do pozytywnych zaskoczeń upatrujemy w przychodach od wolnych środków klientów, które spółka może lokować O/N. Tematem na kolejne kwartały jest potencjalny wzrost przychodów ze swapów wraz z przekroczeniem stóp procentowych w USA i Europie poziomu 4,5%, powyżej którego rozszerza się marża spółki od pozycji krótkich na CFD.
- Podnosimy nasze prognozy roczne o ok. 10% dzięki korzystniejszym założeniom odnośnie akwizycji klientów oraz utrzymywaniu się podwyższonej zmienności. W efekcie podwyższamy naszą cenę docelową o 3% pomimo odcięcia 4,86 PLN dywidendy na akcję. Pozwala to nam utrzymać rekomendację ‚Kupuj', ale implikowany potencjał wzrostu jest już umiarkowany. Coraz większy problem mamy jednak z utrzymywaniem w wycenie 50% wagi z wyceny porównawczej. Jest ona 30% niższa niż nasza wycena DDM, a składa się z trzech europejskich konkurentów, których tempo rozwoju jest od szczytu w 2020 roku co najwyżej płaskie. Kiedyś miała sens, ale dzisiaj zbliżone mnożniki dla XTB są według nas nieco krzywdzące dla spółki, która rozwija się zdecydowanie szybciej. Zmiana metodologii stanowi potencjalny upside do naszej ceny docelowej.

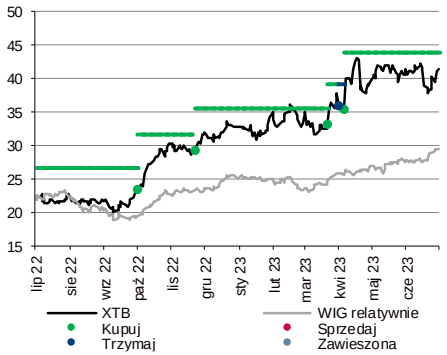
DANE SPÓŁKI			
Ticker	XTB		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	41,0		
52 tyg. min/max (PLN)	19,56 / 43,88		
Liczba akcji (mln szt.)	117,4		
Kapitalizacja (mln PLN)	4815		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	13,15		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0,1%	15,8%	87,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	26.04.2023	44,0
Trzymaj	21.04.2023	39,3
Kupuj	11.04.2023	39,3
Kupuj	12.12.2022	35,6
Kupuj	21.10.2022	31,8
Kupuj	20.07.2022	26,8
Kupuj	22.04.2022	24,4
Kupuj	18.03.2022	24,4

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES XTB NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	55	200	184	440	396	391	217	532	360	-9%	-32%
EBITDA	-19	118	85	312	262	262	62	351	193	-26%	-45%
EBIT	-21	115	83	309	260	259	59	347	189	-27%	-45%
Zysk netto	-24	104	69	253	227	236	50	303	168	-26%	-45%
P/E12M trailing	27,7	23,0	20,2	12,0	7,4	6,1	6,3	5,9	6,4		
EV/EBITDA 12M trailing	18,2	15,1	13,7	7,2	4,5	3,5	3,6	3,1	3,9		
zmiana przychodów r./r.	-74%	43%	31%	136%	617%	96%	18%	21%	-9%		
marża EBITDA	-	58,8%	46,4%	70,9%	66,2%	66,9%	28,5%	66,1%	53,7%		
marża EBIT	-	57,6%	45,1%	70,2%	65,5%	66,1%	27,0%	65,3%	52,7%		
marża netto	-	52,1%	37,3%	57,4%	57,2%	60,4%	23,2%	57,0%	46,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	798	626	1 444	1 583	1 416	1 486
EBITDA	523	286	898	897	706	781
EBIT	516	277	886	882	690	764
Zysk netto	402	238	766	793	633	679
EPS (PLN)	3,43	2,0	6,5	6,8	5,4	5,8
DPS (PLN)	0,2	1,8	1,5	4,9	5,1	4,0
P/E (x)	12,0	20,2	6,3	6,1	7,6	7,1
EV/EBITDA (x)	7,4	13,7	3,6	3,4	4,2	3,6
P/BV (x)	5,4	5,3	3,2	2,8	2,7	2,4
DY (%)	0,6%	4,4%	3,7%	11,8%	12,4%	9,9%

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DDM	53,2	50%	49,0	50%	9%
Wycena porównawcza	37,3	50%	39,0	50%	-4%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1583	1507	5%	1416	1363	4%	1486	1425	4%
EBITDA	897	804	12%	706	639	10%	781	710	10%
EBIT	882	789	12%	690	623	11%	764	694	10%
Zysk netto	793	723	10%	633	572	11%	679	615	10%
P/E (x)	6,1	6,7		7,6	8,4		7,1	7,8	
EV/EBITDA (x)	3,8	4,2		4,8	5,2		4,0	4,4	
P/BV (x)	2,8			2,7			2,4		
DY (%)	11,8%			12,4%			9,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	20,2	6,3	6,1	7,6	7,1
P/E skor. (x)	20,2	6,3	6,1	7,6	7,1
P/BV (x)	5,3	3,2	2,8	2,7	2,4
EV/EBITDA (x)	13,7	3,6	3,4	4,2	3,6
EV/EBITDA skor. (x)	13,7	3,6	3,4	4,2	3,6
EV/Sprzedaż (x)	6,2	2,3	1,9	2,1	1,9
FCF Yield (%)	4,9%	35,7%	28,1%	22,3%	25,6%
DY (%)	4,4%	3,7%	11,8%	12,4%	9,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,0	6,5	6,8	5,4	5,8
EPS skor. (PLN)	2,0	6,5	6,8	5,4	5,8
DPS (PLN)	1,8	1,5	4,9	5,1	4,0
BVPS (PLN)	7,8	12,8	14,7	15,1	16,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	45,7%	62,2%	56,7%	49,9%	52,5%
marża EBIT (%)	44,2%	61,3%	55,7%	48,8%	51,4%
marża netto skor. (%)	38,0%	53,0%	50,1%	44,7%	45,7%
ROE (%)	26,4%	63,3%	49,0%	36,2%	36,3%
ROA (%)	8,8%	21,1%	19,0%	14,7%	15,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,3%	1,0%	1,2%	1,1%	1,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,9	1,1	1,3	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług netto/EBITDA (x)	-3,2	-1,7	-2,0	-2,6	-2,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	-4	-3	-7	-10	-10
Cykl rotacji zapasów (dni)					
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	999	574	539	597	589
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	1003	578	546	607	598

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**798**	**626**	**1 444**	**1 583**	**1 416**	**1 486**
Koszty operacyjne	-282	-349	-559	-701	-725	-722
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	**-119**	**-131**	**-192**	**-254**	**-289**	**-297**
Marketing	-88	-120	-222	-280	-255	-237
Koszty prowizji	-23	-36	-54	-62	-68	-70
Pozostałe usługi obce	-29	-38	-50	-60	-66	-68
Pozostałe	-15	-14	-28	-30	-32	-33
EBITDA	**523**	**286**	**898**	**897**	**706**	**781**
EBITDA skor.	**523**	**286**	**898**	**897**	**706**	**781**
Amortyzacja	-8	-9	-12	-15	-16	-16
EBIT	**516**	**277**	**886**	**882**	**690**	**764**
Wynik na działalności finansowej	-17	14	50	90	92	74
Zysk brutto	**499**	**290**	**935**	**972**	**782**	**838**
Podatek dochodowy	-97	-53	-169	-179	-149	-159
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**402**	**238**	**766**	**793**	**633**	**679**
Zysk netto skor.	**402**	**238**	**766**	**793**	**633**	**679**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**14**	**17**	**47**	**51**	**51**	**51**
Aktywa obrotowe	**2 270**	**3 131**	**4 068**	**4 181**	**4 322**	**4 587**
Instrumenty dłużne	399	332	362	371	371	371
Należności handlowe	1 289	2 137	2 409	2 264	2 367	2 427
Gotówka	542	589	1 222	1 455	1 494	1 698
Aktywa	**2 284**	**3 148**	**4 114**	**4 232**	**4 373**	**4 638**
Kapitał własny	**888**	**916**	**1 506**	**1 729**	**1 767**	**1 971**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**9**	**7**	**30**	**33**	**33**	**33**
Zobowiązania oprocentowane	9	7	30	33	33	33
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 387**	**2 225**	**2 578**	**2 470**	**2 573**	**2 633**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	1 300	2 138	2 433	2 303	2 406	2 466
Pasywa	**2 284**	**3 148**	**4 114**	**4 232**	**4 373**	**4 638**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**469**	**199**	**1 149**	**831**	**649**	**695**
Zysk (strata) netto	402	238	766	793	633	679
Amortyzacja	8	9	12	15	16	16
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-384**	**55**	**-329**	**-31**	**-16**	**-16**
CAPEX	-5	-8	-14	-19	-16	-16
Przepływy z działalności finansowej	**-33**	**-216**	**-182**	**-567**	**-595**	**-475**
Dywidenda	-28	-210	-176	-570	-595	-475
Przepływy pieniężne netto	52	38	638	233	39	204
Środki pieniężne na początek okresu	484	542	589	1 222	1 455	1 494
Środki pieniężne na koniec okresu	542	589	1 222	1 455	1 494	1 698

Maciej Marcinowski +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl

Energetyka i wydobycie

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
ENERGETYKA I WYDOBYCIE																					
Bogdanka	884	731	21%	941	-6%	241,2	334,6	-28%	292,3	-17%	119,1	232,3	-49%	156,5	-24%	99,4	192,6	-48%	126,9	-22%	**13.09.2023**
Enea	11 025	7 465	48%	11 326	-3%	896,2	779,3	15%	1 044,3	-14%	466,2	384,4	21%	611,5	-24%	326,3	244,1	34%	202,2	61%	**13.09.2023**
Onde	297	346	-14%	183	63%	6,2	7,6	-19%	-1,0	-	15,4	5,7	170%	-3,3	-	9,9	1,2	722%	-4,9	-	**06.09.2023**
Polenergia	1 354	1 337	1%	1 467	-8%	110,3	32,4	241%	201,2	-45%	70,1	5,9	1089%	163,3	-57%	44,7	1,2	3781%	120,8	-63%	**24.08.2023**
PGE	24 027	15 728	53%	27 208	-12%	2 675,0	3 777,0	-29%	3 427,0	-22%	1 575,0	2 704,0	-42%	2 343,0	-33%	1 181,3	2 266,0	-48%	1 724,0	-31%	**12.09.2023**
Tauron	10 057	8 311	21%	13 559	-26%	2 101,0	396,0	431%	2 230,0	-6%	1 551,0	-252,0	-	1 697,0	-9%	930,6	-273,0	-	1 034,0	-10%	**06.09.2023**
JSW	4 057	5 972	-32%	4 458	-9%	1 230,8	3 117,1	-61%	1 956,0	-37%	878,3	2 894,4	-70%	1 574,5	-44%	734,9	2 351,8	-69%	1 268,3	-42%	**22.05.2023**
KGHM	7 780	8 933	-13%	9 585	-19%	1 417,3	2 176,0	-35%	1 882,0	-25%	366,3	1 230,0	-70%	662,0	-45%	-278,9	2 281,0	-	164,0	-	**17.08.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
ENERGETYKA I WYDOBYCIE																				
Bogdanka	38,4	1 305	4 182	4 438	3 837	1 543	1 657	1 000	889	985	445	1,5	1,3	2,9	0,2	-0,3	-0,7	6,7%	6,5%	6,5%
Enea	9,0	4 752	38 025	21 097	21 708	4 171	1 895	1 969	1 852	588	609	2,6	8,1	7,8	2,1	4,2	3,7	0,0%	0,0%	0,0%
Onde	12,7	698	1 095	1 086	896	32	40	28	20	11	5	35,5	60,8	129,0	22,4	22,1	31,2	0,0%	0,0%	0,0%
Polenergia	88,0	5 878	4 959	3 895	3 984	548	721	751	263	343	384	22,3	17,1	15,3	12,3	9,1	8,3	0,0%	0,0%	0,0%
PGE	8,4	18 950	88 623	48 602	50 060	10 316	7 484	7 735	4 236	2 567	3 089	4,5	7,4	6,1	3,4	3,8	3,3	0,0%	0,0%	0,0%
Tauron	3,3	5 855	39 663	19 642	20 035	6 558	4 686	4 892	2 791	1 575	1 835	2,1	3,7	3,2	3,4	3,7	3,3	0,0%	0,0%	0,0%
JSW	43,0	5 048	15 416	12 980	12 758	4 523	2 836	2 556	2 482	945	670	2,0	5,3	7,5	0,2	0,6	0,9	0,0%	0,0%	0,0%
KGHM	116,6	23 320	32 762	30 109	30 975	3 932	4 121	4 138	392	1 522	1 531	59,5	15,3	15,2	7,4	7,1	7,2	0,9%	0,0%	0,9%

Strona celowo pozostawiona pusta.

Bogdanka

PV wypycha węgiel z mixu energetycznego

Bez rekomendacji

#Wyniki szacunkowe za 2Q23P

- Przychody w 2Q23r. wyniosły 884 mln PLN. Produkcja 1,65 mln ton, a sprzedaż 1,48 mln ton.

- EBITDA wyniosła 241,2 mln, 9% poniżej naszej prognozy 264 mln. EBIT wyniósł 119,1 mln (24% niżej od naszych szacunków) i uwzględniał odpis aktualizujący na 21,7 mln (potencjalne ryzyko utracenia części maszyn, rządzeń i chodników na ścianie 3/VII/385). Zysk netto: 99,4 mln PLN (zakładaliśmy 127 mln).

#Outlook

- EBITDA za 2Q jest o 9% niższa niż oczekiwaliśmy, przez niższe przychody w efekcie słabszych wolumenów sprzedaży, przy mniejszej presji kosztowej, niż zakładaliśmy. Wynik EBIT i zysk netto są dodatkowo obciążone odpisem. Wydźwięk wyników jest negatywny (o czym świadczyła już nasza prognoza, która okazała się nieco wyższa), co wraz z informacją od Enei o ograniczonym zapotrzebowaniu na węgiel w tym roku, powinno przełożyć się na realizację EBITDY na ten rok rzędu 1,5 mld PLN, chyba że aktualizacja prognozy LWB na ten rok będzie wyższa, niż 7,25 mln ton (np. przez rezygnację przez ENA z odbioru części wolumenów już w 2Q).

- Ograniczenie zapotrzebowania na węgiel przez Eneę wynika z wysokiej generacji z PV („inne elektrownie odnawialne": +40% r/r w czerwcu do 1,9 TWh), przy spadku produkcji z węgla kamiennego o 21% r/r do 5,2 TWh – słońce wypycha bloki węglowe z mixu energetycznego.

- W prognozach Enei założyliśmy sprzedaż udziałów w LWB po cenie rynkowej w 4Q23r.

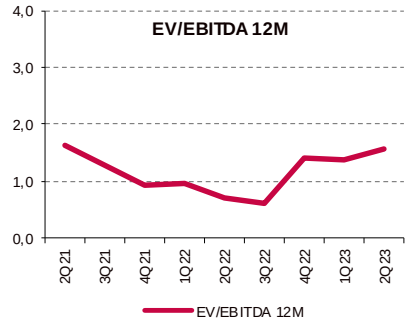
Raport za II kw.'23
13.09.2023

Cena bieżąca: 38,36 PLN

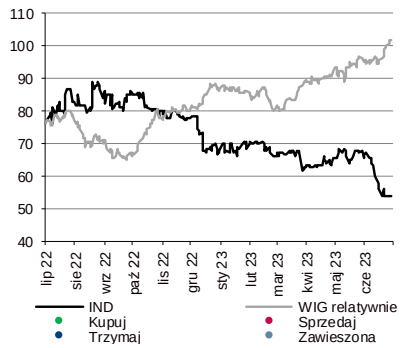
DANE SPÓŁKI			
Ticker			LWB
Sektor			Wydobycie
Kurs (PLN)			38,4
52 tyg. min/max (PLN)			29,62 / 58
Liczba akcji (mln szt.)			34,0
Kapitalizacja (mln PLN)			1305
S&P Global ESG Scores			65
Śr. obroty 3M (mln PLN)			5,39
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-3,1%	-2,9%	-30,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

EV/EBITDA 12M



WYKRES LWB NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	y/y	q/q
Przychody	522	637	651	732	731	568	422	941	884	21%	-6%
EBITDA	165	212	244	276	335	61	-66	292	241	-28%	-17%
EBIT	57	101	140	180	232	-38	-174	157	119	-49%	-24%
Zysk netto	45	77	112	143	193	-26	-135	127	99	-48%	-22%
P/E12M trailing	9,6	6,1	4,5	3,5	2,5	3,1	7,4	8,2	19,8		
EV/EBITDA 12M trailing	1,6	1,3	0,9	1,0	0,7	0,6	1,4	1,4	1,6		
zmiana przychodów r./r.	35%	26%	39%	30%	40%	-11%	-35%	29%	21%		
marża EBITDA	31,6%	33,4%	37,6%	37,8%	45,8%	10,7%	-	31,1%	27,3%		
marża EBIT	10,9%	15,8%	21,5%	24,6%	31,8%	-	-	16,6%	13,5%		
marża netto	8,7%	12,1%	17,2%	19,6%	26,4%	-	-	13,5%	11,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 822	2 449	2 452	4 182	4 438	3 837
EBITDA	460	820	599	1 543	1 657	1 000
EBIT	95	390	200	1 084	1 184	513
Zysk netto	73	307	175	889	985	445
EPS (PLN)	2,14	9,0	5,2	26,1	29,0	13,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	2,5	2,6	2,5	2,5
P/E (x)	17,9	4,2	7,4	1,5	1,3	2,9
EV/EBITDA (x)	2,4	0,9	1,4	0,2	-0,3	-0,7
P/BV (x)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
DY (%)	0,0%	0,0%	6,5%	6,7%	6,5%	6,5%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna			Poprzednia			Zmiana
Wycena DCF	-	-		-	-		-
Target multiple	-	-		-	-		-

Zmiany prognoz		2023P			2024P			2025P	
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	4 182	4 940	-15%	4 438	4 735	-6%	3 837	4 073	-6%
EBITDA	1 543	2 349	-34%	1 657	1 865	-11%	1 000	1 147	-13%
EBIT	1 084	1 934	-44%	1 184	1 438	-18%	513	706	-27%
Zysk netto	889	1 578	-44%	985	1 206	-18%	445	616	-28%
P/E (x)	1,5	-	-	1,3	-	-	2,9	-	-
EV/EBITDA (x)	0,2	-	-	-0,3	-	-	-0,7	-	-
P/BV (x)	0,3	-	-	0,2	-	-	0,2	-	-
DY (%)	6,7%	-	-	6,5%	-	-	6,5%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	4,2	7,4	1,5	1,3	2,9
P/BV (x)	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (x)	0,9	1,4	0,2	-0,3	-0,7
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,3	0,1	-0,1	-0,2
FCF Yield (%)	29,4%	-3,1%	52,9%	62,5%	24,1%
DY (%)	0,0%	6,5%	6,7%	6,5%	6,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	9,0	5,2	26,1	29,0	13,1
DPS (PLN)	0,0	2,5	2,6	2,5	2,5
BVPS (PLN)	106,4	109,0	132,6	159,0	169,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	33,5%	24,4%	36,9%	37,3%	26,1%
marża EBIT (%)	15,9%	8,2%	25,9%	26,7%	13,4%
marża netto (%)	12,5%	7,2%	21,3%	22,2%	11,6%
ROE (%)	8,9%	4,8%	21,6%	19,9%	8,0%
ROA (%)	6,7%	3,7%	16,4%	15,2%	6,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	16,4%	27,1%	18,3%	14,6%	15,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	-	-	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-2,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	-1	-3	-6	-11	-12
Cykl rotacji zapasów (dni)	14	22	17	16	18
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	39	34	27	39	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	55	60	50	66	73

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 822**	**2 449**	**2 452**	**4 182**	**4 438**	**3 837**
Koszt własny sprzedaży	-1 573	-1 883	-2 043	-2 895	-3 047	-3 113
EBITDA	**460**	**820**	**599**	**1 543**	**1 657**	**1 000**
Amortyzacja	-365	-430	-398	-459	-473	-487
EBIT	**95**	**390**	**200**	**1 084**	**1 184**	**513**
Wynik na działalności finansowej	-2	-8	19	14	32	36
Zysk brutto	**93**	**382**	**220**	**1 098**	**1 217**	**550**
Podatek dochodowy	-20	-75	-44	-209	-231	-104
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**73**	**307**	**175**	**889**	**985**	**445**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**3 764**	**3 706**	**3 881**	**4 187**	**4 364**	**4 477**
Aktywa obrotowe	**611**	**1 026**	**938**	**1 830**	**2 601**	**2 737**
Zapasy	91	100	196	188	200	173
Należności handlowe	223	298	164	460	488	422
Gotówka+poz.akt.fin.	242	600	475	1 078	1 809	2 038
Aktywa	**4 375**	**4 732**	**4 819**	**6 017**	**6 965**	**7 214**
Kapitał własny	**3 300**	**3 618**	**3 708**	**4 509**	**5 410**	**5 770**
Kapitały mniejszości	**10**	**10**	**11**	**11**	**11**	**11**
Zobowiązania długoterminowe	**715**	**598**	**662**	**662**	**662**	**662**
Zobowiązania oprocentowane	31	25	20	20	20	20
Zobowiązania krótkoterminowe	**360**	**516**	**449**	**845**	**893**	**782**
Zobowiązania oprocentowane	6	10	8	8	8	8
Zobowiązania handlowe	308	423	377	774	821	710
Pasywa	**4 375**	**4 732**	**4 819**	**6 017**	**6 965**	**7 214**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**477**	**786**	**624**	**1 456**	**1 466**	**914**
Zysk netto	73	307	175	889	985	445
Amortyzacja	365	430	398	459	473	487
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-611**	**-417**	**-651**	**-765**	**-650**	**-600**
CAPEX	-603	-402	-665	-765	-650	-600
Przepływy z działalności finansowej	**-7**	**-10**	**-98**	**-88**	**-85**	**-85**
Dywidenda	0	0	-85	-88	-85	-85
Przepływy pieniężne netto	-141	359	-125	603	731	229
Środki pieniężne na początek okresu	383	242	600	475	1 078	1 809
Środki pieniężne na koniec okresu	242	600	475	1 078	1 809	2 038

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Enea

O skali dyskonta do peersów zdecyduje polityka właścicielska

Zawieszona
(Poprzednia: Trzymaj; 7,37 PLN)

#Prognoza 2Q23P

- Szacujemy względnie słaby wynik w 2Q: 0,9 mld PLN EBITDA, głównie przez słaby wynik w LWB (0,24 mld, przez niski wolumen), nieco słabszą EBITDE w wytwarzaniu q/q (0,48 mld), spadek wyniku w dystrybucji o 44% q/q do 0,24 mld (wyższe koszty zakupu energii el. na pokrycie różnicy bilansowej i wzrost kosztów usług obcych) i 20 mln w obrocie.

#Outlook

- Zakładamy, że gotówka wypracowana w wydzielanych aktywach w PGE/TPE/ENA od 4Q22r. do momentu spin-offu aktywów (założyliśmy, że do końca 3Q23r.) będzie przynależała do NABE. Uwzględniliśmy sprzedaż LWB po cenie rynkowej w 4Q23r.

- Kalkulujemy, że EV wydzielanych aktywów wynosi dla PGE/TPE/ENA kolejno 6,25 mld, 5,68 mld i 5,49 mld PLN. Wcześniej szacowaliśmy odpowiednio 7 mld dla PGE, 4 mld dla TPE i 2 mld dla ENA, w związku z czym pozytywnie odczytujemy poziomy wyceny dla ENA i TPE i lekko negatywnie dla PGE. Kwoty te będą spłacane przez NABE w ciągu 8 lat (przyjęliśmy WIBOR + marżę; >6%), natomiast w przypadku Tauronu 3,55 mld (63% całej należności) ma zostać spłacone w ciągu 3msc od transakcji (przyjęliśmy 2024r.), co odczytujemy pozytywnie. Poza wydzieleniem el. węglowych, w przypadku Enei zniknie niestety znaczna część wyniku w OZE (El. Połaniec), przez co Spółka będzie miała najniższy udział OZE w EBITDA ze spółek.

- Po spin-offie, w strukturze wyników najwięcej ważyć będzie dystrybucja (ENA [>80%], TPE [>70%] i PGE [<40%]), przy średnim EV/EBITDA 2024P spółek rzędu 4-5x (w zależności od ambicji dot. capexu), przy medianie wskaźnika dla energetyki regulowanej 9-10x. Nawet przy dalszych wzrostach kursów rzędu „kilkadziesiąt" %, dyskonto wobec peersów byłoby istotne i oczywiście uzasadnione (choćby przez perspektywę braku dywidend w średnim (i długim?) terminie, przy średnim yieldzie peersów ok. 5%.

- Czy sam fakt wyższego udziału regulowanego biznesu w strukturze powinien uzasadniać istotnie wyższy mnożnik dla spółek energetycznych vs. np. Orlen? Zdecyduje o tym naszym zdaniem retoryka Skarbu Państwa odnośnie polityki dywidendowej i traktowania akcjonariuszy i strategia wynagradzania przez URE segmentu dystrybucji (triggerem może być zmiana modelu premiującego większe inwestycje, w obliczu ambitnych planów capexowych na kolejne lata). W przypadku OZE, wierzymy, że Spółki Skarbu Państwa mogą być beneficjentem wydawanych warunków przyłączenia, przy ograniczeniach sieciowych.

- Z uwagi na prace nad aktualizacją wyceny, zawiesiliśmy rekomendację dla Spółki.

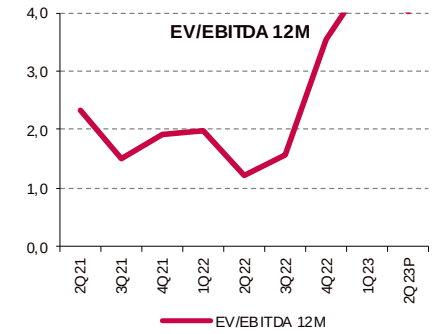
Raport za II kw.'23
13.09.2023

Cena bieżąca: 8,97 PLN

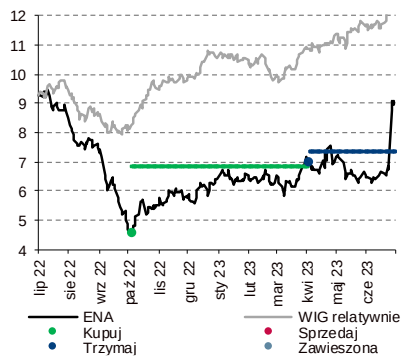
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ENA
Sektor			Energetyka
Kurs (PLN)			9,0
52 tyg. min/max (PLN)			4,51 / 9,64
Liczba akcji (mln szt.)			529,7
Kapitalizacja (mln PLN)			4752
S&P Global ESG Scores			41
Śr. obroty 3M (mln PLN)			5,39
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	40,3%	29,0%	-2,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	7,4
Kupuj	24.10.2022	6,9
Kupuj	21.07.2022	14,5
Kupuj	22.04.2022	11,3
Trzymaj	09.12.2021	9,4
Kupuj	21.10.2021	11,6
Kupuj	20.07.2021	10,0
Kupuj	26.04.2021	9,4

EV/EBITDA 12M



WYKRES ENA NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	4 778	5 483	5 920	7 255	7 465	8 021	7 386	11 326	11 025	48%	-3%
EBITDA	730	1 121	864	1 059	779	456	146	1 044	896	15%	-14%
EBIT	351	727	442	680	384	46	-311	611	466	21%	-24%
Zysk netto	314	570	409	495	244	50	-743	202	326	34%	61%
P/E12M trailing	-	-	2,8	2,7	2,8	4,0	104,9	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	2,3	1,5	1,9	2,0	1,2	1,6	3,6	4,6	4,0		
zmiana przychodów r./r.	10%	21%	25%	43%	56%	46%	25%	56%	48%		
marża EBITDA	15,3%	20,4%	14,6%	14,6%	10,4%	5,7%	2,0%	9,2%	8,1%		
marża EBIT	7,4%	13,3%	7,5%	9,4%	5,2%	0,6%	-	5,4%	4,2%		
marża netto	6,6%	10,4%	6,9%	6,8%	3,3%	0,6%	-	1,8%	3,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	18 242	21 197	30 076	38 025	21 097	21 708
EBITDA	3 302	3 637	2 163	4 171	1 895	1 969
EBIT	-1 706	2 067	578	2 614	1 001	1 027
Zysk netto	-2 268	1 679	45	1 852	588	609
EPS (PLN)	-5,14	3,8	0,1	3,5	1,1	1,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	2,4	104,9	2,6	8,1	7,8
EV/EBITDA (x)	3,2	1,9	4,9	2,1	4,2	3,7
P/BV (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna	Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF		7,4	100%	
Target multiple		10,3	0%	

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	38 025	34 258	11%	21 097	24 298	-13%	21 708	24 298	-11%
EBITDA	4 171	4 564	-9%	1 895	2 100	-10%	1 969	2 195	-10%
EBIT	2 614	3 085	-15%	1 001	995	1%	1 027	1 060	-3%
Zysk netto	1 852	2 177	-15%	588	664	-11%	609	758	-20%
P/E (x)	2,6	-	-	8,1	-	-	7,8	-	-
EV/EBITDA (x)	2,1	-	-	4,2	-	-	3,7	-	-
P/BV (x)	0,3	-	-	0,4	-	-	0,4	-	-
DY (%)	0,0%	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	2,4	104,9	2,6	8,1	7,8
P/BV (x)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA (x)	1,9	4,9	2,1	4,2	3,7
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,4	0,2	0,4	0,3
FCF Yield (%)	75,4%	-28,6%	40,9%	14,4%	12,5%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	3,8	0,1	3,5	1,1	1,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	31,7	28,1	31,6	22,3	23,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	17,2%	7,2%	11,0%	9,0%	9,1%
marża EBIT (%)	9,8%	1,9%	6,9%	4,7%	4,7%
marża netto (%)	7,9%	0,2%	4,9%	2,8%	2,8%
ROE (%)	12,9%	0,3%	11,7%	4,1%	5,0%
ROA (%)	5,2%	0,1%	4,8%	1,7%	1,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	9,0%	8,6%	4,8%	3,9%	4,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,2	0,4	0,2	0,3	0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	2,7	0,9	1,7	1,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	10	13	18	29	29
Cykl rotacji zapasów (dni)	19	19	16	19	14
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	47	52	51	73	54
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	56	58	49	63	40

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**18 242**	**21 197**	**30 076**	**38 025**	**21 097**	**21 708**
EBITDA - Obrót	-15	-125	145	110	70	72
EBITDA - Dystrybucja	1 313	1 393	1 329	1 307	1 595	1 663
EBITDA - Wydobycie	460	797	606	1 543	0	0
EBITDA - OZE	254	375	132	585	120	124
EBITDA - Ciepło	113	194	175	162	110	111
EBITDA - Pozostałe	1 176	1 002	-223	465	0	0
EBITDA	**3 302**	**3 637**	**2 163**	**4 171**	**1 895**	**1 969**
Amortyzacja i odpisy	-14 940	-17 560	-27 913	-33 854	-19 202	-19 739
EBIT	**-1 706**	**2 067**	**578**	**2 614**	**1 001**	**1 027**
Wynik na działalności finansowej	-897	87	-303	-155	-275	-275
Zysk brutto	**-2 604**	**2 155**	**275**	**2 459**	**726**	**752**
Podatek dochodowy	-369	368	156	467	138	143
Zysk mniejszości	34	108	74	140	0	0
Zysk netto	**-2 268**	**1 679**	**45**	**1 852**	**588**	**609**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**21 768**	**22 338**	**23 162**	**23 434**	**17 859**	**17 825**
Aktywa obrotowe	**8 122**	**12 290**	**14 273**	**15 770**	**13 811**	**14 521**
Zapasy	1 130	1 116	1 980	1 331	844	868
Należności handlowe	2 132	3 313	5 260	5 324	3 165	3 256
Gotówka+poz.akt.fin.	1 942	4 154	1 564	3 646	4 333	4 928
Aktywa	**29 890**	**34 628**	**37 435**	**39 204**	**31 670**	**32 346**
Kapitał własny	**12 037**	**14 011**	**14 875**	**16 726**	**11 814**	**12 424**
Kapitały mniejszości	**1 058**	**1 167**	**1 271**	**1 411**	**1 411**	**1 411**
Zobowiązania długoterminowe	**10 010**	**7 871**	**7 700**	**7 700**	**7 700**	**7 700**
Zobowiązania oprocentowane	7 137	5 023	4 712	4 712	4 712	4 712
Zobowiązania krótkoterminowe	**6 786**	**11 579**	**13 589**	**13 367**	**10 744**	**10 811**
Zobowiązania oprocentowane	1 249	2 208	782	782	782	782
Zobowiązania handlowe	2 038	4 440	5 166	4 943	2 321	2 388
Pasywa	**29 890**	**34 628**	**37 435**	**39 204**	**31 670**	**32 346**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**3 158**	**5 487**	**1 226**	**3 773**	**1 506**	**1 503**
Zysk netto	-2 268	1 679	45	1 852	588	609
Amortyzacja	5 008	1 569	1 585	1 558	894	942
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-2 576**	**-1 850**	**-2 486**	**-1 830**	**-819**	**-908**
CAPEX/Cash z Nabe	-2 383	-1 902	-2 587	-1 830	-819	-908
Przepływy z działalności finansowej	**-2 402**	**-1 425**	**-1 330**	**140**	**0**	**0**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	-1 820	2 212	-2 590	2 083	687	595
Środki pieniężne na początek okresu	3 762	1 942	4 154	1 564	3 646	4 333
Środki pieniężne na koniec okresu	1 942	4 154	1 564	3 646	4 333	4 928

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Onde

Stopniowa poprawa marż w wykonawstwie, przy sprzedaży Cyranki

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj, 13,69 PLN)

Cena docelowa: 13,24 PLN
Cena bieżąca: 12,68 PLN
Potencjał wzrostu: 4%

Raport za II kw.'23
06.09.2023

#Prognoza 2Q23P

- Szacujemy w 2Q 6 mln PLN EBITDY skor. (vs. -1 mln w 1Q), przy poprawie MBnS z 9 mln w 1Q do 15 mln i przy nieco niższych kosztach ogólnych. Na poziomie EBITDA raportowanej (17,2 mln) uwzględniliśmy 11 mln PLN efektu na sprzedaży Cyranki (transakcja za 75 mln PLN, z czego przez wynik na poz. dz. operacyjnej powinno przejść 11 mln, a reszta przez bilans). Zysk netto powinien wynieść 10 mln PLN.

#Outlook

- W wycenie uwzględniamy dodatkowo wartość portfela OZE w kwocie 474 mln PLN, na co składają się projekty PV i wiatrowe z wydanymi warunkami przyłączenia.

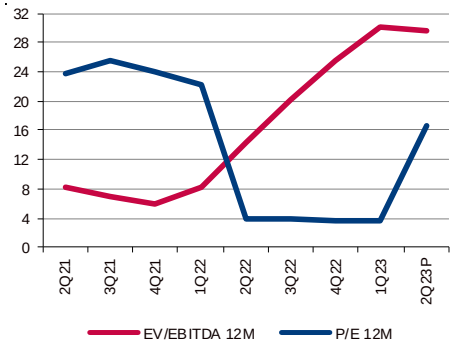
- Spółka zamierzała rozpocząć w tym roku budowę 97 MW (zakładamy, że są to projekty PV Kadłubia [17 MW; 100%] i Serby [80 MW; przy 50% udziale OND]), co przy ważonym udziale OND 57 MW powinno przynieść ok. 257 mln PLN przychodu na sprzedaży gotowych farm. Capex na budowę uwzględniliśmy w przepływach (188 mln PLN w 2024r.), a przychód (ze względu na niepewność dot. timingu sprzedaży) w osobnej linii w DCF (poza przepływami). Poza tymi projektami (Cyranka, Kadłubie, Serby), Spółka posiada jeszcze w pipelinie, z war. Przyłączenia/PnB, 173 MW w PV i 35 MW w wietrze (ważone udziałem). Założyliśmy konserwatywnie, że projekty te zostaną sprzedane na etapie ready-to-build (RTB) średnio za 0,9 mln PLN/MW w PV i 1,7 mln PLN/MW w wietrze, co kontrybuuje do naszej wyceny (poza przepływami poniżej) w kwocie 218 mln PLN.

- Zakładamy, że nadchodzący „dołek" inwestycyjny w wietrze w 2025-2026r. zostanie w dużej mierze skompensowany wykonawstwem wewnętrznym na farmach z posiadanego pipeline-u, o co Spółka będzie zabiegać przy możliwej sprzedaży projektów. Uwzględniając to, oraz wyższe prognozy zainstalowanych mocy w OZE do 2030r., podwyższyliśmy nasze prognozy w OND na kolejne lata.

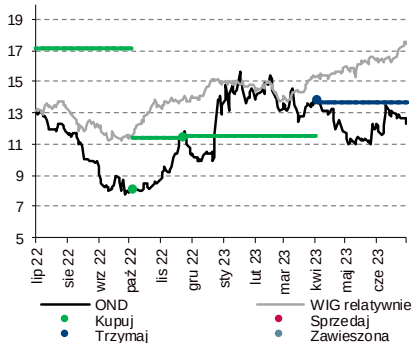
DANE SPÓŁKI			
Ticker			OND
Sektor			Energetyka
Kurs (PLN)			12,7
52 tyg. min/max (PLN)			7,81 / 15,88
Liczba akcji (mln szt.)			55,0
Kapitalizacja (mln PLN)			698
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,28
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0,0%	-10,0%	-6,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	13,7
Kupuj	12.12.2022	11,6
Kupuj	24.10.2022	11,5
Kupuj	21.07.2022	17,2
Kupuj	22.04.2022	18,0
Kupuj	09.12.2021	23,5
Kupuj	29.11.2021	23,5
Kupuj	21.10.2021	29,90

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES OND NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	357	341	290	179	346	294	273	183	297	-14%	63%
EBITDA skor.	34	23	22	3	8	6	14	-1	6	-19%	-
EBIT	33	17	21	1	6	4	11	-3	15	170%	-
Zysk netto	28	12	18	0	1	1	5	-5	10	722%	-
P/E skor. 12M trailing	16,1	15,4	15,1	12,0	22,4	34,3	97,3	312,6	63,9		
EV/EBITDA skor. 12M trailin	8,3	6,8	6,0	8,3	14,3	20,1	25,5	30,1	29,7		
zmiana przychodów r./r.	216%	142%	9%	-22%	-3%	-14%	-6%	2%	-14%		
marża EBITDA	9,6%	6,6%	7,7%	1,6%	2,2%	2,0%	5,0%	-	2,1%		
marża EBIT	9,1%	5,0%	7,1%	0,6%	1,6%	1,3%	4,1%	-	5,2%		
marża netto	7,9%	3,5%	6,2%	0,0%	0,3%	0,3%	1,8%	-	3,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	586	1 217	1 093	1 095	1 086	896
EBITDA skor.	46	97	30	32	40	28
EBIT	41	62	22	34	30	18
Zysk netto	33	46	7	20	11	5
EPS (PLN)	0,70	0,8	0,1	0,4	0,2	0,1
DPS (PLN)	0,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	18,1	15,1	97,3	35,5	60,8	129,0
EV/EBITDA skor. (x)	10,8	6,3	25,7	22,4	22,1	31,2
P/BV (x)	7,0	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0
DY (%)	3,4%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	13,2	100%	13,7	100%	-3%
Wycena porównawcza	12,8	0%	12,8	0%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1095	949	15%	1086	1086	0%	896	896	0%
EBITDA skor.	32	27	18%	40	41	-2%	28	28	1%
EBIT	34	90	-62%	30	31	-3%	18	18	1%
Zysk netto	20	67	-70%	11	14	-17%	5	6	-12%
P/E (x)	35,5	10,5		60,8	50,2		129,0	113,8	
EV/EBITDA (x)	16,8	26,5		22,1	21,6		31,2	31,6	
P/BV (x)	2,1			2,0			2,0		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	15,1	97,3	35,5	60,8	129,0
P/E skor. (x)	10,1	97,3	63,1	60,8	129,0
P/BV (x)	2,1	2,2	2,1	2,0	2,0
EV/EBITDA (x)	8,9	25,7	16,8	22,1	31,2
EV/EBITDA skor. (x)	6,3	25,7	22,4	22,1	31,2
EV/Sprzedaż (x)	0,5	0,7	0,6	0,8	1,0
FCF Yield (%)	-25,3%	-15,9%	10,3%	-23,3%	2,1%
DY (%)	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,8	0,1	0,4	0,2	0,1
EPS skor. (PLN)	1,3	0,1	0,2	0,2	0,1
DPS (PLN)	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	6,1	5,7	6,0	6,2	6,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	11,6%	6,6%	6,0%	7,5%	7,7%
marża EBITDA skor. (%)	8,0%	2,7%	2,9%	3,7%	3,2%
marża EBIT (%)	5,1%	2,0%	3,1%	2,8%	2,0%
marża netto skor. (%)	3,8%	0,7%	1,8%	1,1%	0,6%
ROE (%)	33,0%	2,2%	3,4%	3,4%	1,6%
ROA (%)	9,8%	1,2%	3,1%	1,6%	0,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,3%	3,0%	0,8%	18,2%	1,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	6,1	4,1	1,0	19,9	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	0,2	0,0	0,6	0,5
Dług netto/EBITDA (x)	-1,2	2,4	0,2	4,7	6,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	11	35	36	30	37
Cykl rotacji zapasów (dni)	12	36	46	41	49
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	34	38	35	35	39
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	35	40	45	47	51

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**586**	**1 217**	**1 093**	**1 095**	**1 086**	**896**
Koszty wytworzenia	530	1 076	1 020	1 030	1 004	827
Zysk brutto ze sprzedaży	**57**	**141**	**72**	**65**	**81**	**69**
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	17	77	50	42	51	51
Zysk ze sprzedaży	40	64	22	13	30	18
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	0	-2	11	0	0
EBITDA	**46**	**69**	**30**	**42**	**40**	**28**
EBITDA skor.	**46**	**97**	**30**	**32**	**40**	**28**
Amortyzacja	6	7	8	8	10	10
EBIT	**41**	**62**	**22**	**34**	**30**	**18**
Wynik na działalności finansowej	1	0	-9	-9	-16	-11
Zysk brutto	**41**	**62**	**12**	**25**	**14**	**7**
Podatek dochodowy	8	16	5	5	3	1
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**33**	**46**	**7**	**20**	**11**	**5**
Zysk netto skor.	**33**	**69**	**7**	**11**	**11**	**5**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**52**	**79**	**108**	**108**	**296**	**296**
Aktywa obrotowe	**319**	**492**	**510**	**541**	**511**	**492**
Zapasy	19	64	154	122	122	118
Należności handlowe	102	124	106	106	105	87
Gotówka	112	105	11	74	45	48
Aktywa	**371**	**571**	**618**	**649**	**807**	**788**
Kapitał własny	**85**	**334**	**311**	**331**	**342**	**347**
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	**25**	**34**	**51**	**51**	**51**	**51**
Zobowiązania oprocentowane	12	11	20	20	20	20
Zobowiązania krótkoterminowe	**261**	**203**	**256**	**267**	**413**	**389**
Zobowiązania oprocentowane	4	11	64	64	214	214
Zobowiązania handlowe	129	107	130	141	138	113
Pasywa	**371**	**571**	**618**	**649**	**807**	**788**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**87**	**-136**	**-78**	**80**	**35**	**25**
Zysk (strata) brutto	41	62	12	25	14	7
Amortyzacja	6	7	8	8	10	10
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-17**	**-54**	**-31**	**-8**	**-198**	**-10**
CAPEX	-1	-41	-33	-8	-198	-10
Przepływy z działalności finansowej	**-26**	**182**	**16**	**-9**	**134**	**-11**
Dywidenda	-20	-32	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	44	-7	-94	63	-29	3
Środki pieniężne na początek okresu	68	112	105	11	74	45
Środki pieniężne na koniec okresu	112	105	11	74	45	48

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Polenergia

Track record w OZE zasługuje na premię

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 96,7 PLN)

Cena docelowa: 96,89 PLN
Cena bieżąca: 88 PLN
Potencjał wzrostu: 10%

Raport za II kw.'23
24.08.2023

#Prognoza 2Q23P

- Szacujemy EBITDE w 2Q23r. w kwocie 110 mln PLN, przy zysku netto 45 mln PLN.

- W segm. on-shore, prognozujemy 96 mln PLN EBITDA. Założyliśmy wzrost wolumenów produkcji ze 163 GWh w 2Q22r. do 230 GWh w 2Q23r. (vs. 386 GWh w 1Q23r.), przy niższej wietrzności r/r (wysoka baza w kwietniu ub.r.) i przy większej liczbie funkcjonujących farm (Dębsk i Kostomłoty od 4Q22/1Q23r.). Założyliśmy też zbliżoną cenę sprzedaży q/q (ok. 370 PLN/MWh). Będące w fazie rozruchu farmy Dębsk i Grabowo (57,2 MW) powinny wpłynąć w pełni na wyniki od 4Q23r. (ok. 15 mln PLN EBITDA w 4Q).

- W obrocie i sprzedaży wynik szacujemy na 16 mln PLN (vs. 48 mln w 1Q23r. i -44 mln rok temu). Stabilizacja rynkowych cen energii, obniża koszt profilu, co powinno wpłynąć pozytywnie r/r. Niższa wietrzność i obowiązujące zabezpieczenia cenowe (które, wg. nas, mogą być wyższe od ceny rynkowej EE), powinny przełożyć się na osiągnięcie dodatniej marży w segmencie w 2Q, ale nie tak wysokiej jak w 1Q23r.

- Przy większych capexach q/q, zakładamy wzrost długu netto z 980 mln do 1,1 mld PLN q/q, co przy niskiej bazie wynikowej za 2Q22r. powinno przełożyć się na spadek DN/EBITDA LTM z 2,6x w 1Q23r. do 2,4x.

- Nasza prognoza na 2Q23r, jest o ok. 15 mln PLN niższa, od szacunków uwzględnionych w rekomendacji z 19 czerwca, głównie przez niższy wynik w on-shore (niższa produkcja). Większa niepewność wynikowa dotyczy segmentu obrotu, gdzie rezultat będzie zależny od wietrzności i poziomu hedgingu cenowego vs. ceny rynkowej energii el.

#Outlook

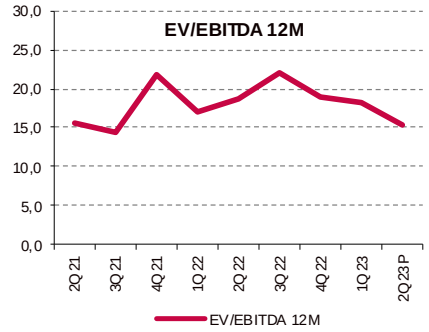
- Liberalizacja ustawy 10H powinna w kolejnych latach pozwolić na wydewelopowanie kolejnych projektów. Biorąc pod uwagę liczne odmowy operatorskie dot. wydania warunków przyłączenia i przyjmując success rate 10%, założyliśmy że przy posiadanym portfelu 12 projektów wiatrowych o łącznej mocy 1 GW, Spółka zrealizuje w 2027-2028r. dodatkowe 100 MW mocy, rozbudowując portfel gotowych farm do 593 MW.

- Na 2024r. założyliśmy wzrost poziomu pułapu cenowego dla OZE do 500 PLN/MWh.

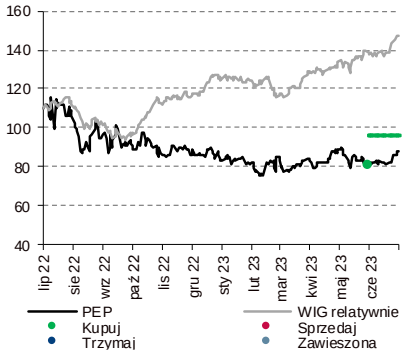
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PEP
Sektor			Energetyka
Kurs (PLN)			88,0
52 tyg. min/max (PLN)			74,8 / 116
Liczba akcji (mln szt.)			66,8
Kapitalizacja (mln PLN)			5878
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,54
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	6,8%	6,6%	-20,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	19.06.2023	97

EV/EBITDA 12M



WYKRES PEP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	575	720	2 067	2 476	1 337	1 330	1 946	1 467	1 354	1%	-8%
EBITDA skor.	111	81	59	179	32	33	110	201	110	241%	-45%
EBIT	89	59	34	154	6	3	74	163	70	1089%	-57%
Zysk netto	246	39	18	110	1	-3	52	121	45	3781%	-63%
P/E12M trailing	18,0	16,8	17,4	14,2	35,0	46,5	36,8	34,4	27,4		
EV/EBITDA 12M trailing	15,5	14,4	21,8	17,0	18,8	22,2	18,9	18,2	15,4		
zmiana przychodów r./r.	58%	42%	329%	289%	132%	85%	-6%	-41%	1%		
marża EBITDA	19,4%	11,3%	2,8%	7,2%	2,4%	2,5%	5,6%	13,7%	8,1%		
marża EBIT	15,4%	8,1%	1,6%	6,2%	0,4%	0,3%	3,8%	11,1%	5,2%		
marża netto	42,7%	5,4%	0,9%	4,4%	0,1%	-	2,7%	8,2%	3,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2024P
Przychody	1 811	3 999	7 089	4 959	3 895	3 984
EBITDA	262	327	354	548	721	751
EBIT	165	234	238	385	523	554
Zysk netto	111	337	160	263	343	384
EPS (PLN)	2,43	5,1	2,4	3,9	5,1	5,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	36,2	17,4	36,8	22,3	17,1	15,3
EV/EBITDA (x)	18,1	21,8	18,9	12,3	9,1	8,3
P/BV (x)	2,8	3,2	1,9	1,8	1,6	1,4
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	96,9	100%	96,7	100%	0%
Wycena porównawcza	125,8	0%	131,8	0%	-5%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	4959	4790	4%	3895	3895	0%	3984	3984	0%
EBITDA	548	576	-5%	721	721	0%	751	751	0%
EBIT	385	409	-6%	523	522	0%	554	554	0%
Zysk netto	263	282	-7%	343	342	0%	384	384	0%
P/E (x)	22,3	-	-	17,1	-	-	15,3	-	-
EV/EBITDA (x)	12,3	-	-	9,1	-	-	8,3	-	-
P/BV (x)	1,8	-	-	1,6	-	-	1,4	-	-
DY (%)	0,0%	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2024P
P/E (x)	17,4	36,8	22,3	17,1	15,3
P/BV (x)	3,2	1,9	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA (x)	21,8	18,9	12,3	9,1	8,3
EV/Sprzedaż (x)	1,8	0,9	1,4	1,7	1,6
FCF Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2024P
EPS (PLN)	5,1	2,4	3,9	5,1	5,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	27,8	46,2	50,1	55,2	61,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2024P
marża EBITDA (%)	8,2%	5,0%	11,1%	18,5%	18,9%
marża EBIT (%)	5,8%	3,4%	7,8%	13,4%	13,9%
marża netto (%)	8,4%	2,3%	5,3%	8,8%	9,6%
ROE (%)	20,6%	6,5%	8,2%	9,8%	9,9%
ROA (%)	7,8%	2,7%	4,0%	4,9%	5,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	14,4%	9,3%	9,8%	12,4%	6,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	-	-	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	0,7	0,3	0,3	0,2	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	3,9	2,3	1,6	1,0	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	2	9	22	22	14
Cykl rotacji zapasów (dni)	4	4	8	8	5
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	14	15	25	26	20
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	15	10	11	12	11

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2024P
Przychody	**1 811**	**3 999**	**7 089**	**4 959**	**3 895**	**3 984**
EBITDA - Farmy on-shore	218	203	342	491	655	661
EBITDA - PV	2	1	13	6	21	50
EBITDA - Gaz i czyste paliwa	19	116	6	14	23	18
EBITDA - Obrót i sprzedaż	22	23	-5	62	28	**28**
EBITDA - Dystrybucja i eMobility	14	18	27	10	23	**24**
EBITDA - Pozostałe	-13	-33	-30	-34	-30	-30
EBITDA	**262**	**327**	**354**	**548**	**721**	**751**
EBIT	**165**	**234**	**238**	**385**	**523**	**554**
Wynik na działalności finansowej	-39	186	-37	-60	-100	-80
Zysk brutto	**126**	**420**	**200**	**325**	**423**	**474**
Podatek dochodowy	-18	-86	-40	-62	-80	-90
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**111**	**337**	**160**	**263**	**343**	**384**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2024P
Aktywa trwałe	**2 230**	**3 334**	**3 946**	**4 268**	**4 554**	**4 618**
Aktywa obrotowe	**788**	**2 273**	**2 301**	**2 497**	**2 550**	**2 873**
Zapasy	37	45	112	106	61	53
Należności handlowe	77	220	361	322	234	199
Gotówka	374	387	869	1 110	1 295	1 661
Aktywa	**3 018**	**5 607**	**6 247**	**6 765**	**7 104**	**7 491**
Kapitał własny	**1 417**	**1 857**	**3 083**	**3 347**	**3 690**	**4 074**
Kapitały mniejszości	1	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	**1 189**	**1 609**	**1 785**	**2 085**	**2 085**	**2 085**
Zobowiązania oprocentowane	1 032	1 228	1 453	1 753	1 753	1 753
Zobowiązania krótkoterminowe	**411**	**2 141**	**1 380**	**1 334**	**1 330**	**1 332**
Zobowiązania oprocentowane	83	426	240	240	240	240
Zobowiązania handlowe	100	231	172	127	122	124
Pasywa	**3 018**	**5 607**	**6 247**	**6 765**	**7 104**	**7 491**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	**204**	**145**	**246**	**426**	**669**	**626**
Zysk netto	111	337	160	263	343	384
Amortyzacja	96	93	116	163	198	197
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-354**	**-526**	**-779**	**-485**	**-483**	**-261**
CAPEX	-332	-577	-660	-485	-483	-261
Przepływy z działalności finansowej	**178**	**394**	**1 015**	**300**	**0**	**0**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	29	13	481	241	186	365
Środki pieniężne na początek okresu	346	374	387	869	1 110	1 295
Środki pieniężne na koniec okresu	374	387	869	1 110	1 295	1 661

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

PGE

O skali dyskonta do peersów zdecyduje polityka właścicielska

Zawieszona
(Poprzednia: Kupuj, 8,62 PLN)

#Prognoza 2Q23P

- Prognozujemy blisko 2,7 mld PLN EBITDY w 2Q, przy 0,7 mld w en. konwencjonalnej, 0,25 mld w cieple, 0,37 mld w OZE, 0,76 mld w dystrybucji i 0,38 mld w obrocie. Rynek powinien pozytywnie zareagować na rezultaty.

#Outlook

- Zakładamy, że gotówka wypracowana w wydzielanych aktywach w PGE/TPE/ENA od 4Q22r. do momentu spin-offu aktywów (założyliśmy, że do końca 3Q23r.) będzie przynależała do NABE.

- Kalkulujemy, że EV wydzielanych aktywów wynosi dla PGE/TPE/ENA kolejno 6,25 mld, 5,68 mld i 5,49 mld PLN. Wcześniej szacowaliśmy odpowiednio 7 mld dla PGE, 4 mld dla TPE i 2 mld dla ENA, w związku z czym pozytywnie odczytujemy poziomy wyceny dla ENA i TPE i lekko negatywnie dla PGE. Kwoty te będą spłacane przez NABE w ciągu 8 lat (przyjęliśmy WIBOR + marżę; >6%), natomiast w przypadku Tauronu 3,55 mld (63% całej należności) ma zostać spłacone w ciągu 3msc od transakcji (przyjęliśmy 2024r.), co odczytujemy pozytywnie. Poza wydzieleniem el. węglowych, w przypadku Enei zniknie niestety znaczna część wyniku w OZE (El. Połaniec), przez co Spółka będzie miała najniższy udział OZE w EBITDA ze spółek.

- Po spin-offie, w strukturze wyników najwięcej ważyć będzie dystrybucja (ENA [>80%], TPE [>70%] i PGE [<40%]), przy średnim EV/EBITDA 2024P spółek rzędu 4-5x (w zależności od ambicji dot. capexu), przy medianie wskaźnika dla energetyki regulowanej 9-10x. Nawet przy dalszych wzrostach kursów rzędu „kilkadziesiąt" %, dyskonto wobec peersów byłoby istotne i oczywiście uzasadnione (choćby przez perspektywę braku dywidend w średnim (i długim?) terminie, przy średnim yieldzie peersów ok. 5%.

- Czy sam fakt wyższego udziału regulowanego biznesu w strukturze powinien uzasadniać istotnie wyższy mnożnik dla spółek energetycznych vs. np. Orlen? Zdecyduje o tym naszym zdaniem retoryka Skarbu Państwa odnośnie polityki dywidendowej i traktowania akcjonariuszy i strategia wynagradzania przez URE segmentu dystrybucji (triggerem może być zmiana modelu premiującego większe inwestycje, w obliczu ambitnych planów capexowych na kolejne lata). W przypadku OZE, wierzymy, że Spółki Skarbu Państwa mogą być beneficjentem wydawanych warunków przyłączenia, przy ograniczeniach sieciowych.

- Z uwagi na prace nad aktualizacją wyceny, zawiesiliśmy rekomendację dla Spółki.

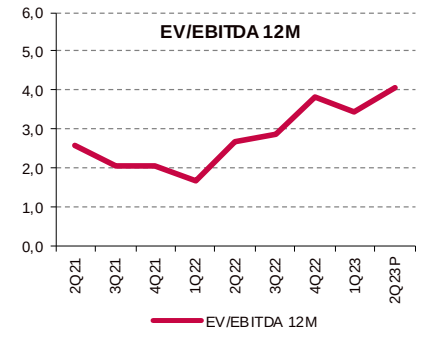
Raport za II kw.'23
12.09.2023

Cena bieżąca: 8,446 PLN

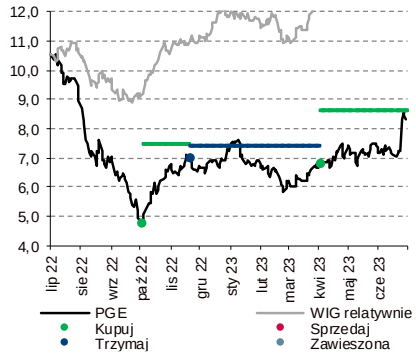
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PGE
Sektor			Energetyka
Kurs (PLN)			8,4
52 tyg. min/max (PLN)			4,66 / 10,6
Liczba akcji (mln szt.)			2 243,7
Kapitalizacja (mln PLN)			18950
S&P Global ESG Scores			46
Śr. obroty 3M (mln PLN)			19,34
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	13,5%	24,9%	-19,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	8,6
Trzymaj	12.12.2022	7,4
Kupuj	24.10.2022	7,5
Kupuj	21.07.2022	13,8
Trzymaj	22.04.2022	10,0
Sprzedaj	09.12.2021	8,0
Kupuj	21.10.2021	11,6
Kupuj	20.07.2021	10,3

EV/EBITDA 12M



WYKRES PGE NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	10 008	10 942	19 880	16 897	15 728	19 355	21 455	27 208	24 027	53%	-12%
EBITDA	3 048	2 110	2 171	2 615	3 777	1 926	339	3 427	2 675	-29%	-22%
EBIT	1 994	972	993	1 550	2 704	805	-760	2 343	1 575	-42%	-33%
Zysk netto	1 882	561	721	1 022	2 266	654	-614	1 724	1 181	-48%	-31%
P/E12M trailing	5,4	5,0	4,8	4,5	4,1	4,1	5,7	4,7	6,4		
EV/EBITDA 12M trailing	2,6	2,0	2,1	1,7	2,7	2,9	3,8	3,5	4,1		
zmiana przychodów r./r.	-2%	6%	57%	42%	57%	77%	8%	61%	53%		
marża EBITDA	30,5%	19,3%	10,9%	15,5%	24,0%	10,0%	1,6%	12,6%	11,1%		
marża EBIT	19,9%	8,9%	5,0%	9,2%	17,2%	4,2%	-	8,6%	6,6%		
marża netto	18,8%	5,1%	3,6%	6,0%	14,4%	3,4%	-	6,3%	4,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	45 766	52 730	73 435	88 623	48 602	50 060
EBITDA	5 966	9 535	8 661	10 316	7 484	7 735
EBIT	1 408	5 123	4 299	5 932	3 661	3 979
Zysk netto	110	3 972	3 328	4 236	2 567	3 089
EPS (PLN)	0,06	2,1	1,5	1,9	1,1	1,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	143,6	4,0	5,7	4,5	7,4	6,1
EV/EBITDA (x)	3,9	2,1	3,9	3,4	3,8	3,3
P/BV (x)	0,4	0,3	0,4	0,3	0,6	0,6
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	-	8,6	100%	-
Target multiple	-	-	8,2	0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	88 623	75 859	17%	48 602	55 254	-12%	50 060	57 859	-13%
EBITDA	10 316	7 310	41%	7 484	7 130	5%	7 735	7 520	3%
EBIT	5 932	3 745	58%	3 661	4 090	-10%	3 979	4 240	-6%
Zysk netto	4 236	2 464	72%	2 567	2 914	-12%	3 089	3 301	-6%
P/E (x)	4,5	-	-	7	-	-	6,1	-	-
EV/EBITDA (x)	3,4	-	-	3,8	-	-	3,3	-	-
P/BV (x)	0,3	-	-	0,6	-	-	0,6	-	-
DY (%)	0,0%	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	4,0	5,7	4,5	7,4	6,1
P/BV (x)	0,3	0,4	0,3	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	2,1	3,9	3,4	3,8	3,3
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,5	0,4	0,6	0,5
FCF Yield (%)	14,6%	26,1%	-25,0%	38,1%	16,2%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,1	1,5	1,9	1,1	1,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	25,4	23,9	25,5	13,1	14,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	18,1%	11,8%	11,6%	15,4%	15,5%
marża EBIT (%)	9,7%	5,9%	6,7%	7,5%	7,9%
marża netto (%)	7,5%	4,5%	4,8%	5,3%	6,2%
ROE (%)	8,8%	6,6%	7,7%	5,9%	10,0%
ROA (%)	4,7%	3,4%	3,9%	2,8%	4,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	8,9%	9,1%	12,0%	9,0%	7,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,1	1,5	2,4	1,1	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	1,7	1,5	1,3	0,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	34	31	37	62	43
Cykl rotacji zapasów (dni)	18	18	20	28	20
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	43	42	43	70	49
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	28	28	27	36	25

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**45 766**	**52 730**	**73 435**	**88 623**	**48 602**	**50 060**
EBITDA -E. Konwencjonalna	1 725	4 078	2 065	2 319	825	921
EBITDA -Ciepło	947	805	39	1 536	801	666
EBITDA -OZE	597	1 016	1 795	1 381	1 370	1 498
EBITDA -Dystrybucja	2 306	2 779	2 850	3 584	3 108	3 220
EBITDA -Sprzedaż	612	827	2 019	755	500	500
EBITDA -Pozostałe	-221	30	-107	741	880	930
EBITDA	**5 966**	**9 535**	**8 661**	**10 316**	**7 484**	**7 735**
Amortyzacja i odpisy	4 558	4 412	4 362	4 384	3 823	3 756
EBIT	**1 408**	**5 123**	**4 299**	**5 932**	**3 661**	**3 979**
Wynik na działalności finansowej/pozostałe	-1 094	-252	-189	-626	-416	-88
Zysk brutto	**314**	**4 871**	**4 110**	**5 306**	**3 245**	**3 891**
Podatek dochodowy	166	926	720	1 008	617	739
Zysk mniejszości	38	-27	62	62	62	62
Zysk netto	**110**	**3 972**	**3 328**	**4 236**	**2 567**	**3 089**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**66 498**	**66 239**	**71 732**	**77 998**	**48 556**	**48 493**
Aktywa obrotowe	**15 096**	**22 727**	**34 046**	**30 949**	**26 803**	**27 032**
Zapasy	3 123	2 189	4 918	4 874	2 673	2 753
Należności handlowe	4 812	7 727	9 083	11 964	6 561	6 758
Gotówka+poz.akt.fin.	4 189	6 733	11 887	5 953	9 411	9 362
Aktywa	**81 594**	**88 966**	**105 778**	**108 947**	**75 359**	**75 525**
Kapitał własny	**42 518**	**47 494**	**53 538**	**57 149**	**29 300**	**32 301**
Kapitały mniejszości	**983**	**797**	**845**	**907**	**969**	**1 031**
Zobowiązania długoterminowe	**23 075**	**18 878**	**16 099**	**16 099**	**13 099**	**10 099**
Zobowiązania oprocentowane	10 025	8 666	6 799	6 799	3 799	799
Zobowiązania krótkoterminowe	**15 018**	**21 797**	**35 296**	**34 793**	**31 991**	**32 093**
Zobowiązania oprocentowane	1 384	2 160	2 137	2 137	2 137	2 137
Zobowiązania handlowe	3 504	4 601	6 707	6 204	3 402	3 504
Pasywa	**81 594**	**88 966**	**105 778**	**108 947**	**75 359**	**75 525**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**10 256**	**7 456**	**11 609**	**5 905**	**11 608**	**6 759**
Zysk netto	110	3 972	3 328	4 236	2 567	3 089
Amortyzacja	4 558	4 412	4 362	4 384	3 823	3 756
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-6 037**	**-4 367**	**-7 296**	**-10 650**	**-4 381**	**-3 693**
CAPEX/Cash z Nabe	-5 930	-4 682	-6 661	-10 650	-4 381	-3 693
Przepływy z działalności finansowej	**-1 357**	**-528**	**841**	**-1 189**	**-3 769**	**-3 114**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	2 862	2 561	5 154	-5 934	3 458	-48
Środki pieniężne na początek okresu	1 313	4 189	6 733	11 887	5 953	9 411
Środki pieniężne na koniec okresu	4 189	6 733	11 887	5 953	9 411	9 362

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Tauron

O skali dyskonta do peersów zdecyduje polityka właścicielska

Zawieszona
(Poprzednia: Trzymaj, 2,25 PLN)

#Prognoza 2Q23P

- Szacujemy wysokie 2,1 mld PLN EBITDY w 2Q23r., przy 0,52 mld w wytwarzaniu (w tym 0,25 mld kwoty od Rafako; niższy CDS q/q przy droższej zreal. cenie zakupu węgla i wzroście odpisu na Fundusz Wypłaty Różnicy Ceny), 93 mln w OZE (-50% q/q, przez sezonowo niższe wolumeny), 0,92 mld w dystrybucji (pozytywny efekt na różnicy bilansowej) i 0,55 mld w segm. sprzedaży (pozytywny efekt na spadku cen EE i marzy na klientach biznesowych).

#Outlook

- Zakładamy, że gotówka wypracowana w wydzielanych aktywach w PGE/TPE/ENA od 4Q22r. do momentu spin-offu aktywów (założyliśmy, że do końca 3Q23r.) będzie przynależała do NABE.

- Kalkulujemy, że EV wydzielanych aktywów wynosi dla PGE/TPE/ENA kolejno 6,25 mld, 5,68 mld i 5,49 mld PLN. Wcześniej szacowaliśmy odpowiednio 7 mld dla PGE, 4 mld dla TPE i 2 mld dla ENA, w związku z czym pozytywnie odczytujemy poziomy wyceny dla ENA i TPE i lekko negatywnie dla PGE. Kwoty te będą spłacane przez NABE w ciągu 8 lat (przyjęliśmy WIBOR + marżę; >6%), natomiast w przypadku Tauronu 3,55 mld (63% całej należności) ma zostać spłacone w ciągu 3msc od transakcji (przyjęliśmy 2024r.), co odczytujemy pozytywnie. Poza wydzieleniem el. węglowych, w przypadku Enei zniknie niestety znaczna część wyniku w OZE (El. Połaniec), przez co Spółka będzie miała najniższy udział OZE w EBITDA ze spółek.

- Po spin-offie, w strukturze wyników najwięcej ważyć będzie dystrybucja (ENA [>80%], TPE [>70%] i PGE [<40%]), przy średnim EV/EBITDA 2024P spółek rzędu 4-5x (w zależności od ambicji dot. capexu), przy medianie wskaźnika dla energetyki regulowanej 9-10x. Nawet przy dalszych wzrostach kursów rzędu „kilkadziesiąt" %, dyskonto wobec peersów byłoby istotne i oczywiście uzasadnione (choćby przez perspektywę braku dywidend w średnim (i długim?) terminie, przy średnim yieldzie peersów ok. 5%.

- Czy sam fakt wyższego udziału regulowanego biznesu w strukturze powinien uzasadniać istotnie wyższy mnożnik dla spółek energetycznych vs. np. Orlen? Zdecyduje o tym naszym zdaniem retoryka Skarbu Państwa odnośnie polityki dywidendowej i traktowania akcjonariuszy i strategia wynagradzania przez URE segmentu dystrybucji (triggerem może być zmiana modelu premiującego większe inwestycje, w obliczu ambitnych planów capexowych na kolejne lata). W przypadku OZE, wierzymy, że Spółki Skarbu Państwa mogą być beneficjentem wydawanych warunków przyłączenia, przy ograniczeniach sieciowych.

- Z uwagi na prace nad aktualizacją wyceny, zawiesiliśmy rekomendację dla Spółki.

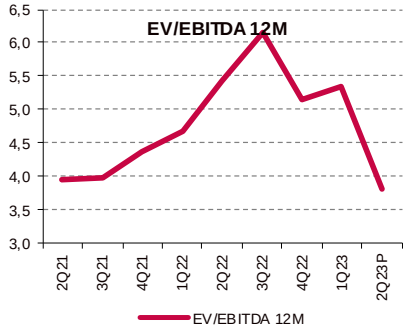
Raport za II kw.'23
06.09.2023

Cena bieżąca: 3,341 PLN

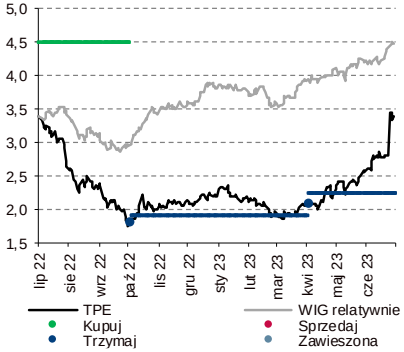
DANE SPÓŁKI			
Ticker			TPE
Sektor			Energetyka
Kurs (PLN)			3,3
52 tyg. min/max (PLN)			1,7 / 3,6
Liczba akcji (mln szt.)			1 752,5
Kapitalizacja (mln PLN)			5855
S&P Global ESG Scores			46
Śr. obroty 3M (mln PLN)			11,19
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	31,6%	64,2%	1,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	2,3
Trzymaj	24.10.2022	1,9
Kupuj	21.07.2022	4,5
Kupuj	22.04.2022	4,6
Sprzedaj	09.12.2021	2,3
Trzymaj	21.10.2021	3,8
Kupuj	20.07.2021	3,9
Kupuj	26.04.2021	3,6

EV/EBITDA 12M



WYKRES TPE NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	5 422	5 997	7 300	9 813	8 311	8 690	9 501	13 559	10 057	21%	-26%
EBITDA	1 183	787	440	1 955	396	495	1 170	2 230	2 101	431%	-6%
EBIT	-482	294	-109	1 418	-252	-41	-6	1 697	1 551	-	-9%
Zysk netto	-483	101	-119	900	-273	-232	-529	1 034	931	-	-10%
P/E12M trailing	-	-	-	-	9,6	21,2	-	-	4,9		
EV/EBITDA 12M trailing	4,0	4,0	4,4	4,7	5,4	6,1	5,1	5,3	3,8		
zmiana przychodów r./r.	17%	18%	33%	52%	53%	45%	30%	38%	21%		
marża EBITDA	21,8%	13,1%	6,0%	19,9%	4,8%	5,7%	12,3%	16,4%	20,9%		
marża EBIT	-	4,9%	-	14,5%	-	-	-	12,5%	15,4%		
marża netto	-	1,7%	-	9,2%	-	-	-	7,6%	9,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	20 434	25 164	36 315	39 663	19 642	20 035
EBITDA	4 222	4 145	3 966	6 558	4 686	4 892
EBIT	-1 015	916	1 069	4 584	2 801	2 910
Zysk netto	-2 485	338	-134	2 791	1 575	1 835
EPS (PLN)	-1,42	0,2	-0,1	1,6	0,9	1,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	17,3	-	2,1	3,7	3,2
EV/EBITDA (x)	4,6	4,4	5,9	3,4	3,7	3,3
P/BV (x)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	0,5
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna	Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF		2,3	100%	
Target multiple		3,3	0%	

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	39 663	46 521	-15%	19 642	40 251	-51%	20 035	42 076	-52%
EBITDA	6 558	5 360	22%	4 686	4 770	-2%	4 892	4 750	3%
EBIT	4 584	3 518	30%	2 801	3 080	-9%	2 910	2 901	0%
Zysk netto	2 791	2 242	24%	1 575	1 969	-20%	1 835	1 961	-6%
P/E (x)	2,1	-	-	3,7	-	-	3,2	-	-
EV/EBITDA (x)	3,4	-	-	3,7	-	-	3,3	-	-
P/BV (x)	0,3	-	-	0,5	-	-	0,5	-	-
DY (%)	0,0%	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	17,3	-	2,1	3,7	3,2
P/BV (x)	0,4	0,4	0,3	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	4,4	5,9	3,4	3,7	3,3
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,6	0,6	0,9	0,8
FCF Yield (%)	29,8%	-18,9%	20,8%	83,8%	17,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,2	-0,1	1,6	0,9	1,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	9,4	9,5	11,1	6,2	7,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	16,5%	10,9%	16,5%	23,9%	24,4%
marża EBIT (%)	3,6%	2,9%	11,6%	14,3%	14,5%
marża netto (%)	1,3%	-0,4%	7,0%	8,0%	9,2%
ROE (%)	2,1%	-0,8%	15,5%	10,4%	15,5%
ROA (%)	0,9%	-0,3%	5,8%	3,5%	4,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	12,9%	10,7%	8,4%	0,1%	13,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,0	1,3	1,7	0,0	1,4
Dług netto/kapitał własny (x)	0,7	1,1	0,8	1,0	0,8
Dług netto/EBITDA (x)	3,0	4,4	2,5	2,4	2,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	24	24	26	40	26
Cykl rotacji zapasów (dni)	10	8	11	17	11
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	41	36	39	65	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	27	21	24	41	27

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**20 434**	**25 164**	**36 315**	**39 663**	**19 642**	**20 035**
EBITDA - Dystrybucja	3 023	2 966	2 939	3 531	3 469	3 568
EBITDA - OZE	297	377	476	460	611	686
EBITDA - Sprzedaż	683	-523	594	845	300	330
EBITDA - Ciepło	175	261	262	260	234	234
EBITDA - Pozostałe	44	1 064	-305	1 462	72	74
EBITDA	**4 222**	**4 145**	**3 966**	**6 558**	**4 686**	**4 892**
Amortyzacja i odpisy	5 237	3 229	2 897	1 974	1 886	1 982
EBIT	**-1 015**	**916**	**1 069**	**4 584**	**2 801**	**2 910**
Wynik na działalności finansowej/pozostałe	-641	-241	-959	-1 052	-856	-645
Zysk brutto	**-1 656**	**675**	**110**	**3 532**	**1 945**	**2 265**
Podatek dochodowy	78	290	319	742	370	430
Zysk mniejszości	3	47	0	0	0	0
Zysk netto	**-2 485**	**338**	**-134**	**2 791**	**1 575**	**1 835**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**31 736**	**33 855**	**35 053**	**36 418**	**24 550**	**25 310**
Aktywa obrotowe	**7 675**	**6 220**	**10 267**	**14 407**	**14 356**	**14 460**
Zapasy	777	543	1 118	1 195	592	604
Należności handlowe	2 363	3 322	3 819	4 665	2 310	2 356
Gotówka+poz.akt.fin.	909	815	1 678	4 896	7 802	7 848
Aktywa	**39 411**	**40 075**	**45 320**	**50 825**	**38 906**	**39 770**
Kapitał własny	**15 519**	**16 491**	**16 581**	**19 372**	**10 947**	**12 782**
Kapitały mniejszości	**894**	**33**	**33**	**33**	**33**	**33**
Zobowiązania długoterminowe	**15 687**	**13 634**	**18 511**	**20 511**	**18 511**	**17 511**
Zobowiązania oprocentowane	13 108	10 947	16 078	18 078	16 078	15 078
Zobowiązania krótkoterminowe	**7 311**	**9 917**	**10 195**	**10 910**	**9 415**	**9 445**
Zobowiązania oprocentowane	1 478	2 143	1 042	1 042	1 042	1 042
Zobowiązania handlowe	1 804	1 858	2 246	2 961	1 466	1 496
Pasywa	**39 411**	**40 075**	**45 320**	**50 825**	**38 906**	**39 770**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**4 042**	**5 002**	**2 775**	**4 556**	**4 924**	**3 788**
Zysk netto	-2 485	338	-134	2 791	1 575	1 835
Amortyzacja	5 237	3 229	2 897	1 974	1 886	1 982
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-3 977**	**-3 103**	**-3 976**	**-3 339**	**-17**	**-2 742**
CAPEX/Cash z Nabe	-3 908	-3 255	-3 879	-3 339	-17	-2 742
Przepływy z działalności finansowej	**-374**	**-2 003**	**1 518**	**2 000**	**-2 000**	**-1 000**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	-308	-104	317	3 218	2 907	46
Środki pieniężne na początek okresu	1 238	909	815	1 678	4 896	7 802
Środki pieniężne na koniec okresu	909	815	1 678	4 896	7 802	7 848

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

JSW

#Wycena. Na obniżenie przez nas wyceny największy wpływ miało: 1) zwiększenie wydatków inwestycyjnych w latach 2023-2025 z 7,2mld PLN do 10,2mld PLN, tj. o 3mld PLN (-25,5 PLN/akcję), zgodnie z komunikowanymi przez zarząd wyższymi kosztami prowadzonych inwestycji oraz wyższymi nakładami na bezpieczeństwo pracy i bezpieczeństwo energetyczne spółki; 2) decyzja MAP o podatku od zysków nadzwyczajnych za 2022r, którą szacujemy 2,2mld PLN (-17 PLN/akcję); 3) zmieniamy długoterminowe założenia dotyczące cen HCC z 190 USD/t na 205 USD/t oraz obniżamy kurs USD/PLN z 4,2 do 4,0 (+15 PLN/akcję). W wycenie uwzględniamy także różnego rodzaju rezerwy (1,4mld PLN tj. -12 PLN/akcję) oraz zaległy podatek CIT za 2022r (1,3mld PLN tj. 11 PLN/akcję)

#Dane produkcyjno-sprzedażowe. Same dane o produkcji odbieramy negatywnie biorąc pod uwagę najniższy poziom wydobycia od Q2'20, kiedy to pandemia koronawirusa istotnie ograniczyła wydobycie w kopalniach. Również sprzedaż węgla koksującego do odbiorców zewnętrznych była na najniższym poziomie od Q2'20 (1,5mln ton vs. 1,436mln ton), co pokazuje że odbicie sentymentu w branży stalowej w Q1'23 było tylko przejściowe, a obecnie klienci korzystają z wyższych zapasów z uwagi na słaby popyt końcowy. Inwestorzy mogą być zaniepokojeni widząc rekordowe nakłady inwestycyjne, które dotychczas nie wpływały na wydobycie. W kontekście samego Q2'23 pozytywnie odbieramy jednak dane o zrealizowanych cenach, które mogą trochę osłodzić dane prodkcyjno-sprzedażowe. Pomimo wyraźnej tendencji spadkowej na cenach HCC zarysowanej w Q2'23, spółka z uwagi na swoje formuły cenowe była w stanie zrealizować o 6% wyższe ceny w USD kw./kw. (296 USD/t vs. 278 USD/t), co przy osłabieniu USD do PLN przełożyło się na średnią cenę 1235 PLN/t (+1% kw./kw.). Tym samym premia do cen HCC wyniosła 21% a dyskonto do TSI 5-msc wyniosło jedynie 3%. Zrealizowane ceny węgla energetycznego odnotowały spadek o ok. 20 PLN/t w ciągu kwartału, z uwagi na słaby popyt spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach ceny spadną <700 PLN/t. Pozytywnie zaskoczyły natomiast ceny koksu zrealizowane przez JSW, gdzie przy 3% spadku cen spotowych kw./kw. spółka odnotowała wzrost zrealizowanej ceny o 12% do 406,5 USD/t (1699 PLN/t vs. 1590 PLN/t w Q1'23).

#Prognoza Q2'23. Szacujemy, że EBITDA w Q2'23 wyniesie ok. 1,23mld PLN. Zakładamy, że zysk na inwestycjach w FIZ w Q2'23 wykazywany na pozostałej działalności operacyjnej wyniesie 75mln PLN. W naszych prognozach uwzględniamy nagrodę jednorazową w wysokości 230mln PLN (vs. 480mln PLN w Q2'22). Cash flow operacyjny zostanie w Q2'23 obciążony kwotą ok. 1,4mld PLN pozostającego do zapłaty podatku CIT za 2022r. Płatności z tytułu podatku windfall-tax za 2022r oczekujemy w Q4'23.

Trzymaj

(Poprzednia: Kupuj; 70,9 PLN)

Cena docelowa: 43,4 PLN

Cena bieżąca: 42,99 PLN

Potencjał wzrostu: 1%

Raport za II kw.'23

22.05.2023

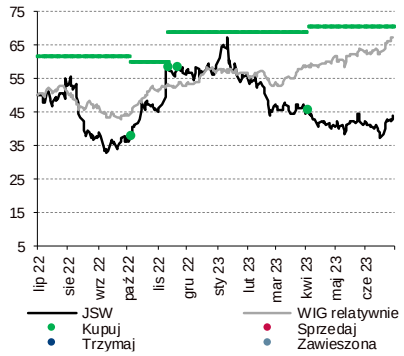
DANE SPÓŁKI	
Ticker	JSW
Sektor	Wydobywczy
Kurs (PLN)	43,0
52 tyg. min/max (PLN)	32,32 / 67,98
Liczba akcji (mln szt.)	117,4
Kapitalizacja (mln PLN)	5048
S&P Global ESG Scores	58
Śr. obroty 3M (mln PLN)	21,55

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	70,9
Kupuj	12.12.2022	69,2
Kupuj	01.12.2022	69,2
Kupuj	24.10.2022	60,3
Kupuj	21.07.2022	61,8
Trzymaj	22.04.2022	75,9
Sprzedaj	09.12.2021	25,1
Sprzedaj	03.12.2021	25,1

Dane operacyjne	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	Y/Y	Q/Q	ΔY/Y	Δ Q/Q
Segment węglowy									
Produkcja węgla	**3 399**	**3 433**	**3 470**	**3 382**	**3 320**	**-2%**	**-2%**	**-79**	**-62**
Koksowego	2 723	2 638	2 765	2 659	2 700	-1%	2%	-23	41
Energetycznego	676	795	705	723	620	-8%	-14%	-56	-103
Sprzedaż zewnętrzna	**2 393**	**2 421**	**2 383**	**2 497**	**1 990**	**-17%**	**-20%**	**-403**	**-507**
Koksowego	1 592	1 578	1 597	1 770	1 500	-6%	-15%	-92	-270
Energetycznego	801	843	786	727	490	-39%	-33%	-311	-237
Sprzedaż wewnętrzna	**1 187**	**1 074**	**910**	**1 036**	**1 140**	**-4%**	**10%**	**-47**	**104**
Sprzedaż ogółem	**3 580**	**3 495**	**3 293**	**3 533**	**3 130**	**-13%**	**-11%**	**-450**	**-403**
USDPLN	4,37	4,71	4,63	4,39	4,18	-4%	-5%	0	0
TSI Index	451	249	278	343	244	-46%	-29%	-207	-100
TSI 5 m-cy	486	367	264	304	306	-37%	1%	-179	2
Węgiel koks. JSW (PLN/t)	1918	1560	1202	1221	1235	-36%	1%	-684	14
Dyskonto węgla koks.	90%	90%	98%	92%	97%				
Zapasy węgla	**480**	**440**	**615**	**456**	**646**	**35%**	**42%**	**167**	**190**
Koksujący	340	337	537	320	380	12%	19%	40	60
Energetyczny	140	103	78	137	267	91%	96%	127	130
Przychody ogółem	**3 305**	**2 971**	**2 451**	**2 721**	**2 207**	**-33%**	**-19%**	**-1 097**	**-514**
Koksowy	3 054	2 463	1 920	2 161	1 852	-39%	-14%	-1 202	-309
Energetyczny	251	509	531	560	355	42%	-37%	104	-205
Przychody wewnętrzne	2 333	1 245	1 116	1 440	1 478	-37%	3%	-855	39
Segment koksowy									
Produkcja koksu	860	780	676	773	850	-1%	10%	-10	77
Sprzedaż koksu	876	699	754	840	880	1%	5%	4	40
Koks - JSW (PLN/t)	2 531	2 343	1 696	1 590	1 699	-33%	7%	-832	109
Zapasy koksu	228	310	247	179	149	-35%	-17%	-79	-30
Przychody ogółem	**2 450**	**1 917**	**1 476**	**1 546**	**1 675**	**-32%**	**8%**	**-775**	**129**
Koks	2 216	1 637	1 278	1 335	1 495	-33%	12%	-721	159
Węglopochodne	249	265	198	207	180	-28%	-13%	-69	-27

Źródło: Spółka, Trigon DM

WYKRES JSW NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	2179	2579	3873	4931	5972	5146	4149	4458	4057	-32%	-9%
EBITDA	152	659	1547	2706	3117	2910	1831	1956	1231	-61%	-37%
EBIT	-151	358	1250	2304	2894	2608	1530	1575	878	-70%	-44%
Zysk netto	-169	253	1008	1840	2352	2136	1233	1268	735	-69%	-42%
P/E12M trailing	-	-	5,6	1,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9		
EV/EBITDA 12M trailing	30,6	8,6	2,3	0,7	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3		
zmiana przychodów r./r.	46%	49%	114%	147%	174%	100%	7%	-10%	-32%		
marża EBITDA	7,0%	25,6%	40,0%	54,9%	52,2%	56,6%	44,1%	43,9%	30,3%		
marża EBIT	-	13,9%	32,3%	46,7%	48,5%	50,7%	36,9%	35,3%	21,6%		
marża netto	-	9,8%	26,0%	37,3%	39,4%	41,5%	29,7%	28,4%	18,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	6 989	10 629	20 199	15 416	12 980	12 758
EBITDA	-638	2 463	10 564	4 523	2 836	2 556
EBIT	-1 743	1 262	9 336	3 034	1 246	866
Zysk netto	-1 546	904	7 561	2 482	945	670
EPS (PLN)	-13,17	7,7	64,4	21,1	8,1	5,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	5,6	0,7	2,0	5,3	7,5
EV/EBITDA (x)	-	2,4	-0,2	0,2	0,6	0,9
P/BV (x)	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena / waga	Nowa		Stara		Zmiana
Wycena DCF	43,4	100%	70,9	100%	-39%
Wycena porównawcza	78,0	0%	136,0	0%	-43%

Zmiany prognoz	2023			2024			2025		
mln PLN	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	15 416	16 567	-7%	12 980	1 335	872%	12 758	12 295	4%
EBITDA	4 523	6 502	-30%	2 836	3 111	-9%	2 556	1 978	29%
EBIT	3 034	5 119	-41%	1 246	1 596	-22%	866	431	101%
Zysk netto	2 482	4 185	-41%	945	1 328	-29%	670	373	79%
Dług netto	-4 862	-7 777	-37%	-3 861	-8 108	-52%	-3 127	-7 726	-60%
USD/PLN	4,00	4,20	-5%	4,00	4,2	-5%	4,00	4,2	-5%
HCC (TSI)	262	220	19%	220	220	0%	205	190	8%
Produkcja (tys. ton)	13 702	14 000	-2%	14 400	14 400	0%	14 800	14 800	0%
Węgiel koksujący	10 959	11 200	-2%	11 520	11 520	0%	12 136	12 136	0%
Węgiel energetyczny	2 743	2 800	-2%	2 880	2 890	0%	2 664	2 664	0%
Udział węgla koksującego	80%	80%	0%	80%	80%	0%	82%	82%	0%
Koks	3 423	3 420	0%	3 500	3 500	0%	3 500	3 500	0%
MCC	8 489	8 230	3%	8 037	8146	-1%	8 118	8233	-1%

EV/EBITDA (x)	2,4	-0,2	0,2	0,6	0,9
EV/EBITDA skor. (x)	2,4	-0,2	0,2	0,6	0,9
EV/Sprzedaż (x)	0,6	-0,1	0,0	0,1	0,2
FCF Yield (%)	1,1%	166,4%	-64,9%	-18,3%	-13,8%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	7,7	64,4	21,1	8,1	5,7
EPS skor. (PLN)	7,7	64,4	21,1	8,1	5,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	66,9	131,5	134,9	142,9	148,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	24,4%	52,7%	25,7%	19,0%	16,7%
marża EBITDA skor. (%)	23,2%	52,3%	29,3%	21,8%	20,0%
marża EBIT (%)	11,9%	46,2%	19,7%	9,6%	6,8%
marża netto skor. (%)	8,5%	37,4%	16,1%	7,3%	5,2%
ROE (%)	12,2%	64,9%	15,9%	5,8%	3,9%
ROA (%)	5,8%	35,2%	9,7%	3,8%	2,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	15,1%	11,3%	23,4%	27,0%	24,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,3	1,9	2,4	2,2	1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	-0,7	-1,0	-1,2	-1,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	-8	1	4	11	11
Cykl rotacji zapasów (dni)	26	15	24	28	28
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	47	34	42	44	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	82	47	61	61	60

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**6 989**	**10 629**	**20 199**	**15 416**	**12 980**	**12 758**
Koszty wytworzenia	7 337	8 034	9 553	11 448	10 514	10 631
Zysk brutto ze sprzedaży	**-348**	**2 595**	**10 646**	**3 968**	**2 466**	**2 126**
Koszty sprzedaży	-289	-278	-357	-383	-340	-340
Koszty ogólnego zarządu	-698	-685	-827	-882	-880	-920
Zysk ze sprzedaży	-1 334	1 633	9 462	2 703	1 246	866
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-409	-370	-126	331	0	0
EBITDA	**-638**	**2 463**	**10 564**	**4 523**	**2 836**	**2 556**
EBITDA skor.	**-293**	**2 463**	**10 564**	**4 523**	**2 836**	**2 556**
Amortyzacja	1 105	1 200	1 228	1 489	1 590	1 689
EBIT	**-1 743**	**1 262**	**9 336**	**3 034**	**1 246**	**866**
Wynik na działalności finansowej	-124	-96	53	55	-79	-40
Zysk brutto	**-1 868**	**1 167**	**9 389**	**3 089**	**1 167**	**827**
Podatek dochodowy	-330	-214	1 796	608	222	157
Zysk mniejszości	9	49	32	-2	0	0
Zysk netto	**-1 546**	**904**	**7 561**	**2 482**	**945**	**670**
Zysk netto skor.	**-1 546**	**904**	**7 561**	**2 482**	**945**	**670**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**11 639**	**12 070**	**19 111**	**20 094**	**21 004**	**21 915**
Aktywa obrotowe	**3 392**	**3 892**	**7 852**	**4 345**	**4 252**	**4 475**
Zapasy	880	653	990	998	998	981
Należności handlowe	898	1 823	1 948	1 606	1 514	1 488
Gotówka	1 603	1 309	4 841	1 677	1 676	1 942
Aktywa	**15 031**	**15 962**	**26 963**	**24 439**	**25 256**	**26 389**
Kapitał własny	**6 920**	**7 852**	**15 437**	**15 835**	**16 780**	**17 450**
Kapitały mniejszości	**397**	**446**	**501**	**500**	**500**	**500**
Zobowiązania długoterminowe	**4 134**	**3 815**	**3 292**	**3 013**	**3 013**	**2 915**
Zobowiązania oprocentowane	2 093	1 658	1 096	798	798	700
Zobowiązania krótkoterminowe	**3 580**	**3 849**	**7 734**	**5 092**	**4 964**	**5 525**
Zobowiązania oprocentowane	670	957	3 017	2 202	2 202	2 800
Zobowiązania handlowe	2 423	2 323	2 926	2 241	2 113	2 077
Pasywa	**15 031**	**15 962**	**26 963**	**24 439**	**25 256**	**26 389**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**355**	**1 661**	**10 690**	**335**	**2 578**	**2 405**
Zysk (strata) netto	-1 546	904	7 561	2 482	945	670
Amortyzacja	1 105	1 200	1 228	1 489	1 590	1 689
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-549**	**-1 620**	**-6 333**	**-3 542**	**-3 500**	**-3 100**
CAPEX	-2 066	-1 606	-2 291	-3 612	-3 500	-3 100
Przepływy z działalności finansowej	**1 441**	**-338**	**-819**	**-953**	**-79**	**460**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	1 247	-297	3 538	-4 161	-1 001	-234
Środki pieniężne na początek okresu	350	1 597	1 299	4 837	677	-324
Środki pieniężne na koniec okresu	1 597	1 299	4 837	677	-324	-559

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

KGHM

Sprzedaj
(Poprzednia: Sprzedaj; 102 PLN)

Cena docelowa: 94 PLN
Cena bieżąca: 116,6 PLN
Potencjał wzrostu: -19%

Raport za II kw.'23
17.08.2023

#Wycena. Obniżamy naszą wycenę do 94 PLN/akcję i podtrzymujemy rekomendację SPRZEDAJ. Najważniejsze zmiana w naszym modelu dotyczy założeń co do kształtowania się kursu USD/PLN, który obniżyliśmy z poziomu 4,25 do 4,2, co implikowało spadek wyceny DCF o 30 PLN/akcję. Podnieśliśmy nasze założenia długoterminowe dla cen miedzi (>2025r) z 8500 USD/t do 9000 USD/t, wpływ na wycenę wyniósł +16 PLN/akcję. Umocnienie PLN wobec USD ma znaczący wpływ na erozję wyników w KGH, przy założeniu że ruch na walutach nie jest rekompensowany wzrostem cen surowców tak jak ma to miejsce obecnie (słabe dane z globalnego przemysłu). Ponieważ spółka wchodzi w skład globalnych koszyków surowcowych jej wycena fundamentalna, będzie się istotnie różnić od wyceny giełdowej na którą wpływ mają także napływy do funduszy dedykowanych surowcom strategicznym, w związku z czym podnosimy wagę wyceny porównawczej przy ustalaniu ceny docelowej z 50% do 75%.

#Założenia operacyjne. (1) Sprzedaż Cu 171kt, w tym KGHM 142kt, KGHM Int 8kt, SG 21kt, (2) sprzedaż Ag 367t, w tym KGHM 359t, (3) Sprzedaż TPM 42 ktroz, w tym KGHM 23,5 ktroz. Cena miedz 35400 PLN/t (-10% kw./kw.), cena srebra 101 PLN/troz (+2% kw./kw.), złoto 8260 PLN/troz (płasko), molbiden 89 PLN/lb (-18% kw./kw.). Zrealizowane ceny miedzi i molibdenu mogą być niższe niż średnie ceny spotowe, z uwagi na trend spadkowy i wysyłki realizowane pod koniec kwartału w KGHM Int. i SG.

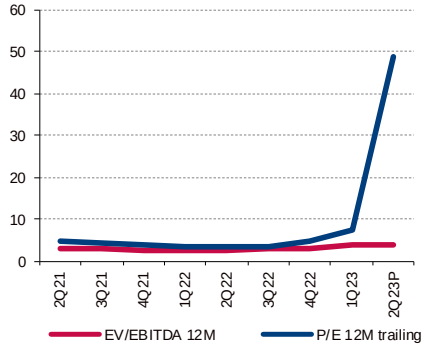
#EBITDA. Grupa KGHM 1,41mld PLN, w tym KGHM Polska 940 PLN (-30% kw./kw.), KGHM Int. -80mln PLN, SG 365 PLN (-45% kw./kw.).

#Outlook rynkowy. Widząc ryzyka krótko- i średnioterminowe, które opisujemy poniżej, widzimy duże prawdopodobieństwo dalsze korekty cen w H2'23. Nie polemizujemy natomiast z perspektywami długoterminowymi dla rynku miedzi, jednak perspektywa >2027r jest zbyt odległa, żeby szukać w niej odpowiedzi dla zachowania cen w perspektywie najbliższych kwartałów. Dla rynku miedzi dostrzegamy sporo wyzwań od strony popytowej (1) kontynuacja negatywnego trendu na rynku mieszkaniowym (Chiny/Europa/USA), (2) spadek nowych zamówień eksportowych w przemyśle chińskim oraz (3) niepewne perspektywy dla branży motoryzacyjnej, natomiast od strony podażowej dostrzegamy następujące szanse (1) mniejsza skala zakłóceń podażowych w Peru (Antapaccaya, Las Bambas), Panamie (Cobre Panama) i Indonezji (Grasberg), (2) nowa podaż koncentratu miedzi (Kamoa +100kt, Tibet Dragon +50kt, Quellaveco +210kt, QB2 +180kt, Oyu Tolgoi +150kt, Chuqicamata +55kt). W rezultacie widzimy szansę na odbudowę zapasów miedzi na giełdach, w nadchodzących kwartałach. Zwracamy uwagę na premie do miedzi w Chinach, które nie odzwierciedlają obaw o dostępność miedzi i wskazują na relatywnie wysoki poziom zatowarowania po stronie przetwórców. Nakładając na powyższe wydarzenia oczekiwany spadek koniunktury w krajach zachodnich, spodziewamy się korekty cen miedzi, której cena naszym zdaniem spadnie w jeszcze w tym roku do poziomu 8000 USD/t.

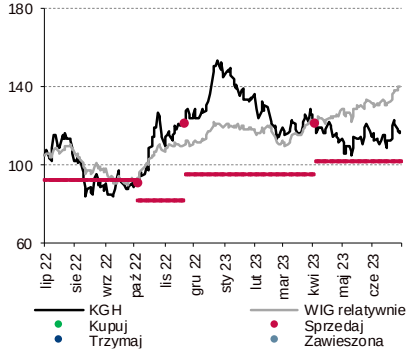
DANE SPÓŁKI			
Ticker			KGH
Sektor			Wydobywczy
Kurs (PLN)			116,6
52 tyg. min/max (PLN)			80,68 / 154,7
Liczba akcji (mln szt.)			200,0
Kapitalizacja (mln PLN)			23320
S&P Global ESG Scores			58
Śr. obroty 3M (mln PLN)			68,03
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,9%	-4,2%	12,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Sprzedaj	24.04.2023	102
Sprzedaj	12.12.2022	95
Sprzedaj	24.10.2022	82
Sprzedaj	21.07.2022	92
Trzymaj	22.04.2022	189
Kupuj	09.12.2021	178
Kupuj	21.10.2021	198
Kupuj	20.07.2021	210

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES KGH NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	7761	7229	8068	8993	8933	7770	8151	9585	7780	-13%	-19%
EBITDA	2705	2417	2597	3133	2176	1636	1920	1882	1417	-35%	-25%
EBIT	1364	1065	839	1801	1230	655	658	662	366	-70%	-45%
Zysk netto	2358	1039	1393	1899	2281	1087	-493	164	-279	-	-
P/E 12M trailing	4,8	4,3	3,8	3,5	3,5	3,5	4,9	7,7	48,7		
EV/EBITDA 12M trailing	3,0	2,9	2,6	2,4	2,6	2,9	3,2	3,7	4,1		
zmiana przychodów r./r.	37%	28%	14%	33%	15%	7%	1%	7%	-13%		
marża EBITDA	34,9%	33,4%	32,2%	34,8%	24,4%	21,1%	23,6%	19,6%	18,2%		
marża EBIT	17,6%	14,7%	10,4%	20,0%	13,8%	8,4%	8,1%	6,9%	4,7%		
marża netto	30,4%	14,4%	17,3%	21,1%	25,5%	14,0%	-	1,7%	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	23 632	29 803	33 847	32 762	30 109	30 975
EBITDA	5 124	6 833	6 583	3 932	4 121	4 138
EBIT	3 161	4 710	4 344	1 648	2 018	2 047
Zysk netto	1 797	6 155	4 774	392	1 522	1 531
EPS (PLN)	8,99	30,8	23,9	2,0	7,6	7,7
DPS (PLN)	0,0	1,5	3,0	1,0	0,0	1,0
P/E (x)	13,0	3,8	4,9	59,5	15,3	15,2
EV/EBITDA (x)	5,5	4,0	4,3	7,4	7,1	7,2
P/BV (x)	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
DY (%)	0,0%	1,3%	2,6%	0,9%	0,0%	0,9%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	53,0	25%	67,0	50%	-21%
Wycena porównawcza	108,0	75%	137,0	50%	-21%
	kwi 00		kwi 00		

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	32762	33572	-2%	30109	31787	-5%	30975	32734	-5%
EBITDA	6 060	7 399	-18%	6 281	7 277	-14%	6 317	7 310	-14%
EBIT	1 648	2 878	-43%	2 018	2 859	-29%	2 047	2 884	-29%
Zysk netto	392	2 225	-82%	1 522	2 064	-26%	1 531	2 075	-26%
P/E (x)	59,5	10,5		15,3	11,3		15,2	11,2	
EV/EBITDA (x)	4,8	3,9		4,7	4,0		4,7	4,1	
P/BV (x)	0,7			0,7			0,7		
DY (%)	0,9%			0,0%			0,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	3,8	4,9	59,5	15,3	15,2
P/E skor. (x)	3,8	4,9	59,5	15,3	15,2
P/BV (x)	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (x)	4,0	4,3	7,4	7,1	7,2
EV/EBITDA skor. (x)	2,7	3,2	4,8	4,7	4,7
EV/Sprzedaż (x)	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0
FCF Yield (%)	3,8%	-5,2%	2,2%	1,0%	1,8%
DY (%)	1,3%	2,6%	0,9%	0,0%	0,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	30,8	23,9	2,0	7,6	7,7
EPS skor. (PLN)	30,8	23,9	2,0	7,6	7,7
DPS (PLN)	1,5	3,0	1,0	0,0	1,0
BVPS (PLN)	135,2	160,4	160,7	168,3	175,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	14,3%	14,3%	16,8%	20,0%	19,6%
marża EBITDA skor. (%)	34,7%	26,2%	18,5%	20,9%	20,4%
marża EBIT (%)	15,8%	12,8%	5,0%	6,7%	6,6%
marża netto skor. (%)	20,7%	14,1%	1,2%	5,1%	4,9%
ROE (%)	25,6%	16,1%	1,2%	4,6%	4,5%
ROA (%)	13,6%	9,4%	0,7%	2,7%	2,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	11,4%	10,9%	13,3%	11,9%	10,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,6	1,6	1,9	1,7	1,6
Dług netto/kapitał własny (x)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,8	1,4	1,5	1,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	37	61	75	76	72
Cykl rotacji zapasów (dni)	66	82	95	94	89
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	11	12	13	13	12
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	40	33	32	31	29

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**23 632**	**29 803**	**33 847**	**32 762**	**30 109**	**30 975**
OPEX KGHM Polska Miedź	15 386	21 901	25 895	26 061	24 051	24 954
Świadczenia pracownicze	**3 835**	**4 249**	**4 832**	**5 518**	**6 007**	**6 071**
Zużycie materiałów i energii	6 326	10 242	13 687	12 624	10 987	12 150
w tym energia	988	1 230	1 921	1 831	1 190	1 190
Usługi obce	1 716	1 884	2 238	2 224	1 988	1 833
Podatek od kopalin	1 625	3 548	3 046	3 328	2 859	2 832
EBITDA	**5 124**	**6 833**	**6 583**	**3 932**	**4 121**	**4 138**
EBITDA skor.	**6 623**	**10 327**	**8 865**	**6 060**	**6 281**	**6 317**
Amortyzacja	1 963	2 123	2 239	2 284	2 103	2 092
EBIT	**3 161**	**4 710**	**4 344**	**1 648**	**2 018**	**2 047**
Wynik na działalności finansowej i pozostałe	-405	3 114	2 145	-795	254	239
Zysk brutto	**2 756**	**7 824**	**6 489**	**853**	**2 272**	**2 285**
Podatek dochodowy	-959	-1 669	-1 715	-461	-750	-754
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**1 797**	**6 155**	**4 774**	**392**	**1 522**	**1 531**
Zysk netto skor.	**1 797**	**6 155**	**4 774**	**392**	**1 522**	**1 531**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**34 047**	**36 664**	**40 379**	**42 489**	**44 356**	**45 896**
Aktywa obrotowe	**8 733**	**11 363**	**13 065**	**11 937**	**12 192**	**12 435**
Zapasy	4 459	6 337	8 902	8 122	7 464	7 679
Należności handlowe	834	1 009	1 177	1 076	989	1 017
Gotówka	2 522	1 884	1 200	1 000	2 000	2 000
Aktywa	**42 780**	**48 027**	**53 444**	**54 427**	**56 549**	**58 332**
Kapitał własny	**20 992**	**27 046**	**32 089**	**32 142**	**33 664**	**34 995**
Kapitały mniejszości	**89**	**92**	**57**	**58**	**58**	**58**
Zobowiązania długoterminowe	**13 792**	**11 351**	**12 113**	**12 577**	**13 833**	**14 178**
Zobowiązania oprocentowane	6 928	5 409	5 220	6 007	7 263	7 608
Zobowiązania krótkoterminowe	**7 907**	**9 538**	**9 185**	**9 650**	**9 564**	**9 671**
Zobowiązania oprocentowane	407	455	1 223	629	761	797
Zobowiązania handlowe	3 593	2 974	3 094	2 682	2 465	2 535
Pasywa	**42 780**	**48 027**	**53 444**	**54 427**	**56 549**	**58 332**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**5 656**	**4 266**	**2 464**	**4 890**	**3 808**	**3 691**
Zysk (strata) netto	172	365	682	552	418	696
Amortyzacja	1 963	2 123	2 239	2 284	2 103	2 092
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-3 661**	**-2 526**	**-2 695**	**-4 917**	**-3 970**	**-3 632**
CAPEX	-3 060	-3 383	-3 678	-4 367	-3 573	-3 268
Przepływy z działalności finansowej	**-548**	**-2 200**	**133**	**-89**	**1 162**	**-60**
Dywidenda	0	-300	-600	-200	0	-200
Przepływy pieniężne netto	1 447	-460	-98	-117	1 000	0
Środki pieniężne na początek okresu	1 075	2 522	2 062	1 964	1 847	2 847
Środki pieniężne na koniec okresu	2 522	2 062	1 964	1 847	2 847	2 847

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Paliwa i chemia

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
PALIWA I CHEMIA																					
Ciech	1 210	1 236	-2%	1 730	-30%	142,0	188,8	-25%	216,9	-35%	22,0	85,7	-74%	97,2	-77%	-49,2	44,9	-	57,4	-	**07.09.2023**
Grupa Azoty	5 538	6 410	-14%	4 250	30%	-247,8	1 240,2	-	-401,2	-	-447,8	1 059,2	-	-596,0	-	-335,9	715,8	-	-521,7	-	**30.08.2023**
PKN Orlen	95 367	57 804	65%	110 270	-14%	9 074,8	7 817,0	16%	17 571,0	-48%	6 075,0	5 218,0	16%	12 575,0	-52%	4 734,0	3 612,0	31%	9 006,0	-47%	**24.08.2023**
Unimot	3 081	3 587	-14%	3 272	-6%	41,5	74,3	-44%	104,9	-60%	32,5	64,6	-50%	109,0	-70%	23,7	45,0	-47%	81,8	-71%	**30.08.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
PALIWA I CHEMIA																				
Ciech	49,8	2 624	5 306	5 121	4 965	780	834	893	110	278	235	23,8	9,4	11,2	5,4	5,1	4,9	11,5%	6,1%	6,1%
Grupa Azoty	27,1	2 684	21 879	21 028	18 931	-560	1 825	2 495	-1 484	12	539	-	224,5	5,0	-	6,3	4,4	0,0%	0,0%	7,5%
PKN Orlen	70,4	81 777	371 732	335 657	342 370	43 223	38 402	35 666	20 240	15 352	12 432	4,0	5,3	6,6	1,9	2,4	2,8	7,8%	6,1%	6,3%
Unimot	104,8	859	11 694	10 456	9 725	253	238	240	153	111	112	5,6	7,7	7,7	6,0	6,6	6,2	13,1%	5,3%	3,9%

Strona celowo pozostawiona pusta.

Ciech

Fundamenty vs. oczekiwanie na kolejne wezwanie?

Sprzedaj
(Poprzednia: Trzymaj, 56,3 PLN)

Cena docelowa: 44,7 PLN
Cena bieżąca: 49,8 PLN
Potencjał spadku: -10%

Raport za II kw.'23
07.09.2023

#Prognoza 2Q23P

- Szacujemy EBITDE w 2Q23r. w kwocie 142 mln PLN, przy stracie netto 49 mln PLN. W segm. sodowym prognozujemy spadek EBITDY o 30% q/q do 118 mln PLN (najsłabiej od 4Q20r.). Założyliśmy zbliżony wolumen q/q, przy spadku ceny sody o 8% q/q.

- W agro zakładamy 2 mln PLN EBITDA (rekordowo nisko), przez b. niski popyt w rolnictwie. W krzemianach, przy słabszym popycie prognozujemy spadek wyniku r/r o 6 mln do 20 mln PLN. Opakowania powinny pokazać znacznie lepszy wynik r/r (13 mln PLN), przy lepszych wolumenach i wyższych cenach.

- Saldo finansowe: Przy hedgingu energii el. i gazu w niemieckiej fabryce i przy niższych wolumenach produkcji sody (i tym samym niższym zużyciu EE i gazu; stąd rozliczenie na saldzie fin.), Spółka powinna zanotować straty w kwocie -105 mln PLN (najsłabiej od 4Q15r.). Efekt ten powinien uwzględniać również straty na różnicach kursowych (wpływ spadku EUR/PLN na aktualizację wyceny długu).

- Zakładamy porównywalny poziom długu netto q/q w kwocie 1,62 mld PLN (DN/EBITDA skor. LTM: 1,7x, vs. 1,58x w 1Q).

#Outlook

- Przy względnie niskich oczekiwaniach na 2Q, słabym popycie w sodzie i agro, oraz przy zahedgowanych surowcach na względnie wysokich cenach, obniżyliśmy naszą prognozę EBITDA na ten rok o blisko 20% do 780 mln PLN. Sygnalizowane przez nas ryzyka na ten rok (niekorzystny hedge na gazie, relacja cenowa na węglu w Polsce vs. ARA i spadek popytu na sodzie, skutkujący niższymi wolumenami) – zmaterializowały się w 1H23r.

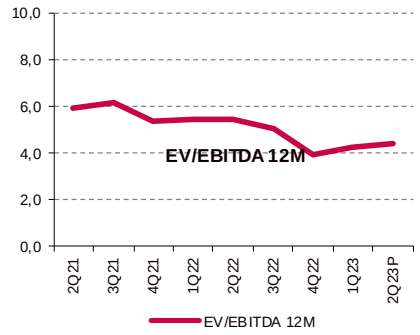
- Udział KI Chemistry w akcjonariacie wynosi już 77,7% - postrzegamy to jako element ryzyka.

- Na spadek naszej wyceny ma również wpływ odcięcie dywidendy.

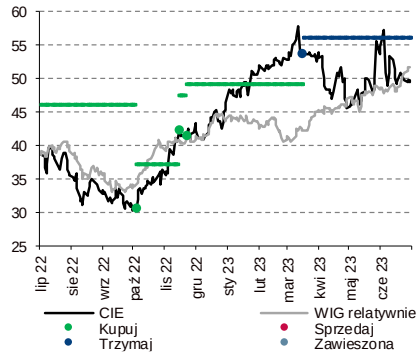
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CIE
Sektor			Chemia
Kurs (PLN)			49,8
52 tyg. min/max (PLN)			26,84 / 53,8
Liczba akcji (mln szt.)			52,7
Kapitalizacja (mln PLN)			2624
S&P Global ESG Scores			61
Śr. obroty 3M (mln PLN)			2,64
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0,4%	3,8%	42,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	06.04.2023	56,3
Trzymaj	06.04.2023	57,3
Kupuj	12.12.2022	49,3
Kupuj	05.12.2022	47,5
Kupuj	24.10.2022	37,3
Kupuj	21.07.2022	46,2
Kupuj	22.04.2022	54,8
Kupuj	05.04.2022	57,8

EV/EBITDA 12M



WYKRES CIE NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	835	772	992	1 243	1 236	1 407	1 530	1 730	1 210	-2%	-30%
EBITDA	187	145	178	229	189	226	377	217	142	-25%	-35%
EBIT	101	57	60	131	86	114	259	97	22	-74%	-77%
Zysk netto	8	42	58	104	45	85	332	57	-49	-	-
P/E12M trailing	9,1	9,2	9,0	12,4	10,5	9,0	4,6	5,1	6,2		
EV/EBITDA 12M trailing	5,9	6,1	5,4	5,4	5,5	5,1	3,9	4,2	4,4		
zmiana przychodów r./r.	21%	12%	23%	44%	48%	82%	54%	39%	-2%		
marża EBITDA	22,4%	18,8%	17,9%	18,4%	15,3%	16,1%	24,7%	12,5%	11,7%		
marża EBIT	12,1%	7,4%	6,1%	10,6%	6,9%	8,1%	16,9%	5,6%	1,8%		
marża netto	1,0%	5,4%	5,9%	8,4%	3,6%	6,0%	21,7%	3,3%	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 976	3 484	5 415	5 306	5 121	4 965
EBITDA	589	715	1 021	780	834	893
EBIT	250	341	590	299	340	386
Zysk netto	129	282	567	110	278	235
EPS (PLN)	2,45	5,3	10,8	2,1	5,3	4,5
DPS (PLN)	0,0	3,0	1,5	5,7	3,0	3,0
P/E (x)	20,3	9,3	4,6	23,8	9,4	11,2
EV/EBITDA (x)	7,3	5,5	3,9	5,4	5,1	4,9
P/BV (x)	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
DY (%)	0,0%	6,0%	3,0%	11,5%	6,1%	6,1%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	44,7	100%	56,3	100%	-21%
Wycena porównawcza	61,7	0%	80,3	0%	-23%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	5 306	5 431	-2%	5 121	5 176	-1%	4 965	4 999	-1%
EBITDA	780	959	-19%	834	889	-6%	893	918	-3%
EBIT	299	513	-42%	340	431	-21%	386	448	-14%
Zysk netto	110	330	-67%	278	351	-21%	235	282	-17%
P/E (x)	23,8	-	-	9,4	-	-	11,2	-	-
EV/EBITDA (x)	5,4	-	-	5,1	-	-	4,9	-	-
P/BV (x)	1,0	-	-	1,0	-	-	1,0	-	-
DY (%)	11,5%	-	-	6,1%	-	-	6,1%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	9,3	4,6	23,8	9,4	11,2
P/BV (x)	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA (x)	5,5	3,9	5,4	5,1	4,9
EV/Sprzedaż (x)	1,1	0,7	0,8	0,8	0,9
FCF Yield (%)	19,6%	13,9%	0,4%	5,6%	2,6%
DY (%)	6,0%	3,0%	11,5%	6,1%	6,1%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	5,3	10,8	2,1	5,3	4,5
DPS (PLN)	3,0	1,5	5,7	3,0	3,0
BVPS (PLN)	45,4	51,4	47,8	50,0	51,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	20,5%	18,9%	14,7%	16,3%	18,0%
marża EBIT (%)	9,8%	10,9%	5,6%	6,6%	7,8%
marża netto (%)	8,1%	10,5%	2,1%	5,4%	4,7%
ROE (%)	12,5%	22,2%	4,2%	10,8%	8,8%
ROA (%)	4,3%	7,4%	1,4%	3,6%	3,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	21,5%	8,8%	10,0%	10,1%	11,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,0	1,1	1,1	1,0	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,3	2,1	1,9	1,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	-73	-73	-82	-79	-74
Cykl rotacji zapasów (dni)	40	40	51	49	47
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	56	47	54	55	57
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	170	160	187	183	178

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**2 976**	**3 484**	**5 415**	**5 306**	**5 121**	**4 965**
EBITDA skor - Sodowy	510	546	796	638	660	671
EBITDA skor - Agro i Pianki	79	180	200	89	129	177
EBITDA skor. - Krzemiany i Opakowania	48	47	105	100	100	100
EBITDA skor. - Pozostałe	-94	-62	-67	-53	-55	-55
EBITDA	**589**	**715**	**1 021**	**780**	**834**	**893**
EBITDA skor.	**542**	**711**	**1 033**	**774**	**834**	**893**
Amortyzacja	339	375	431	480	494	507
EBIT	**250**	**341**	**590**	**299**	**340**	**386**
Wynik na działalności finansowej	-62	-84	0	-195	-37	-35
Zysk brutto	**188**	**257**	**590**	**104**	**303**	**351**
Podatek dochodowy	-65	-38	-27	7	-27	-127
Zysk mniejszości	1	1	2	-1	2	11
Zysk netto	**129**	**282**	**567**	**110**	**278**	**235**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**4 251**	**4 788**	**4 901**	**4 950**	**4 973**	**5 032**
Aktywa obrotowe	**1 664**	**2 348**	**3 192**	**2 743**	**2 590**	**2 365**
Zapasy	349	423	772	701	662	627
Należności handlowe	479	599	805	769	768	770
Gotówka	444	799	685	343	229	37
Aktywa	**5 916**	**7 135**	**8 093**	**7 694**	**7 563**	**7 397**
Kapitał własny	**2 121**	**2 390**	**2 710**	**2 517**	**2 636**	**2 710**
Kapitały mniejszości	**-2**	**-4**	**-6**	**-5**	**-8**	**-18**
Zobowiązania długoterminowe	**401**	**2 542**	**2 181**	**2 131**	**2 031**	**1 931**
Zobowiązania oprocentowane	104	1 975	1 776	1 726	1 626	1 526
Zobowiązania krótkoterminowe	**3 396**	**2 207**	**3 207**	**3 050**	**2 903**	**2 773**
Zobowiązania oprocentowane	1 937	35	224	224	224	224
Zobowiązania handlowe	1 286	1 956	2 793	2 637	2 490	2 360
Pasywa	**5 916**	**7 135**	**8 093**	**7 694**	**7 563**	**7 397**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**767**	**1 264**	**842**	**541**	**663**	**634**
Zysk (strata) netto	129	282	567	110	278	235
Amortyzacja	339	375	431	480	494	507
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-834**	**-692**	**-845**	**-530**	**-516**	**-566**
CAPEX	-710	-750	-478	-530	-516	-566
Przepływy z działalności finansowej	**212**	**-222**	**-110**	**-353**	**-260**	**-260**
Dywidenda	0	-158	-79	-303	-160	-160
Przepływy pieniężne netto	145	350	-112	-342	-113	-192
Środki pieniężne na początek okresu	300	444	799	685	343	229
Środki pieniężne na koniec okresu	444	799	685	343	229	37

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Grupa Azoty

Korekta na kursie powstrzymana przez potencjalne wezwanie przez PKN

Sprzedaj
(Poprzednia: Sprzedaj, 29,9 PLN)

Cena docelowa: 23,8 PLN
Cena bieżąca: 27,06 PLN
Potencjał spadku: -12%

Raport za II kw.'23
30.08.2023

#Prognoza 2Q23P

- Szacujemy, że uwzględniając sprzedaż nadwyżkowych uprawnień CO2 za 182 mln PLN, EBITDA w 2Q może wynieść -248 mln PLN, przy stracie na nawozach -102 mln, -53 mln w tworzywach, -33 mln w chemii i -60 mln w energetyce. Zakładamy, że w 2Q przekroczone zostaną kowenanty, co powinno skutkować „waiverem" na 2H23-2024r.

- Spółka widzi początki poprawy sytuacji, jednak w ost. tygodniach, wg. nas, wyniki głównych segmentów nadal generowały stratę. Kluczowe są wolumeny i możliwość uplasowania produktów na rynku, przy słabym popycie.

- Spółka pozytywnie patrzy na negocjacje z bankami, po możliwym przekroczeniu kowenantów w 2Q23r., ze względu na rekordowe wyniki w 2022r. Zarząd liczy na „dobrą wolę" banków i nie widzi większych zagrożeń płynnościowych. Powinien pojawić się pozytywny efekt na KON, przy upłynnianiu zapasów po 1Q23r.

#Outlook

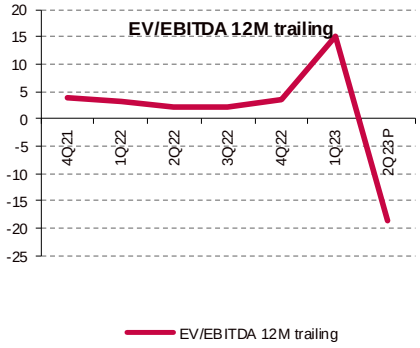
- Głównym triggerem dla Spółki jest potencjalne wezwanie przez PKN na Grupę Azoty. Mogłoby to skutkować wg. nas premią wezwaniową. W przypadku zakupu Puław przez Orlen, w dłuższym okresie transakcja byłaby wg. nas negatywna dla Grupy Azoty, pozbawiając Grupę kluczowego aktywa, po czym pozostałym zakładom z ATT trudniej byłoby konkurować na rynku nawozowym. W otoczeniu problemów bilansowanych Grupy Azoty, temat transakcji PKN-ATT stał się sprawą polityczną (pomysł może zostać przeforsowany przez rządzących w celu konsolidacji sektora nawozowego - w większej Grupie łatwiej będzie „gasić pożary" wynikające ze zmienności cen). Pytanie, czy na transakcję (i na jakich warunkach) pozwoliłaby KE.

- Wg. NGOŚiGW, Azoty nie spełniły kryteriów dla przyznania pomocy dla sektorów energochłonnych. ATT ma zwrócić 52 mln PLN + odsetki. Potencjalne ryzyko dla naszej wyceny.

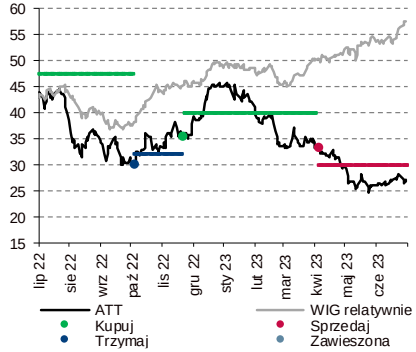
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ATT
Sektor			Chemia
Kurs (PLN)			27,1
52 tyg. min/max (PLN)			24,42 / 46,7
Liczba akcji (mln szt.)			99,2
Kapitalizacja (mln PLN)			2684
S&P Global ESG Scores			49
Śr. obroty 3M (mln PLN)			5,49
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,9%	-19,8%	-37,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Sprzedaj	24.04.2023	29,9
Kupuj	12.12.2022	39,9
Trzymaj	24.10.2022	32,1
Kupuj	21.07.2022	47,4
Kupuj	22.04.2022	47,2
Sprzedaj	09.12.2021	31,1
Sprzedaj	21.10.2021	22,6
Sprzedaj	30.08.2021	23,3

EV/EBITDA 12M



WYKRES ATT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	3 173	3 882	5 484	6 827	6 410	6 314	5 107	4 250	5 538	-14%	30%
EBITDA	361	300	880	1335	1240	267	-296	-401	-248	-	-
EBIT	169	107	387	1155	1059	82	-1431	-596	-448	-	-
Zysk netto	143	12	340	854	716	-53	-897	-522	-336	-	-
P/E12M trailing	7,7	8,2	4,6	2,0	1,4	1,4	4,3	-3,6	-1,5		
EV/EBITDA 12M trailing	6,1	6,1	3,9	3,0	2,2	2,3	3,7	15,0	-18,5		
zmiana przychodów r./r.	40%	61%	100%	103%	102%	63%	-7%	-38%	-14%		
marża EBITDA	11,4%	7,7%	16,0%	19,6%	19,3%	4,2%	-	-	-		
marża EBIT	5,3%	2,8%	7,1%	16,9%	16,5%	1,3%	-	-	-		
marża netto	4,5%	0,3%	6,2%	12,5%	11,2%	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	10 525	15 901	24 658	21 879	21 028	18 931
EBITDA	1 322	1 946	2 539	-560	1 825	2 495
EBIT	556	877	866	-1 375	785	1 435
Zysk netto	312	582	620	-1 484	12	539
EPS (PLN)	3,14	5,9	6,3	-15,0	0,1	5,4
DPS (PLN)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0
P/E (x)	8,6	4,6	4,3	-	224,5	5,0
EV/EBITDA (x)	5,3	3,9	3,7	-	6,3	4,4
P/BV (x)	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3
DY (%)	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	23,8	100%	29,9	100%	-20%
Wycena porównawcza	36,3	0%	24,4	0%	49%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	21 879	21 879	0%	21 028	21 028	0%	18 931	18 931	0%
EBITDA	-560	555	-	1 825	2 080	-12%	2 495	2 530	-1%
EBIT	-1 375	-260	-	785	1 040	-25%	1 435	1 470	-2%
Zysk netto	-1 484	-580	-	12	272	-96%	539	773	-30%
P/E (x)	-	-	-	224,5	-	-	5,0	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	6,3	-	-	4,4	-	-
P/BV (x)	0,4	-	-	0,4	-	-	0,3	-	-
DY (%)	0,0%	-	-	0,0%	-	-	7,5%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	4,6	4,3	-	224,5	5,0
P/BV (x)	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA (x)	3,9	3,7	-	6,3	4,4
EV/Sprzedaż (x)	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6
FCF Yield (%)	123,2%	103,5%	-85,9%	6,5%	26,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	5,9	6,3	-15,0	0,1	5,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0
BVPS (PLN)	80,1	90,1	75,1	75,2	78,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	12,2%	10,3%	-2,6%	8,7%	13,2%
marża EBIT (%)	5,5%	3,5%	-6,3%	3,7%	7,6%
marża netto (%)	3,7%	2,5%	-6,8%	0,1%	2,8%
ROE (%)	7,6%	7,3%	-18,1%	0,2%	7,1%
ROA (%)	2,8%	2,5%	-5,4%	0,0%	1,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	15,6%	11,5%	13,0%	5,8%	6,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,3	1,7	3,5	1,2	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	0,6	0,7	1,2	1,2	1,1
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,6	-16,1	4,8	3,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	11	20	20	9	9
Cykl rotacji zapasów (dni)	44	43	61	61	56
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	39	24	36	47	46
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	72	47	78	99	93

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**10 525**	**15 901**	**24 658**	**21 879**	**21 028**	**18 931**
Koszt własny sprzedaży	-8 351	-12 823	-20 723	-21 464	-18 438	-15 676
EBITDA- Nawozy	821	761	1 361	-203	545	765
EBITDA- Tworzywa	-36	187	-46	-162	65	80
EBITDA- Chemia	266	694	773	-104	165	350
EBITDA- Pozostałe	271	304	451	-91	300	300
EBITDA- Polimery Police	0	0	0	0	750	1 000
EBITDA	**1 322**	**1 946**	**2 539**	**-560**	**1 825**	**2 495**
Amortyzacja	766	1 070	1 673	815	1 040	1 060
EBIT	**556**	**877**	**866**	**-1 375**	**785**	**1 435**
Wynik na działalności finansowej	-65	-158	-195	-352	-417	-210
Zysk brutto	**506**	**734**	**689**	**-1 709**	**386**	**1 243**
Podatek dochodowy	-151	-100	-105	225	-159	-369
Zysk mniejszości	-44	-52	36	0	-215	-335
Zysk netto	**312**	**582**	**620**	**-1 484**	**12**	**539**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**13 512**	**14 906**	**16 949**	**18 984**	**19 174**	**19 244**
Aktywa obrotowe	**4 696**	**8 739**	**8 917**	**9 731**	**9 793**	**9 562**
Zapasy	1 534	2 313	3 444	3 923	3 132	2 631
Należności handlowe	1 628	1 777	1 503	2 844	2 523	2 272
Gotówka+poz.akt.fin.	923	2 362	1 377	370	1 545	2 067
Aktywa	**18 208**	**23 645**	**25 866**	**28 715**	**28 967**	**28 806**
Kapitał własny	**7 339**	**7 942**	**8 935**	**7 450**	**7 462**	**7 801**
Kapitały mniejszości	**950**	**990**	**1 022**	**1 022**	**1 237**	**1 572**
Zobowiązania długoterminowe	**5 704**	**5 951**	**7 294**	**8 594**	**9 594**	**9 594**
Zobowiązania oprocentowane	4 258	4 618	6 015	7 315	8 315	8 315
Zobowiązania krótkoterminowe	**4 214**	**8 762**	**8 615**	**11 648**	**10 673**	**9 838**
Zobowiązania oprocentowane	935	2 639	2 052	2 052	2 052	2 052
Zobowiązania handlowe	3 093	3 164	3 162	6 195	5 219	4 385
Pasywa	**18 208**	**23 645**	**25 866**	**28 715**	**28 967**	**28 806**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**2 705**	**5 785**	**5 608**	**544**	**1 405**	**1 852**
Zysk (strata) netto	312	582	620	-1 484	12	539
Amortyzacja	766	1 070	1 673	815	1 040	1 060
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-2 831**	**-2 423**	**-2 809**	**-2 850**	**-1 230**	**-1 130**
CAPEX	-3 003	-2 479	-2 831	-2 850	-1 230	-1 130
Przepływy z działalności finansowej	**255**	**-1 918**	**-3 793**	**1 300**	**1 000**	**-200**
Dywidenda	-9	0	0	0	0	-200
Przepływy pieniężne netto	128	1 444	-993	-1 006	1 175	522
Środki pieniężne na początek okresu	770	923	2 362	1 377	370	1 545
Środki pieniężne na koniec okresu	923	2 362	1 377	370	1 545	2 067

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

PKN Orlen

Dyskonto za nietrafione inwestycje vs. premia za dywidendę?

Trzymaj
(Poprzednia: Kupuj, 78,2 PLN)

Cena docelowa: 73,8 PLN
Cena bieżąca: 70,44 PLN
Potencjał wzrostu: 5%

Raport za II kw.'23
24.08.2023

#Prognoza 2Q23P

- Wyniki za 2Q23r. powinny zostać pozytywnie odczytane przez rynek, przy słabej realizacji na poziomie EBITDA LIFO skor. w rafinacji (3 mld), petrochemii (-0,1 mld), energetyce (0,5 mld; odwrócenie efektu w ENG z 1Q) i upstreamie (0,1 mld), oraz świetnym wyniku w segmencie gazu (5,5 mld). Przy zakładanym przez nas niższym zaaw. capexu i pozytywnym efekcie na kapitale obrotowym przez spadek cen gazu, gotówka netto powinna wzrosnąć o 4 mld q/q do 5,3 mld PLN w 2Q.

#Outlook

- W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy 44 mld PLN EBITDY LIFO skor. na ten rok, przy długu netto na koniec 4Q w kwocie 9 mld PLN (vs. 0,7 mld obecnie). Przy obecnych, niskich cenach gazu (i zerowych wynikach w upstreamie w 2Q i ryzyku straty w 3Q) perspektywa przedłużenia odpisów na fundusz (z 14 mld w tym roku) na 2024r. wydaje się coraz mniej realna. Decyzja może zapaść w 4Q23r. Jeśli cena gazu wzrośnie z obecnych 27 EUR/MWh do 47 EUR w listopadzie – zgodnie z krzywą fwd (która wskazuje 54 EUR/MWh na 2024r.) – temat odpisów na przyszły rok może natomiast wrócić. Uważamy, że rząd może przedłużyć odpis przy perspektywie cen gazu >45 EUR/MWh. Zakładaliśmy 7 mld odpisów, przy cenie gazu 40 EUR/MWh i EBITDA skor. w PKN 34 mld PLN). Zdecydowaliśmy się nie uwzględniać odpisu na 2024r, co przełoży się na rewizję naszej prognozy w górę. Ryzykiem pozostaje temat aktualizacji capexów (zwłaszcza po podniesieniu budżetu olefinowego), jednak przy b. dobrej perspektywie cashowej na resztę roku, może się to okazać się to ryzykiem odłożonym w czasie. Podwyższyliśmy prognozę wydatków w długim terminie, dyskontując ryzyko aktualizacji budżetu.

- PKN jest handlowany po 2x i 2,4x EV/EBITDA na 2023P i 2024P,vs. mediana peersów (upstream europejski) kolejno 3,1x i 3,5x.

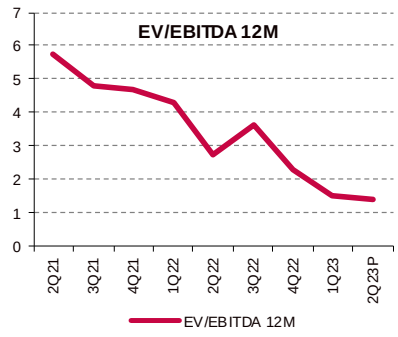
- Widzimy pole do osłabienia sentymentu do Spółki w krótkim terminie, po rozliczeniu dywidendy (dzień dywidendy 10 sierpnia, wypłata 31 sierpnia), zwłaszcza, że w otoczeniu makro brakuje triggerów wzrostu.

-Wynik październikowych wyborów może zmienić postrzeganie Spółki wśród inwestorów, zwłaszcza zagranicznych.

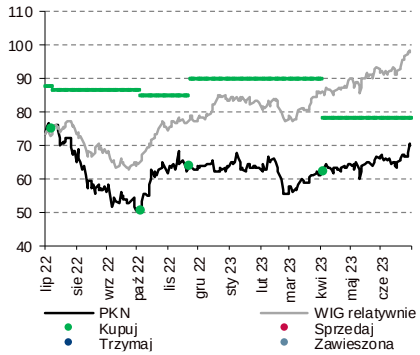
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PKN
Sektor			Paliwa
Kurs (PLN)			70,4
52 tyg. min/max (PLN)			49,05 / 76,98
Liczba akcji (mln szt.)			1 160,9
Kapitalizacja (mln PLN)			81777
S&P Global ESG Scores			67
Śr. obroty 3M (mln PLN)			136,99
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,9%	14,6%	-4,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	78,2
Kupuj	12.12.2022	90,0
Kupuj	24.10.2022	84,9
Kupuj	28.07.2022	86,6
Kupuj	21.07.2022	88,1
Kupuj	18.07.2022	88,1
Kupuj	22.04.2022	91,3
Trzymaj	09.12.2021	78,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES PKN NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	29 423	36 442	41 165	45 447	57 804	72 996	102 262	110 270	95 367	65%	-14%
EBITDA LIFO skor.	2 489	3 599	2 431	3 492	7 817	12 015	15 936	17 571	9 075	16%	-48%
EBIT	2 751	3 825	5 042	3 533	5 218	15 379	19 431	12 575	6 075	16%	-52%
Zysk netto	2 227	2 909	4 141	2 770	3 612	12 677	16 371	9 006	4 734	31%	-47%
P/E12M trailing	15,5	10,9	7,4	6,8	6,1	3,5	2,3	2,0	1,9		
EV/EBITDA 12M trailing	5,7	4,8	4,7	4,3	2,7	3,6	2,3	1,5	1,4		
zmiana przychodów r./r.	73%	52%	78%	85%	96%	100%	148%	143%	65%		
marża EBITDA skor.	8,5%	9,9%	5,9%	7,7%	13,5%	16,5%	15,6%	15,9%	9,5%		
marża EBIT	9,3%	10,5%	12,2%	7,8%	9,0%	21,1%	19,0%	11,4%	6,4%		
marża netto	7,6%	8,0%	10,1%	6,1%	6,2%	17,4%	16,0%	8,2%	5,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	86 180	131 341	278 509	371 732	335 657	342 370
EBITDA LIFO skor.	7 943	10 207	41 573	43 223	38 402	35 666
EBIT	3 908	13 870	43 561	28 687	24 699	20 358
Zysk netto	2 755	11 122	35 331	20 240	15 352	12 432
EPS (PLN)	6,44	26,0	30,4	17,4	13,2	10,7
DPS (PLN)	1,0	3,5	1,3	5,5	4,3	4,5
P/E (x)	10,9	2,7	2,3	4,0	5,3	6,6
EV/EBITDA (x)	5,7	2,5	1,8	2,0	2,4	2,8
P/BV (x)	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
DY (%)	1,4%	5,0%	1,8%	7,8%	6,1%	6,3%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	56,3	50%	77,1	50%	-27%
Wycena porównawcza	91,2	50%	79,4	50%	15%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	371 732	321 475	16%	335 657	297 859	13%	342 370	303 816	13%
EBITDA LIFO skor.	43 223	43 614	-1%	38 402	34 104	13%	35 666	38 706	-8%
EBIT	28 687	28 896	-1%	24 699	18 901	31%	20 358	22 198	-8%
Zysk netto	20 240	16 769	21%	15 352	11 583	33%	12 432	13 726	-9%
P/E (x)	4,0	-	-	5,3	-	-	6,6	-	-
EV/EBITDA (x)	2,0	-	-	2,4	-	-	2,8	-	-
P/BV (x)	0,5	-	-	0,5	-	-	0,5	-	-
DY (%)	7,8%	-	-	6,1%	-	-	6,3%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	2,7	2,3	4,0	5,3	6,6
P/BV (x)	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	2,5	1,8	2,0	2,4	2,8
EV/EBITDA skor. (x)	4,7	2,2	1,9	2,4	2,8
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
FCF Yield (%)	1,6%	14,5%	15,7%	-2,8%	-4,5%
DY (%)	5,0%	1,8%	7,8%	6,1%	6,3%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	26,0	30,4	17,4	13,2	10,7
DPS (PLN)	3,5	1,3	5,5	4,3	4,5
BVPS (PLN)	120,9	118,8	130,6	139,4	145,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	7,8%	14,9%	11,6%	11,4%	10,4%
marża EBIT (%)	10,6%	15,6%	7,7%	7,4%	5,9%
marża netto (%)	8,5%	12,7%	5,4%	4,6%	3,6%
ROE (%)	23,8%	37,3%	14,0%	9,8%	7,5%
ROA (%)	11,7%	18,6%	7,1%	5,0%	3,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	9,1%	7,6%	9,4%	9,4%	9,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,2	3,1	2,9	2,3	2,1
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,2	0,0	0,2	0,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	30	36	32	27	27
Cykl rotacji zapasów (dni)	43	41	41	42	42
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	34	34	38	42	40
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	47	39	47	58	55

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**86 180**	**131 341**	**278 509**	**371 732**	**335 657**	**342 370**
EBITDA LIFO skor. - Rafinacja	-	-	-	15 482	8 603	5 732
EBITDA LIFO skor. - Petrochemia	-	-	-	620	1 319	1 651
EBITDA - Energetyka	-	-	-	6 789	7 280	7 590
EBITDA - Detal	-	-	-	2 033	2 373	2 563
EBITDA - Upstream	-	-	-	3 197	15 109	15 275
EBITDA - Gaz	-	-	-	17 111	5 786	4 985
EBITDA	**8 445**	**19 211**	**50 455**	**40 805**	**38 402**	**35 666**
EBITDA LIFO skor.	**7 943**	**10 207**	**41 573**	**43 223**	**38 402**	**35 666**
Amortyzacja	4 537	5 341	6 894	12 118	13 703	15 308
EBIT	**3 908**	**13 870**	**43 561**	**28 687**	**24 699**	**20 358**
Wynik na działalności finansowej	-1 052	-187	-578	916	-886	-1 036
Zysk brutto	**2 856**	**13 683**	**42 983**	**29 603**	**23 813**	**19 322**
Podatek dochodowy	-31	-2 495	-7 525	-9 236	-8 335	-6 763
Zysk mniejszości	70	66	127	127	127	127
Zysk netto	**2 755**	**11 122**	**35 331**	**20 240**	**15 352**	**12 432**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**59 212**	**68 706**	**154 908**	**177 790**	**195 600**	**212 273**
Aktywa obrotowe	**24 615**	**38 048**	**117 839**	**123 552**	**115 343**	**112 509**
Zapasy	12 279	18 410	44 779	39 405	38 478	39 876
Należności handlowe	9 640	15 041	36 215	40 891	36 922	37 661
Gotówka	1 240	2 896	21 403	27 815	24 500	19 531
Aktywa	**83 827**	**106 754**	**272 747**	**301 342**	**310 942**	**324 782**
Kapitał własny	**41 596**	**51 707**	**137 863**	**151 591**	**161 824**	**168 963**
Kapitały mniejszości	**783**	**871**	**996**	**869**	**742**	**615**
Zobowiązania długoterminowe	**18 524**	**23 883**	**41 817**	**41 002**	**46 002**	**51 002**
Zobowiązania oprocentowane	13 931	18 618	20 815	20 000	25 000	30 000
Zobowiązania krótkoterminowe	**22 924**	**30 293**	**92 071**	**107 880**	**102 375**	**104 202**
Zobowiązania oprocentowane	5 643	2 108	8 532	8 532	8 532	8 532
Zobowiązania handlowe	14 024	19 811	40 014	55 823	50 318	52 145
Pasywa	**83 827**	**106 754**	**272 747**	**301 342**	**310 942**	**324 782**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**7 247**	**13 295**	**32 904**	**47 823**	**29 203**	**28 341**
Zysk (strata) netto	2 685	11 056	35 204	20 113	15 225	12 305
Amortyzacja	4 537	5 341	6 894	12 118	13 703	15 308
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-8 495**	**-9 739**	**-1 898**	**-35 000**	**-31 513**	**-31 981**
CAPEX	-9 573	-11 997	-21 053	-35 000	-31 513	-31 981
Przepływy z działalności finansowej	**-3 711**	**-2 006**	**-13 159**	**-6 411**	**-1 005**	**-1 329**
Dywidenda	-428	-1 498	-1 500	-6 385	-4 992	-5 166
Przepływy pieniężne netto	-4 959	1 550	17 847	6 412	-3 315	-4 969
Środki pieniężne na początek okresu	6 159	1 240	2 896	21 403	27 815	24 500
Środki pieniężne na koniec okresu	1 240	2 896	21 403	27 815	24 500	19 531

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Unimot

Koniec „eldorado" na handlu dieslem

Trzymaj
(Poprzednia: Kupuj, 137,5 PLN)

Cena docelowa: 108,3 PLN
Cena bieżąca: 104,8 PLN
Potencjał wzrostu: 3%

Raport za II kw.'23
30.08.2023

#Prognoza 2Q23P

- Szacujemy EBITDE w 2Q23r. na 41,5 mln PLN (-44% r/r; -60% q/q). Zysk netto powinien wynieść ok. 24 mln PLN.

- W segm. ON+BIO szacujemy zaledwie 10 mln PLN EBITDA (vs. 87 mln w 1Q), który powinien być najsłabszym kwartałem od 1Q19r. Wg. naszych kalkulacji, premia lądowa spadła w 2Q o 10% q/q do 720 PLN/m3. Obecnie obserwujemy jeszcze niższe poziomy, rzędu 670 PLN/m3, blisko parytetu importowego.

- Największym kontrybutorem do EBITDY w 2Q powinien być segment bitumenowy (22 mln PLN EBITDA), w którym założyliśmy konsolidację części przejętego biznesu z Lotosu (asfaltowego) od kwietnia/maja. W segmencie infrastruktura i logistyka, przy konsolidacji części terminalowej z Lotosu od kwietnia/maja, i przy kontrybucji Olavionu, szacujemy 11 mln PLN EBITDA, z czego 8 mln zakładamy z terminali LTS.

#Outlook

- Negatywnie odczytujemy sytuację marżową w segm. ON+BIO. Uważamy, że tak słabe otoczenie marżowe może być efektem wyprzedaży zapasów przez Orlen (zbyt duże zapasy, przy niedoszacowanym spadku konsumpcji na dieslu), lub obniżenia marż w hurcie (i detalu) przed zbliżającymi się wyborami. Uważamy, że sytuacja marżowa może istotnie poprawić się w 4Q23r. (efekt powyborczy).

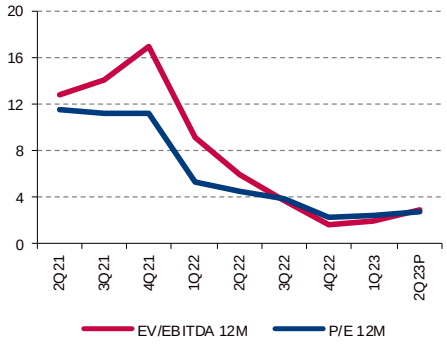
- Z drugiej strony podwyższyliśmy na ten rok kontrybucję z przejętych biznesów Lotosu (z 30 mln do 86 mln w segm. bitumeny/logistyka/infra).

- Obniżyliśmy naszą prognozę EBITDA na ten rok z 328 mln do 253 mln PLN. Na istotny spadek naszej wyceny ma wpływ odcięcie dywidendy.

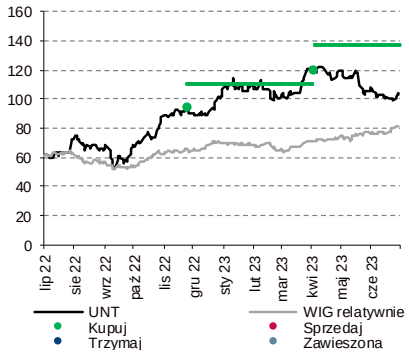
DANE SPÓŁKI			
Ticker			UNT
Sektor			Paliwa
Kurs (PLN)			104,8
52 tyg. min/max (PLN)			50 / 126,8
Liczba akcji (mln szt.)			8,2
Kapitalizacja (mln PLN)			859
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,98
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-5,2%	-16,0%	68,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	137,5
Kupuj	14.12.2022	111

EV/EBITDA 12M



WYKRES UNT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1 686	2 088	2 840	2 325	3 587	3 798	3 660	3 272	3 081	-14%	-6%
EBITDA skor.	17	12	13	85	74	121	234	105	42	-44%	-60%
EBIT	24	8	33	144	65	58	218	109	33	-50%	-70%
Zysk netto	17	4	25	115	45	41	173	82	24	-47%	-71%
P/E12M trailing	11,6	11,1	11,3	5,3	4,5	3,8	2,3	2,5	2,7		
EV/EBITDA 12M trailing	12,8	14,0	16,9	9,1	6,0	3,7	1,7	1,9	2,9		
zmiana przychodów r./r.	61%	56%	127%	47%	113%	82%	29%	41%	-14%		
marża EBITDA skor.	1,0%	0,6%	0,5%	3,7%	2,1%	3,2%	6,4%	3,2%	1,3%		
marża EBIT	1,4%	0,4%	1,2%	6,2%	1,8%	1,5%	6,0%	3,3%	1,1%		
marża netto	1,0%	0,2%	0,9%	4,9%	1,3%	1,1%	4,7%	2,5%	0,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	4 819	8 193	13 369	11 694	10 456	9 725
EBITDA skor.	87	71	514	253	238	240
EBIT	49	104	485	224	189	189
Zysk netto	35	76	374	153	111	112
EPS (PLN)	4,29	9,3	45,6	18,6	13,6	13,7
DPS (PLN)	2,0	2,0	0,0	13,7	5,6	4,1
P/E (x)	24,4	11,3	2,3	5,6	7,7	7,7
EV/EBITDA skor. (x)	11,2	16,9	1,7	6,0	6,6	6,2
P/BV (x)	3,2	2,6	1,2	1,2	1,1	1,0
DY (%)	1,9%	1,9%	0,0%	13,1%	5,3%	3,9%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	108,3	100%	137,5	100%	-21%
Wycena porównawcza	171,1	0%	191,4	0%	-11%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	11 694	10 257	14%	10 456	10 456	0%	9 725	9 725	0%
EBITDA skor.	253	328	-23%	238	240	-1%	240	249	-4%
EBIT	224	280	-20%	189	191	-1%	189	199	-5%
Zysk netto	153	190	-20%	111	113	-1%	112	120	-6%
P/E (x)	5,6	-	-	7,7	-	-	7,7	-	-
EV/EBITDA (x)	5,8	-	-	6,6	-	-	6,2	-	-
P/BV (x)	1,2	-	-	1,1	-	-	1,0	-	-
DY (%)	13,1%	-	-	5,3%	-	-	3,9%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,3	2,3	5,6	7,7	7,7
P/E skor. (x)	22,3	2,2	6,0	7,7	7,7
P/BV (x)	2,6	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	10,2	1,7	5,8	6,6	6,2
EV/EBITDA skor. (x)	16,9	1,7	6,0	6,6	6,2
EV/Sprzedaż (x)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
FCF Yield (%)	-17,9%	51,3%	-63,3%	-2,2%	14,4%
DY (%)	1,9%	0,0%	13,1%	5,3%	3,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	9,3	45,6	18,6	13,6	13,7
EPS skor. (PLN)	4,7	46,8	17,6	13,6	13,7
DPS (PLN)	2,0	0,0	13,7	5,6	4,1
BVPS (PLN)	39,8	85,9	90,8	98,8	108,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	0,9%	3,8%	2,2%	2,3%	2,5%
marża EBIT (%)	1,3%	3,6%	1,9%	1,8%	1,9%
marża netto (%)	0,9%	2,8%	1,3%	1,1%	1,2%
ROE (%)	25,8%	72,6%	21,1%	14,3%	13,2%
ROA (%)	7,5%	25,8%	7,9%	5,0%	4,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,2%	0,5%	5,1%	1,1%	0,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,1	3,7	15,1	2,3	1,6
Dług netto/kapitał własny (x)	1,0	0,0	0,9	0,9	0,7
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	0,0	2,5	3,0	2,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	15	11	14	20	22
Cykl rotacji zapasów (dni)	11	8	11	16	17
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	19	17	22	24	25
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	15	14	19	20	20

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**4 819**	**8 193**	**13 369**	**11 694**	**10 456**	**9 725**
Koszt własny sprzedaży	-4 570	-7 827	-12 415	-11 100	-9 917	-9 186
Zysk brutto ze sprzedaży	250	366	954	594	539	539
EBITDA skor.: ON+BIO	85	83	436	142	135	138
EBITDA skor.: Bitumeny i Infrastruktura/Logistyk	0	0	0	86	101	106
EBITDA skor.: Pozostałe	3	-13	78	26	2	-5
EBITDA	58	117	502	264	238	240
EBITDA skor.	**87**	**71**	**514**	**253**	**238**	**240**
Amortyzacja	**-9**	**-13**	**-16**	**-40**	**-49**	**-50**
EBIT	49	104	485	224	189	189
Wynik na działalności finansowej	**-6**	**-8**	**-21**	**-36**	**-51**	**-51**
Zysk brutto	44	96	464	188	138	138
Podatek dochodowy	**-9**	**-20**	**-90**	**-36**	**-26**	**-26**
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	35	76	374	153	111	112
Zysk netto skor.	**59**	**39**	**384**	**144**	**111**	**112**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**149**	**188**	**269**	**829**	**894**	**924**
Aktywa obrotowe	**642**	**1 044**	**1 396**	**1 384**	**1 369**	**1 377**
Zapasy	167	325	257	442	464	429
Należności handlowe	333	513	729	702	680	632
Gotówka	116	79	312	142	127	218
Aktywa	**790**	**1 231**	**1 665**	**2 213**	**2 263**	**2 301**
Kapitał własny	**266**	**326**	**704**	**744**	**810**	**889**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**53**	**92**	**97**	**150**	**150**	**150**
Zobowiązania oprocentowane	49	65	96	150	150	150
Zobowiązania krótkoterminowe	**472**	**813**	**865**	**1 318**	**1 303**	**1 262**
Zobowiązania oprocentowane	182	345	218	650	700	700
Zobowiązania handlowe	269	408	606	608	543	502
Pasywa	**790**	**1 231**	**1 665**	**2 213**	**2 263**	**2 301**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**151**	**-139**	**502**	**56**	**96**	**204**
Zysk netto	35	76	374	153	111	112
Amortyzacja	9	13	16	40	49	50
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-8**	**-19**	**-106**	**-600**	**-115**	**-80**
CAPEX	-5	-14	-62	-600	-115	-80
Przepływy z działalności finansowej	**-31**	**-36**	**-38**	**373**	**4**	**-33**
Dywidenda	-16	-16	0	-112	-46	-33
Przepływy pieniężne netto	112	-194	358	-171	-14	91
Środki pieniężne na początek okresu	39	116	79	312	142	127
Środki pieniężne na koniec okresu	116	79	312	142	127	218

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

TMT

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
TMT																					
Telekomunikacja i media																					
Agora	325	262	24%	296	10%	17,3	4,2	313%	10,5	65%	-1,9	-11,8	-	-5,0	-	6,8	-16,0	-	32,6	-79%	**18.08.2023**
Cyfrowy Polsat	3 285	3 228	2%	3 199	3%	818,1	893,3	-8%	761,2	7%	353,6	425,8	-17%	298,7	18%	103,9	288,9	-64%	64,5	61%	**16.08.2023**
Orange Polska	3 192	3 055	4%	3 139	2%	807,1	798,0	1%	762,0	6%	360,1	337,0	7%	392,0	-8%	246,6	243,0	1%	270,0	-9%	**25.07.2023**
Wirtualna Polska	355	267	33%	310	14%	100,6	93,0	8%	76,0	32%	60,2	64,5	-7%	38,6	56%	29,3	45,8	-36%	14,4	104%	**29.08.2023**
Gaming																					
11bit	13	28	-53%	15	-10%	1,9	11,8	-84%	3,8	-50%	0,6	9,7	-94%	1,9	-69%	1,4	12,0	-88%	3,3	-57%	**24.08.2023**
Artifex Mundi	20	10	102%	16	23%	6,8	3,9	75%	5,5	24%	5,2	2,5	110%	4,1	25%	4,8	1,1	338%	4,0	19%	**20.09.2023**
BoomBit	62	82	-24%	65	-5%	4,7	5,7	-18%	3,7	26%	1,7	2,5	-32%	0,7	130%	3,4	2,1	65%	2,2	52%	**25.09.2023**
CD Projekt	157	162	-3%	175	-10%	47,7	73,8	-35%	96,6	-51%	23,3	52,2	-55%	71,5	-67%	21,8	44,8	-51%	69,7	-69%	**30.08.2023**
CI Games	9	18	-49%	10	-9%	0,9	9,0	-91%	1,2	-30%	-1,1	6,8	-	-0,6	-	-0,9	9,2	-	-0,7	-	**07.09.2023**
Creepy Jar	9	17	-49%	12	-28%	5,6	14,3	-61%	9,0	-38%	5,3	12,4	-57%	8,6	-39%	6,4	13,8	-54%	9,3	-32%	**21.09.2023**
Gamivo	12	11	12%	12	-3%	3,3	3,0	10%	3,5	-6%	2,7	2,5	11%	2,9	-7%	2,6	2,3	13%	2,9	-11%	**14.08.2023**
Huuuge	69	79	-13%	72	-4%	22,6	13,7	65%	27,6	-18%	19,9	11,2	78%	24,5	-19%	16,3	8,6	90%	22,4	-27%	**07.09.2023**
PCF Group	b.d.	40	-	35	-	b.d.	12,5	-	3,3	-	b.d.	8,1	-	-1,5	-	b.d.	9,4	-	-4,6	-	**21.09.2023**
PlayWay	70	74	-5%	71	-3%	38,7	50,6	-23%	41,5	-7%	38,3	50,2	-24%	41,1	-7%	27,8	37,6	-26%	30,0	-8%	**02.10.2023**
Simteract	2	2	12%	2	25%	0,5	0,2	121%	0,2	162%	0,4	0,2	155%	0,0	809%	0,4	-0,2	-	0,0	2946%	**11.08.2023**
Ten Square Games	101	124	-19%	117	-14%	18,7	28,4	-34%	27,6	-32%	7,2	17,4	-59%	-14,4	-	13,6	13,8	-1%	-2,3	-	**06.09.2023**
IT																					
Asseco Poland	4 428	4 236	5%	4 335	2%	618,1	754,1	-18%	622,5	-1%	391,2	539,5	-27%	397,6	-2%	118,6	140,9	-16%	108,1	10%	**24.08.2023**
Asseco Business Solutions	87	78	11%	89	-3%	30,7	28,0	10%	32,2	-5%	22,0	20,5	7%	23,6	-7%	18,6	17,2	8%	20,3	-9%	**03.08.2023**
Asseco SEE	394	350	13%	380	4%	79,2	75,3	5%	72,8	9%	56,8	52,5	8%	50,2	13%	46,7	65,1	-28%	45,5	3%	**02.08.2023**
Comarch	457	426	7%	428	7%	37,8	52,0	-27%	42,2	-10%	13,4	28,3	-53%	19,3	-31%	24,1	12,4	95%	23,1	5%	**31.08.2023**
Comp	200	163	23%	215	-7%	23,3	15,6	49%	25,1	-7%	11,7	3,5	233%	13,5	-13%	5,4	-4,9	-	6,2	-14%	**31.08.2023**
Datawalk	12	14	-15%	3	268%	-3,2	-105,5	-	9,6	-	-4,4	-106,2	-	8,4	-	-3,6	-70,5	-	4,3	-	**06.09.2023**
Grupa Pracuj	187	138	35%	185	1%	87,7	81,1	8%	83,9	5%	78,2	67,4	16%	76,4	2%	54,0	49,4	9%	51,7	4%	**31.08.2023**
K2 Holding	16	13	27%	16	2%	2,1	2,4	-11%	2,2	-5%	1,5	1,9	-19%	1,6	-7%	1,3	20,7	-94%	1,5	-10%	**31.08.2023**
R22	118	87	35%	111	6%	33,5	22,8	47%	31,6	6%	26,8	15,1	78%	24,0	12%	10,3	3,7	176%	9,1	13%	**05.09.2023**
Shoper	38	29	33%	35	8%	11,5	8,5	35%	11,4	1%	7,2	6,0	20%	6,8	6%	5,6	4,5	26%	5,1	10%	**19.09.2023**
Vercom	79	53	0%	75	0%	18,9	10,8	0%	17,6	0%	15,0	7,8	0%	14,0	0%	14,7	4,8	0%	9,4	0%	**05.09.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
TMT																				
Telekomunikacja i media																				
Agora	7,9	368	1 384	1 468	1 528	121	152	170	47	14	33	7,8	25,5	11,2	3,4	2,7	2,2	0,0%	0,0%	0,0%
Cyfrowy Polsat	16,7	9 177	13 429	14 080	14 636	3 243	3 573	3 954	381	734	1 086	24,1	12,5	8,5	6,8	6,4	6,1	0,0%	0,0%	6,0%
Orange Polska	7,3	9 572	12 984	13 226	13 660	3 184	3 345	3 494	857	893	868	11,2	10,7	11,0	5,1	4,8	4,7	4,8%	6,9%	6,9%
Wirtualna Polska	129,0	3 765	1 441	1 553	1 674	434	482	528	163	216	261	23,1	17,5	14,5	9,8	8,6	7,5	1,9%	1,9%	1,9%
Gaming																				
11bit	688,0	1 663	108	369	294	29	233	158	24	155	108	69,5	10,7	15,3	56,1	6,5	10,2	0,0%	1,3%	8,4%
Artifex Mundi	14,9	177	79	98	115	28	34	40	20	23	26	8,9	7,6	6,8	5,2	3,9	3,0	0,0%	0,0%	0,0%
BoomBit	12,0	162	258	297	341	16	23	27	11	13	16	15,0	12,9	10,3	5,4	3,4	2,5	6,6%	5,4%	6,3%
CD Projekt	160,0	16 105	994	820	832	539	360	362	358	260	253	45,0	62,0	63,7	27,4	41,1	40,9	0,0%	0,0%	0,0%
CI Games	5,4	981	233	b.d.	b.d.	166	b.d.	b.d.	98	b.d.	b.d.	10,0	-	-	5,7	-	-	-	-	-
Creepy Jar	754,0	527	40	92	94	27	77	77	29	61	61	17,9	8,7	8,7	16,7	5,2	4,9	5,5%	2,9%	-
Gamivo	60,0	121	51	56	61	13	15	16	10	11	13	12,1	10,6	9,4	7,1	6,3	5,7	0,0%	8,1%	9,0%
Huuuge	25,2	2 123	278	271	269	94	82	78	70	59	55	30,1	36,2	38,5	19,5	21,6	22,1	0,0%	0,0%	0,0%
PCF Group	43,0	1 437	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PlayWay	409,5	2 703	354	429	448	228	273	279	180	214	220	15,0	12,6	12,3	12,2	10,2	10,1	4,0%	6,7%	7,9%
Simteract	10,1	12	12	b.d.	b.d.	4	b.d.	b.d.	4	b.d.	b.d.	3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Ten Square Games	80,9	593	410	411	488	83	60	76	38	30	42	15,7	19,7	14,2	5,6	7,6	7,0	4,4%	0,8%	2,5%
IT																				
Asseco Poland	81,5	6 765	18 372	19 138	19 744	2 653	2 708	2 762	496	513	530	13,6	13,2	12,8	2,7	2,3	2,0	4,3%	4,7%	4,9%
Asseco Business Solutions	40,6	1 357	383	413	443	146	158	169	94	101	108	14,4	13,5	12,6	9,3	8,5	7,9	5,7%	6,2%	6,7%
Asseco SEE	51,8	2 688	1 701	1 826	1 933	324	341	357	192	195	207	14,0	13,8	13,0	8,0	7,4	6,8	2,8%	3,5%	3,9%
Comarch	147,0	1 196	1 985	2 087	2 169	212	256	267	98	109	115	12,2	10,9	10,4	4,4	3,4	3,1	2,7%	4,1%	5,4%
Comp	57,8	261	851	878	893	97	104	109	25	36	43	10,5	7,2	6,1	4,1	3,6	3,3	0,0%	8,7%	8,7%
Datawalk	80,5	413	44	70	105	3	-13	-4	-5	-14	-11	-	-	-	133,7	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Grupa Pracuj	54,2	3 700	743	883	998	307	351	394	182	231	271	20,3	16,0	13,6	12,8	10,7	9,1	2,8%	2,9%	3,7%
K2 Holding	36,5	90	68	78	87	10	11	12	7	7	8	13,7	12,7	11,6	9,2	7,6	6,6	11,0%	5,2%	5,2%
R22	84,0	1 191	488	571	650	138	163	188	44	58	69	27,3	20,6	17,3	15,5	12,7	10,6	1,1%	1,5%	1,7%
Shoper	32,6	917	163	203	250	50	62	79	26	36	49	35,9	25,2	18,5	18,6	14,5	11,4	1,4%	1,4%	2,4%
Vercom	69,6	1 547	336	399	463	81	96	114	47	61	75	33,0	25,4	20,7	-	-	-	-	-	-

Agora

Pierwszy kwartał z Eurozet na pokładzie

Bez rekomendacji

Wynik skor. EBITDA LTM uwzględniając pro-forma Eurozet powinien po półroczu przekroczyć 110mln PLN, a wysoka dynamika w 1Q'23 wskazuje, że spółka mocniej niż zakładaliśmy ograniczyła koszty. Stąd już w tym roku powinno udać się poprawić wynik pro-forma, jeszcze zanim pojawią się pierwsze większe synergie z Eurozet. Kwestia integracji biznesu radiowego może okazać się pozytywnym zaskoczeniem w najbliższych dwóch latach. Co prawda EBITDA Grupy RMF przekraczająca 200mln PLN już w 2021 przy przychodach 357mln PLN wydaje się być daleko poza zasięgiem (vs. suma przychodów Eurozet i grupy radiowej Agory w 2022 w wysokości około 330mln PLN i łącznej EBITDA około 70mln PLN), ale synergie w obszarze stacji lokalnych, czy kosztów backoffice mogą przyczynić się do istotnej poprawy łącznego wyniku segmentu radio. Największą niewiadomą pozostają kina i tempo odbudowy frekwencji - duża dźwignia operacyjna w Heliosie daje możliwość skokowej poprawy wyników, ale w tym segmencie jesteśmy w średnim okresie bardziej sceptyczni niż w radiowym. Ciekawy będzie też progres wyniku w prasie, gdzie po przypisaniu części wcześniej niealokowanych kosztów, wynik za ostatnie 4 kwartały wyniósłby ponad 15mln straty EBITDA i ponad 20mln straty EBIT. Spółka w ciągu dwóch lat chce w tym ujęciu wyjść na break-even (EBITDA minus capex), co w przypadku udanej transformacji dołożyć mogłoby około 20mln PLN do wyniku - to kolejne wyzwanie. Dojście do zakładanego w strategii celu 200mln PLN do 2026 wydaje się na dziś ambitne, ale jeśli nie dojdzie do załamania na rynku reklamy, a kina będą się nadal powoli odbudowywać nie wykluczamy, że spółka zbliży się do wyznaczonego celu. Na koniec 1Q'23 dług netto bez MSSF 16 wynosił 77mln PLN, a przy uwzględnieniu sprzedaży działki w Tychach (20mln PLN) oraz zakupu pozostałych udziałów w Eurozet (załóżmy 190mln PLN, przyjmując wycenę z ostatniej transakcji) EV spółki na dziś wyniosłoby około 615mln PLN, co daje dość atrakcyjny docelowy wskaźnik EV/EBITDA na rok 2026 zbliżony do 3x.

Prognozy na 2Q'23. Przychody. Oczekiwana poprawa na linii przychodów o 24% r/r do 325mln PLN to skutek wzrostu w segmentach Radio (+195% r/r do 81mln PLN), w tym 53mln PLN z tytułu konsolidacji Eurozet, Outdoor (+10% r/r do 40mln PLN), oraz Film i Książka (+7% r/r do 102mln PLN, mimo o kilka procent niższej frekwencji w kinach, ale dzięki wyższym średnim cenom oraz mocnej sprzedaży barowej i reklamie). W internecie cały czas oczekujemy spadków, ale mniejszych niż w poprzednich kwartałach (-6% r/r do 40mln PLN), natomiast stabilnie powinno być w prasie (53mln PLN). **EBIT** szacujemy na -2mln PLN w skali grupy, w tym +1,5mln PLN one-off z tytułu sprzedaży działki w Tychach. Zakładamy niewielką stratę w prasie (-4mln PLN) i kinach (-7mln PLN, płasko r/r, sezonowo najsłabszy kwartał). Dobrego wyniku oczekujemy w outdorze (10mln PLN) oraz w biznesie radiowym (11mln PLN, z czego prawie 10mln PLN z Eurozet). Wynik nieprzypisany do segmentów szacujemy na -10mln PLN. Oczekujemy dodatniego wyniku netto dzięki wycenie zobowiązań leasingowych (przyjmujemy +24mln PLN wpływu z tytułu umocnienia PLN).

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	202	266	352	253	262	267	331	296	325	24%	10%
EBITDA skor.	5	37	50	-4	4	17	32	11	17	313%	65%
EBIT	-28	11	24	-23	-12	0	-30	-5	-2	-	-
Zysk netto	-9	-1	22	-32	-16	-23	-32	33	7	-	-79%
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	54,5	22,6	7,8	6,9	7,5	9,6	13,0	9,5	8,0		
zmiana przychodów r./r.	56%	38%	57%	73%	30%	0%	-6%	17%	24%		
marża EBITDA	2,7%	13,8%	14,2%	-	1,6%	6,4%	9,5%	3,5%	5,3%		
marża EBIT	-	4,2%	6,8%	-	-	0,1%	-	-	-		
marża netto	-	-	6,2%	-	-	-	-	11,0%	2,1%		

Raport za II kw.'23

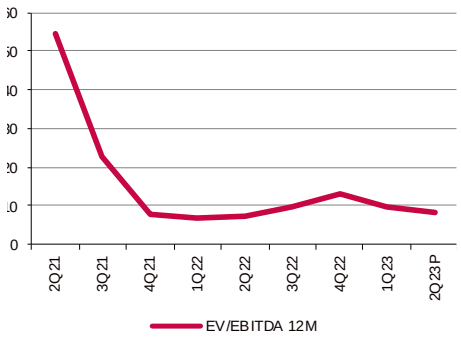
18.08.2023

Cena bieżąca: 7,9 PLN

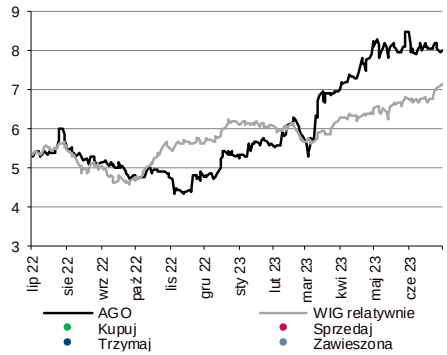
DANE SPÓŁKI			
Ticker			AGO
Sektor			Media
Kurs (PLN)			7,9
52 tyg. min/max (PLN)			4,21 / 8,6
Liczba akcji (mln szt.)			46,6
Kapitalizacja (mln PLN)			368
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,17
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-5,6%	14,6%	49,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES AGO NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	837	966	1 113	1 384	1 468	1 528
EBITDA skor.	38	74	49	121	152	170
EBIT	-112	-42	-65	48	76	96
Zysk netto	-117	-45	-103	47	14	33
EPS (PLN)	-2,52	-1,0	-2,2	1,0	0,3	0,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	-	-	7,8	25,5	11,2
EV/EBITDA (x)	12,2	3,7	7,1	4,8	3,7	3,2
P/BV (x)	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	-	-	-	-
Wycena porównawcza	-	-	-	-	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1384	1385	0%	1468	1475	0%	1528	1537	-1%
EBITDA MSSF 16	221	196	13%	256	225	14%	279	243	15%
EBIT	48	27	79%	76	54	40%	96	71	35%
Zysk netto skor.	-5	-22	-	14	-3	-	33	12	164%
P/E (x)	-	-		25,5	-		11,2	29,7	
EV/EBITDA (x)	4,8			3,7			3,2	2,2	
P/BV (x)	0,5			0,5			0,5		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	7,8	25,5	11,2
P/E skor. (x)	-	-	-	25,5	11,2
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	3,7	7,1	4,8	3,7	3,2
EV/Sprzedaż (x)	0,6	0,5	0,2	0,2	0,1
FCFE yield skor.	9,0%	-21,3%	16,0%	2,0%	8,1%
FCFF yield skor.	19,5%	-12,5%	17,5%	7,4%	11,4%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-1,0	-2,2	1,0	0,3	0,7
EPS skor. (PLN)	-1,1	-1,1	-0,1	0,3	0,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	16,6	14,5	15,5	15,8	16,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża ZBnS (%)	1,7%	-4,6%	-1,3%	-0,9%	-
marża EBITDA skor. (%)	12,9%	12,5%	16,0%	17,4%	18,2%
marża EBIT (%)	-4,3%	-5,8%	3,4%	5,1%	6,3%
marża netto skor. (%)	-4,6%	-9,2%	3,4%	1,0%	2,1%
ROE (%)	-6,4%	-6,8%	-0,7%	2,0%	4,4%
ROA (%)	-2,3%	-5,5%	2,4%	0,7%	1,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,1%	6,9%	4,3%	4,4%	4,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	2,1	0,4	0,3	0,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	-286	561	379	371	331
Cykl rotacji zapasów (dni)	-277	575	400	396	355
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	47	42	39	41	42
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	55	56	60	67	65

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**837**	**966**	**1 113**	**1 384**	**1 468**	**1 528**
EBIT Film i Książka	-88	-23	16	31	36	42
EBIT Prasa	26	16	-51	-18	-14	-9
EBIT Outdoor	-19	-5	16	25	27	30
EBIT Internet	24	35	24	9	15	19
EBIT Radio	9	11	8	47	57	60
EBIT pozostałe, nieprzypisane	-63	-75	-78	-47	-46	-47
EBITDA skor.	**38**	**74**	**49**	**121**	**152**	**170**
EBITDA MSSF16	**89**	**124**	**139**	**221**	**256**	**279**
Amortyzacja	-201	-166	-204	-174	-180	-183
EBIT	**-112**	**-42**	**-65**	**48**	**76**	**96**
Wynik na działalności finansowej	-41	-8	-39	33	-30	-27
Zysk brutto	**-153**	**-50**	**-104**	**81**	**45**	**69**
Podatek dochodowy	22	3	-2	-15	-9	-13
Zysk mniejszości	13	2	3	-19	-22	-23
Zysk netto	**-117**	**-45**	**-103**	**47**	**14**	**33**
Zysk netto skor.	**-117**	**-51**	**-49**	**-5**	**14**	**33**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 684**	**1 587**	**1 496**	**1 683**	**1 685**	**1 680**
Aktywa obrotowe	**335**	**334**	**297**	**415**	**439**	**463**
Zapasy	15	20	30	38	40	42
Należności handlowe	121	126	130	162	172	179
Gotówka	138	135	69	148	160	175
Aktywa	**2 018**	**1 921**	**1 793**	**2 098**	**2 124**	**2 142**
Kapitał własny	**821**	**774**	**674**	**721**	**736**	**768**
Kapitały mniejszości	**11**	**6**	**0**	**162**	**162**	**162**
Zobowiązania długoterminowe	**740**	**694**	**709**	**729**	**714**	**699**
Zobowiązania oprocentowane	722	665	679	699	684	669
Zobowiązania krótkoterminowe	**446**	**447**	**410**	**487**	**513**	**514**
Zobowiązania oprocentowane	181	177	156	156	176	176
Zobowiązania handlowe	139	153	189	265	271	272
Pasywa	**2 018**	**1 921**	**1 793**	**2 098**	**2 124**	**2 142**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**132**	**127**	**77**	**211**	**188**	**207**
Zysk (strata) netto	-117	-45	-103	47	14	33
Amortyzacja	163	161	158	174	180	183
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-24**	**-19**	**-39**	**-30**	**-65**	**-65**
CAPEX	-67	-49	-76	-60	-65	-65
Przepływy z działalności finansowej	**-30**	**-112**	**-104**	**-103**	**-110**	**-127**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	77	-3	-66	79	12	15
Środki pieniężne na początek okresu	61	138	135	69	148	160
Środki pieniężne na koniec okresu	138	135	69	148	160	175

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Cyfrowy Polsat

Nie widać poprawy w głównym biznesie, niepewność w energetyce

Trzymaj

(Poprzednia: Trzymaj, 18 PLN)

Cena docelowa: 18 PLN

Cena bieżąca: 16,665 PLN

Potencjał wzrostu: 8%

Raport za II kw.'23

16.08.2023

Prognoza wyników 2Q23. Zakładamy, że negatywna dynamika skor. EBITDA przyspieszy do -8% r/r z -5% w pierwszym kwartale. Sądzimy, że słabość jeśli chodzi o odpływ klientów widziana w poprzednich kwartałach utrzyma się, na co wskazują m.in. ostatnie dane odnośnie przenoszenia numerów mobilnych. Ujemna powinna pozostać też dynamika liczby klientów płatnej telewizji. Mimo dwuprocentowego wzrostu ARPU w B2C prognozujemy tylko płaskie r/r przychody detaliczne, co istotnie wpływa na spadek wyników w środowisku rosnących kosztów operacyjnych. Poniżej EBIT wyższa marża po refinansowaniu wpłynie na koszty finansowe, ale jednocześnie zakładamy około 30mln PLN pozytywnego wpływu z tytułu różnic kursowych. **TV.** W biznesie telewizyjnym zakładamy 3% wzrostu przychodów reklamowych, mimo spadku oglądalności, ale marża ponownie może spaść, ponieważ silniej od przychodów wzrosną m.in. koszty kontentu oraz wynagrodzenia. **Pozostałe przychody i nieruchomości.** Wysokie przychody powinny generować niskomarżowe biznesy fotowoltaiczne i nieruchomości. W Porcie Praskim po przekazaniu wybudowanych już mieszkań na kolejne większe przychody liczymy dopiero w 2025 roku. Spółka sprzedała już około 20% mieszkań ze 170 w dwóch budowanych projektach, które wydawane będą jednak prawdopodobnie dopiero w 2025 roku. W roku 2026 spodziewamy się natomiast przychodów z budynków biurowych realizowanych z HB Reavis.

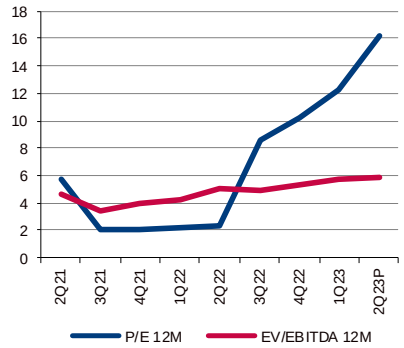
Perspektywa na 2023 rok, rynek płatnej TV. Obniżamy nasze prognozy EBITDA dla lat 2023-25 o 3-4%, a zysku operacyjnego o 5-7% w związku z niższym wzrostem na kluczowej linii przychodów detalicznych, założeniu o nieco późniejszym oddaniu większych mocy wiatrowych i w związku z wyższymi kosztami (różne pozycje). Nawet zakładając średnie kilkadziesiąt mln PLN kontrybucji do wyniku z energetyki w drugim półroczu tegoroczna skor. EBITDA może spaść o 3% r/r, a zysk netto zakładamy na tylko 381mln PLN. Wspierająca dla CPS może być decyzja o sprzedaży biznesu lub poszczególnych praw do kontentu w Polsce przez Viaplay, który konkuruje z CPS, w szczególności na rynku praw sportowych, jednak dużo zależy od tego kto przejmie prawa (lub cały biznes). Po nabyciu 12% w grupie Viaplay głównym kandydatem do przejęcia biznesu w Polsce wydaje się być Canal+.

Wycena i rekomendacja. Niższe prognozy odnośnie biznesu telekomunikacji i płatnej telewizji zrównoważyły pozytywny wpływ obniżenia stopy dyskontowej w wycenie, dlatego nie zmieniamy naszej ceny docelowej 18PLN i podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ. Nadal utrzymujemy założenie, że w długim terminie spółka będzie w stanie osiągać przychody zbliżone do 500 PLN/MWh z nowych projektów w energetyce, ale widzimy w tym przypadku pewne ryzyko zrealizowania nieco niższych cen. Prawdopodobnie dopiero w przyszłym roku CPS będzie podpisywać PPA na największe projekty, co zmniejszyłoby niepewność odnośnie cen jakie będzie uzyskiwać w dłuższym okresie.

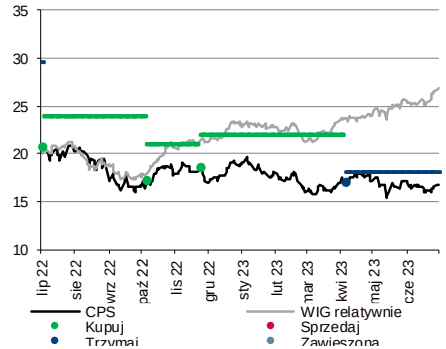
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CPS
Sektor			TMT
Kurs (PLN)			16,7
52 tyg. min/max (PLN)			15,41 / 21,42
Liczba akcji (mln szt.)			550,7
Kapitalizacja (mln PLN)			9177
S&P Global ESG Scores			81
Śr. obroty 3M (mln PLN)			8,58
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-2,6%	-1,1%	-16,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	18,0
Kupuj	12.12.2022	22,0
Kupuj	24.10.2022	21,0
Kupuj	21.07.2022	24,0
Trzymaj	22.04.2022	29,5
Kupuj	09.12.2021	39,0
Zawieszona	21.10.2021	b.d.
Kupuj	20.07.2021	36,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CPS NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	3160	3032	3265	2987	3228	3271	3430	3199	3285	2%	3%
EBITDA skor.	1141	904	891	801	893	840	819	761	818	-8%	7%
EBIT	684	4131	420	320	426	501	395	299	354	-17%	18%
Zysk netto	539	3142	338	215	289	237	160	65	104	-64%	61%
P/E12M trailing	5,7	2,1	2,1	2,2	2,3	8,5	10,2	12,2	16,3		
EV/EBITDA 12M trailing	4,6	3,4	4,0	4,2	5,1	4,9	5,3	5,7	5,8		
zmiana przychodów r./r.	10%	1%	1%	0%	2%	8%	5%	7%	2%		
marża EBITDA	36,1%	29,8%	27,3%	26,8%	27,7%	25,7%	23,9%	23,8%	24,9%		
marża EBIT	21,6%	136,3%	12,9%	10,7%	13,2%	15,3%	11,5%	9,3%	10,8%		
marża netto	17,1%	103,6%	10,3%	7,2%	8,9%	7,2%	4,7%	2,0%	3,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	11 963	12 444	12 915	13 429	14 080	14 636
EBITDA	4 192	7 700	3 471	3 243	3 573	3 954
EBIT	1 886	5 796	1 642	1 400	1 850	2 177
Zysk netto	1 142	4 409	900	381	734	1 086
EPS (PLN)	1,79	7,8	1,6	0,7	1,3	2,0
DPS (PLN)	0,4	2,1	1,2	0,0	0,0	1,0
P/E (x)	9,3	2,1	10,2	24,1	12,5	8,5
EV/EBITDA skor. (x)	5,3	3,9	5,3	6,3	6,0	5,7
P/BV (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
DY (%)	2,2%	12,5%	7,2%	0,0%	0,0%	6,0%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	17,8	100%	18,3	100%	-2%
Wycena porównawcza	17,1	0%	21,1	0%	-19%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	13429	13473	0%	14080	14147	0%	14636	14684	0%
EBITDA	3 235	3 344	-3%	3 573	3 709	-4%	3 954	4 075	-3%
EBIT	1 400	1 497	-6%	1 850	1 986	-7%	2 177	2 299	-5%
Zysk netto	388	512	-24%	734	892	-18%	1 086	1 218	-11%
P/E (x)	23,7	17,9		12,5	10,3		8,5	7,5	
EV/EBITDA skor. (x)	6,3	6,1		6,0	5,7		5,7	5,5	
P/BV (x)	0,6			0,6			0,5		
DY (%)	0,0%			0,0%			6,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	2,1	10,2	24,1	12,5	8,5
P/E skor. (x)	6,1	11,5	23,7	12,5	8,5
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	2,0	5,1	6,3	6,0	5,7
EV/EBITDA skor.	3,9	5,3	6,3	6,0	5,7
EV/Sprzedaż (x)	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5
FCFE yield skor.	15,7%	12,9%	-21,7%	-9,6%	3,0%
FCFF yield skor.	10,5%	10,2%	-4,7%	0,8%	5,3%
DY (%)	12,5%	7,2%	0,0%	0,0%	6,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	7,8	1,6	0,7	1,3	2,0
EPS skor. (PLN)	2,7	1,4	0,7	1,3	2,0
DPS (PLN)	2,1	1,2	0,0	0,0	1,0
BVPS (PLN)	27,1	27,7	28,4	29,8	30,7

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	32,2%	26,0%	24,1%	25,4%	27,0%
marża EBIT (%)	46,6%	12,7%	10,4%	13,1%	14,9%
marża netto skor. (%)	35,4%	7,0%	2,8%	5,2%	7,4%
ROE (%)	10,5%	5,2%	2,5%	4,6%	6,5%
ROA (%)	13,5%	2,8%	1,1%	2,0%	2,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	9,3%	8,6%	13,4%	7,1%	13,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,6	0,6	1,0	0,6	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,9	3,9	3,8	3,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	-17	9	17	23	21
Cykl rotacji zapasów (dni)	42	59	64	59	59
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	92	94	96	92	92
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	151	144	143	128	130

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**11 963**	**12 444**	**12 915**	**13 429**	**14 080**	**14 636**
Koszty operacyjne	7 725	8 435	9 563	10 194	10 508	10 682
Koszty kontentu	1 638	1 827	2 064	2 172	2 284	2 377
Koszty dystrybucji, marketingu, obsługi i utrzymania	963	1 025	1 035	1 028	1 025	1 020
Koszty sprzętu	1 338	1 201	1 454	1 636	1 616	1 616
Koszty techniczne i rozliczeń międzyooperatorskich	2 461	2 850	3 272	3 247	3 199	3 225
Pozostałe	1 324	1 533	1 738	2 112	2 383	2 443
EBITDA	**4 192**	**7 700**	**3 471**	**3 243**	**3 573**	**3 954**
EBITDA skor.	**4 238**	**4 009**	**3 352**	**3 235**	**3 573**	**3 954**
Amortyzacja	2 306	1 903	1 829	1 843	1 723	1 777
EBIT	**1 886**	**5 796**	**1 642**	**1 400**	**1 850**	**2 177**
Wynik na działalności finansowej	-444	-130	-532	-954	-986	-823
Zysk brutto	**1 442**	**5 666**	**1 110**	**446**	**864**	**1 354**
Podatek dochodowy	296	1 252	209	82	164	257
Zysk mniejszości	5	6	1	-17	-34	11
Zysk netto	**1 142**	**4 409**	**900**	**381**	**734**	**1 086**
Zysk netto skor.	**1 142**	**1 559**	**797**	**388**	**734**	**1 086**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**27 838**	**24 160**	**25 775**	**28 586**	**30 191**	**31 948**
Aktywa obrotowe	**5 277**	**8 077**	**6 531**	**6 814**	**6 554**	**5 966**
Zapasy	713	1 226	1 862	1 708	1 712	1 755
Należności handlowe	3 151	3 095	3 582	3 468	3 604	3 740
Gotówka	1 366	3 644	818	1 486	1 078	304
Aktywa	**33 115**	**32 237**	**32 307**	**35 400**	**36 745**	**37 914**
Kapitał własny	**14 433**	**15 396**	**15 270**	**15 651**	**16 385**	**16 920**
Kapitały mniejszości	**-7**	**-11**	**541**	**523**	**489**	**500**
Zobowiązania długoterminowe	**13 414**	**11 226**	**10 180**	**13 680**	**14 179**	**14 677**
Zobowiązania oprocentowane	11 988	10 111	8 871	12 371	12 870	13 367
Zobowiązania krótkoterminowe	**5 274**	**5 626**	**6 315**	**5 545**	**5 692**	**5 816**
Zobowiązania oprocentowane	1 224	1 340	1 867	1 867	1 867	1 867
Zobowiązania handlowe	3 795	3 182	4 374	3 604	3 750	3 875
Pasywa	**33 115**	**32 237**	**32 307**	**35 400**	**36 745**	**37 914**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**3 252**	**3 234**	**1 762**	**2 583**	**3 216**	**3 452**
Zysk (strata) netto	1 142	4 409	900	381	734	1 086
Amortyzacja	1 338	1 201	1 454	1 636	1 616	1 616
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1 786**	**4 328**	**-1 877**	**-4 197**	**-2 856**	**-3 054**
CAPEX	-1 218	-1 159	-1 114	-1 803	-994	-1 981
Przepływy z działalności finansowej	**-856**	**-5 283**	**-2 706**	**2 282**	**-767**	**-1 171**
Dywidenda	-233	-1 186	-661	0	0	-551
Przepływy pieniężne netto	609	2 279	-2 821	668	-408	-774
Środki pieniężne na początek okresu	753	1 366	3 644	818	1 486	1 078
Środki pieniężne na koniec okresu	1 366	3 644	818	1 486	1 078	304

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Orange Polska

Rosnąca dywidenda, pozytywny outlook na ARPU

Kupuj
(Poprzednia: Trzymaj, 8 PLN)

Cena docelowa: 8,4 PLN
Cena bieżąca: 7,294 PLN
Potencjał wzrostu: 15%

Raport za II kw.'23
25.07.2023

Prognoza 2Q23. W 2Q22 baza była bardziej wymagająca niż w poprzednim kwartale kiedy EBITDAaL wzrosła o 5,5% r/r. W 2Q22 niższe relatywnie do 1Q były koszty energii, a saldo przychodów i kosztów operacyjnych było o 20mln PLN wyższe niż średnio w pozostałych kwartałach roku. Mimo powyższych czynników zakładamy, że OPL uda się minimalnie poprawić r/r wynik EBITDAaL w 2Q23, a po pierwszym półroczu wzrost wyniesie około 3%. Podobnej lub nieco lepszej dynamiki oczekujemy w drugim półroczu. Zakładamy lekkie spowolnienie dynamiki w segmencie usług mobilnych (do +4% r/r z +6% poprzednio) oraz utrzymanie zbliżonej dynamiki usług stacjonarnych (-3,5%) i w konwergencji (+8,0%). Nadal dobrze sprzedają się telefony, z większym udziałem drogich modeli Apple, ale zgodnie z ostatnim wywiadem CFO, dynamika powinna wyraźnie spaść w porównaniu do +40% r/r w 1Q (zakładamy +20% r/r). Ponad 20% wzrostu przyjmujemy na linii IT i integracja, które powinien wspierać kontrakt dla MON na cyfryzację placówek zdrowotnych.

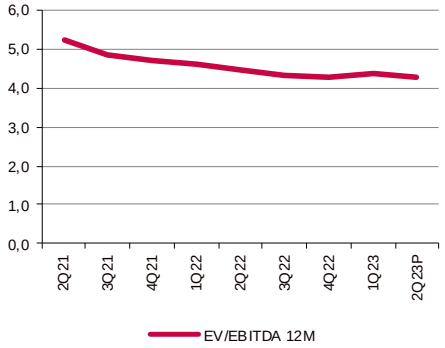
Słabość sektora w Europie, ale mocne fundamenty w Polsce. Od początku roku europejski indeks telekomów Eurostoxx jest na plusie tylko o 5%, po spadku od kwietniowego szczytu o 12%. Słabsze zachowanie sektora można wyjaśnić powrotem inwestorów do spółek wzrostowych, w tym z ekspozycją na AI w sektorze TMT (telekomy mają tu raczej mniejszy potencjał). Słabość indeksu była związana z wybranymi spółkami jak np. Deutsche Telekom (w tym ekspozycja na USA gdzie Amazon miałby uruchomić usługi mobilne) czy Vodafone (słaby guidance na ten rok, duża przecena w ostatnich kwartałach, mimo dopięcia transakcji sprzedaży wież). Gorsze zachowanie sektora zagranicą wpłynęło na underperformance OPL wobec WIGu o około 10p.p. w ostatnich dwóch miesiącach. Mimo to, fundamenty OPL na rynku polskim naszym zdaniem nie pogarszają się i w krótkim okresie podchodzimy bardziej optymistycznie do spółki. Wycena EV/EBITDA indeksu Eurostoxx na ten rok wynosi 5,4x, przy P/E 14x, a więc utrzymuje się dyskonto OPL do sektora, nie do końca naszym zdaniem uzasadnione (infrastruktura wieżowa nadal w spółce, lepszy outlook na ARPU, w tym w 2024-25 spodziewany wpływ ostatnich podwyżek, prawdopodobne uruchomienie klauzul inflacyjnych oraz podwyżki o 10 PLN po wygaśnięciu umów 24-miesięcznych).

Outlook, wycena. Dynamika wyniku EBTIDAaL powinna w drugim półroczu pozostać na kilkuprocentowym plusie. Wsparciem dla kurus może być też aukcja 5G, pod warunkiem, że proces zakończy się bez zaskoczeń związanych z kwestiami prawnymi. Niepewność odnośnie kosztów aukcji i capexu są czynnikiem branym pod uwagę przy wysokości dywidendy. Na przyszły rok zakładamy wzrost DPS do 0,5 PLN. Jeśli chodzi o koszty finansowe w OPL, to od przyszłego roku widoczny będzie wzrost kosztu zadłużenia, w tym ze względu na nowy dług pod płatność za częstotliwości, ale nadal do końca 2024 znaczna część jest zahedgowana (średni koszt długu na 2024 przyjmujemy na 4,5%), natomiast mała część jest zabezpieczona także na rok 2025, kiedy, jak sadzimy stopy powinny być już istotnie niższe niż obecnie. Po niezłym 1Q23 podnosimy prognozy EBITDAaL na lata 2023-24 o 2-3%, a EBIT o 7%, co razem z niższą stopą dyskontową skutkuje podniesieniem ceny docelowej z 8 PLN do 8,4 PLN i rekomendacji z TRZYMAJ do KUPUJ.

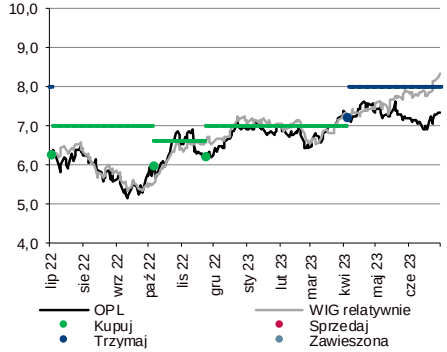
DANE SPÓŁKI			
Ticker			OPL
Sektor			TMT
Kurs (PLN)			7,3
52 tyg. min/max (PLN)			5,08 / 7,68
Liczba akcji (mln szt.)			1 312,4
Kapitalizacja (mln PLN)			9572
S&P Global ESG Scores			50
Śr. obroty 3M (mln PLN)			10,50
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,7%	-0,6%	18,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	8,0
Kupuj	12.12.2022	7,0
Kupuj	24.10.2022	6,6
Kupuj	21.07.2022	7,0
Trzymaj	22.04.2022	8,0
Kupuj	09.12.2021	9,2
Kupuj	21.10.2021	8,8
Kupuj	20.07.2021	8,4

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES OPL NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	2954	2885	3171	2931	3055	3123	3379	3139	3192	4%	2%
EBITDAaL	756	791	707	722	798	822	736	762	807	1%	6%
EBIT	224	1856	15	244	337	324	256	392	360	7%	-8%
Zysk netto	116	1586	-69	125	243	193	163	270	247	1%	-9%
P/E12M trailing	51,2	5,6	5,7	5,4	5,1	19,5	13,2	11,0	11,0		
EV/EBITDAaL 12M trailing	5,2	4,8	4,7	4,6	4,5	4,3	4,3	4,4	4,3		
zmiana przychodów r./r.	4%	3%	3%	0%	3%	8%	7%	7%	4%		
marża EBITDA	25,6%	27,4%	22,3%	24,6%	26,1%	26,3%	21,8%	24,3%	25,3%		
marża EBIT	7,6%	64,3%	0,5%	8,3%	11,0%	10,4%	7,6%	12,5%	11,3%		
marża netto	3,9%	55,0%	-	4,3%	8,0%	6,2%	4,8%	8,6%	7,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	11 508	11 928	12 488	12 984	13 226	13 660
EBITDAaL	2 797	2 963	3 078	3 184	3 345	3 494
EBIT	404	2 211	1 161	1 359	1 450	1 428
Zysk netto	46	1 672	724	857	893	868
EPS (PLN)	0,04	1,3	0,6	0,7	0,7	0,7
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,25	0,35	0,50	0,50
P/E (x)	208,1	5,7	13,2	11,2	10,7	11,0
EV/EBITDAaL (x)	5,4	4,6	4,4	4,2	3,9	3,9
P/BV (x)	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
DY (%)	0,0%	0,0%	3,4%	4,8%	6,9%	6,9%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	8,4	100%	8,0	100%	5%
Wycena porównawcza	8,4	0%	8,0	0%	5%
Opcja wezwania					

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	12984	12766	2%	13226	12992	2%	13660	13405	2%
EBITDAaL	3 184	3 111	2%	3 345	3 279	2%	3 494	3 446	1%
EBIT	1 359	1 146	19%	1 450	1 326	9%	1 428	1 328	8%
Zysk netto	857	698	23%	893	823	9%	868	822	6%
P/E (x)	11,2	13,7		10,7	11,6		11,0	11,6	
EV/EBITDA (x)	4,2	4,3		3,8	4,0		3,9	3,9	
P/BV (x)	0,7			0,7			0,7		
DY (%)	4,8%			6,9%			6,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,7	13,2	11,2	10,7	11,0
P/E skor. (x)	25,2	-	11,2	10,7	11,0
P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDAaL (x)	4,6	4,4	4,2	3,9	3,9
EV/EBITDA (x)	3,3	4,3	4,2	3,8	3,9
EV/Sprzedaż (x)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
FCFE yield skor.	5,8%	4,8%	8,9%	9,0%	11,1%
FCFF yield skor.	6,4%	6,0%	9,3%	10,1%	11,4%
DY (%)	0,0%	3,4%	4,8%	6,9%	6,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,3	0,6	0,7	0,7	0,7
EPS skor. (PLN)	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7
DPS (PLN)	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5
BVPS (PLN)	9,6	10,2	10,6	10,8	10,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	41,3%	30,1%	24,5%	25,3%	25,6%
marża EBIT (%)	18,5%	9,3%	10,5%	11,0%	10,5%
marża netto skor. (%)	14,0%	5,8%	6,6%	6,8%	6,4%
ROE (%)	3,3%	5,6%	6,3%	6,4%	6,1%
ROA (%)	6,6%	2,7%	3,2%	3,2%	3,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	16,7%	18,0%	18,7%	15,6%	21,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	0,9	1,0	0,8	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,8	1,7	1,5	1,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	-9	-10	-8	-7	-7
Cykl rotacji zapasów (dni)	8	8	9	9	9
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	71	71	73	74	73
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	88	90	90	90	89

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**11 508**	**11 928**	**12 488**	**12 984**	**13 226**	**13 660**
Koszty operacyjne	11 104	9 717	11 327	11 625	11 776	12 232
Koszty wynagrodzeń	1 352	1 393	1 399	1 427	1 451	1 464
Amortyzacja	2 945	2 730	2 541	2 542	2 697	2 819
Usługi obce	6 535	6 786	7 423	7 737	7 754	8 015
Pozostałe koszty operacyjne	272	-1 192	-36	-80	-126	-66
EBITDAaL	**2 797**	**2 963**	**3 078**	**3 184**	**3 345**	**3 494**
EBITDA	**3 349**	**4 932**	**3 759**	**3 914**	**4 148**	**4 233**
Amortyzacja	2 945	2 730	2 541	2 542	2 697	2 819
EBIT	**404**	**2 211**	**1 161**	**1 359**	**1 450**	**1 428**
Wynik na działalności finansowej	-342	-281	-294	-303	-347	-357
Zysk brutto	**62**	**1 930**	**867**	**1 055**	**1 103**	**1 071**
Podatek dochodowy	-16	-258	-143	-198	-210	-204
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**46**	**1 672**	**724**	**857**	**893**	**868**
Zysk netto skor.	**46**	**380**	**723**	**857**	**893**	**868**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**20 937**	**22 020**	**22 259**	**22 708**	**22 601**	**23 310**
Aktywa obrotowe	**3 363**	**4 137**	**4 507**	**4 944**	**5 152**	**4 366**
Zapasy	230	281	300	312	318	328
Należności handlowe	2 305	2 345	2 543	2 644	2 693	2 782
Gotówka	358	933	1 026	1 390	1 583	738
Aktywa	**24 300**	**26 157**	**26 766**	**27 652**	**27 753**	**27 676**
Kapitał własny	**10 597**	**12 609**	**13 451**	**13 896**	**14 131**	**14 340**
Kapitały mniejszości	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
Zobowiązania długoterminowe	**6 064**	**9 193**	**8 068**	**8 424**	**8 249**	**7 876**
Zobowiązania oprocentowane	4 624	7 268	6 465	6 799	6 624	6 235
Zobowiązania krótkoterminowe	**7 637**	**4 353**	**5 245**	**5 330**	**5 370**	**5 458**
Zobowiązania oprocentowane	4 091	573	1 330	1 330	1 330	1 330
Zobowiązania handlowe	2 712	3 007	3 147	3 232	3 272	3 360
Pasywa	**24 300**	**26 157**	**26 766**	**27 652**	**27 753**	**27 676**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**3 005**	**3 101**	**2 940**	**3 259**	**3 502**	**3 627**
Zysk (strata) netto	46	1 672	724	857	893	868
Amortyzacja	2 945	2 730	2 541	2 542	2 697	2 819
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-2 064**	**-1 156**	**-1 999**	**-2 102**	**-1 879**	**-2 827**
CAPEX	-2 015	-1 995	-2 242	-2 427	-2 066	-2 976
Przepływy z działalności finansowej	**-989**	**-1 371**	**-850**	**-793**	**-1 431**	**-1 645**
Dywidenda	0	0	-328	-459	-656	-656
Przepływy pieniężne netto	-48	574	91	364	192	-845
Środki pieniężne na początek okresu	404	358	933	1 026	1 390	1 583
Środki pieniężne na koniec okresu	358	933	1 026	1 390	1 583	738

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wirtualna Polska

Nadal wysoka baza w reklamie, wolniejsze wzrosty w turystyce

Trzymaj

(Poprzednia: Kupuj, 128 PLN)

Cena docelowa: 140 PLN

Cena bieżąca: 129 PLN

Potencjał wzrostu: 9%

Raport za II kw.'23

29.08.2023

Podnosimy cenę docelową ze 128 PLN do 140 PLN, ale obniżamy rekomendację do TRZYMAJ. Wymagająca baza z zeszłego roku w reklamie przy rosnących kosztach skutkuje przejściowym spadkiem wyniku pro-forma w reklamie. Poprawy wyniku pro-forma oczekujemy w drugim półroczu, co łącznie pozwoli na wygenerowanie EBITDA lepszej o niskie kilka procent w skali roku. W 3Q'23 turystyka powinna być głównym kontrybutorem do zysku, po tym jak jej EBITDA w 3Q'22 była (po uwzględnieniu Szallas Group) zbliżona do biznesu online, natomiast w 4Q'23 liczymy na bardziej wyraźną poprawę w mediach online.

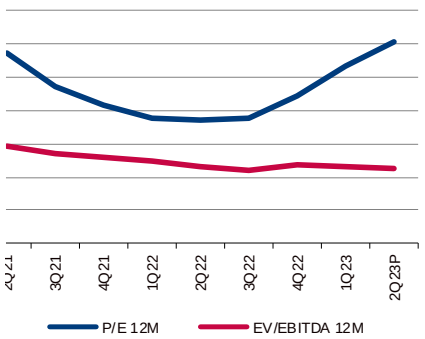
Prognoza 2Q23. Prognozujemy wzrost przychodów w reklamie i subskrypcjach o 2% r/r oraz o 26% w turystyce (obie dynamiki po oczyszczeniu o efekt przejęć). Na poziomie skor. EBITDA oczekujemy nieznacznie mniejszej niż w 1Q poprawy r/r w segmencie turystyki (pro-forma) o 31% r/r do 23mln PLN, natomiast zakładamy, że utrzyma się spadek w biznesie mediów online (-4% r/r do 71mln PLN). Łącznie zakładamy płaski r/r wynik EBITDA skor. po uwzględnieniu przejęć, natomiast raportowany wynik szacujemy na 8% wyższy r/r. Zysk netto powinien spaść z przyczyn podobnych jak w poprzednim kwartale, czyli wyższa amortyzacja, w tym PPA po przejęciach oraz wyższe koszty odsetek. Dodatkowo rośnie efektywna stawka podatkowa w związku z brakiem możliwości zakwalifikowania do kosztów podatkowych części amortyzacji i kosztów finansowych.).

Rynek oczekuje mocnego roku w turystyce, trudno będzie istotnie przebić oczekiwania. Mimo dobrego outlooku w biznesie turystycznym sądzimy, że trudno będzie przebić oczekiwania rynku grającego pod rekordowy wynik za trzeci kwartał. Nawet jeśli wynik Szallas urośnie o niskie kilkanaście procent r/r, to tempo wzrostu spowolni biznes reklamowy. Poza tym, wakacje.pl, które silnie poprawiły wyniki w pierwszym półroczu, co było związane m.in. z zakupami wycieczek z większym wyprzedzeniem, mogą nie poprawić wyniku w sezonowo mocnym 3Q tak znacząco jak w pierwszym półroczu charakteryzującym się niższą bazą z początku 2022 roku. Nasze tradycyjne porównanie zachowania kursu WPL i Alphabetu, jako głównego reprezentanta globalnego rynku reklamowego wskazuje na outperformance WPL o kilkanaście procent w ostatnich tygodniach (w poprzednich trzech latach kursy bardzo silnie skorelowane) i sądzimy, że trudno będzie o dalsze mocniejsze od indeksu zachowanie kursu spółki.

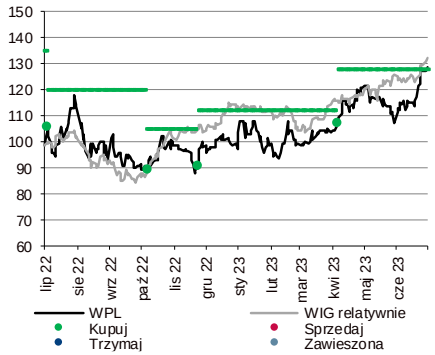
DANE SPÓŁKI			
Ticker			WPL
Sektor			TMT
Kurs (PLN)			129,0
52 tyg. min/max (PLN)			85,5 / 129,4
Liczba akcji (mln szt.)			29,2
Kapitalizacja (mln PLN)			3765
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,47
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	15,8%	23,4%	30,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	128
Kupuj	12.12.2022	112
Kupuj	24.10.2022	105
Kupuj	21.07.2022	120
Kupuj	22.04.2022	135
Kupuj	09.12.2021	158
Kupuj	21.10.2021	158
Trzymaj	20.07.2021	124

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES WPL NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	218	225	250	213	267	271	327	310	355	33%	14%
EBITDA skor.	77	74	96	72	93	96	110	76	101	8%	32%
EBIT	56	63	71	45	65	66	63	39	60	-7%	56%
Zysk netto	41	53	62	43	46	49	32	14	29	-36%	104%
P/E12M trailing	28,5	23,5	20,6	18,9	18,4	18,8	22,1	26,6	30,1		
EV/EBITDA 12M trailing	14,5	13,6	12,9	12,3	11,5	10,9	11,8	11,5	11,1		
zmiana przychodów r./r.	97%	47%	14%	19%	22%	20%	31%	46%	33%		
marża EBITDA	35,3%	32,8%	38,5%	33,9%	34,9%	35,4%	33,7%	24,5%	28,4%		
marża EBIT	25,6%	28,1%	28,4%	21,3%	24,2%	24,5%	19,3%	12,4%	17,0%		
marża netto	18,8%	23,7%	24,7%	20,4%	17,2%	18,1%	9,9%	4,6%	8,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	632	872	1 067	1 441	1 553	1 674
EBITDA	203	310	340	434	482	528
EBIT	122	228	240	285	328	367
Zysk netto	79	179	173	163	216	261
EPS (PLN)	2,69	6,1	5,9	5,6	7,4	8,9
DPS (PLN)	0,0	1,6	1,2	2,5	2,5	2,5
P/E (x)	48,0	21,0	21,8	23,1	17,5	14,5
EV/EBITDA (x)	19,8	12,7	12,8	9,9	8,7	7,6
P/BV (x)	6,4	5,2	4,3	3,9	3,4	2,9
DY (%)	0,0%	1,2%	0,9%	1,9%	1,9%	1,9%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	140,0	100%	128,0	100%	9%
Wycena porównawcza	156,3	0%	123,4	0%	27%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1441	1410	2%	1553	1518	2%	1674	1636	2%
EBITDA	442	442	0%	490	486	1%	536	526	2%
EBIT	285	294	-3%	328	331	-1%	367	365	1%
Zysk netto	163	172	-5%	216	218	-1%	261	259	1%
P/E (x)	23,1	21,9		17,5	17,3		14,5	14,6	
EV/EBITDA (x)	9,9	9,7		8,7	8,7		7,6	7,6	
P/BV (x)	3,9			3,4			2,9		
DY (%)	1,9%			1,9%			1,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	21,0	21,8	23,1	17,5	14,5
P/E skor. (x)	21,0	21,8	23,1	17,5	14,5
P/BV (x)	5,2	4,3	3,9	3,4	2,9
EV/EBITDA (x)	12,7	12,8	9,9	8,7	7,6
EV/EBITDA skor. (x)	12,8	11,8	9,8	8,6	7,5
EV/Sprzedaż (x)	4,5	4,1	3,0	2,7	2,4
FCFE Yield (%)	4,1%	4,0%	5,1%	6,1%	7,2%
FCFF Yield (%)	3,9%	3,6%	5,8%	6,5%	7,7%
DY (%)	1,2%	0,9%	1,9%	1,9%	1,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	6,1	5,9	5,6	7,4	8,9
EPS skor. (PLN)	6,1	5,9	5,6	7,4	8,9
DPS (PLN)	1,6	1,2	2,5	2,5	2,5
BVPS (PLN)	25,0	29,7	32,8	37,6	44,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	35,3%	34,8%	30,7%	31,6%	32,0%
marża EBIT (%)	26,1%	22,5%	19,8%	21,1%	21,9%
marża netto skor. (%)	20,5%	16,2%	11,3%	13,9%	15,6%
ROE (%)	27,2%	21,6%	17,8%	20,9%	21,8%
ROA (%)	14,3%	10,6%	7,8%	9,7%	11,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	8,9%	9,1%	8,3%	8,1%	7,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,2	0,6	0,5	0,3	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	1,6	1,1	0,8	0,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	16	9	-5	-6	-6
Cykl rotacji zapasów (dni)	1	1	1	1	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	81	80	73	80	80
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	66	73	79	87	86

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**632**	**872**	**1 067**	**1 441**	**1 553**	**1 674**
Przychody Reklama i Subskrypcje	-	521	595	710	776	843
Przychody Turystyka	-	128	243	464	500	542
Przychody Pozostałe	-	223	229	266	277	288
EBITDA skor. Reklama i Subskrypcje	-	251	282	297	333	364
EBITDA skor. Turystyka	-	28	61	118	129	142
EBITDA skor. Pozostałe	-	29	28	27	28	30
EBITDA	**203**	**310**	**340**	**434**	**482**	**528**
EBITDA skor.	**217**	**308**	**371**	**442**	**490**	**536**
Amortyzacja	-81	-83	-101	-149	-155	-161
EBIT	**122**	**228**	**240**	**285**	**328**	**367**
Wynik na działalności finansowej	-30	1	-6	-54	-41	-30
Zysk brutto	**91**	**228**	**234**	**231**	**286**	**337**
Podatek dochodowy	-10	-44	-53	-57	-60	-68
Zysk mniejszości	-3	-5	-8	-11	-11	-9
Zysk netto	**79**	**179**	**173**	**163**	**216**	**261**
Zysk netto skor.	**79**	**179**	**173**	**163**	**216**	**261**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**887**	**907**	**1 534**	**1 578**	**1 624**	**1 613**
Aktywa obrotowe	**356**	**355**	**477**	**582**	**654**	**830**
Zapasy	1	1	1	1	1	1
Należności handlowe	168	219	252	328	353	381
Gotówka	188	135	185	214	260	409
Aktywa	**1 244**	**1 263**	**2 011**	**2 160**	**2 278**	**2 443**
Kapitał własny	**586**	**729**	**870**	**960**	**1 102**	**1 289**
Kapitały mniejszości	**11**	**15**	**53**	**71**	**71**	**71**
Zobowiązania długoterminowe	**435**	**301**	**642**	**592**	**542**	**492**
Zobowiązania oprocentowane	379	248	569	519	469	419
Zobowiązania krótkoterminowe	**211**	**219**	**446**	**537**	**563**	**591**
Zobowiązania oprocentowane	49	49	168	168	168	168
Zobowiązania handlowe	155	159	266	357	383	410
Pasywa	**1 244**	**1 263**	**2 011**	**2 160**	**2 278**	**2 443**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**211**	**245**	**266**	**380**	**411**	**451**
Zysk (strata) netto	79	179	173	163	216	261
Amortyzacja	81	83	101	149	155	161
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-66**	**-114**	**-576**	**-178**	**-184**	**-132**
CAPEX	-61	-78	-97	-120	-125	-130
Przepływy z działalności finansowej	**-32**	**-184**	**359**	**-174**	**-180**	**-170**
Dywidenda	0	-45	-35	-73	-73	-73
Przepływy pieniężne netto	114	-54	48	29	46	148
Środki pieniężne na początek okresu	74	188	135	185	214	260
Środki pieniężne na koniec okresu	188	135	185	214	260	409

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

11 bit studios

„Sprawdzam" dla wyceny już niebawem

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj)

Cena docelowa: 703 PLN
Cena bieżąca: 688 PLN
Potencjał wzrostu: 2%

Raport za II kw.'23
24.08.2023

#Wyniki Zakładamy ok. 9,3 mln PLN przychodów z własnych IP i 4 mln PLN przychodów z działalności wydawniczej. Zakładamy płaskie koszty operacyjne kw./kw. Nakłady na prace rozwojowe powinny przekroczyć 13 mln PLN. Wyniki powinny być przyjęte neutralnie.

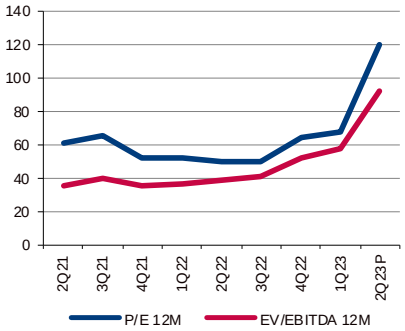
#Outlook / Newsflow Spółka wchodzi obecnie w okres „delivery" które będzie swoisty „sprawdzam" dla relatywnie wysokiej wyceny. Ogłoszony na konferencji harmonogram premier jest ambitny i miał pozytywne zaskoczenia jeśli chodzi o zapowiadany timing vs nasze oczekiwania (głownie Alters). W sumie w ciągu 12 miesięcy, 11B zapowiada 2 gry własne i 3 z wydawnictwa. Przy tak napiętym harmonogramie trudno jednoznacznie wykluczyć ryzyko przesunięć (znając też track-record 11B) aczkolwiek wydaje się, że wcześniej sygnalizowane przez nas ryzyko finansowania projektów przy obecnym FCF może się nie zmaterializować głównie dzięki temu, że dwie gry własne mają debiutować w H1 2024, a nie później (po 1Q23 77 mln PLN gotówki). Projekt 8, czyli jeden z flagowców 11B miał duże problemy na etapie developmentu i spółka ponownie to potwierdziła. Wydaje się, że skala przesunięć może być istotna podobnie jak ryzyko komercyjne. Zapowiadając P8 w 2024, premiera gry w 2025 będzie optymistycznym scenariuszem (do 2024 obowiązuje obecny Program Motywacyjny). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, guidance budżetu gier własnych wzrósł z 130 do 150 mln PLN (+15%). Przekaz spółki odnośnie feedbacku graczy w konkretnych projektach powinien być optymistycznym sygnałem w kontekście jakości i ocen gier na premierę. Spółka ma dobry track record w tym zakresie za co widoczna była premia w notowaniach w ostatnich latach vs sektor. 11B będzie wchodził w okres zapowiadanego delivery co dla kursu akcji na pewno oznacza większą zmienność. W naszym przekonaniu obecny poziom wyceny nie jest szczególnie atrakcyjne do budowy dużej pozycji na spółce ze względu na stosunek risk-reward, który przy ATH dyskontuje już w dużej części sukces premier. Z drugiej strony sądzimy, że to też nie jest moment na sprzedaż akcji tuż przed kluczowymi premierami mogącymi przeskalować 11B

#Zmiany modelowe / rekomendacja Po konferencji rocznej, zmieniamy założenia odnośnie timingu premier spółki oraz lekko podnosimy założenia wolumenowe (wzrosty wishlist). Oczekujemy obecnie dwóch premier z wydawnictwa w 2023 r. : Thaumaturgre oraz The Invincible – obie w 4Q23. Zgodnie z planamu spółki zakładamy premierę Frostpunka 2 w 1Q24 oraz Alters w 2Q24 (poprzednio 4Q24 – pozytywne zaskoczenie na konferencji odnośnie timingu). Oczekujemy premiery Projekt 8 pod koniec 2025 r. Utrzymujemy rekomendację TRZYMAJ z podwyższoną ceną docelową 703 PLN/akcja.

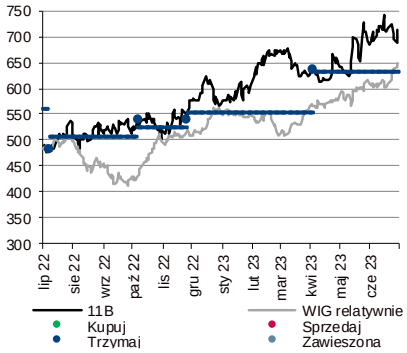
DANE SPÓŁKI			
Ticker			11B
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			688,0
52 tyg. min/max (PLN)			466,5 / 743
Liczba akcji (mln szt.)			2,4
Kapitalizacja (mln PLN)			1663
S&P Global ESG Scores			28
Śr. obroty 3M (mln PLN)			2,33
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,4%	12,1%	47,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	21.04.2023	635
Trzymaj	13.12.2022	555
Trzymaj	24.10.2022	525
Trzymaj	25.07.2022	510
Trzymaj	22.04.2022	561
Trzymaj	09.12.2021	525
Kupuj	21.10.2021	480
Trzymaj	20.07.2021	527

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES 11B NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	20,9	13,4	20,9	17,7	28,0	13,8	14,6	14,8	13,3	-53%	-10%
EBITDA skor.	14,3	6,8	13,8	6,2	11,8	4,8	6,1	3,8	1,9	-84%	-50%
EBIT	11,1	3,9	11,6	3,7	9,7	2,6	4,0	1,9	0,6	-94%	-69%
Zysk netto skor.	10,7	5,1	11,7	4,6	12,0	5,6	3,7	3,3	1,4	-88%	-57%
P/E12M trailing	60,2	65,1	51,9	51,9	49,9	49,1	64,3	67,9	119,2		
EV/EBITDA 12M trailing	35,0	39,3	34,9	35,9	38,2	40,5	51,8	56,8	91,5		
zmiana przychodów r./r.	7%	-25%	10%	20%	34%	3%	-30%	-17%	-53%		
marża EBITDA	68,2%	50,4%	66,1%	34,7%	42,2%	34,8%	41,4%	25,7%	14,2%		
marża EBIT	52,8%	29,2%	55,5%	21,1%	34,5%	18,7%	27,3%	12,8%	4,4%		
marża netto	50,9%	37,8%	56,0%	26,0%	42,6%	40,7%	25,1%	22,0%	10,6%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	87	70	74	108	369	294
EBITDA	51	42	29	29	233	158
EBIT	41	30	20	23	171	118
Zysk netto skor.	37	32	26	24	155	108
EPS (PLN)	15,46	11,9	9,5	9,9	64,3	44,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	8,9	57,9
P/E skor. (x)	44,5	58,0	72,7	69,5	10,7	15,3
EV/EBITDA (x)	30,9	40,2	60,9	56,1	6,5	10,2
P/BV (x)	10,1	8,4	7,4	6,7	4,3	4,7
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	8,4%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	703,0	100%	635,0	100%	11%
Wycena porównawcza	680,6	0%	662,0	0%	3%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	108	94	15%	369	355	4%	294	333	-12%
EBITDA	29	26	10%	233	216	8%	158	166	-5%
EBIT	23	21	10%	171	162	5%	118	123	-4%
Zysk netto	24	22	9%	155	148	5%	108	113	-4%
P/E (x)	69,5	75,6		10,7	11,2		15,3	14,7	
EV/EBITDA (x)	57,1	62,2		6,5	7,0		10,2	9,7	
P/BV (x)	7,4			4,3			4,7		
DY (%)	0,0%			1,3%			8,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	58,0	72,7	69,5	10,7	15,3
P/E skor. (x)	51,9	64,3	69,5	10,7	15,3
P/BV (x)	8,4	7,4	6,7	4,3	4,7
EV/EBITDA (x)	40,2	60,9	56,1	6,5	10,2
EV/EBITDA skor. (x)	37,0	54,6	56,1	6,5	10,2
EV/Sprzedaż (x)	22,3	21,2	14,9	4,1	5,4
FCF Yield (%)	0,8%	-0,8%	-2,2%	7,7%	3,4%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	8,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	11,9	9,5	9,9	64,3	44,8
EPS skor. (PLN)	13,3	10,7	9,9	64,3	44,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	8,9	57,9
BVPS (PLN)	81,6	92,9	102,8	158,2	145,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	42,5%	26,9%	21,2%	46,3%	40,0%
marża EBITDA skor. (%)	60,3%	38,9%	26,5%	63,0%	53,6%
marża EBIT (%)	42,8%	26,9%	21,3%	46,3%	40,0%
marża netto skor. (%)	40,9%	30,8%	22,1%	42,1%	36,9%
ROE (%)	17,7%	12,3%	10,1%	49,3%	29,6%
ROA (%)	14,1%	9,9%	9,3%	46,4%	28,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	41,2%	61,6%	53,6%	19,0%	27,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3,2	7,8	10,2	1,1	2,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	1,2
Dług netto/EBITDA (x)	-2,5	-3,4	-1,9	5,4	35,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	27	37	32	24	55
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	73	64	41	27	58
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	46	27	10	3	4

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**87**	**70**	**74**	**108**	**369**	**294**
Koszty operacyjne	47	40	54	85	198	176
Zysk brutto ze sprzedaży	**40**	**30**	**20**	**23**	**171**	**118**
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-	-	-	-	-	-
EBITDA	**51**	**39**	**26**	**29**	**233**	**158**
EBITDA skor.	**51**	**42**	**29**	**29**	**233**	**158**
Amortyzacja	10	9	6	6	62	40
EBIT	**41**	**30**	**20**	**23**	**171**	**118**
Wynik na działalności finansowej	0	0	7	4	4	4
Zysk brutto	**41**	**30**	**27**	**27**	**175**	**122**
Podatek dochodowy	3	0	4	3	19	13
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**37**	**29**	**23**	**24**	**155**	**108**
Zysk netto skor.	**37**	**32**	**26**	**24**	**155**	**108**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**70**	**91**	**143**	**195**	**203**	**243**
Aktywa obrotowe	**116**	**129**	**102**	**73**	**199**	**127**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	12	16	9	15	39	55
Gotówka	24	27	31	53	148	62
Aktywa	**186**	**220**	**244**	**268**	**402**	**371**
Kapitał własny	**165**	**197**	**225**	**248**	**382**	**351**
Kapitały mniejszości	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Zobowiązania długoterminowe	**10**	**9**	**9**	**9**	**9**	**9**
Zobowiązania oprocentowane	9	8	6	6	6	6
Zobowiązania krótkoterminowe	**11**	**13**	**10**	**10**	**10**	**10**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	10	8	3	3	3	3
Pasywa	**186**	**220**	**244**	**268**	**402**	**371**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**38**	**41**	**33**	**23**	**187**	**135**
Zysk (strata) netto	37	29	23	24	155	108
Amortyzacja	10	9	6	6	62	40
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-34**	**-37**	**-29**	**-1**	**-70**	**-80**
CAPEX	-30	-29	-46	-58	-70	-80
Przepływy z działalności finansowej	**6**	**-1**	**0**	**0**	**-22**	**-140**
Dywidenda	0	0	0	0	-22	-140
Przepływy pieniężne netto	9	3	4	22	95	-86
Środki pieniężne na początek okresu	15	24	27	31	53	148
Środki pieniężne na koniec okresu	24	27	31	53	148	62

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Artifex Mundi

Kontynuacja wzrostu Unsolved

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

Cena docelowa: 19,5 PLN

Cena bieżąca: 14,85 PLN

Potencjał wzrostu: 31%

Raport za II kw.'23

20.09.2023

#Wyniki Spółka zaraportowała wstępne przychody za II kwartał, które wyniosły ok. 19,6 mln PLN (+102% r./r. ; +23% kw./kw.). Przychody z segmentu gier HOPA wyniosły 2,4 mln PLN (-37% r./r. ; -22% kw./kw.), a z segmentu F2P 17,1 mln PLN (+193% r./r. ; +34% kw./kw.). Wstępne nakłady na UA wyniosły 10,3 mln PLN. Mnożnik UA/przychody F2P wniósł 60% (-2pp kw./kw.). Zakładamy, że COGS wyniosą w tym kwartale 2,7 mln PLN, a koszty ogólnego zarządu 1,5 mln PLN. Spodziewamy się pozytywnej reakcji rynku na wyniki. Kolejny kwartał z rzędu dynamika wyników najmocniejsza w sektorze;

#Outlook / Newsflow Unsolved kontynuuje dobrą passę wyników. Aplikacja mobilna scalająca gry HOPA wzrosła od listopada '22 już ponad trzykrotnie. Spółka widzi potencjał do kontynuacji wzrostu trzytorowo: (1) DŁUGOŚĆ, czyli rozbudowa contentu i wzrost liczby gier w aplikacji; (2) SZEROKOŚĆ, czyli nowe kanały płatnego pozyskiwania użytkowników oraz nowe platformy (m.in. Steam); (3) WYSOKOŚĆ, czyli poprawa najważniejszych KPI, a w tym nowe funkcjonalności, mechaniki, optymalizacja ekonomiki oraz zapowiedzi stworzenia nowej metagry (zakładamy ok. 3Q23). Sądzimy, że analizując benchmarki gier z gatunku Hidden Object dla Unsolved takie jak June's Journey czy Seekers Notes, które generują odpowiednio 17x i 3x tyle przychodów wydaje się, że gra ma nadal dużą przestrzeń do wzrostu, co naszym zdaniem nie jest zdyskontowane. Na razie pozostajemy sceptyczni co do sukcesu tytułu ze względu na trudne otoczenie rynkowe i brak sukcesów w grach RPG (Bladebound). Ryzykiem dla gry może być relatywnie wysoki budżet. Guidance spółki jest optymistyczny, a po II kw. wydaje się, że może to być rekordowy rok wyników;

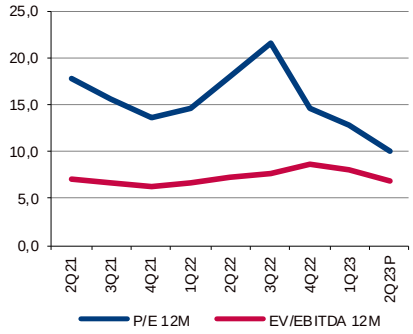
#Zmiany modelowe / rekomendacja Brak istotnych zmian w stosunku do poprzedniej rekomendacji. Oczekujemy, że dynamika przychodów segmentu F2P wyniesie w 2023 r +171% - najszybszy wzrost przychodów w polskim sektorze gier. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 19,5 PLN/akcja.

DANE SPÓŁKI	
Ticker	ART
Sektor	Gry
Kurs (PLN)	14,9
52 tyg. min/max (PLN)	5,02 / 16,2
Liczba akcji (mln szt.)	11,9
Kapitalizacja (mln PLN)	177
S&P Global ESG Scores	-
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,22

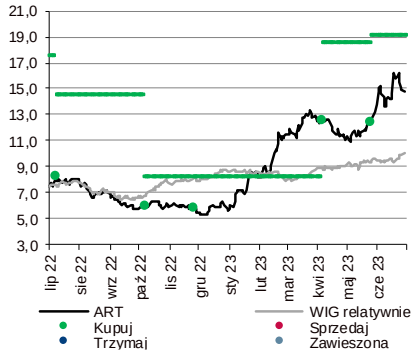
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	7,2%	16,5%	96,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	13.06.2023	19,2
Kupuj	24.04.2023	18,7
Kupuj	13.12.2022	8,4
Kupuj	24.10.2022	8,3
Kupuj	25.07.2022	14,7
Kupuj	22.04.2022	17,6
Kupuj	09.12.2021	19,00
Kupuj	21.10.2021	18,30

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ART NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	11,1	9,1	8,3	11,1	9,7	8,9	8,9	15,9	19,6	102%	23%
EBITDA	5,5	5,2	4,1	4,6	3,9	3,9	3,3	5,5	6,8	75%	24%
EBIT	4,0	4,1	2,9	3,1	2,5	2,5	1,8	4,1	5,2	110%	25%
Zysk netto	3,4	3,3	3,1	2,3	1,1	1,7	7,0	4,0	4,8	338%	19%
P/E12M trailing	17,7	15,6	13,6	14,6	18,0	21,5	14,6	12,8	10,1		
EV/EBITDA 12M trailing	7,2	6,6	6,3	6,7	7,2	7,7	8,6	8,1	6,9		
zmiana przychodów r./r.	43%	65%	22%	5%	-13%	-3%	7%	44%	102%		
marża EBITDA	50,0%	56,7%	49,1%	41,5%	40,2%	43,8%	37,0%	34,6%	34,8%		
marża EBIT	36,2%	45,3%	35,5%	28,3%	25,4%	28,0%	20,5%	26,0%	26,3%		
marża netto	30,4%	36,5%	37,5%	20,7%	11,2%	19,2%	78,3%	25,1%	24,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	25,7	39,1	38,5	78,8	98,0	114,7
EBITDA	17,0	21,1	15,7	28,1	34,1	39,6
EBIT	10,0	15,3	9,9	21,4	25,1	28,1
Zysk netto	8,2	13,0	12,1	19,9	23,2	25,9
EPS (PLN)	0,69	1,1	1,0	1,7	2,0	2,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	21,4	13,6	14,6	8,9	7,6	6,8
EV/EBITDA (x)	9,8	7,7	9,9	5,2	3,9	3,0
P/BV (x)	6,0	4,3	3,2	2,4	1,8	1,4
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	19,5	0%	19,2	0%	2%
Wycena porównawcza	20,8	0%	21,1	0%	-1%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	78,8	78,0	1%	98,0	97,0	1%	114,7	114	1%
EBITDA	28,1	27,4	3%	34,1	33,7	1%	39,6	39	1%
EBIT	21,4	21,1	1%	25,1	24,7	2%	28,1	28	1%
Zysk netto	19,9	19,6	2%	23,2	22,9	1%	25,9	26	1%
P/E (x)	8,9	9,0		7,6	7,7		6,8	6,9	
EV/EBITDA (x)	5,2	5,3		3,9	4,0		3,0	3,0	
P/BV (x)	2,4			1,8			1,4		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	13,6	14,6	8,9	7,6	6,8
P/E skor. (x)	13,6	14,6	8,9	7,6	6,8
P/BV (x)	4,3	3,2	2,4	1,8	1,4
EV/EBITDA (x)	7,7	9,9	5,2	3,9	3,0
EV/EBITDA skor. (x)	7,7	9,9	5,2	3,9	3,0
EV/Sprzedaż (x)	4,2	4,0	1,9	1,4	1,0
FCF Yield (%)	3,1%	3,3%	5,8%	7,6%	12,4%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,1	1,0	1,7	2,0	2,2
EPS skor. (PLN)	1,1	1,0	1,7	2,0	2,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	3,5	4,6	6,3	8,3	10,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	75,1%	76,3%	86,3%	85,9%	85,5%
marża EBITDA skor. (%)	54,0%	40,6%	35,7%	34,8%	34,5%
marża EBIT (%)	39,2%	25,7%	27,1%	25,6%	24,5%
marża netto skor. (%)	33,3%	31,3%	25,2%	23,7%	22,6%
ROE (%)	36,7%	25,0%	30,5%	26,8%	23,3%
ROA (%)	30,7%	21,2%	26,0%	23,0%	20,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,8%	1,1%	0,7%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-1,4	-1,1	-1,2	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	176	263	173	183	192
Cykl rotacji zapasów (dni)	159	256	176	182	189
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	44	51	32	38	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	27	44	34	38	40

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**25,7**	**39,1**	**38,5**	**78,8**	**98,0**	**114,7**
Koszt własny sprzedaży	9,9	9,7	9,1	10,8	13,9	16,7
Zysk brutto ze sprzedaży	**15,8**	**29,4**	**29,4**	**68,0**	**84,2**	**98,0**
Koszty sprzedaży	0,6	9,5	13,0	40,7	52,9	63,5
Koszty ogólnego zarządu	2,6	4,5	6,5	5,9	6,2	6,4
Zysk ze sprzedaży	12,6	15,4	9,9	21,4	25,1	28,1
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-2,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**17,0**	**21,1**	**15,7**	**28,1**	**34,1**	**39,6**
EBITDA skor.	**19,5**	**21,1**	**15,7**	**28,1**	**34,1**	**39,6**
Amortyzacja	7,0	5,8	5,8	6,7	9,0	11,5
EBIT	**10,0**	**15,3**	**9,9**	**21,4**	**25,1**	**28,1**
Wynik na działalności finansowej	0,2	-0,6	2,6	1,0	1,0	1,0
Zysk brutto	**10,2**	**14,7**	**12,5**	**22,4**	**26,1**	**29,1**
Podatek dochodowy	-2,0	-1,7	-0,5	-2,5	-2,9	-3,2
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**8,2**	**13,0**	**12,1**	**19,9**	**23,2**	**25,9**
Zysk netto skor.	**8,2**	**13,0**	**12,1**	**19,9**	**23,2**	**25,9**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**7,9**	**6,0**	**5,6**	**5,2**	**4,8**	**4,5**
Aktywa obrotowe	**27,8**	**42,9**	**59,4**	**82,8**	**108,9**	**137,2**
Aktywowane koszty gier komputerowych	12,3	21,7	32,4	43,6	54,3	64,4
Należności handlowe	4,2	5,2	5,5	8,2	12,3	14,8
Gotówka	11,0	14,5	21,2	30,7	42,0	57,7
Aktywa	**35,7**	**48,9**	**65,0**	**88,0**	**113,7**	**141,7**
Kapitał własny	**29,4**	**41,5**	**55,2**	**75,1**	**98,3**	**124,2**
Kapitały mniejszości	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Zobowiązania długoterminowe	**2,7**	**1,9**	**1,1**	**1,1**	**1,1**	**1,1**
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	**3,6**	**5,4**	**8,7**	**11,7**	**14,3**	**16,4**
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	2,3	3,4	5,9	8,9	11,5	13,6
Pasywa	**35,7**	**48,9**	**65,0**	**88,0**	**113,7**	**141,7**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**8,0**	**5,7**	**5,6**	**9,0**	**10,9**	**15,4**
Zysk (strata) netto	8,2	13,0	12,1	19,9	23,2	25,9
Amortyzacja	1,2	1,4	0,9	1,0	1,0	1,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-0,3**	**-0,5**	**-16,0**	**-0,5**	**-0,6**	**-0,7**
CAPEX	-0,3	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
Przepływy z działalności finansowej	**-0,8**	**-0,7**	**-0,9**	**1,0**	**1,0**	**1,0**
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	7,0	4,5	-11,3	9,5	11,3	15,7
Środki pieniężne na początek okresu	4,0	11,0	14,5	3,2	12,7	23,9
Środki pieniężne na koniec okresu	11,0	14,5	3,2	12,7	23,9	39,6

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

BoomBit

Coraz słabsza trajektoria przychodów przy obciążeniu wyników segmentem Play&Earn

Trzymaj
(Poprzednia: Kupuj)

Cena docelowa: 13,1 PLN
Cena bieżąca: 12 PLN
Potencjał wzrostu: 9%

Raport za II kw.'23
25.09.2023

#Wyniki Spółka zaraportowała wstępne przychody za II kw., które wyniosły 62,4 mln PLN (-24% r./r. ; -5% kw./kw.). Jest to czwarty kwartał z rzędu ze spadkiem przychodów kw./kw. Wstępne koszty UA wyniosły 33,7 mln PLN, co oznacza mnożnik UA/przychody na poziomie 54% (-6pp kw./kw.). Wstępne koszty prowizji 7 mln PLN. Kontrybucja kosztów segmentu blockchain może ciążyć wynikom. Spodziewamy się neutralnej reakcji rynku na wyniki.

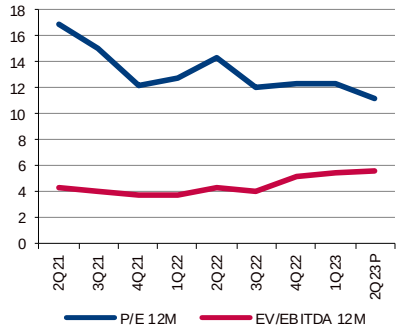
#Outlook / Newsflow Spowolnienie sektora gier mobilnych dotknęło także gry hypercasual co jest widoczne w wynikach BBT. Spółka chce to wykorzystać oportunistycznie współpracują z mniejszymi studiami (BTC, Vivid) lecz finansowe efekty tej współpracy niekoniecznie muszą oznaczać wykreowanie wartości dla akcjonariuszy. Większość przychodów nadal powinny generować gry Darts i Hunt Royale, a wynikom po stronie operacyjnej ciąży rentowność segmentu gier opartych o technologię blochchain co szczególnie widać dużej stracie netto minorities. Zarząd w tym roku spodziewa się pozytywnego wpływu segmentu na wyniki (m.in. Gra Hunters On Chain)i pierwszych sukcesów projektów blockchain, ale my pozostajemy do tego mocno sceptyczni. Na ostatniej konferencji wskazano, że nowe gry z gatunku idyle i sport są ukończone i obecnie optymalizowane, a ich premiera może się odbyć w III kw. 2023 r. Przychody z umowy z ironSource mają być rozłożone liniowo w 24 miesiące co powinno wspierać wyniki. Presja po stronie rynku reklamy może się utrzymywać.

#Zmiany modelowe / rekomendacja Zdecydowania obniżamy prognozy spółki ze względu na słabe przychody i brak rentowności segmentu Play&Earn (gry oparte na blockchain). W schłodzonym otoczeniu makro oraz rynku blockchain/NFT prawdopodobieństwo sukcesu projektów spółki jest naszym zdaniem raczej niewielkie. Obniżamy rekomendację do TRZYMAJ i ceny 13,1 PLN /akcja.

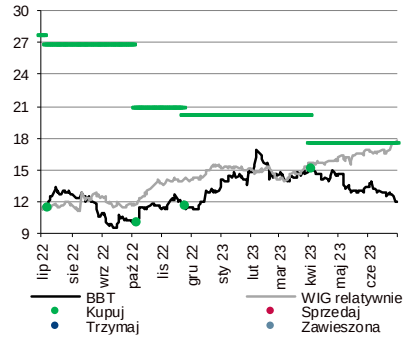
DANE SPÓŁKI			
Ticker			BBT
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			12,0
52 tyg. min/max (PLN)			9,4 / 17,4
Liczba akcji (mln szt.)			13,5
Kapitalizacja (mln PLN)			162
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,06
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-9,4%	-21,2%	-21,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	17,4
Kupuj	13.12.2022	20,0
Kupuj	24.10.2022	20,7
Kupuj	25.07.2022	26,7
Kupuj	22.04.2022	27,5
Kupuj	09.12.2021	29,1
Kupuj	21.10.2021	24,2
Kupuj	20.07.2021	36,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES BBT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	70,7	57,6	67,8	66,2	81,9	73,6	72,3	65,4	62,4	-24%	-5%
EBITDA skor.	10,2	7,2	9,4	6,0	5,7	8,7	3,0	3,7	4,7	-18%	26%
EBIT	7,0	4,1	6,3	2,9	2,5	5,7	-0,1	0,7	1,7	-32%	130%
Zysk netto skor.	3,4	2,3	4,8	2,3	2,1	4,4	4,5	2,2	3,4	65%	52%
P/E12M trailing	17,0	15,0	12,2	12,8	14,3	12,1	12,3	12,3	11,2		
EV/EBITDA 12M trailing	4,3	4,1	3,7	3,8	4,3	4,1	5,1	5,4	5,6		
zmiana przychodów r./r.	118%	61%	98%	54%	16%	28%	7%	-1%	-24%		
marża EBITDA	14,5%	12,6%	13,8%	9,1%	7,0%	11,9%	4,1%	5,7%	7,5%		
marża EBIT	9,9%	7,1%	9,3%	4,4%	3,1%	7,7%	-	1,1%	2,7%		
marża netto	4,8%	4,0%	7,0%	3,4%	2,5%	6,0%	6,2%	3,4%	5,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	140,2	239,0	294,0	257,9	296,6	341,0
EBITDA skor.	28,4	35,0	23,5	16,0	23,4	26,6
EBIT	9,7	22,4	11,0	4,0	10,9	13,6
Zysk netto skor.	11,7	13,3	13,2	10,8	12,6	15,8
EPS (PLN)	0,93	1,0	1,0	0,8	0,9	1,2
DPS (PLN)	0,0	0,6	1,0	0,8	0,6	0,8
P/E skor. (x)	13,7	12,1	12,2	14,8	12,8	10,2
EV/EBITDA skor. (x)	5,7	4,0	4,3	5,3	3,3	2,5
P/BV (x)	2,4	2,0	2,2	2,4	2,4	2,4
DY (%)	0,0%	4,7%	8,5%	6,6%	5,4%	6,3%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	13,1	100%	20,0	100%	-35%
Wycena porównawcza	11,7	0%	15,3	0%	-24%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	258	309	-16%	297	380	-22%	341	425	-20%
EBITDA	16	29	-44%	23	34	-32%	27	36	-25%
EBIT	4	17	-76%	11	22	-50%	14	23	-39%
Zysk netto	11	19	-44%	13	25	-50%	16	26	-39%
P/E (x)	14,8	8,5		12,8	6,4		10,2	6,2	
EV/EBITDA (x)	5,3	4,5		3,3	3,9		2,5	3,9	
P/BV (x)	2,5			2,5			2,4		
DY (%)	6,6%			5,4%			6,3%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	12,1	12,2	14,8	12,8	10,2
P/E skor. (x)	12,1	12,2	14,8	12,8	10,2
P/BV (x)	2,0	2,2	2,4	2,4	2,4
EV/EBITDA (x)	4,0	4,3	5,3	3,3	2,5
EV/EBITDA skor. (x)	4,0	4,3	5,3	3,3	2,5
EV/Sprzedaż (x)	0,6	0,3	0,3	0,3	0,2
FCF Yield (%)	14,4%	23,7%	-1,6%	4,0%	7,1%
DY (%)	4,7%	8,5%	6,6%	5,4%	6,3%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,0	1,0	0,8	0,9	1,2
EPS skor. (PLN)	1,0	1,0	0,8	0,9	1,2
DPS (PLN)	0,6	1,0	0,8	0,6	0,8
BVPS (PLN)	5,9	5,5	4,9	4,9	5,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	12,6%	9,0%	9,0%	10,2%	10,2%
marża EBITDA skor. (%)	14,7%	8,0%	6,2%	7,9%	7,8%
marża EBIT (%)	9,4%	3,7%	1,5%	3,7%	4,0%
marża netto skor. (%)	5,6%	4,5%	4,2%	4,2%	4,6%
ROE (%)	18,3%	17,3%	15,5%	19,1%	23,8%
ROA (%)	12,7%	10,2%	8,3%	10,1%	12,2%
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,1%	6,7%	6,5%	6,3%	5,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	1,6	1,4	1,5	1,5
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	-0,8	-1,2	-1,3	-1,4
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	-2,5	-4,7	-3,6	-3,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	2	1	-5	-5	-5
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	41	47	46	36	36
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	38	47	50	40	40

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**140,2**	**239,0**	**294,0**	**257,9**	**296,6**	**341,0**
Koszt własny sprzedaży	-115,3	-209,0	-267,7	-234,6	-266,4	-306,2
Zysk brutto ze sprzedaży	**24,9**	**30,0**	**26,4**	**23,3**	**30,1**	**34,9**
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0
Koszty ogólnego zarządu	-9,3	-11,1	-16,3	-17,5	-19,3	-21,2
Zysk ze sprzedaży	15,6	18,9	11,0	7,8	13,9	17,6
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-6,0	3,5	0,9	-1,8	0,0	0,0
EBITDA	**22,3**	**35,0**	**23,5**	**16,0**	**23,4**	**26,6**
EBITDA skor.	**28,4**	**35,0**	**23,5**	**16,0**	**23,4**	**26,6**
Amortyzacja	12,6	12,7	12,5	12,0	12,5	13,0
EBIT	**9,7**	**22,4**	**11,0**	**4,0**	**10,9**	**13,6**
Wynik na działalności finansowej	8,6	-0,5	-1,9	0,3	0,0	0,0
Zysk brutto	**18,2**	**21,9**	**9,1**	**4,3**	**10,9**	**13,6**
Podatek dochodowy	3,6	4,1	0,2	1,3	2,1	2,6
Zysk mniejszości	2,1	4,5	-4,0	-8,0	-3,8	-4,8
Zysk netto	**12,5**	**13,3**	**13,2**	**10,8**	**12,6**	**15,8**
Zysk netto skor.	**11,7**	**13,3**	**13,2**	**10,8**	**12,6**	**15,8**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**47,7**	**47,8**	**50,8**	**55,6**	**61,8**	**68,7**
Aktywa obrotowe	**42,7**	**71,9**	**89,2**	**66,5**	**65,0**	**64,4**
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	14,6	38,5	37,5	26,8	30,9	35,5
Gotówka	20,7	33,3	45,0	33,5	28,0	22,7
Aktywa	**90,3**	**119,6**	**140,0**	**122,1**	**126,8**	**133,0**
Kapitał własny	**66,8**	**79,1**	**73,6**	**66,0**	**66,1**	**67,1**
Kapitały mniejszości	**2,1**	**3,2**	**-4,1**	**-12,1**	**-15,9**	**-20,7**
Zobowiązania długoterminowe	**3,7**	**3,0**	**2,5**	**2,5**	**2,5**	**2,5**
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	**19,8**	**37,6**	**63,9**	**53,7**	**58,2**	**63,5**
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	15,7	34,4	40,6	30,4	34,9	40,2
Pasywa	**90,3**	**119,6**	**140,0**	**122,1**	**126,8**	**133,0**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**23,7**	**30,2**	**44,3**	**15,4**	**21,8**	**24,7**
Zysk (strata) netto	14,6	17,8	9,2	3,0	8,8	11,1
Amortyzacja	12,6	12,7	12,5	12,0	12,5	13,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-6,7**	**-9,9**	**-18,2**	**-16,3**	**-18,7**	**-19,9**
CAPEX	-10,0	-9,9	-19,8	-16,8	-18,7	-19,9
Przepływy z działalności finansowej	**-0,1**	**-7,7**	**-13,7**	**-10,6**	**-8,7**	**-10,1**
Dywidenda	0,0	-7,6	-13,7	-10,6	-8,7	-10,1
Przepływy pieniężne netto	16,9	12,6	12,3	-11,5	-5,5	-5,3
Środki pieniężne na początek okresu	3,5	20,7	33,3	45,0	33,5	28,0
Środki pieniężne na koniec okresu	20,7	33,3	45,0	33,5	28,0	22,7

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

CD Projekt

Timingowe niedoważenie pod słaby kwartał przed premierą Phantom Liberty

Sprzedaj
(Poprzednia: Trzymaj)

Cena docelowa: 128 PLN
Cena bieżąca: 160 PLN
Potencjał wzrostu: -20%

Raport za II kw.'23
30.08.2023

#Wyniki Szacujemy, że segment RED wygeneruje 115 mln PLN przychodów (-15% kw./kw.) przy sprzedaży ok. 1,1 mln kopii Cyberpunka (wolumen podobny kw./kw. ale niższa cena jednostkowa i efekt osłabienia USD). Przychody z GOG.com powinny wynieść ok. 43 mln PLN (-11% r./r. ; +4% kw./kw.). Szacujemy 131 mln PLN kosztów operacyjnych (+20% r./r.). Nakłady na prace rozwojowe powinny wynieść naszym zdaniem 65 mln PLN. Oczekujemy negatywnej reakcji rynku na wyniki.

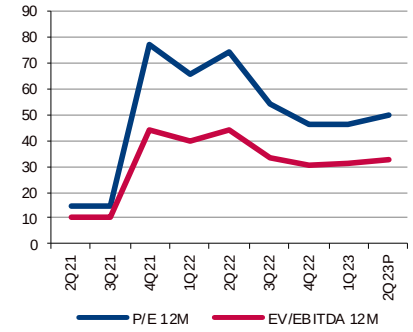
#Outlook / Newsflow Ostatnie wzrosty kursu odbieramy jako klasyczny short squeeze, a nie faktyczną poprawę fundamentów. Sprzedaż Cyberpunka odbiła po rozpoczęciu kampanii marketingowej dodatku Phantom Liberty, którego premiera planowana jest na 26 września (cena 29,99 USD), ale wyniki 2Q będą słabe. Premiera DLC została ogłoszona na konferencji Xbox Games Showcase, a dodatek zadebiutuje na PC oraz konsolach Xbox Series S/X i PS5 w cenie bazowej 29,99 USD / EUR. Dodatek do Cyberpunka to prawdopodobnie najważniejsza premiera dla sektora w tym roku mogąca wyznaczyć sentyment dla całego koszyka producentów gier w PL. Wydaje się, że od jakiegoś czasu konsensus premiery DLC przesuwał się na 4Q stąd ogłoszony 3Q jest lekko pozytywnym sygnałem (ryzyko przesunięcia raczej niewielkie). W kontekście oczekiwanego wpływu dodatku na wyniki zakładamy, że attachment rate (% graczy posiadających podstawkę) wyniesie 13,3% vs 20,8% w kwartale premiery dodatku Krew i Wino dla Wiedźmina 3. Na bazie sprzedaży ok. 25 mln kopii Cyberpunka 2077 na 3Q23 (ponad 2x tyle co W3 przy premierze DLC) prognozujemy sprzedaż ok. 3,3 mln kopii dodatku w pierwszym kwartale. W 2023 r. zakładamy na teraz ok. 240 mln PLN przychodów z dodatku w tym roku oraz 60 mln PLN w 2024 r. (tak naprawdę wpływ DLC po 2023 zapewne przełoży się na lepszą cenę jednostkową gry przy promocjach typu bundle). Ryzykiem dla komercjalizacji dodatku poza jakością jest relatywnie konkurencyjne okno wydawnicze we wrześniu na czele z flagowcem Starfield od Bethesdy (6 września). Pokaz dodatku na testach hands-on był naszym zdaniem udany – gra działa sprawnie, a opinie branżowe po ogrywaniu fragmentu rozgrywki dają szansę na pozytywne przyjęcie komercyjne. Uważamy, że po ostatnim short squeeze kurs może timingowo spaść w reakcji na słabe wyniki 2Q.

#Zmiany modelowe / rekomendacja Prognozy bez większych zmian. Podwyższamy co prawda w modelu cenę jednostkową Phantom Liberty (o 5 USD), ale osłabienie się USD do PLN niweczy ten efekt po stronie wyników (wraz ze słabym 2Q). Po odwróceniu odpisu, lekko podwyższamy prawdopodobieństwo sukcesu Sirius. Zmieniamy rekomendację na SPRZEDAJ z TRZYMAJ z ceną docelową 128 PLN/akcja.

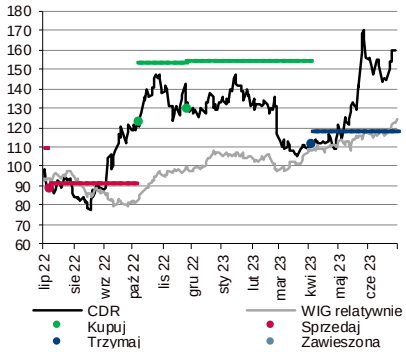
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CDR
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			160,0
52 tyg. min/max (PLN)			76,81 / 175,85
Liczba akcji (mln szt.)			99,9
Kapitalizacja (mln PLN)			16105
S&P Global ESG Scores			86
Śr. obroty 3M (mln PLN)			58,32
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	3,5%	44,6%	73,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	21.04.2023	119,0
Kupuj	13.12.2022	155,0
Kupuj	24.10.2022	154,0
Sprzedaj	25.07.2022	92,0
Sprzedaj	22.04.2022	110,0
Sprzedaj	09.12.2021	120,0
Sprzedaj	21.10.2021	131,0
Sprzedaj	20.07.2021	143,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CDR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	273	144	273	216	162	246	329	175	157	-3%	-10%
EBITDA	107	43	117	107	74	149	165	97	48	-35%	-51%
EBIT	79	16	95	85	52	97	143	72	23	-55%	-67%
Zysk netto	73	16	88	69	45	99	135	70	22	-51%	-69%
P/E12M trailing	14,5	14,6	77,1	65,6	74,0	53,7	46,4	46,3	49,6		
EV/EBITDA 12M trailing	10,5	10,4	44,3	39,7	43,8	33,6	30,3	30,9	32,6		
zmiana przychodów r./r.	60%	38%	-84%	9%	-41%	70%	21%	-19%	-3%		
marża EBITDA	39,2%	29,7%	42,7%	49,6%	45,6%	60,6%	50,1%	55,3%	30,4%		
marża EBIT	29,1%	10,8%	34,7%	39,5%	32,2%	39,5%	43,4%	40,9%	14,9%		
marża netto	26,6%	11,3%	32,1%	31,9%	27,7%	40,2%	40,9%	39,9%	13,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 139	888	953	994	820	832
EBITDA	1 425	338	495	539	360	362
EBIT	1 157	233	377	378	255	245
Zysk netto	1 154	209	347	358	260	253
EPS (PLN)	12,01	2,1	3,4	3,6	2,6	2,5
DPS (PLN)	0,0	5,0	1,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	13,3	77,1	46,4	45,0	62,0	63,7
EV/EBITDA (x)	10,2	44,4	30,4	27,4	41,1	40,9
P/BV (x)	7,0	8,5	7,9	6,7	6,1	5,5
DY (%)	0,0%	3,1%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	128,0	100%	119,0	100%	8%
Wycena porównawcza	91,5	0%	92,0	0%	-1%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	994	1024	-3%	820	826	-1%	832	818	2%
EBITDA	539	537	0%	360	360	0%	362	327	11%
EBIT	378	378	0%	255	257	-1%	245	212	16%
Zysk netto	358	349	3%	260	254	2%	253	216	17%
P/E (x)	45,0	46,1		62,0	63,4		63,7	74,6	
EV/EBITDA (x)	28,3	28,4		42,4	42,4		42,2	46,7	
P/BV (x)	6,7			6,1			5,5		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	77,1	46,4	45,0	62,0	63,7
P/E skor. (x)	77,1	46,4	45,0	62,0	63,7
P/BV (x)	8,5	7,9	6,7	6,1	5,5
EV/EBITDA (x)	44,4	30,4	27,4	41,1	40,9
EV/EBITDA skor. (x)	44,4	30,4	27,4	41,1	40,9
EV/Sprzedaż (x)	16,9	15,8	14,9	18,0	17,8
FCF Yield (%)	5,2%	1,0%	1,1%	-0,6%	-0,7%
DY (%)	3,1%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,1	3,4	3,6	2,6	2,5
EPS skor. (PLN)	2,1	3,4	3,6	2,6	2,5
DPS (PLN)	5,0	1,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	18,8	20,2	23,8	26,3	28,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	71,8%	74,4%	71,2%	72,1%	70,6%
marża EBITDA skor. (%)	38,0%	51,9%	54,2%	43,9%	43,6%
marża EBIT (%)	26,2%	39,6%	38,0%	31,1%	29,5%
marża netto skor. (%)	23,5%	36,4%	36,0%	31,7%	30,4%
ROE (%)	10,2%	17,7%	16,2%	10,3%	9,1%
ROA (%)	8,3%	15,7%	14,6%	9,5%	8,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	20,6%	26,9%	34,7%	44,3%	45,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,8	2,2	2,1	3,5	3,2
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
Dług netto/EBITDA (x)	-3,3	-2,2	-2,4	-3,6	-3,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	243	37	32	28	25
Cykl rotacji zapasów (dni)	5	5	3	1	1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	273	56	48	39	35
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	35	24	19	12	11

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**2 139**	**888**	**953**	**994**	**820**	**832**
Koszt własny sprzedaży	491	250	244	286	229	245
Zysk brutto ze sprzedaży	**1 648**	**638**	**709**	**708**	**591**	**587**
Koszty sprzedaży	408	299	222	208	188	178
Koszty ogólnego zarządu	66	72	76	139	148	164
Zysk ze sprzedaży	1 173	267	411	361	255	245
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**1 425**	**338**	**495**	**539**	**360**	**362**
EBITDA skor.	**1 425**	**338**	**495**	**539**	**360**	**362**
Amortyzacja	268	105	117	161	105	117
EBIT	**1 157**	**233**	**377**	**378**	**255**	**245**
Wynik na działalności finansowej	8	-14	16	39	40	42
Zysk brutto	**1 165**	**219**	**393**	**417**	**295**	**287**
Podatek dochodowy	11	10	46	59	35	34
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**1 154**	**209**	**347**	**358**	**260**	**253**
Zysk netto skor.	**1 154**	**209**	**347**	**358**	**260**	**253**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**764**	**906**	**1 120**	**1 304**	**1 563**	**1 825**
Aktywa obrotowe	**2 130**	**1 253**	**1 154**	**1 316**	**1 302**	**1 294**
Zapasy	7	16	13	2	1	1
Należności handlowe	1 206	125	165	95	79	80
Gotówka	728	677	615	853	851	837
Aktywa	**2 894**	**2 159**	**2 274**	**2 620**	**2 864**	**3 119**
Kapitał własny	**2 187**	**1 894**	**2 033**	**2 392**	**2 651**	**2 904**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**166**	**36**	**36**	**36**	**36**	**36**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	**541**	**228**	**205**	**192**	**177**	**179**
Zobowiązania oprocentowane	3	26	10	10	10	10
Zobowiązania handlowe	115	53	72	29	23	25
Pasywa	**2 894**	**2 159**	**2 274**	**2 620**	**2 864**	**3 119**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**712**	**968**	**406**	**504**	**281**	**282**
Zysk (strata) netto	1 154	209	347	358	260	253
Amortyzacja	268	105	117	161	105	117
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-106**	**-614**	**-336**	**-266**	**-283**	**-296**
CAPEX	-222	-183	-256	-345	-363	-380
Przepływy z działalności finansowej	**-91**	**-506**	**-204**	**0**	**0**	**0**
Dywidenda	0	-504	-101	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	514	-152	-134	238	-2	-14
Środki pieniężne na początek okresu	49	563	412	278	516	513
Środki pieniężne na koniec okresu	563	412	278	516	513	500

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

CI Games

W oczekiwaniu na premierę LOTF

Bez rekomendacji

#Wyniki W kontekście zbliżającej się premiery Lords of The Fallen (13 października), wyniki za II kw. będą nieistotne. W wynikach zakładamy 9 mln PLN przychodów z back-catalogue, a po stronie kosztów 3 mln PLN COGS i 7 mln PLN kosztów SG&A. W wynikach istotny będzie poziom gotówki. Nakłady na prace rozwojowe przekraczają już 20 mln PLN kwartalnie co przy saldzie cashu po 1Q23 na poziomie 8 mln PLN zmusza spółkę do zwiększenia długu (20 mln PLN uruchomione w 1Q23 z tyt. umowy z PKO BP na kredyt obrotowy nieodnawialny do 30.11.2023 oraz emisja obligacji zamiennych na akcje na kwotę 6 mln EUR).

#Outlook / Newsflow Kluczową premierą dla wyceny i kursu będzie Lords of The Fallen zapowiedziane na 13 października 2023 r. Gra będzie dostępna w wersji na PC oraz platformę PlayStation 5 oraz Xbox Series X|S w trzech wersjach: Standard, Deluxe oraz Kolekcjonerskiej (69,99 USD; 79,99 USD; 249,99 USD). Możliwe, że kolejny trailer intensyfikujący kampanię marketingową będzie opublikowany w ramach zbliżających się targów Gamescom (22-24 sierpnia). W ostatnich wywiadach CEO podkreślał, że LOTF jest w ostatnie fazie prac, a plan produkcyjny przebiega zgodnie z planem. Spółka ma długoterminowe plany związane z franczyzą i chce wspierać tytuł po premierze. Bazując na mocnej wishliście i sukcesach gier w grupie porównawczej zakładamy 1,5 mln sprzedanych kopii LOTF w 2023 r. co implikuje ok. 200 mln PLN przychodów. Spółka we wcześniejszej komunikacji podawała, że chce wprowadzić 500 tys. fizycznych kopii gry co będzie stanowiło 30% całości sprzedaży (implikuje to oczekiwanie spółki na poziomie ok. 1,7 mln sprzedanych kopii LOTF w tym roku). Cele wynikowe wprowadzonego Programu Motywacyjnego: łączny zysk netto 2023-2024 >150 mln PLN lub łączny zysk netto 2023-2025 >250 mln PLN. Analizując dynamikę kosztów na prace rozwojowe szacujemy, że budżet LOTF może mieścić się w przedziale 120-170 mln PLN (vs. 32 mln PLN pierwotnej wersji z 2014 r.). Co do pozostałego portfolio to spółka zapowiada intensyfikację prac nad projektami "Scorpio" i "Survive" po premierze LOTF. Istnieje szansa, że jedna z tych gier zadebiutuje w 2024 r.

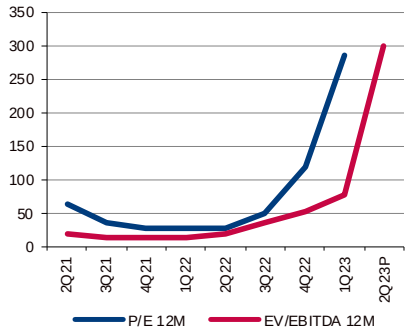
Raport za II kw.'23
07.09.2023

Cena bieżąca: 5,36 PLN

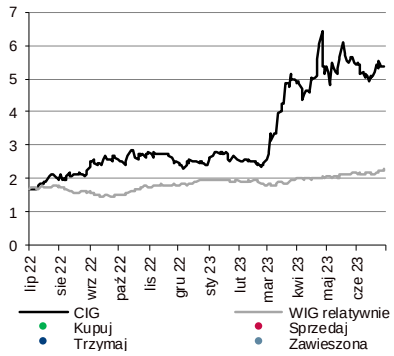
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CIG
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			5,4
52 tyg. min/max (PLN)			1,64 / 6,75
Liczba akcji (mln szt.)			182,9
Kapitalizacja (mln PLN)			981
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			6,71
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-0,7%	10,7%	215,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CIG NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	39,7	32,7	23,6	12,9	17,6	10,8	15,4	9,8	9,0	-49%	-9%
EBITDA skor.	23,3	19,3	11,6	6,3	9,0	-3,1	3,9	1,2	0,9	-91%	-30%
EBIT	14,8	14,0	8,9	4,2	6,8	-4,7	1,6	-0,6	-1,1	-	-
Zysk netto skor.	10,9	12,8	10,4	4,0	9,2	-3,9	-1,0	-0,7	-0,9	-	-
P/E12M trailing	62,0	34,6	26,6	25,7	26,9	50,0	119,6	285,5	-		
EV/EBITDA 12M trailing	19,5	13,8	12,9	12,9	17,3	34,0	51,4	76,2	299,6		
zmiana przychodów r./r.	169%	322%	111%	36%	-56%	-67%	-35%	-24%	-49%		
marża EBITDA	58,6%	59,1%	49,0%	48,6%	51,4%	-	25,2%	12,3%	9,4%		
marża EBIT	37,3%	43,0%	37,7%	32,5%	38,8%	-	10,1%	-	-		
marża netto	27,4%	39,3%	43,9%	31,2%	52,2%	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	46	106	57	233	b.d.	b.d.
EBITDA	28	60	16	166	b.d.	b.d.
EBIT	9	40	8	121	b.d.	b.d.
Zysk netto skor.	7	38	9	98	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	0,04	0,2	0,0	0,5	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	-	-	-
P/E skor. (x)	138,2	25,6	114,4	10,0	-	-
EV/EBITDA (x)	34,4	15,7	62,0	5,7	-	-
P/BV (x)	10,2	7,4	7,0	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	100%		100%	-
Wycena porównawcza	-	0%		0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	233		-	b.d.		-	b.d.		-
EBITDA	166		-	b.d.		-	b.d.		-
EBIT	121		-	b.d.		-	b.d.		-
Zysk netto	98		-	b.d.		-	b.d.		-
P/E (x)	10,0	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	6,0	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	7,0			-			-		
DY (%)	0,0%			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	25,6	114,4	10,0	-	-
P/E skor. (x)	25,6	114,4	10,0	-	-
P/BV (x)	7,4	7,0	-	-	-
EV/EBITDA (x)	15,7	62,0	5,7	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	15,7	62,0	5,7	-	-
EV/Sprzedaż (x)	9,0	17,6	4,0	-	-
FCF Yield (%)	1,0%	-4,9%	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,2	0,0	0,5	-	-
EPS skor. (PLN)	0,2	0,0	0,5	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	0,7	0,8	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	62,5%	71,9%	77,9%	-	-
marża EBITDA skor. (%)	57,3%	28,4%	71,3%	-	-
marża EBIT (%)	38,2%	13,8%	52,1%	-	-
marża netto skor. (%)	36,3%	15,1%	42,1%	-	-
ROE (%)	33,4%	6,3%	139,2%	-	-
ROA (%)	29,2%	5,2%	109,3%	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	42,1%	141,5%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,2	9,7	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	0,1	-'	-	-
Dług netto/EBITDA (x)	-0,5	1,0	-0,2	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	39	54	3	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	7	12	2	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	95	19	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	16	53	18	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**46**	**106**	**57**	**233**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty wytworzenia	-27	-40	-16	-51	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**19**	**66**	**41**	**181**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty sprzedaży	-6	-16	-16	-41	b.d.	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	-5	-8	-16	-19	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	8	42	9	121	b.d.	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	-2	0	-5	b.d.	b.d.
EBITDA	**28**	**60**	**16**	**166**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	**28**	**60**	**16**	**166**	**b.d.**	**b.d.**
Amortyzacja	19	20	8	45	b.d.	b.d.
EBIT	**9**	**40**	**8**	**121**	**b.d.**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	0	3	4	0	b.d.	b.d.
Zysk brutto	**9**	**43**	**11**	**121**	**b.d.**	**b.d.**
Podatek dochodowy	-1	-4	-3	23	b.d.	b.d.
Zysk mniejszości	0	0	0	0	b.d.	b.d.
Zysk netto	**7**	**38**	**9**	**98**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**7**	**38**	**9**	**98**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**69**	**91**	**158**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**41**	**61**	**21**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	2	3	1	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	11	17	12	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	28	38	7	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**110**	**152**	**179**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**96**	**133**	**141**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**0**	**2**	**1**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**8**	**7**	**5**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	6	4	3	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**6**	**10**	**32**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	0	1	20	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	4	5	12	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**110**	**152**	**179**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**41**	**54**	**32**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	7	38	9	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	19	20	8	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-23**	**-44**	**-80**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	-22	-44	-80	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**4**	**0**	**17**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	22	10	-31	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	7	28	38	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	28	38	7	b.d.	b.d.	b.d.

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Creepy Jar

Dojrzewanie ogona sprzedażowego Green Hell i oczekiwanie na Chimerę

Bez rekomendacji

#Wyniki Szacujemy, że sprzedaż gry Green Hell na wszystkich platformach wyniosła ok. 190K kopii, co przełoży się na 9 mln PLN przychodów. Na koniec maja 2023, spółka zaraportowała, że sprzedaż GH od premiery przekroczyła 4,5 mln sztuk. Oczekujemy 3,4 mln PLN kosztów operacyjnych (+5% kw./kw.). Zakładamy kontynuację wzrostów nakładów na prace rozwojowe (ok. 1,5 - 2,0 mln PLN kwartalnie). Spodziewamy się neutralnej reakcji rynku na wyniki.

#Outlook / Newsflow Kluczową informację poprzedniego kwartału było zaprezentowanie na PC Gaming Show nachodzącej gry spółki – Chimera. CRJ opublikował trailer gry (początek kampanii marketingowej) oraz uruchomiona została karta gry na Steam. Według opisu, na Steam: „Chimera to pierwszoosobowa gra polegająca na budowaniu bazy, z zaawansowanym systemem walki i mnóstwem eksploracji w otwartym świecie. Graj w pojedynkę lub w nawet 4-osobowym zespole na nieustannie zmieniającej się planecie - wydobywaj zasoby i zarządzaj nimi, twórz złożony system produkcyjny i walcz z hordami agresywnych potworów". Według ostatnich informacji spółka nie wyklucza outsourcowania części Chimery do zespołów zewnętrznych. Budżet Chimery do early access ma wynieść 17 mln PLN (poprzednio 10 mln PLN), a spółka celuje, żeby early access Chimery rozpoczął się w 2024 r. (zakładamy 3Q24) Jeśli chodzi o Green Hell na PC to w tym roku update New Animals i Combat, a na konsolach CRJ udostępnił darmowy dodatek do gry Animal Husbandry 24 kwietnia. Sądzimy, że kurs akcji może zachowywać się adekwatnie do dynamiki budowania wishlisty nowego tytułu i newsflowu marketingowego. Wyniki nie powinny być kluczowe w obecnej fazie cyklu wydawniczego.

#Zmiany modelowe Obniżamy prognozy na 2023 r. ze względu na wyhamowanie sprzedaży Green Hell. Premiera (early acces) Chimera zakładana w modelu w 3Q24.

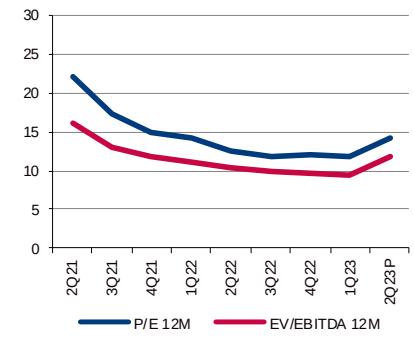
Raport za II kw.'23
21.09.2023

Cena bieżąca: 754 PLN

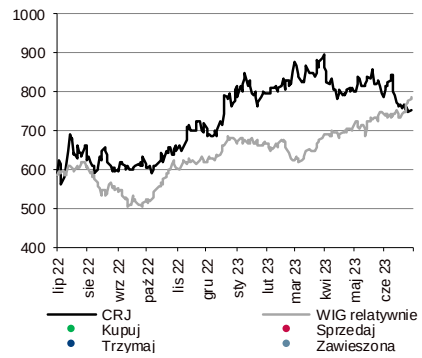
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CRJ
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			754,0
52 tyg. min/max (PLN)			552 / 930
Liczba akcji (mln szt.)			0,7
Kapitalizacja (mln PLN)			527
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,56
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-3,4%	-12,4%	28,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CRJ NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	13,0	14,1	10,8	11,0	17,1	15,0	11,9	12,0	8,7	-49%	-28%
EBITDA skor.	10,9	11,8	8,7	8,5	14,3	12,5	8,9	9,0	5,6	-61%	-38%
EBIT	8,8	9,9	6,9	6,7	12,4	10,1	6,9	8,6	5,3	-57%	-39%
Zysk netto skor.	9,0	10,8	9,5	8,1	13,8	12,9	8,8	9,3	6,4	-54%	-32%
P/E12M trailing	22,1	17,4	14,8	14,1	12,5	11,9	12,1	11,8	14,1		
EV/EBITDA 12M trailing	16,2	13,1	11,8	11,1	10,4	9,9	9,6	9,5	11,7		
zmiana przychodów r./r.	-40%	86%	54%	34%	31%	6%	10%	9%	-49%		
marża EBITDA	83,6%	83,9%	80,0%	77,5%	83,5%	83,7%	75,1%	74,9%	64,0%		
marża EBIT	67,3%	70,6%	64,0%	60,9%	72,4%	67,5%	58,0%	71,9%	60,5%		
marża netto	68,7%	76,6%	88,0%	73,1%	81,0%	86,0%	74,4%	77,4%	73,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	38	46	55	40	92	94
EBITDA skor.	33	38	44	27	77	77
EBIT	26	30	36	26	67	68
Zysk netto skor.	25	36	44	29	61	61
EPS (PLN)	27,44	42,8	53,7	43,4	89,2	89,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	21,5	41,2	21,7	-
P/E (x)	20,8	14,4	11,8	17,4	8,5	8,4
EV/EBITDA (x)	14,8	11,8	9,6	16,2	5,0	4,7
P/BV (x)	16,0	7,2	5,1	5,0	3,5	2,9
DY (%)	0,0%	0,0%	2,9%	5,5%	2,9%	5,9%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	100%		100%	-
Wycena porównawcza	-	0%		0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	40	49	-19%	92		-	94	b.d.	-
EBITDA	27	37	-28%	77		-	77	b.d.	-
EBIT	26	36	-29%	67		-	68	b.d.	-
Zysk netto	29	32	-8%	61		-	61	b.d.	-
P/E (x)	17,9	16,4		8,7	-		8,7	-	
EV/EBITDA (x)	16,7	12,1		5,2	-		4,9	-	
P/BV (x)	5,2			3,6			3,0		
DY (%)	5,5%			2,9%			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	17,6	14,1	17,4	8,5	8,4
P/E skor. (x)	14,4	11,8	17,4	8,5	8,4
P/BV (x)	7,2	5,1	5,0	3,5	2,9
EV/EBITDA (x)	14,2	11,5	16,2	5,0	4,7
EV/EBITDA skor. (x)	11,8	9,6	16,2	5,0	4,7
EV/Sprzedaż (x)	9,8	7,8	10,8	4,2	3,8
FCF Yield (%)	6,8%	9,1%	5,2%	14,7%	-
DY (%)	0,0%	2,9%	5,5%	2,9%	5,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	42,8	53,7	43,4	89,2	89,5
EPS skor. (PLN)	52,3	64,1	43,4	89,2	89,5
DPS (PLN)	0,0	21,5	41,2	21,7	-
BVPS (PLN)	104,6	147,2	149,4	216,9	261,7

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	65,5%	66,1%	64,3%	73,1%	71,7%
marża EBITDA skor. (%)	82,9%	80,5%	66,9%	83,9%	81,3%
marża EBIT (%)	65,5%	65,7%	64,0%	73,1%	71,7%
marża netto skor. (%)	63,1%	66,4%	73,9%	65,8%	64,6%
ROE (%)	69,1%	51,0%	29,3%	48,7%	37,4%
ROA (%)	53,4%	40,9%	28,2%	47,3%	36,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	8,0%	9,2%	19,1%	12,4%	14,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,3	4,9	6,5	1,1	1,5
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9
Dług netto/EBITDA (x)	-1,9	-2,3	-3,0	-1,6	-2,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	31	37	43	18	18
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	56	74	32	31
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	16	20	31	14	13

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**38**	**46**	**55**	**40**	**92**	**94**
Koszty operacyjne	-12	-16	-19	-14	-25	-27
Zysk brutto ze sprzedaży	**26**	**30**	**36**	**26**	**67**	**68**
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-	-	-	-	-	-
EBITDA	**27**	**32**	**37**	**27**	**77**	**77**
EBITDA skor.	**33**	**38**	**44**	**27**	**77**	**77**
Amortyzacja	1	2	1	1	10	9
EBIT	**26**	**30**	**36**	**26**	**67**	**68**
Wynik na działalności finansowej	-1	1	4	0	0	0
Zysk brutto	**25**	**31**	**40**	**30**	**67**	**68**
Podatek dochodowy	0	0	0	0	0	0
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**19**	**29**	**36**	**29**	**61**	**61**
Zysk netto skor.	**25**	**36**	**44**	**29**	**61**	**61**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**3**	**5**	**9**	**16**	**17**	**21**
Aktywa obrotowe	**31**	**69**	**94**	**89**	**134**	**160**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	3	9	8	8	8	8
Gotówka	28	60	86	81	125	152
Aktywa	**35**	**74**	**104**	**105**	**151**	**182**
Kapitał własny	**32**	**71**	**100**	**102**	**147**	**178**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**3**	**3**	**4**	**4**	**4**	**4**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	2	3	3	3	3	3
Pasywa	**35**	**74**	**104**	**105**	**151**	**182**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**25**	**36**	**45**	**31**	**71**	**70**
Zysk (strata) netto	19	29	36	29	61	61
Amortyzacja	1	2	1	1	10	9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-4**	**-4**	**-85**	**-8**	**-11**	**-13**
CAPEX	-4	-4	-5	-8	-11	-13
Przepływy z działalności finansowej	**0**	**0**	**-15**	**-28**	**-15**	**-30**
Dywidenda	0	0	-15	-28	-15	-30
Przepływy pieniężne netto	21	32	-54	-5	44	26
Środki pieniężne na początek okresu	6	28	60	86	81	125
Środki pieniężne na koniec okresu	28	60	86	81	125	152

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Gamivo

Solidny kwartał FCF

#Wyniki Wyniki II kw. powinny być solidne. Zakładamy +5% dynamiki na GMV r./r., co implikuje obroty 59 mln PLN. Zakładamy normalizację wskaźnika take-rate do 20,5% w II kw. (22% w I kw.), co implikuje przychody na poziomie ok. 12 mln PLN. Zakładamy 9,3 mln PLN kosztów operacyjnych (-0,1 mln PLN kw./kw.), a w tym 7,3 mln PLN kosztów usług obcych (60% do przychodów; płasko kw./kw.). Liczymy, że kolejny kwartał z rzędu spółka zaprezentuje solidny wynik na FCF. Wyniki skorygowane na poziomie zysku netto korygujemy o odpis ujemnej wartości firmy. Oczekujemy lekko pozytywnej reakcji rynku na wyniki.

#Outlook / Newsflow II kw. to kontynuacja przyzwoitych wyników po stronie FCF przy lekko pozytywnej trajektorii najważniejszych KPI. Ryzykiem pozostaje kondycja konsumenta w II półroczu. Wydaje się, że koszty marketingu się ustabilizowały, a wskaźnik usług obcych do przychodów nie powinien przekraczać 60%. Jeśli chodzi o kalendarz wydawniczy sektora gier, to prawdziwa ofensywa premier przypada na przełom 3Q i 4Q, co powinno wesprzeć obroty. W ostatnim komunikacie spółka podała, że liczba klientów na platformie sprzedażowej gamivo.com przekroczyła 5 mln, a liczba sprzedanych produktów osiągnęła 21,5 mln sztuk. Oczekujemy newsflow dot. parametrów skupu akcji własnych.

#Zmiany modelowe / rekomendacja Cena docelowa uwzględnia split akcji w postaci emisji akcji gratisowych w proporcji 1:1 dla istniejących akcji, które mają być dopuszczone do obrotu w tym roku (w sumie kapitał dzielony na ok. 2 mln akcji). Lekko podwyższamy prognozy w stosunku do poprzedniej rekomendacji. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 78 PLN/akcja.

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

Cena docelowa: 78 PLN
Cena bieżąca: 60 PLN
Potencjał wzrostu: 30%

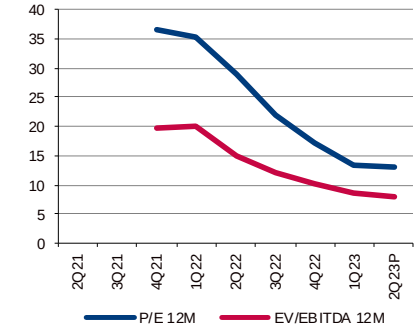
Raport za II kw.'23
14.08.2023

DANE SPÓŁKI			
Ticker			GMV
Sektor			Gry / E-commerce
Kurs (PLN)			60,0
52 tyg. min/max (PLN)			27,2 / 68
Liczba akcji (mln szt.)			2,0
Kapitalizacja (mln PLN)			121
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,04
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	19,0%	6,3%	-

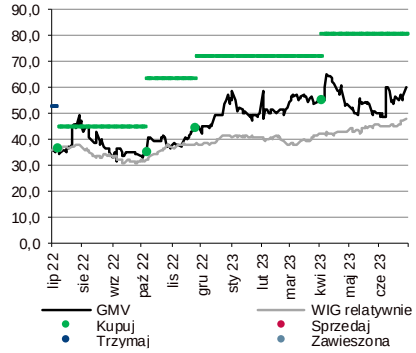
HISTORIA REKOMENDACJI*	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	81
Kupuj	13.12.2022	73
Kupuj	24.10.2022	64
Kupuj	25.07.2022	45
Trzymaj	21.04.2022	53
Kupuj	09.12.2021	126
Kupuj	21.10.2021	132

** TP historycznie skorygowane o akcje gratisowe*

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES GMV NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	9,2	9,5	11,5	10,2	10,8	11,3	11,9	12,4	12,0	12%	-3%
EBITDA	1,3	1,6	0,8	1,7	3,0	3,1	2,3	3,5	3,3	10%	-6%
EBIT	0,9	1,2	0,2	1,2	2,5	2,5	1,7	2,9	2,7	11%	-7%
Zysk netto skor.	1,5	0,8	0,1	0,9	2,3	2,1	1,7	2,9	2,6	13%	-11%
P/E12M trailing	-	-	36,7	35,4	29,0	22,0	17,1	13,4	13,0		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	19,6	20,1	14,9	12,2	10,2	8,5	8,0		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	18%	18%	4%	21%	12%		
marża EBITDA	14,5%	17,3%	7,3%	17,0%	28,0%	27,3%	19,6%	28,6%	27,6%		
marża EBIT	9,5%	12,2%	1,6%	11,6%	22,8%	22,1%	14,0%	23,6%	22,6%		
marża netto	16,6%	8,6%	1,2%	9,3%	21,0%	18,9%	14,5%	23,2%	21,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	31,3	39,9	44,2	50,8	56,1	61,4
EBITDA	9,2	5,8	10,2	13,2	14,6	15,9
EBIT	8,6	3,7	7,8	10,8	12,3	13,9
Zysk netto skor.	7,8	3,3	7,1	10,0	11,4	12,9
EPS (PLN)	4,0	2,9	4,8	6,1	6,8	6,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,9	5,4
P/E (x)	15,5	36,7	17,1	12,1	10,6	9,4
EV/EBITDA (x)	12,3	19,6	10,2	7,1	6,3	5,7
P/BV (x)	97,8	16,2	7,0	4,1	3,6	3,4
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,1%	9,0%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	78,0	100%	72,5	100%	8%
Wycena porównawcza	91,0	0%	79,5	0%	14%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	51	51	-1%	56	59	-5%	61	67	-8%
EBITDA	13	13	4%	15	14	6%	16	15	6%
EBIT	11	10	5%	12	12	7%	14	13	7%
Zysk netto	10	10	5%	11	11	7%	13	12	7%
P/E (x)	12,1	12,7		10,6	11,4		9,4	10,0	
EV/EBITDA (x)	7,5	7,8		6,8	7,1		6,2	6,5	
P/BV (x)	4,1			3,6			3,4		
DY (%)	0,0%			8,1%			9,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	20,9	12,6	9,8	8,9	9,4
P/E skor. (x)	36,7	17,1	12,1	10,6	9,4
P/BV (x)	16,2	7,0	4,1	3,6	3,4
EV/EBITDA (x)	19,6	10,2	7,1	6,3	5,7
EV/EBITDA skor. (x)	19,6	10,2	7,1	6,3	5,7
EV/Sprzedaż (x)	2,8	2,3	1,8	1,6	1,5
FCF Yield (%)	-0,5%	8,6%	10,7%	12,2%	13,6%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	8,1%	9,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,9	4,8	6,1	6,8	6,4
EPS skor. (PLN)	1,6	3,5	5,0	5,6	6,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	4,9	5,4
BVPS (PLN)	3,7	8,6	14,7	16,6	17,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	9,8%	17,7%	21,3%	21,9%	22,6%
marża EBITDA skor. (%)	14,4%	23,0%	26,1%	26,0%	25,8%
marża EBIT (%)	9,3%	17,6%	21,3%	21,9%	22,6%
marża netto skor. (%)	14,5%	21,6%	24,2%	24,3%	21,0%
ROE (%)	75,7%	57,1%	42,6%	36,0%	37,4%
ROA (%)	27,9%	38,1%	36,6%	34,3%	30,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,8%	2,3%	4,0%	4,0%	4,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	0,4	0,8	1,0	1,2
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto/EBITDA (x)	-1,4	-1,7	-2,1	-2,0	-1,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	22	34	31	31	32
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	30	41	37	38	39
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	8	7	7	7	7

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**31,3**	**39,9**	**44,2**	**50,8**	**56,1**	**61,4**
Koszt własny sprzedaży	22,7	36,0	36,4	40,0	43,9	47,6
Zysk ze sprzedaży	**8,6**	**3,9**	**7,9**	**10,8**	**12,3**	**13,9**
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	8,6	3,9	7,9	10,8	12,3	13,9
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**9,2**	**5,8**	**10,2**	**13,2**	**14,6**	**15,9**
EBITDA skor.	**9,2**	**5,8**	**10,2**	**13,2**	**14,6**	**15,9**
Amortyzacja	0,6	2,0	2,3	2,4	2,3	2,0
EBIT	**8,6**	**3,7**	**7,8**	**10,8**	**12,3**	**13,9**
Wynik na działalności finansowej	3,8	2,4	2,2	2,0	2,0	-0,3
Zysk brutto	**12,4**	**6,0**	**10,0**	**12,8**	**14,3**	**13,6**
Podatek dochodowy	4,4	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	**8,1**	**5,8**	**9,6**	**12,3**	**13,7**	**12,9**
Zysk netto skor.	**7,8**	**3,3**	**7,1**	**10,0**	**11,4**	**12,9**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**8,4**	**7,5**	**6,3**	**5,9**	**5,8**	**6,3**
Aktywa obrotowe	**11,2**	**14,3**	**22,2**	**32,9**	**35,0**	**37,1**
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	1,4	5,1	4,9	5,5	6,2	6,8
Gotówka	4,7	8,2	16,3	26,3	27,8	29,2
Aktywa	**19,6**	**21,8**	**28,5**	**38,8**	**40,8**	**43,4**
Kapitał własny	**1,2**	**7,5**	**17,3**	**29,6**	**33,5**	**35,4**
Ujemna wartość jednostek podporządkowanych	**6,2**	**7,1**	**4,6**	**2,3**	**0,0**	**0,0**
Zobowiązania długoterminowe	**0,8**	**0,8**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Zobowiązania oprocentowane	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	**11,4**	**6,5**	**6,6**	**6,8**	**7,4**	**7,9**
Zobowiązania oprocentowane	4,0	4,3	4,6	5,0	5,5	6,0
Zobowiązania handlowe	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
Pasywa	**19,6**	**21,8**	**28,5**	**38,8**	**40,8**	**43,4**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**1,9**	**0,6**	**10,0**	**12,1**	**13,5**	**14,8**
Zysk (strata) netto	0,5	5,8	9,6	12,3	13,7	12,9
Amortyzacja	0,3	2,0	2,3	2,4	2,3	2,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**5,1**	**-0,9**	**-1,0**	**-2,0**	**-2,2**	**-2,5**
CAPEX	-6,5	-1,1	-1,0	-2,0	-2,2	-2,5
Przepływy z działalności finansowej	**1,5**	**0,0**	**-0,9**	**0,0**	**-9,8**	**-10,9**
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,8	-10,9
Przepływy pieniężne netto	8,4	-0,3	8,1	10,0	1,4	1,4
Środki pieniężne na początek okresu	0,1	8,5	8,2	16,3	26,3	27,8
Środki pieniężne na koniec okresu	8,5	8,2	16,3	26,3	27,8	29,2

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Huuuge

Kontynuacja wysokiej rentowności UA

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

Cena docelowa: 34,3 PLN

Cena bieżąca: 25,2 PLN

Potencjał wzrostu: 36%

Raport za II kw.'23

07.09.2023

#Wyniki Wstępne przychody za II kw. wyniosły 68,8 mln USD (-4% kw./kw. ; -13% r./r.). Zakładamy, że całkowite koszty marketingowe wyniosą 11 mln USD. Współczynnik kosztów marketingu do przychodów na poziomie 15% (+5pp kw./kw.), nominalnie 10,3 mln USD. Wzrost kosztów wynika z nico szerszych kampanii UA. Całkowite koszty operacyjne szacujemy na 49 mln USD (+3% kw./kw. ; -28% r./r.) Spółka w 2023 zredukowała zatrudnienie o ok. 10%, co powinno mieć przełożenie na marże w kolejnych okresach. Sądzimy, że marża EBITDA wyniesie czwarty kwartał z rzędu >30%. Wyniki powinny zostać odebrane lekko pozytywnie.

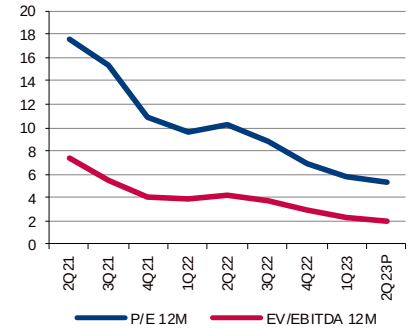
#Outlook / Newsflow Podtrzymujemy, że spółka powinna osiągnąć rekordowe wyniki w 2023 r. Optymalizacje po stronie UA oraz inicjatywy kosztowe pozytywnie działają na marże**.** Spółka w ramach zwolnień grupowych zwolniła ok. 46 pracowników (od peaku 20% załogi). Cele finansowe Zarządu na 2023: lekki spadek przychodów / spadek wydatków marketingowych / spadek opex z wyłączeniem marketingu / wzrost skor. EBITDA / wzrost skor. marży EBITDA. Otoczenie na rynku User Acquisition nadal pozostaje wyzwaniem. Spółka podtrzymuje outlook wynikowy na 2023 r. i spodziewa się rekordowego zysku EBITDA w tym roku. Obecnie koncentracja na optymalizacji gier i UA. HUG pozytywnie ocenia zmiany w systemie VIP, a celem poprawa długoterminowej retencji. Nie zakładamy by spółka rozważała na teraz cele M&A. Według zapowiedzi, gry studiów Huuuge Pods mogą mieć premierę w 2H'23. Uważamy, że spółka to relatywnie stabilny typ inwestycyjny wśród spółek z gamingu mobilnego ze względu na długi cykl życia gier Social Casino i niższą erozję przychodów niż średnio w sektorze. Dodatkowo, wyniki operacyjne mają wysoką, dodatnią dynamikę r./r. a wycena jest nadal niewymagająca. Sadzimy, że w przyszłości spółka może kontynuować politykę skupów akcji własnych dzięki mocnej generacji FCF.

#Zmiany modelowe / rekomendacja Nasza wycena uwzględnia wpływ skupu akcji. W modelu zakładamy odpływ gotówki z tyt. rozliczenia skupu (150 mln USD) oraz uwzględniamy planowane umorzenie wszystkich zakupionych akcji własnych, co łącznie z emisją akcji z Programu Motywacyjnego implikuje 67,8 mln akcji. Lekko obniżamy prognozy na poziomie rentowności. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 34,2 PLN /akcja.

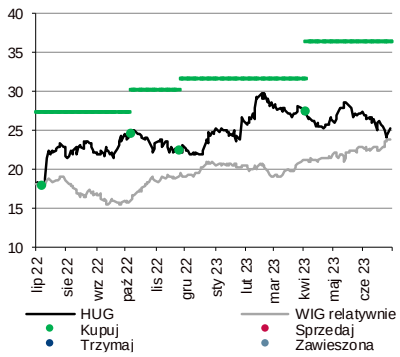
DANE SPÓŁKI			
Ticker			HUG
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			25,2
52 tyg. min/max (PLN)			17,42 / 29,9
Liczba akcji (mln szt.)			84,2
Kapitalizacja (mln PLN)			2123
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,74
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-10,7%	-9,4%	36,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	36,4
Kupuj	13.12.2022	31,6
Kupuj	24.10.2022	30,2
Kupuj	25.07.2022	27,5
Kupuj	06.07.2022	28

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES HUG NA TLE WIG



mln USD	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	98	92	89	84	79	78	78	72	69	-13%	-4%
EBITDA skor.	16	18	21	14	14	24	30	28	23	65%	-18%
EBIT	11	11	16	11	11	19	-2	25	20	78%	-19%
Zysk netto skor.	11	11	14	10	9	18	28	22	16	90%	-27%
P/E12M trailing	17,5	15,4	10,9	9,6	10,2	8,8	6,9	5,8	5,3		
EV/EBITDA 12M trailing	7,3	5,6	4,1	3,9	4,1	3,7	2,9	2,3	2,0		
zmiana przychodów r./r.	10%	17%	-1%	-12%	-19%	-16%	-12%	-15%	-13%		
marża EBITDA	16,0%	19,2%	23,4%	17,1%	17,2%	31,6%	38,3%	38,5%	32,8%		
marża EBIT	11,5%	12,3%	17,6%	12,7%	14,1%	23,9%	-	34,2%	28,9%		
marża netto	11,7%	12,4%	15,8%	11,9%	10,8%	23,7%	35,6%	31,3%	23,7%		

mln USD	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	333	374	319	278	271	269
EBITDA skor.	57	64	82	94	82	78
EBIT	50	45	39	83	72	68
Zysk netto skor.	48	41	65	70	59	55
EPS (USD)	236,13	-0,1	0,4	0,8	0,7	0,7
DPS (USD)	236,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	10,8	12,6	8,0	7,4	8,7	9,4
EV/EBITDA skor. (x)	35,6	5,1	3,8	4,1	3,9	3,4
P/BV (x)	-22,1	2,3	2,2	3,2	2,4	1,9
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	34,3	100%	36,4	100%	-6%
Wycena porównawcza	33,8	0%	42,5	0%	-20%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln USD	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	278	286	-3%	271	281	-3%	269	277	-3%
EBITDA	94	96	-2%	83	86	-4%	78	80	-2%
EBIT	83	80	4%	72	70	3%	68	68	0%
Zysk netto	70	69	3%	59	61	-2%	55	55	0%
P/E (x)	30,1	30,9		35,7	34,9		38,5	38,5	
EV/EBITDA (x)	21,1	20,8		23,2	22,3		24,0	23,4	
P/BV (x)	13,2			9,7			7,7		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	16,2	7,4	8,8	9,4
P/E skor. (x)	12,6	8,0	7,4	8,7	9,4
P/BV (x)	2,3	2,2	3,2	2,4	1,9
EV/EBITDA (x)	6,3	6,2	4,1	3,9	3,4
EV/EBITDA skor. (x)	5,1	3,8	4,1	3,9	3,4
EV/Sprzedaż (x)	0,9	1,0	1,4	1,2	1,0
FCF Yield (%)	7,1%	21,5%	19,6%	19,8%	22,8%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (USD)	-0,1	0,4	0,8	0,7	0,7
EPS skor. (USD)	0,5	0,8	0,8	0,7	0,7
DPS (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (USD)	2,7	2,9	1,9	2,6	3,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	70,7%	69,6%	69,6%	69,3%	70,8%
marża EBITDA skor. (%)	17,2%	25,8%	33,9%	30,7%	28,9%
marża EBIT (%)	11,9%	12,1%	29,8%	26,7%	25,2%
marża netto skor. (%)	-2,6%	10,0%	25,1%	21,6%	20,5%
ROE (%)	63,1%	27,7%	35,1%	31,3%	22,4%
ROA (%)	-4,4%	10,9%	28,5%	25,4%	19,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,7%	1,4%	0,8%	1,2%	1,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	0,4	0,2	0,3	0,4
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9
Dług netto/EBITDA (x)	-3,6	-4,2	-1,4	-2,4	-3,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	-16	-13	4	6	7
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	28	31	34	33	33
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	44	44	30	27	25

Rachunek wyników (mln USD)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**333**	**374**	**319**	**278**	**271**	**269**
Koszty wytworzenia	100	110	97	84	83	79
Zysk brutto ze sprzedaży	**233**	**264**	**222**	**194**	**188**	**191**
Koszty sprzedaży i marketingu	125	146	89	40	39	84
Koszty ogólnego zarządu	57	41	40	41	44	19
Koszty prac badawczo-rozwojowych	30	33	30	30	33	20
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	0	-25	0	0	0
EBITDA	**52**	**53**	**50**	**93**	**82**	**78**
EBITDA skor.	**57**	**64**	**82**	**94**	**83**	**78**
Amortyzacja	3	8	11	10	10	10
EBIT	**50**	**45**	**39**	**83**	**72**	**68**
Wynik na działalności finansowej	-126	46	4	2	0	0
Zysk brutto	**-76**	**-1**	**39**	**85**	**72**	**68**
Podatek dochodowy	-6	-9	-7	-15	-14	-13
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-83**	**-10**	**32**	**70**	**59**	**55**
Zysk netto skor.	**48**	**41**	**65**	**70**	**59**	**55**

Bilans (mln USD)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**17**	**68**	**37**	**30**	**23**	**17**
Aktywa obrotowe	**124**	**232**	**249**	**173**	**236**	**295**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	29	28	26	25	24	24
Gotówka	94	204	222	147	211	270
Aktywa	**142**	**300**	**286**	**203**	**258**	**313**
Kapitał własny	**-96**	**226**	**241**	**161**	**219**	**274**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**183**	**13**	**10**	**10**	**10**	**10**
Zobowiązania oprocentowane	6	13	10	10	10	10
Zobowiązania krótkoterminowe	**55**	**61**	**36**	**33**	**29**	**28**
Zobowiązania oprocentowane	3	4	4	4	4	4
Zobowiązania handlowe	38	53	24	21	19	18
Pasywa	**142**	**300**	**286**	**203**	**258**	**313**

Rachunek przepływów (mln USD)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**73**	**30**	**71**	**77**	**67**	**64**
Zysk (strata) netto	48	41	65	70	59	55
Amortyzacja	3	8	11	10	10	10
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-5**	**-16**	**-33**	**-2**	**-3**	**-4**
CAPEX	-3	-6	-4	-2	-3	-4
Przepływy z działalności finansowej	**0**	**97**	**-22**	**-150**	**0**	**0**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	68	110	17	-75	63	59
Środki pieniężne na początek okresu	68	110	17	-75	63	59
Środki pieniężne na koniec okresu	94	204	222	147	211	270

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

PCF Group

Nowe umowy work-for-hire i kontynuacja SPO

Bez rekomendacji

#Nowe umowy work-for-hire Od zakończenia subskrypcji akcji serii F spółka zakomunikowała o podpisaniu umowy wydawniczej i listu intencyjnego na dwie gry w modelu work-for-hire:

- Umowa wydawnicza podpisana została z Microsoft i dotyczy gry o nazwie kodowej Projekt Maverick (segment gier AAA) o budżecie 30-50 mln USD. Spółki zawarły umową wykonawczą do określającą harmonogram produkcji Gry uwzględniający jej kluczowe etapy (milestones). Produkcja Gry będzie realizowana w modelu work-for-hire, w oparciu o prawa własności intelektualnej Wydawcy. Gra będzie finansowana w całości przez Wydawcę w miarę realizacji przez Spółkę kontraktowanych w ramach procesu produkcyjnego kluczowych etapów produkcji. Umowa nie zawiera postanowień określających specyficzne warunki, które odbiegałyby od warunków powszechnie stosowanych dla danego typu umów;
- List intencyjny dotyczy z kolei gry na platformy VR Action/Combat pod kodową nazwą Dolphin. List intencyjny został zawarty z renomowanym wydawcą z USA, a budżet wydawcy na prace związane z grą może wynieść 16-24 mln USD. Gra ma być oparta o prawa własności intelektualnej należące do wydawcy, a zakończenie prac deweloperskich planowane jest w 2025 roku.

 # Emisja akcji serii G

- PCF Group chce przeprowadzić emisję nie więcej niż 2.510.904 akcji serii G z wyłączeniem prawa poboru
- Środki z emisji serii G (wraz z emisją serii F), zostaną przeznaczone na zwiększenie liczebności zespołów produkcyjnych gier Project Dagger, Bifrost i Victoria
- Planowana emisja to drugi etap finansowania zaktualizowanej strategii rozwoju grupy, ogłoszonej pod koniec stycznia i stanowi uzupełnienie przeprowadzonej na przełomie maja i czerwca emisji akcji serii F, w ramach której spółka przydzieliła 3,34 mln akcji z ogólnej puli 5,85 mln oferowanych akcji. Oferta została skierowana niemal wyłącznie do firmy Krafton, południowokoreańskiego wydawcy i producenta gier, z którym PCF Group wcześniej zawarła umowę inwestycyjną, który objął akcję po cenie 40,20 PLN/akcja
- PCF zakłada, że akcje serii G zostaną zaoferowane co najmniej po tej samej cenie, co akcje serii F, czyli 40,20 PLN/akcja, a zatem łączna wartość emisji wyniesie co ok. 101 mln PLN. Krafton będzie mieć prawo pierwszeństwa objęcia akcji serii G po cenie 40,20 zł za akcję w takiej liczbie, która pozwoli mu utrzymać 10-proc. udział w kapitale zakładowym. Projekt uchwały przewiduje, że emisja akcji serii G zostanie przeprowadzona w analogiczny sposób, jak oferta akcji serii F (tryb subskrypcji prywatnej).

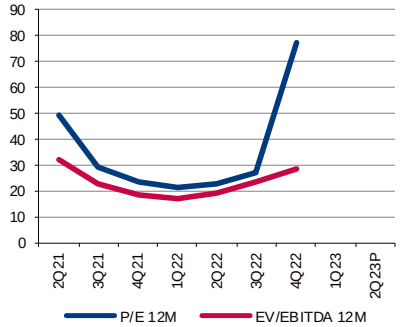
Raport za II kw.'23
21.09.2023

Cena bieżąca: 43 PLN

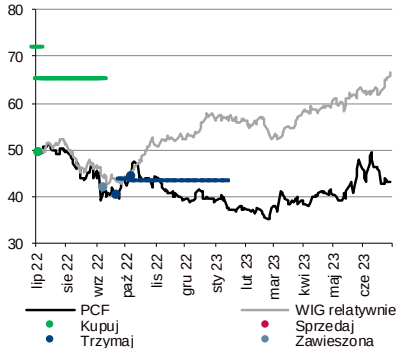
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PCF
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			43,0
52 tyg. min/max (PLN)			34 / 51,5
Liczba akcji (mln szt.)			33,4
Kapitalizacja (mln PLN)			1437
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,31
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	-6,3%	11,7%	-13,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Restricted	01.02.2023	-
Trzymaj	24.10.2022	43,3
Trzymaj	10.10.2022	43,8
Zawieszona	26.09.2022	-
Kupuj	21.07.2022	65,0
Kupuj	22.04.2022	71,8
Kupuj	09.12.2021	75,8
Kupuj	21.10.2021	70,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES PCF NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	46	54	48	50	40	40	41	35	b.d.	-	-
EBITDA skor.	19	24	18	17	12	11	9	3	b.d.	-	-
EBIT	17	23	15	13	8	7	3	-2	b.d.	-	-
Zysk netto skor.	14	25	15	14	9	16	-20	-5	b.d.	-	-
P/E 12M trailing	49,5	29,2	23,4	21,4	22,9	26,8	77,0	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	32,0	22,4	18,5	17,1	18,8	23,2	28,7	-	-		
zmiana przychodów r./r.	74%	104%	98%	63%	-13%	-26%	-16%	-	-		
marża EBITDA	41,9%	44,1%	37,6%	32,8%	31,0%	28,1%	21,2%	-	-		
marża EBIT	36,1%	41,9%	31,4%	26,3%	20,2%	16,1%	7,9%	-	-		
marża netto	29,9%	45,3%	30,8%	27,3%	23,4%	38,5%	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	104	180	171	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA skor.	33	72	49	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	26	62	31	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	25	61	19	b.d.	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	0,83	2,1	0,6	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,2	0,3	-	-	-
P/E (x)	51,7	20,7	77,0	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	38,0	16,1	28,7	-	-	-
P/BV (x)	16,6	4,9	5,2	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,4%	0,7%	-	-	-

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	100%	-	100%	-
Wycena porównawcza	-	0%	-	0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
EBITDA	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
EBIT	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
Zysk netto	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
P/E (x)	-	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	-			-			-		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	20,7	77,0	-	-	-
P/E skor. (x)	20,7	77,0	-	-	-
P/BV (x)	4,9	5,2	-	-	-
EV/EBITDA (x)	16,1	28,7	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	16,1	28,7	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	6,5	8,2	-	-	-
FCF Yield (%)	2,5%	-3,7%	-	-	-
DY (%)	0,4%	0,7%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,1	0,6	-	-	-
EPS skor. (PLN)	2,1	0,6	-	-	-
DPS (PLN)	0,2	0,3	-	-	-
BVPS (PLN)	8,8	8,3	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	49,9%	50,3%	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	40,0%	28,5%	-	-	-
marża EBIT (%)	34,2%	18,1%	-	-	-
marża netto skor. (%)	34,0%	10,9%	-	-	-
ROE (%)	36,5%	7,0%	-	-	-
ROA (%)	29,7%	5,6%	-	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	14,1%	64,4%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,2	6,2	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,4	-0,1	-'	-'	-'
Dług netto/EBITDA (x)	-1,5	-0,7	-	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	72	92	-	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	60	70	-	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	25	44	-	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	14	22	-	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**104**	**180**	**171**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty wytworzenia	66	90	85	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**38**	**90**	**86**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty sprzedaży	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	20	36	55	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	18	54	31	b.d.	b.d.	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	8	11	0	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	**32**	**72**	**49**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	**33**	**72**	**49**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Amortyzacja	6	12	18	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	**26**	**62**	**31**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	1	3	4	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto	**27**	**64**	**30**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Podatek dochodowy	2	3	9	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk mniejszości	0	0	3	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	**25**	**61**	**19**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**21**	**61**	**19**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**20**	**125**	**228**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**76**	**191**	**123**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa z tytułu umowy	24	35	30	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	7	18	23	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	41	137	68	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**96**	**317**	**351**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**77**	**260**	**278**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**10**	**30**	**43**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	9	26	31	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**9**	**27**	**30**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	1	2	2	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	4	10	11	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**96**	**317**	**351**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**16**	**59**	**59**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	21	61	19	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	6	12	17	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-7**	**-82**	**-109**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	-7	-25	-110	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**2**	**118**	**-18**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	0	-6	-10	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	11	96	-68	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	29	41	137	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	41	137	68	b.d.	b.d.	b.d.

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

PlayWay

Drugie półrocze powinno przynieść kluczowe sequele

#Wyniki II kwartał nie przyniósł większych premier. Wyniki spółki w II kw. będą oparte o sprzedaż gier z back-catalogue w tym najważniejsze: House Flipper, seria CMS, Cooking Simulator, Contraband Police (premiera 8 marca 2023), Mr. Prepper. Szacujemy, że przychody netto wyniosą 60 mln PLN (-6% kw./kw. ; -10% r./r.), a zmiana stanu produktów +10 mln PLN. Zakładamy koszty operacyjne na poziomie 31 mln PLN (+39% r./r. ; +5% kw./kw.). Wyniki mogą zostać odebrane neutralnie choć warto wskazać, że baza r./r. jest relatywnie wysoka.

#Outlook / Newsflow Podtrzymujemy prognozy, że spółka poprawi wyniki r./r. Determinantą tego założenia jest premiera co najmniej dwóch mocnych gier-sequeli do końca 2023 r. W harmonogramie PLW znajdują się sequele takich tytułów jak House Flipper, Cooking Simulator czy Thief Simulator. W naszym modelu zakładamy, że gry te dołożą łącznie 57 mln PLN przychodów w 2023 oraz 90 mln PLN w 2024 (wtedy spodziewamy się także nowego CMS-a). Fundamentalnie spółka powinna korzystać na poszerzaniu sprzedaży o konsole, podwyższaniu cen gier oraz komercjalizacji umów wydawniczych największych dostawców usług subskrypcyjnych. W wynikach ostatnio widać wyraźny wzrost kosztów (w 1Q23 +48% r./r.), co zaczyna lekko ciążyć rentowności. Wydaje się, że otoczenie transakcyjne nadal nie sprzyja w pozyskiwaniu kapitału przez spółki zależne/stowarzyszone. Zalecamy lekkie przeważanie spółki pod pipeline w II półroczu.

#Zmiany modelowe / rekomendacja Lekko obniżamy prognozy na lata 2023-25. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z obniżoną ceną docelową do 461 PLN/akcja.

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

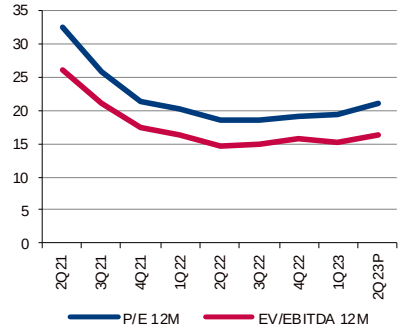
Cena docelowa: 461 PLN
Cena bieżąca: 409,5 PLN
Potencjał wzrostu: 13%

Raport za II kw.'23
02.10.2023

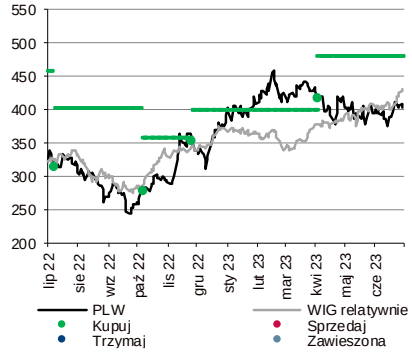
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PLW
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			409,5
52 tyg. min/max (PLN)			233,5 / 475
Liczba akcji (mln szt.)			6,6
Kapitalizacja (mln PLN)			2703
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,31
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,5%	-5,9%	25,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	481
Kupuj	13.12.2022	400
Kupuj	24.10.2022	359
Kupuj	25.07.2022	404
Kupuj	22.04.2022	460
Kupuj	09.12.2021	555
Kupuj	21.10.2021	634
Kupuj	20.07.2021	601

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES PLW NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	56	70	79	58	74	86	72	71	70	-5%	-3%
EBITDA	33	47	45	38	51	51	34	42	39	-23%	-7%
EBIT	33	47	45	38	50	51	34	41	38	-24%	-7%
Zysk netto skor.	26	43	33	33	38	42	29	30	28	-26%	-8%
P/E12M trailing	32,4	25,7	21,3	20,1	18,5	18,6	19,1	19,4	20,9		
EV/EBITDA 12M trailing	26,1	21,1	17,4	16,3	14,5	14,8	15,6	15,2	16,3		
zmiana przychodów r./r.	-15%	92%	82%	23%	30%	22%	-9%	23%	-5%		
marża EBITDA	59,1%	67,6%	56,9%	65,6%	68,8%	60,1%	47,2%	58,1%	55,6%		
marża EBIT	58,7%	67,2%	56,7%	65,2%	68,3%	59,7%	46,7%	57,6%	55,0%		
marża netto	45,5%	61,0%	42,2%	56,5%	51,1%	49,1%	40,9%	42,0%	39,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	181	252	289	354	429	448
EBITDA	119	153	174	228	273	279
EBIT	118	153	173	227	271	277
Zysk netto skor.	96	127	107	180	214	220
EPS (PLN)	28,89	19,3	16,2	27,3	32,5	33,3
DPS (PLN)	9,5	12,7	19,2	16,2	27,3	32,5
P/E skor. (x)	28,2	21,3	25,3	15,0	12,6	12,3
EV/EBITDA (x)	23,7	18,6	16,2	12,2	10,2	10,1
P/BV (x)	7,6	6,2	6,5	5,5	5,1	5,1
DY (%)	2,3%	3,1%	4,7%	4,0%	6,7%	7,9%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	461,0	100%	481,0	100%	-4%
Wycena porównawcza	562,7	0%	620,0	0%	-9%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	354	392	-10%	429	433	-1%	448	461	-3%
EBITDA	228	248	-8%	273	274	-1%	279	290	-4%
EBIT	227	240	-6%	271	272	0%	277	288	-4%
Zysk netto skor.	180	188	-4%	214	215	0%	220	228	-4%
P/E (x)	15,0	14,4		12,6	12,6		12,3	11,9	
EV/EBITDA (x)	10,9	10,0		9,2	9,1		9,2	8,8	
P/BV (x)	5,5			5,1			5,1		
DY (%)	4,0%			6,7%			7,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	21,3	25,3	15,0	12,6	12,3
P/E skor. (x)	21,3	25,3	15,0	12,6	12,3
P/BV (x)	6,2	6,5	5,5	5,1	5,1
EV/EBITDA (x)	18,6	16,2	12,2	10,2	10,1
EV/EBITDA skor. (x)	18,6	16,2	12,2	10,2	10,1
EV/Sprzedaż (x)	11,3	9,8	7,8	6,5	6,3
FCF Yield (%)	4,5%	3,3%	7,0%	6,8%	6,8%
DY (%)	3,1%	4,7%	4,0%	6,7%	7,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	19,3	16,2	27,3	32,5	33,3
EPS skor. (PLN)	19,3	16,2	27,3	32,5	33,3
DPS (PLN)	12,7	19,2	16,2	27,3	32,5
BVPS (PLN)	66,4	63,4	74,4	79,7	80,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	66,5%	60,6%	64,6%	63,6%	62,4%
marża EBITDA skor. (%)	60,9%	60,3%	64,4%	63,5%	62,3%
marża EBIT (%)	60,6%	59,8%	64,0%	63,0%	61,9%
marża netto skor. (%)	50,4%	37,0%	50,8%	49,9%	49,0%
ROE (%)	32,0%	25,0%	39,6%	42,2%	41,6%
ROA (%)	24,7%	19,0%	30,8%	33,7%	33,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,7	1,0	0,9	0,8	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,3	0,2	0,8	0,9
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,7	0,3	0,3	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	88	124	150	167	204
Cykl rotacji zapasów (dni)	54	77	103	125	161
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	45	59	54	49	51
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	11	12	7	7	8

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**181**	**252**	**289**	**354**	**429**	**448**
Koszty operacyjne	53	84	114	125	156	168
Zysk brutto ze sprzedaży	**128**	**168**	**175**	**229**	**273**	**280**
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-10	-15	-2	-2	-2	-3
EBITDA	**119**	**153**	**174**	**228**	**273**	**279**
EBITDA skor.	**119**	**153**	**174**	**228**	**273**	**279**
Amortyzacja	1	1	1	2	2	2
EBIT	**118**	**153**	**173**	**227**	**271**	**277**
Wynik na działalności finansowej	142	7	-1	0	0	0
Zysk brutto	**260**	**161**	**148**	**227**	**271**	**277**
Podatek dochodowy	39	-12	16	25	30	31
Zysk mniejszości	30	22	25	22	26	27
Zysk netto	**191**	**127**	**107**	**180**	**214**	**220**
Zysk netto skor.	**96**	**127**	**107**	**180**	**214**	**220**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**202**	**218**	**217**	**217**	**216**	**216**
Aktywa obrotowe	**257**	**354**	**334**	**403**	**436**	**436**
Zapasy	29	45	77	122	172	223
Należności handlowe	19	43	50	55	60	65
Gotówka	181	222	163	222	200	143
Aktywa	**459**	**572**	**551**	**620**	**652**	**652**
Kapitał własny	**356**	**438**	**418**	**491**	**526**	**531**
Kapitały mniejszości	**59**	**81**	**81**	**75**	**70**	**63**
Zobowiązania długoterminowe	**37**	**41**	**41**	**41**	**41**	**41**
Zobowiązania oprocentowane	0	1	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	**7**	**12**	**11**	**13**	**16**	**17**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	3	12	7	7	9	10
Pasywa	**459**	**572**	**551**	**620**	**652**	**652**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**54**	**129**	**94**	**196**	**191**	**193**
Zysk (strata) netto jedn. dominującej skor.	96	127	107	180	214	220
Amortyzacja	1	1	1	2	2	2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**44**	**17**	**-1**	**-1**	**-2**	**-2**
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-2	-2
Przepływy z działalności finansowej	**-15**	**-105**	**-152**	**-135**	**-211**	**-248**
Dywidenda	-62	-84	-127	-107	-180	-214
Przepływy pieniężne netto	82	41	-59	59	-22	-57
Środki pieniężne na początek okresu	99	181	222	163	222	200
Środki pieniężne na koniec okresu	181	222	163	222	200	143

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Simteract

Kontynuacja prac nad Taxi Life

Bez rekomendacji

#Wyniki Zakładamy przychody netto na poziomie 1,9 mln PLN w związku z realizacją prac nad grami z Nacon (TrainLife i TaxiLife) oraz +0,5 mln zmiany stanu produktu. Zakładamy stabilne koszty operacyjne na poziomie 2 mln PLN. Wyniki powinny być odebrane neutralnie.

#Outlook / Newsflow Spółka kontynuuje prace nad kilkoma projektami. Simteract skupia się na czterech głównych aktywnościach: (1) Taxi Life: A City Driving Simulator (wcześniej Urban Venture) – gra z gatunku premium simulation realizowana przez Spółkę wraz z globalnym wydawcą Nacon SAS (w ramach ścieżki North Star); (2) Niezapowiedziany jeszcze projekt w ramach ścieżki Prodigy – gra z gatunku premium simulation, którą Simteract realizuje z globalnym wydawcą Astragon, będącym częścią Grupy Team17; (3) Train Life: A Railway Simulator – gra realizowana z globalnym wydawcą Nacon SAS (Grupa Bigben Interactive); (4) Projekt w ramach ścieżki North Star - niezapowiedziana jeszcze gra z gatunku rozszerzającego dotychczasowe portfolio gier, którą Simteract chce rozwijać bez wydawcy na początkowym etapie. Spółka spełniła warunki do uruchomienia pożyczki w kwocie 240 tys. EUR od funduszu specjalizującego się w udzielaniu pożyczek spółkom z branży gamingowej. Pożyczka wypłacona zostanie w transzach w okresie od kwietnia do sierpnia 2023 roku i udzielona zostanie na okres 12 miesięcy w celu zapewnienia bieżącego finansowania działalności do czasu wydania gry Taxi Life.

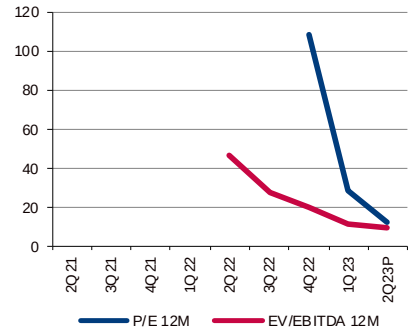
Raport za II kw.'23
11.08.2023

Cena bieżąca: 10,1 PLN

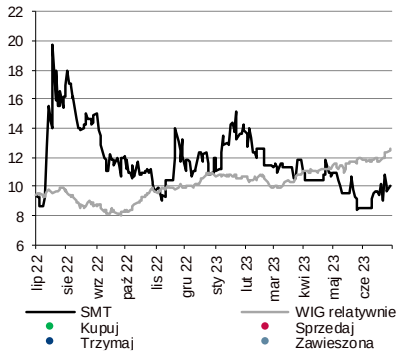
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SMT
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			10,1
52 tyg. min/max (PLN)			8 / 21,2
Liczba akcji (mln szt.)			1,2
Kapitalizacja (mln PLN)			12
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			-
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	18,8%	-9,0%	7,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SMT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1,0	1,3	1,9	1,7	2,1	2,5	2,3	1,9	2,4	12%	25%
EBITDA skor.	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,2	0,3	0,4	0,2	0,5	121%	162%
EBIT	0,0	0,1	0,2	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,0	0,4	155%	809%
Zysk netto skor.	0,0	0,1	0,1	-0,3	-0,2	0,2	0,4	0,0	0,4	-	2946%
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	108,4	28,2	12,2		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	46,6	27,7	19,4	11,1	9,1		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	124%	89%	21%	10%	12%		
marża EBITDA	5,4%	10,6%	11,3%	-	9,5%	12,6%	18,2%	8,9%	18,8%		
marża EBIT	1,9%	8,0%	9,4%	-	7,3%	10,7%	14,9%	2,3%	16,7%		
marża netto	1,9%	8,0%	5,7%	-	-	9,2%	16,1%	0,7%	16,5%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3,5	5,3	8,7	11,8	b.d.	b.d.
EBITDA	1,4	0,6	0,6	4,2	b.d.	b.d.
EBIT	0,6	0,4	0,4	3,9	b.d.	b.d.
Zysk netto	0,6	0,3	0,1	3,6	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	0,47	0,3	0,1	2,9	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	-	-	-
P/E (x)	21,7	38,9	108,4	3,5	-	-
EV/EBITDA (x)	5,3	13,6	19,4	-	-	-
P/BV (x)	1,9	1,9	1,8	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	11,8		-	b.d.		-	b.d.		-
EBITDA	4,2		-	b.d.		-	b.d.		-
EBIT	3,9		-	b.d.		-	b.d.		-
Zysk netto	3,6		-	b.d.		-	b.d.		-
P/E (x)	3,5	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	-			-			-		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	38,9	108,4	3,5	-	-
P/E skor. (x)	38,9	108,4	3,5	-	-
P/BV (x)	1,9	1,8	-	-	-
EV/EBITDA (x)	13,6	19,4	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	13,6	19,4	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	1,6	1,4	-	-	-
FCF Yield (%)	-14,1%	-30,8%	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,3	0,1	2,9	-	-
EPS skor. (PLN)	0,3	0,1	2,9	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	5,4	5,5	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	-31,9%	0,0%	0,0%	-	-
marża EBITDA skor. (%)	11,9%	7,3%	35,7%	-	-
marża EBIT (%)	7,2%	4,8%	33,4%	-	-
marża netto skor. (%)	6,0%	1,3%	30,2%	-	-
ROE (%)	4,9%	1,7%	106,1%	-	-
ROA (%)	4,0%	1,3%	76,3%	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	6,1%	1,9%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,3	-	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,6	0,0	-'	-'	-'
Dług netto/EBITDA (x)	-5,9	0,0	-	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	137	147	145	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	138	157	149	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	41	41	50	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	43	51	54	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**3,5**	**5,3**	**8,7**	**11,8**	**b.d.**	**b.d.**
Koszt własny sprzedaży	4,0	7,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**-0,5**	**-1,7**	**0,0**	**0,0**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	0,0	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,1	2,1	0,0	0,0	b.d.	b.d.
EBITDA	**1,4**	**0,6**	**0,6**	**4,2**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	**1,4**	**0,6**	**0,6**	**4,2**	**b.d.**	**b.d.**
Amortyzacja	0,8	0,3	0,0	0,0	b.d.	b.d.
EBIT	**0,6**	**0,4**	**0,4**	**3,9**	**b.d.**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	0,0	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.
Zysk brutto	**0,6**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**b.d.**	**b.d.**
Podatek dochodowy	0,0	0,1	0,0	0,0	b.d.	b.d.
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.
Zysk netto	**0,6**	**0,3**	**0,1**	**3,6**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**0,6**	**0,3**	**0,1**	**3,6**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**0,5**	**0,6**	**2,2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**7,2**	**7,6**	**7,2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	1,3	2,7	4,8	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	0,9	0,3	1,6	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	5,0	3,7	0,0	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**7,7**	**8,2**	**9,4**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**6,4**	**6,6**	**6,7**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**1,4**	**1,5**	**2,6**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	0,6	0,7	1,7	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**7,7**	**8,2**	**9,4**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**0,5**	**-0,9**	**-3,6**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	0,6	0,3	0,1	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	0,8	0,3	0,2	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-0,4**	**-0,3**	**-0,2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	0,4	0,3	0,2	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**4,6**	**0,0**	**0,0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	4,6	-1,2	-3,8	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	0,3	5,0	3,8	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	5,0	3,7	0,0	b.d.	b.d.	b.d.

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Ten Square Games

Brak sygnałów odwrócenia negatywnego trendu

Zawieszona
(Poprzednia: Zawieszona)

#Wyniki Spółka zaraportowała wstępne przychody ze sprzedaży (płatności), które wyniosły 101 mln PLN (-18% kw./kw. ; -18% r./r.). W płatnościach 62,9 mln PLN wygenerowała gra Fishing Clash (-25% r./r. ; -13% kw./kw.), a 24,3 mln PLN Hunting Clash (-3% r./r. ; -25% kw./kw.). Dynamika przychodów Rortos to według naszych prognoz ok. -37% kw./kw. co wynika z bardzo słabego performance Wings of Heroes. W przychodach nie zakładamy efektu odroczonych płatności. Szacujemy koszty UA na 22,9 mln PLN, co implikuje mnożnik do UA/płatności na poziomie 22,7% (+0,7pp kw./kw.). Szacujemy, że COGS wyniosą 19,5 mln PLN, a koszty ogólnego zarządu wyniosą 21 mln PLN (+25% kw./kw.) – efekt zawiązania rezerwy na zwolnienia grupowe (ok. 6,5 mln PLN). Wyniki mogą zostać przyjęte negatywnie.

#Outlook / Newsflow Kolejne miesiące przynoszą pogłębiającą się erozję przychodów w głównych grach: FC i HC. Dodatkowo, po mocnym starcie na przełomie 2022/23, Wings of Heroes okazuje się generować coraz niższe przychody w 2023 r. Słabość WoH po raz kolejny stwarza ryzyko odpisów, co rynek może dyskontować in minus. Warto podkreślić, że od początku 2020 r. spółka kontynuuje serię porażek w zakresie developmentu nowych gier. (Golf Royale, Football Ellite, Magical District i teraz Fishing Masters, Undead Clash). Presja na wyniki to także efekt słabego rynku gier mobilnych i presji po stronie otoczenia UA. W otoczeniu trudnego makro dla sektora mobilnego, planowana przez TEN redukcja zatrudnienia jest naturalnym krokiem – spotkało to wielu producentów gier na przestrzeni ostatnich kilku kwartałów. Ostatnia aktualizacji strategii była ogólnikowa i nie zmieniła view lub outlooku na wyniki bądź nowe projekty (nic nowego w hard-launchu do końca roku). Wydaje się, że dopóki trajektoria przychodów głównych gier się nie odwróci, nie ma co liczyć na długotrwałe odbicie kursu.

#Zmiany modelowe / rekomendacja Zawieszona.

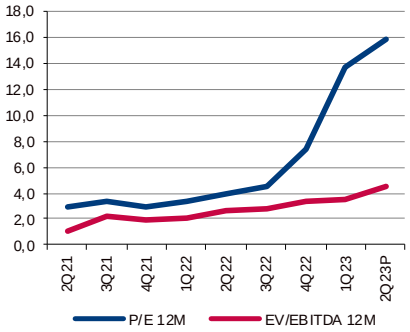
Raport za II kw.'23
06.09.2023

Cena bieżąca: 80,9 PLN

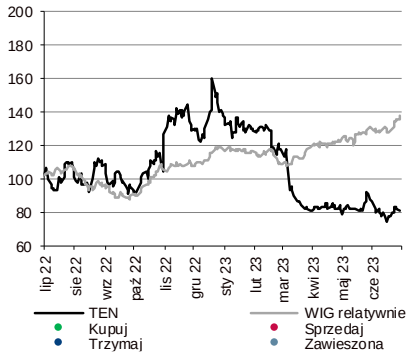
DANE SPÓŁKI			
Ticker			TEN
Sektor			Gry
Kurs (PLN)			80,9
52 tyg. min/max (PLN)			73,8 / 164,4
Liczba akcji (mln szt.)			7,3
Kapitalizacja (mln PLN)			593
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			4,46
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-6,4%	0,4%	-21,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Zawieszona	22.04.2022	-
Kupuj	09.12.2021	620
Kupuj	21.10.2021	634
Kupuj	20.07.2021	756
Kupuj	26.04.2021	764

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES TEN NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	165	148	147	150	124	133	131	117	101	-19%	-14%
EBITDA skor.	48	55	67	42	28	35	35	28	12	-59%	-58%
EBIT	39	31	40	29	17	22	4	-14	-5	-	-
Zysk netto skor.	38	45	55	36	14	28	4	-2	8	-42%	-
P/E12M trailing	3,0	3,3	3,0	3,4	4,0	4,5	7,3	13,7	15,8		
EV/EBITDA 12M trailing	1,1	2,3	2,0	2,1	2,6	2,8	3,3	3,5	4,5		
zmiana przychodów r./r.	-3%	-17%	10%	-14%	-25%	-10%	-11%	-22%	-19%		
marża EBITDA	28,8%	37,1%	45,8%	28,0%	22,9%	26,3%	26,9%	23,5%	11,5%		
marża EBIT	23,5%	21,1%	27,5%	19,6%	14,1%	16,3%	3,2%	-	-		
marża netto	22,8%	30,5%	37,4%	23,7%	11,1%	21,3%	2,7%	-	8,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	578	634	539	410	411	488
EBITDA skor.	195	234	141	76	52	66
EBIT	172	166	73	-6	28	41
Zysk netto skor.	169	198	81	32	23	34
EPS (PLN)	21,05	19,3	7,1	-0,2	3,2	4,6
DPS (PLN)	3,8	9,9	9,9	3,6	0,1	1,6
P/E skor. (x)	3,5	3,0	7,3	18,4	25,6	17,6
EV/EBITDA skor. (x)	1,8	2,0	3,4	6,3	9,0	8,2
P/BV (x)	2,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5
DY (%)	4,6%	12,3%	12,2%	4,4%	0,1%	2,0%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	100%		100%	-
Wycena porównawcza	-	0%		0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	410	b.d.	-	411	b.d.	-	488	b.d.	-
EBITDA	76	b.d.	-	52	b.d.	-	66	b.d.	-
EBIT	-6	b.d.	-	28	b.d.	-	41	b.d.	-
Zysk netto	32	b.d.	-	23	b.d.	-	34	b.d.	-
P/E (x)	18,5	-		25,6	-		17,6	-	
EV/EBITDA (x)	6,3	-		9,0	-		8,3	-	
P/BV (x)	1,7			1,6			1,5		
DY (%)	4,4%			0,1%			2,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	4,2	11,3	-	25,6	17,6
P/E skor. (x)	3,0	7,3	18,4	25,6	17,6
P/BV (x)	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (x)	2,7	4,2	11,2	9,0	8,2
EV/EBITDA skor. (x)	2,0	3,4	6,3	9,0	8,2
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,9	1,2	1,1	1,1
FCF Yield (%)	37,7%	20,7%	5,5%	1,9%	-
DY (%)	12,3%	12,2%	4,4%	0,1%	2,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	19,3	7,1	-0,2	3,2	4,6
EPS skor. (PLN)	27,0	11,1	4,4	3,2	4,6
DPS (PLN)	9,9	9,9	3,6	0,1	1,6
BVPS (PLN)	47,9	46,7	47,7	50,9	54,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	91,5%	87,0%	81,0%	79,2%	80,8%
marża EBITDA skor. (%)	36,9%	26,2%	18,5%	12,6%	13,6%
marża EBIT (%)	26,2%	13,5%	-1,4%	6,8%	8,3%
marża netto skor. (%)	22,3%	9,7%	-0,3%	5,6%	6,9%
ROE (%)	67,2%	23,4%	9,3%	6,4%	8,8%
ROA (%)	33,5%	10,1%	-0,2%	4,2%	6,2%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,8%	7,4%	10,6%	11,7%	10,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3,1	2,4	2,0	2,0	1,9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-1,0	-2,8	-2,5	-0,7
Cykl konwersji gotówki (dni)	28	26	24	28	26
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	34	33	32	33	30
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	6	7	8	5	5

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**578**	**634**	**539**	**410**	**411**	**488**
Koszty wytworzenia	25	54	70	78	85	94
Zysk brutto ze sprzedaży	**553**	**580**	**468**	**332**	**326**	**394**
Koszty sprzedaży	344	347	305	243	250	299
Koszty ogólnego zarządu	37	63	66	64	48	55
Zysk ze sprzedaży	172	170	98	26	28	41
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1	-4	-25	0	0	0
EBITDA	**175**	**174**	**112**	**42**	**52**	**66**
EBITDA skor.	**195**	**234**	**141**	**76**	**52**	**66**
Amortyzacja	3	8	16	22	24	26
EBIT	**172**	**166**	**73**	**-6**	**28**	**41**
Wynik na działalności finansowej	1	4	23	13	0	0
Zysk brutto	**173**	**162**	**63**	**8**	**28**	**41**
Podatek dochodowy	-19	-21	-11	2	-5	-7
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**153**	**141**	**52**	**-1**	**23**	**34**
Zysk netto skor.	**169**	**198**	**81**	**32**	**23**	**34**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**16**	**299**	**314**	**336**	**360**	**384**
Aktywa obrotowe	**308**	**221**	**207**	**200**	**210**	**135**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	55	62	35	37	37	44
Gotówka	237	140	127	126	136	54
Aktywa	**324**	**520**	**521**	**536**	**570**	**519**
Kapitał własny	**238**	**351**	**342**	**349**	**373**	**395**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**7**	**65**	**68**	**78**	**88**	**14**
Zobowiązania oprocentowane	7	9	5	5	5	5
Zobowiązania krótkoterminowe	**78**	**104**	**110**	**109**	**109**	**110**
Zobowiązania oprocentowane	1	4	4	4	4	4
Zobowiązania handlowe	12	7	13	6	6	7
Pasywa	**324**	**520**	**521**	**536**	**570**	**519**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**194**	**200**	**138**	**70**	**57**	**54**
Zysk (strata) netto	153	141	52	-1	23	34
Amortyzacja	3	8	16	22	24	26
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-5**	**-222**	**-56**	**-44**	**-48**	**-124**
CAPEX	-5	-24	-40	-44	-48	-49
Przepływy z działalności finansowej	**-28**	**-75**	**-95**	**-26**	**1**	**-12**
Dywidenda	-27	-73	-72	-26	1	-12
Przepływy pieniężne netto	161	-97	-13	0	10	-82
Środki pieniężne na początek okresu	75	237	140	127	126	136
Środki pieniężne na koniec okresu	237	140	127	126	136	54

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Asseco Poland

Płaski wynik oczekiwany w całym roku mimo spadku po półroczu

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj, 84 PLN)

Cena docelowa: 86 PLN
Cena bieżąca: 81,5 PLN
Potencjał wzrostu: 6%

Raport za II kw.'23
24.08.2023

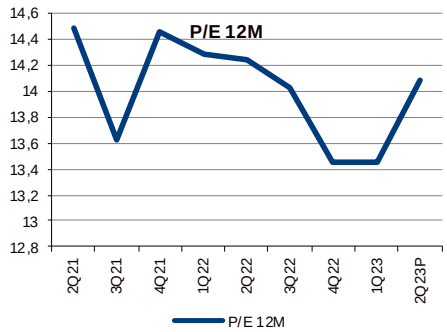
Prognoza wyników 2Q23.
Zakładamy co prawda 16% r/r spadku raportowanego wyniku, ale przypominamy o kilku one-offach w 2Q w zeszłym roku: 1) Pozytywny wpływ 19mln PLN z tytułu sprzedaży spółki w Izraelu, 2) Pozytywny wpływ 11mln PLN w ASE w związku z hiperinflacją, 3) Odpisy aktywów i aktualizacja wyceny niektórych aktywów w International (prawie 18mln PLN negatywnego wpływu na zysk netto).
Polska. Oczekujemy dobrych wyników w Polsce, w szczególności wyraźnej poprawy w spółce Asseco Poland SA, m.in. dzięki nadal dobrym wynikom w sektorze public, w tym w obszarze zdrowia. Nieco gorzej r/r może wyglądać wynik w pozostałych spółkach, które w zeszłym roku korzystały na dużych, niepowtarzalnych projektach.
Izrael. Zakładamy, że utrzyma się spowolnienie widoczne już na początku roku. Liczymy na jednocyfrowy wzrost przychodów, ale nieco niższy zysk niż w poprzednich kwartałach m.in. z uwagi na bardziej wymagające kursy walut.
International. Prognozujemy wysoki jednocyfrowy wzrost wyniku w ABS oraz, po korekcie o hiperinflację w zeszłym roku, lekki wzrost wyniku w ASE. Na pozostałych rynkach po oczyszczeniu o ubiegłoroczne one-offy zakładamy spadek wyniku m.in. z uwagi na nadal trudną sytuację w CEE (w tym public w Czechach, słaba Słowacja). Na przychody negatywnie r/r wpływa też sprzedaż spółek w Danii (ponad 50mln PLN przychodów w skali kwartału).

Perspektywa 2023 i wycena. Łączny wynik netto LTM, który szacujemy po półroczu wynosi tylko 467mln PLN, natomiast zakładamy, że w drugim półroczu spółka nadrobi słabość z końcówki '22, w szczególności w ostatnim kwartale i nadal sądzimy, że tegoroczny wynik netto powinien być zbliżony do 500mln PL. Nasza 12M docelowa wycena SOTP to obecnie 86 PLN na akcję Asseco (udziały w Formula 14 PLN, w ABS 8 PLN, w ASE 17 PLN, pozostałe Asseco International 13 PLN, Asseco Poland 25 PLN, a pozostałe spółki w Polsce 9 PLN), a więc nadal tylko niewielki upside do obecnej ceny rynkowej, co implikuje podtrzymanie rekomendacji TRZYMAJ.

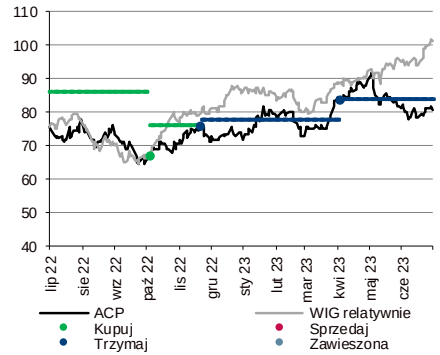
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ACP
Sektor			IT
Kurs (PLN)			81,5
52 tyg. min/max (PLN)			63,5 / 91,85
Liczba akcji (mln szt.)			83,0
Kapitalizacja (mln PLN)			6765
S&P Global ESG Scores			58
Śr. obroty 3M (mln PLN)			6,90
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,5%	-2,7%	6,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	84
Trzymaj	12.12.2022	78
Kupuj	24.10.2022	76
Kupuj	21.07.2022	86
Kupuj	22.04.2022	94
Kupuj	09.12.2021	100
Trzymaj	21.10.2021	98
Trzymaj	20.07.2021	83

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ACP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	3452	3502	4205	4076	4236	4497	4561	4335	4428	5%	2%
EBITDA	536	563	649	604	754	658	692	623	618	-18%	-1%
EBIT	349	373	411	390	540	422	463	398	391	-27%	-2%
Zysk netto	139	120	106	108	141	128	126	108	119	-16%	10%
P/E12M trailing	14,5	13,6	14,4	14,3	14,2	14,0	13,5	13,5	14,1		
EV/EBITDA 12M trailing	7,1	6,8	6,4	6,2	5,8	5,7	5,4	5,3	5,6		
zmiana przychodów r./r.	21%	19%	21%	22%	23%	28%	8%	6%	5%		
marża EBITDA	15,5%	16,1%	15,4%	14,8%	17,8%	14,6%	15,2%	14,4%	14,0%		
marża EBIT	10,1%	10,7%	9,8%	9,6%	12,7%	9,4%	10,2%	9,2%	8,8%		
marża netto	4,0%	3,4%	2,5%	2,6%	3,3%	2,8%	2,8%	2,5%	2,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	12 190	14 498	17 370	18 372	19 138	19 744
EBITDA	1 922	2 245	2 688	2 653	2 708	2 762
EBIT	1 215	1 456	1 815	1 715	1 805	1 888
Zysk netto	402	468	503	496	513	530
EPS (PLN)	4,84	5,6	6,1	6,0	6,2	6,4
DPS (PLN)	3,0	3,1	3,4	3,5	3,8	4,0
P/E (x)	16,8	14,4	13,5	13,6	13,2	12,8
EV/EBITDA (x)	3,7	6,4	5,4	5,2	4,9	4,5
P/BV (x)	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
DY (%)	3,7%	3,8%	4,1%	4,3%	4,7%	4,9%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena SOTP	86,0	100%	83,6	100%	3%
Wycena porównawcza	74,5	0%	76,6	0%	-3%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	18372	18549	-1%	19138	19322	-1%	19744	19934	-1%
EBITDA	2 653	2 672	-1%	2 708	2 733	-1%	2 762	2 787	-1%
EBIT	1 715	1 734	-1%	1 805	1 831	-1%	1 888	1 914	-1%
Zysk netto skor.	496	507	-2%	513	529	-3%	530	546	-3%
P/E (x)	13,6	13,3		13,2	12,8		12,8	12,4	
EV/EBITDA (x)	5,2	5,2		4,9	4,8		4,5	4,5	
P/BV (x)	1,0			1,0			0,9		
DY (%)	4,3%			4,7%			4,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	14,4	13,5	13,6	13,2	12,8
P/E skor. (x)	15,0	14,0	13,6	13,2	12,8
P/BV (x)	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA (x)	6,4	5,4	5,2	4,9	4,5
EV/EBITDA skor. (x)	6,4	5,4	5,2	4,9	4,5
EV/Sprzedaż (x)	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
FCFF Yield (%)	7,3%	7,8%	10,8%	11,9%	13,0%
DY (%)	3,8%	4,1%	4,3%	4,7%	4,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	5,6	6,1	6,0	6,2	6,4
EPS skor. (PLN)	5,4	5,8	6,0	6,2	6,4
DPS (PLN)	3,1	3,4	3,5	3,8	4,0
BVPS (PLN)	75,7	78,9	81,4	83,8	86,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	22,4%	21,8%	20,7%	20,9%	21,0%
marża EBITDA skor. (%)	15,5%	15,5%	14,4%	14,1%	14,0%
marża EBIT (%)	10,0%	10,5%	9,3%	9,4%	9,6%
marża netto skor. (%)	3,2%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%
ROE (%)	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
ROA (%)	2,7%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,1%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,1	0,0	0,6	0,6
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	0,4	0,1	-0,1	4,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	40	44	47	48	48
Cykl rotacji zapasów (dni)	5	6	7	7	7
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	93	94	96	97	98
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	58	55	56	56	56

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**12 190**	**14 498**	**17 370**	**18 372**	**19 138**	**19 744**
Koszt własny sprzedaży	-9 526	-11 254	-13 586	-14 563	-15 143	-15 591
Zysk brutto ze sprzedaży	**2 664**	**3 244**	**3 784**	**3 809**	**3 995**	**4 154**
Koszty sprzedaży	-610	-799	-1 004	-1 062	-1 106	-1 142
Koszty ogólnego zarządu	-822	-977	-1 166	-1 233	-1 285	-1 326
Zysk ze sprzedaży	1 233	1 469	1 614	1 513	1 603	1 687
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-17	-12	202	202	202	202
EBITDA	**1 922**	**2 245**	**2 688**	**2 653**	**2 708**	**2 762**
EBITDA skor.	**1 922**	**2 245**	**2 688**	**2 653**	**2 708**	**2 762**
Amortyzacja	707	789	873	938	903	873
EBIT	**1 215**	**1 456**	**1 815**	**1 715**	**1 805**	**1 888**
Wynik na działalności finansowej	-174	-121	-143	-76	-88	-83
Zysk brutto	**1 042**	**1 336**	**1 672**	**1 639**	**1 717**	**1 805**
Podatek dochodowy	-216	-292	-385	-341	-352	-371
Zysk mniejszości	466	577	856	802	852	903
Zysk netto	**402**	**468**	**503**	**496**	**513**	**530**
Zysk netto skor.	**402**	**450**	**484**	**496**	**513**	**530**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**9 750**	**10 426**	**10 760**	**10 517**	**10 313**	**10 144**
Aktywa obrotowe	**6 954**	**8 145**	**9 371**	**10 327**	**11 269**	**12 171**
Zapasy	187	203	326	345	359	371
Należności handlowe	3 196	4 213	4 718	4 990	5 198	5 363
Gotówka	2 896	3 065	3 636	4 282	4 988	5 703
Aktywa	**16 705**	**18 571**	**20 131**	**20 843**	**21 582**	**22 315**
Kapitał własny	**6 044**	**6 283**	**6 550**	**6 755**	**6 953**	**7 151**
Kapitały mniejszości	**2 913**	**3 364**	**3 664**	**4 036**	**4 431**	**4 850**
Zobowiązania długoterminowe	**3 128**	**3 403**	**3 622**	**3 569**	**3 572**	**3 574**
Zobowiązania oprocentowane	2 281	2 488	2 779	2 779	2 779	2 779
Zobowiązania krótkoterminowe	**4 620**	**5 521**	**6 296**	**6 483**	**6 627**	**6 740**
Zobowiązania oprocentowane	1 216	1 538	1 925	1 925	1 925	1 925
Zobowiązania handlowe	2 092	2 508	2 726	2 884	3 004	3 099
Pasywa	**16 705**	**18 571**	**20 131**	**20 843**	**21 582**	**22 315**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**1 961**	**1 593**	**1 849**	**2 193**	**2 265**	**2 319**
Zysk (strata) netto	402	468	503	496	513	530
Amortyzacja	707	789	892	938	903	873
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-738**	**-600**	**-491**	**-403**	**-408**	**-413**
CAPEX	-314	-299	-423	-403	-408	-413
Przepływy z działalności finansowej	**-520**	**-983**	**-810**	**-1 144**	**-1 151**	**-1 190**
Dywidenda	-250	-258	-279	-291	-315	-332
Przepływy pieniężne netto	743	169	571	646	706	715
Środki pieniężne na początek okresu	2 154	2 896	3 065	3 636	4 282	4 988
Środki pieniężne na koniec okresu	2 896	3 065	3 636	4 282	4 988	5 703

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Asseco Business Solutions

Podwyżki pomagają poprawić wynik i utrzymać marżę mimo presji kosztowej

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj, 40 PLN)

Cena docelowa: 42 PLN
Cena bieżąca: 40,6 PLN
Potencjał wzrostu: 3%

Raport za II kw.'23
03.08.2023

Wycena i rekomendacja. Podnosimy naszą wycenę z 40 PLN do 42 PLN i podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ. Nie zmieniamy znacząco naszych prognoz na ten rok i kolejne lata, a na wyższą wycenę wpłynęło przede wszystkim obniżenie stopy dyskontowej.

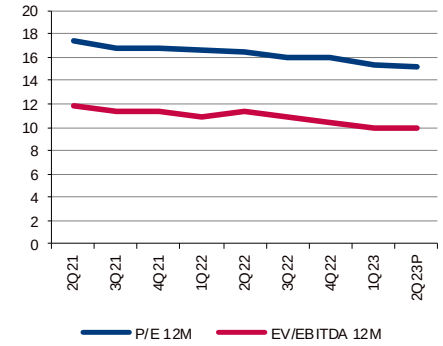
Prognoza kwartalna. Na poziomie przychodów nadal spodziewamy się pozytywnego wpływu podwyżek, które weszły w życie przeważnie od stycznia, ale nieco mniejszej dynamiki niż w 1Q23, kiedy wyjątkowo wysokie były przychody od sektora publicznego (prawie 7mln PLN wobec 4-5mln PLN w poprzednich kwartałach). Jeśli chodzi o koszty to nadal widoczny powinien być wzrost kosztów osobowych. Przypominamy, że w 1Q23 średnia płaca wzrosła o 9% r/r, a średnie zatrudnienie o 6% r/r. Większy od przychodów wzrost będzie też widoczny w przypadku kosztów energii. Oczekujemy dobrej dynamiki przychodów przekraczającej 10% r/r zarówno w Polsce jak i zagranicą (w 1Q przychody zagraniczne wzrosły o 14% r/r do 12mln PLN).

Perspektywa na 2023. Backlog raportowany przez spółkę w maju był o 12% wyższy r/r, poniżej 16% dynamiki pokazanej w lutym. W ciągu ostatniego okresu między publikacją wyników rocznych i wyników za 1Q nominalny przyrost backlogu wyniósł 38mln PLN, mniej niż 42mln PLN w 2022 i 2021 roku w tym samym okresie. Sądzimy, że w skali roku ABS poprawi sprzedaż odrobinę mocniej niż ostatnio raportowany backlog i zakładamy wzrost o 13%.

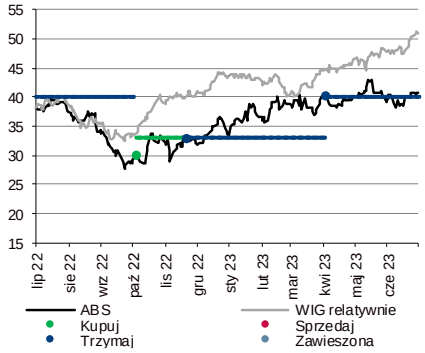
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ABS
Sektor			IT
Kurs (PLN)			40,6
52 tyg. min/max (PLN)			27,8 / 43,4
Liczba akcji (mln szt.)			33,4
Kapitalizacja (mln PLN)			1357
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,05
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0,7%	1,5%	6,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	40
Trzymaj	12.12.2022	33
Kupuj	24.10.2022	33
Trzymaj	21.07.2022	40
Trzymaj	22.04.2022	44
Trzymaj	09.12.2021	41
Trzymaj	21.10.2021	40
Trzymaj	20.07.2021	39

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ABS NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	70	75	90	77	78	83	101	89	87	11%	-3%
EBITDA	27	30	38	28	28	33	41	32	31	10%	-5%
EBIT	20	23	31	21	21	25	34	24	22	7%	-7%
Zysk netto	17	19	29	18	17	21	29	20	19	8%	-9%
P/E12M trailing	17,4	16,7	16,8	16,6	16,5	16,0	15,9	15,4	15,2		
EV/EBITDA 12M trailing	11,9	11,3	11,3	11,0	11,3	10,9	10,4	10,0	9,9		
zmiana przychodów r./r.	9%	17%	3%	6%	11%	11%	12%	16%	11%		
marża EBITDA	38,2%	40,4%	42,5%	36,8%	35,8%	39,9%	41,1%	36,1%	35,3%		
marża EBIT	28,3%	30,9%	34,8%	27,3%	26,3%	30,8%	33,6%	26,5%	25,4%		
marża netto	23,6%	25,1%	32,2%	22,8%	22,0%	25,8%	29,0%	22,8%	21,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	282	307	339	383	413	443
EBITDA	118	122	131	146	158	169
EBIT	93	95	101	112	119	127
Zysk netto	76	81	85	94	101	108
EPS (PLN)	2,29	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2
DPS (PLN)	1,8	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7
P/E (x)	17,8	16,8	15,9	14,4	13,5	12,6
EV/EBITDA (x)	11,6	11,3	10,4	9,3	8,5	7,9
P/BV (x)	-	3,9	3,8	3,6	3,4	3,3
DY (%)	4,4%	4,9%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	42,0	100%	40,0	100%	5%
Wycena porównawcza	42,6	0%	39,0	0%	9%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	383	380	1%	413	410	1%	443	440	1%
EBITDA	146	144	1%	158	156	1%	169	167	1%
EBIT	112	113	-1%	119	120	-1%	127	127	0%
Zysk netto	94	95	0%	101	101	-1%	108	108	0%
P/E (x)	14,4	14,3		13,5	13,4		12,6	12,6	
EV/EBITDA (x)	9,3	9,4		8,5	8,7		7,9	8,0	
P/BV (x)	3,6			3,4			3,3		
DY (%)	5,7%			6,2%			6,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	16,8	15,9	14,4	13,5	12,6
P/E skor. (x)	16,8	15,9	14,4	13,5	12,6
P/BV (x)	3,9	3,8	3,6	3,4	3,3
EV/EBITDA (x)	11,3	10,4	9,3	8,5	7,9
EV/EBITDA skor. (x)	11,3	10,4	9,3	8,5	7,9
EV/Sprzedaż (x)	4,5	4,0	3,5	3,3	3,0
FCFF Yield (%)	4,6%	5,7%	5,9%	6,7%	7,4%
DY (%)	4,9%	5,2%	5,7%	6,2%	6,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2
EPS skor. (PLN)	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2
DPS (PLN)	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7
BVPS (PLN)	10,4	10,8	11,3	11,9	12,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	43,1%	41,3%	40,6%	40,1%	39,7%
marża EBITDA skor. (%)	39,7%	38,6%	38,2%	38,2%	38,1%
marża EBIT (%)	30,8%	29,8%	29,1%	28,9%	28,7%
marża netto skor. (%)	26,2%	25,2%	24,6%	24,3%	24,3%
ROE (%)	23,8%	24,1%	25,5%	26,0%	26,6%
ROA (%)	18,0%	18,3%	19,3%	19,6%	20,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	7,4%	10,4%	9,1%	8,6%	8,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	1,2	1,0	0,9	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	34	28	28	29	29
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	50	52	52	54	54
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	16	24	25	25	25

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**282**	**307**	**339**	**383**	**413**	**443**
Koszt własny sprzedaży	-157	-175	-199	-228	-248	-268
Zysk brutto ze sprzedaży	**125**	**133**	**140**	**156**	**166**	**176**
Koszty sprzedaży	-13	-18	-18	-20	-21	-23
Koszty ogólnego zarządu	-20	-20	-22	-24	-25	-25
Zysk ze sprzedaży	92	94	100	111	119	127
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	1	1	0	0	0
EBITDA	**118**	**122**	**131**	**146**	**158**	**169**
EBITDA skor.	**118**	**122**	**131**	**146**	**158**	**169**
Amortyzacja	-25	-27	-30	-35	-39	-42
EBIT	**93**	**95**	**101**	**112**	**119**	**127**
Wynik na działalności finansowej	-3	0	-1	-1	-1	-1
Zysk brutto	**90**	**94**	**99**	**111**	**118**	**127**
Podatek dochodowy	-13	-13	-14	-17	-18	-19
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**76**	**81**	**85**	**94**	**101**	**108**
Zysk netto skor.	**76**	**81**	**85**	**94**	**101**	**108**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**349**	**366**	**374**	**385**	**392**	**398**
Aktywa obrotowe	**92**	**90**	**103**	**117**	**132**	**148**
Zapasy	0	0	0	0	1	1
Należności handlowe	40	45	51	58	63	67
Gotówka	7	43	48	56	66	77
Aktywa	**440**	**456**	**477**	**502**	**524**	**546**
Kapitał własny	**332**	**346**	**362**	**379**	**396**	**414**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**47**	**56**	**45**	**50**	**53**	**55**
Zobowiązania oprocentowane	44	54	43	48	51	53
Zobowiązania krótkoterminowe	**62**	**53**	**70**	**73**	**75**	**78**
Zobowiązania oprocentowane	8	11	8	8	8	8
Zobowiązania handlowe	6	21	24	27	30	32
Pasywa	**440**	**456**	**477**	**502**	**524**	**546**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**113**	**96**	**128**	**125**	**137**	**147**
Zysk (strata) netto	76	81	85	94	101	108
Amortyzacja	25	27	30	35	39	42
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-48**	**17**	**-35**	**-35**	**-36**	**-36**
CAPEX	-22	-23	-35	-35	-36	-36
Przepływy z działalności finansowej	**-74**	**-78**	**-87**	**-83**	**-91**	**-99**
Dywidenda	-60	-67	-71	-77	-84	-90
Przepływy pieniężne netto	-9	36	5	7	10	12
Środki pieniężne na początek okresu	16	7	43	48	56	66
Środki pieniężne na koniec okresu	7	43	48	56	66	77

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Asseco SEE

Jednocyfrowy wzrost, bez istotnego wpływu przejęć na wynik

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj, 52 PLN)

Cena docelowa: 52 PLN
Cena bieżąca: 51,8 PLN
Potencjał wzrostu: 0%

Raport za II kw.'23
02.08.2023

Prognoza 2Q'23

Wynik operacyjny. Prognozujemy, że dynamika wzrostu zysku operacyjnego podobnie jak w poprzednim kwartale utrzyma się na jednocyfrowym poziomie (+8% r/r) i nie liczymy na istotne przyspieszenie w drugim półroczu, co na tle dynamik w ostatnich kwartałach byłoby zauważalnym spowolnieniem. Przypominamy jednak, że zmalał dodatni wpływ M&A na wyniki, a ostatnie miesiące nie przynoszą kolejnych transakcji (trudniej o okazyjne przejęcia).

Koszty osobowe. Zwracamy uwagę na silniejszy niż w poprzednim roku wzrost kosztów osobowych. Na koniec marca grupa ASE zatrudniała o 13% więcej osób r/r, ale wydatki na świadczenia pracownicze w 1Q'23 były wyższe aż o 29% r/r do 137mln PLN.

Segmenty. Zakładamy nadal silne wzrosty w bankowości, natomiast w płatnościach tylko o kilka procent lepszy wynik (po spadkowym 1Q łącznie w półroczu liczymy w płatnościach na zbliżony wynik operacyjny względem poprzedniego roku). Płaskich wyników r/r oczekujemy w rozwiązaniach dedykowanych, gdzie w pierwszym kwartale spółka zaksięgowała koszty odpraw po restrukturyzacji związanej z odejściem jednego z klientów w Hiszpanii.

Przychody. Nasze prognozy nie odbiegają znacząco od tempa wzrostu backlogu prezentowanego na ostatniej konferencji, w tym najsilniejsze wzrosty w bankowości, gdzie po mocnym pierwszym kwartale spółka powinna kontynuować rozpoczęte projekty.

FX. Kurs EUR/PLN wpłynie na pogorszenie wyników denominowanych w PLN względem EUR o około 1% r/r. Jeśli chodzi o różnice kursowe i wpływ hiperinflacji zakładamy lekki pozytywny wpływ poniżej EBIT. Duży wpływ hiperinflacji w 1Q'23 wynikał z wyższej dynamiki zmiany cen w Turcji, natomiast w ostatnim kwartale inflacja spowolniła q/q mimo znacznego osłabienia liry, co wpłynie na mniejszą pozytywną korektę wartości goodwill z tytułu inflacji.

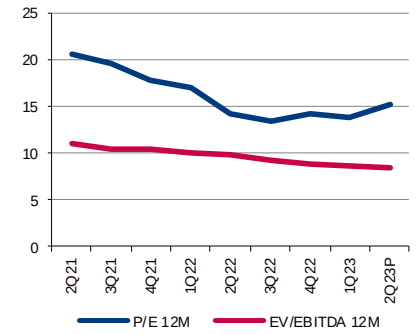
Perspektywa na 2023 i wycena

W roku 2023 zakładamy, że wynik operacyjny wzrośnie o 9% r/r do 234mln PLN - po słabszym 1Q23 i wysokim wzroście kosztów osobowych skorygowaliśmy w dół o 3% nasze poprzednie szacunki zysku operacyjnego dla lat 2023-25. W najbliższym okresie oczekujemy zachowania ASE zbliżonego do rynku (15x trailing P/E przy jednocyfrowej dynamice wzrostu wyniku wygląda fair). Pozostawiamy naszą wycenę na poziomie 52 PLN na akcję i rekomendację TRZYMAJ.

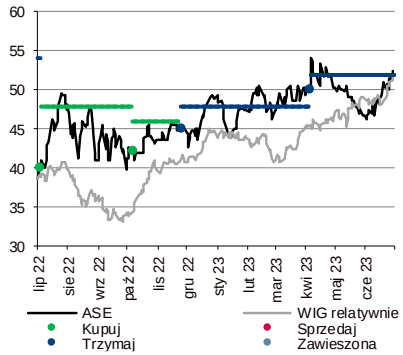
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ASE
Sektor			IT
Kurs (PLN)			51,8
52 tyg. min/max (PLN)			38,4 / 54
Liczba akcji (mln szt.)			51,9
Kapitalizacja (mln PLN)			2688
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,25
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	12,2%	6,3%	35,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	52
Trzymaj	12.12.2022	48
Kupuj	24.10.2022	46
Kupuj	21.07.2022	48
Trzymaj	22.04.2022	54
Trzymaj	09.12.2021	53
Kupuj	21.10.2021	53
Kupuj	20.07.2021	48

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ASE NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	273	264	357	311	350	420	485	380	394	13%	4%
EBITDA	61	67	73	68	75	80	87	73	79	5%	9%
EBIT	42	47	54	47	53	55	62	50	57	8%	13%
Zysk netto	33	38	48	39	65	48	36	46	47	-28%	3%
P/E12M trailing	20,5	19,6	17,9	17,0	14,2	13,4	14,3	13,8	15,3		
EV/EBITDA 12M trailing	10,9	10,4	10,4	10,0	9,9	9,2	8,7	8,5	8,4		
zmiana przychodów r./r.	17%	16%	7%	23%	28%	59%	36%	22%	13%		
marża EBITDA	22,4%	25,2%	20,6%	21,7%	21,5%	19,0%	17,9%	19,1%	20,1%		
marża EBIT	15,3%	17,8%	15,0%	15,0%	15,0%	13,2%	12,7%	13,2%	14,4%		
marża netto	12,1%	14,3%	13,4%	12,6%	18,6%	11,5%	7,4%	12,0%	11,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 026	1 147	1 565	1 701	1 826	1 933
EBITDA	223	259	309	324	341	357
EBIT	146	181	216	234	250	263
Zysk netto	117	150	188	192	195	207
EPS (PLN)	2,25	2,9	3,6	3,7	3,7	4,0
DPS (PLN)	0,7	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0
P/E (x)	23,1	17,9	14,3	14,0	13,8	13,0
EV/EBITDA (x)	11,7	10,4	8,8	8,0	7,4	6,8
P/BV (x)	3,0	2,8	2,4	2,2	2,0	1,9
DY (%)	1,4%	1,9%	2,5%	2,8%	3,5%	3,9%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	52,3	100%	51,6	100%	1%
Wycena porównawcza	56,7	0%	56,9	0%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1701	1713	-1%	1826	1841	-1%	1933	1949	-1%
EBITDA	324	338	-4%	341	353	-3%	357	367	-3%
EBIT	234	242	-3%	250	258	-3%	263	272	-3%
Zysk netto	192	190	1%	195	203	-4%	207	214	-3%
P/E (x)	14,0	14,2		13,8	13,3		13,0	12,6	
EV/EBITDA (x)	8,0	7,7		7,4	7,1		6,8	6,6	
P/BV (x)	2,2			2,0			1,9		
DY (%)	2,8%			3,5%			3,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	17,9	14,3	14,0	13,8	13,0
P/E skor. (x)	17,9	16,4	14,9	13,8	13,0
P/BV (x)	2,8	2,4	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA (x)	10,4	8,8	8,0	7,4	6,8
EV/EBITDA skor. (x)	10,4	8,8	8,0	7,4	6,8
EV/Sprzedaż (x)	2,4	1,7	1,5	1,4	1,3
FCFF Yield (%)	6,5%	5,9%	6,9%	7,2%	8,0%
DY (%)	1,9%	2,5%	2,8%	3,5%	3,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,9	3,6	3,7	3,7	4,0
EPS skor. (PLN)	2,9	3,2	3,5	3,7	4,0
DPS (PLN)	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0
BVPS (PLN)	18,6	21,4	23,6	25,6	27,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	27,6%	25,1%	25,1%	25,0%	24,9%
marża EBITDA skor. (%)	22,5%	19,7%	19,1%	18,7%	18,5%
marża EBIT (%)	15,8%	13,8%	13,8%	13,7%	13,6%
marża netto skor. (%)	13,1%	12,0%	11,3%	10,7%	10,7%
ROE (%)	16,0%	15,7%	15,4%	15,2%	15,0%
ROA (%)	10,4%	11,1%	10,0%	9,5%	9,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,5%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,1	-0,3	-0,5	-0,7
Cykl konwersji gotówki (dni)	40	40	45	45	46
Cykl rotacji zapasów (dni)	10	11	13	13	13
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	89	82	93	94	95
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	59	53	61	61	62

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 026**	**1 147**	**1 565**	**1 701**	**1 826**	**1 933**
Koszt własny sprzedaży	764	830	1 172	1 274	1 369	1 451
Zysk brutto ze sprzedaży	**263**	**317**	**393**	**427**	**457**	**482**
Koszty sprzedaży	56	69	93	101	109	115
Koszty ogólnego zarządu	61	68	85	92	99	105
Zysk ze sprzedaży	145	180	215	234	249	262
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	1	1	1	1	1
EBITDA	**223**	**259**	**309**	**324**	**341**	**357**
EBITDA skor.	**223**	**259**	**309**	**324**	**341**	**357**
Amortyzacja	77	77	93	90	91	94
EBIT	**146**	**181**	**216**	**234**	**250**	**263**
Wynik na działalności finansowej	-4	12	22	6	-8	-5
Zysk brutto	**142**	**194**	**238**	**241**	**242**	**258**
Podatek dochodowy	-23	-38	-42	-43	-42	-46
Zysk mniejszości	2	5	8	6	5	5
Zysk netto	**117**	**150**	**188**	**192**	**195**	**207**
Zysk netto skor.	**117**	**150**	**164**	**180**	**195**	**207**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**821**	**939**	**1 056**	**1 054**	**1 054**	**1 056**
Aktywa obrotowe	**560**	**579**	**813**	**938**	**1 043**	**1 146**
Zapasy	28	37	57	62	67	70
Należności handlowe	268	289	417	453	487	515
Gotówka	249	231	298	382	448	518
Aktywa	**1 381**	**1 518**	**1 869**	**1 992**	**2 098**	**2 202**
Kapitał własny	**911**	**968**	**1 111**	**1 227**	**1 328**	**1 431**
Kapitały mniejszości	**2**	**4**	**9**	**9**	**9**	**9**
Zobowiązania długoterminowe	**113**	**142**	**185**	**165**	**145**	**125**
Zobowiązania oprocentowane	95	128	166	146	126	106
Zobowiązania krótkoterminowe	**355**	**404**	**565**	**591**	**616**	**638**
Zobowiązania oprocentowane	70	111	148	148	148	148
Zobowiązania handlowe	186	183	272	296	318	336
Pasywa	**1 381**	**1 518**	**1 869**	**1 992**	**2 098**	**2 202**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**205**	**235**	**241**	**267**	**272**	**289**
Zysk (strata) netto	117	150	188	192	195	207
Amortyzacja	77	77	93	90	91	94
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-52**	**-175**	**-96**	**-64**	**-67**	**-70**
CAPEX	-36	-40	-59	-64	-67	-70
Przepływy z działalności finansowej	**-99**	**-83**	**-75**	**-119**	**-138**	**-149**
Dywidenda	-38	-52	-66	-76	-93	-104
Przepływy pieniężne netto	53	-22	69	84	67	70
Środki pieniężne na początek okresu	200	249	205	298	382	449
Środki pieniężne na koniec okresu	249	231	298	382	449	518

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Comarch

Okres obniżonej rentowności, poprawa oczekiwana w przyszłym roku

Prognoza 2Q23. Dynamika backlogu w maju spowolniła do +7% wobec +9% komunikowanych w marcu. Mimo to, po słabym 1Q (sprzedaż +3% r/r) zakładamy w 2Q nieco szybszy wzrost przychodów o 7%. Zgodnie z przekazem z konferencji nieco lepszy r/r może być segment TMT (wobec spadku na początku roku), a biznes ERP pozostanie mocny, szczególnie w Polsce. Mniejszy niż w pierwszym kwartale miał też być przyrost kosztów energii. Wyniki 2Q23 będą pod dużym wpływem różnic kursowych, biorąc pod uwagę najmocniejsze od wielu kwartałów umocnienie PLN (efekt na EBIT i koszty finansowe kierunkowo zbliżony do 4Q22). W konsekwencji mimo oczekiwanego spadku zysku operacyjnego o ponad 50% r/r zakładamy zrównoważenie efektu walutowego na kosztach finansowych i zysk netto zbliżony do poprzedniego kwartału. Zgodnie z naturalną rotacją oczekiwany jest lekki spadek zatrudnienia w 2Q, a biorąc pod uwagę niższą marżę niż poprzednich latach mniej wyraźny może być wzrost zatrudnienia po programie stażowym w 3Q. Efekty tego ostrożniejszego podejścia będą jednak widoczne dopiero pod drugim półroczu i w 2024 roku.

Uruchomienie platformy wszytko.pl. W czerwcu portal został uruchomiony, jednak startowi projektu nie towarzyszyły znaczące nakłady marketingowe. Wcześniej spółka informowała o kosztach rzędu niskich kilku mln PLN, natomiast wcześniej na bieżąco księgowane były koszty zespołu pracującego nad platformą. Nie zakładamy istotnego wpływu na wyniki w drugim kwartale. W średnim okresie sądzimy, że projekt będzie nieznacznie negatywnie wpływał na wyniki grupy (ale nie modelujemy więcej niż niskie kilka mln PLN kwartalnie).

Rekomendacja i zmiana prognoz. Korygujemy cenę docelową o 4% do 175 PLN po odcięciu dywidendy i uwzględniając o 4% niższe prognozy zysku netto w latach 2024-25. Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ. Na rok 2024 przyjmujemy bardziej optymistyczne założenie odnośnie marży, kiedy nie powinny tak ciążyć spółce zarówno koszty energii jak i przyrost kosztów osobowych. Otwarta pozostaje kwestia nabycia udziałów w Cracovii od miasta (prawdopodobnie za dwadzieścia kilka mln PLN), co wpłynęłoby w krótkim okresie negatywnie na zysk netto, ale w średniej perspektywie ułatwi ewentualne działania restrukturyzacyjne i uwolnienie wartości z aktywów posiadanych przez spółkę.

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	337	386	520	416	426	471	545	428	457	7%	7%
EBITDA	43	78	91	66	52	84	40	42	38	-27%	-10%
EBIT	19	59	63	43	28	60	16	19	13	-53%	-31%
Zysk netto	29	30	38	32	12	28	35	23	24	95%	5%
P/E12M trailing	8,5	8,6	9,7	9,2	10,6	10,8	11,1	12,1	10,8		
EV/EBITDA 12M trailing	3,5	3,3	3,3	3,1	3,3	3,4	4,0	3,9	4,5		
zmiana przychodów r./r.	2%	9%	10%	8%	26%	22%	5%	3%	7%		
marża EBITDA	12,8%	20,2%	17,4%	15,8%	12,2%	17,8%	7,3%	9,9%	8,3%		
marża EBIT	5,5%	15,3%	12,2%	10,3%	6,6%	12,8%	3,0%	4,5%	2,9%		
marża netto	8,4%	7,9%	7,3%	7,8%	2,9%	5,9%	6,5%	5,4%	5,3%		

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj, 182 PLN)

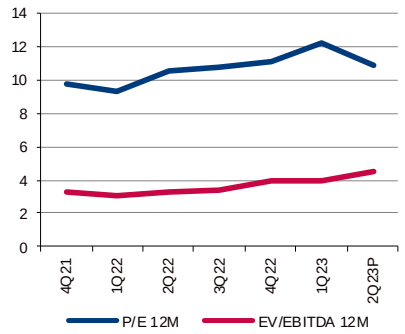
Cena docelowa: 175 PLN
Cena bieżąca: 147 PLN
Potencjał wzrostu: 19%

Raport za II kw.'23
31.08.2023

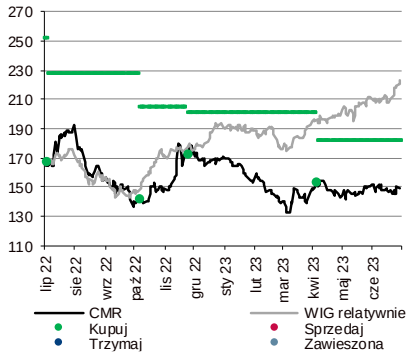
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CMR
Sektor			IT
Kurs (PLN)			147,0
52 tyg. min/max (PLN)			130 / 192,2
Liczba akcji (mln szt.)			8,1
Kapitalizacja (mln PLN)			1196
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,43
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-2,0%	0,4%	-10,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	182
Kupuj	12.12.2022	202
Kupuj	24.10.2022	205
Kupuj	21.07.2022	228
Kupuj	22.04.2022	252
Kupuj	09.12.2021	282
Kupuj	21.10.2021	288
Kupuj	20.07.2021	278

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CMR NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 537	1 627	1 859	1 985	2 087	2 169
EBITDA	277	279	241	212	256	267
EBIT	192	187	148	109	150	160
Zysk netto	121	123	108	98	109	115
EPS (PLN)	14,83	15,1	13,3	12,0	13,5	14,2
DPS (PLN)	1,5	3,0	4,0	4,0	6,0	8,0
P/E (x)	9,9	9,7	11,1	12,2	10,9	10,4
EV/EBITDA (x)	3,6	3,3	4,0	4,4	3,4	3,1
P/BV (x)	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
DY (%)	1,0%	2,0%	2,7%	2,7%	4,1%	5,4%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	175,0	100%	182,3	100%	-4%
Wycena porównawcza	201,0	0%	220,0	0%	9%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1985	1999	-1%	2087	2102	-1%	2169	2185	-1%
EBITDA	212	241	-12%	256	265	-3%	267	276	-3%
EBIT	109	134	-18%	150	156	-4%	160	166	-4%
Zysk netto	98	98	0%	109	114	-4%	115	119	-4%
P/E (x)	12,2	12,2		10,9	10,5		10,4	10,0	
EV/EBITDA (x)	4,4	3,8		3,4	3,3		3,1	3,0	
P/BV (x)	0,9			0,9			0,8		
DY (%)	2,7%			4,1%			5,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	9,7	11,1	12,2	10,9	10,4
P/E skor. (x)	9,7	11,1	12,2	10,9	10,4
P/BV (x)	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA (x)	3,3	4,0	4,4	3,4	3,1
EV/EBITDA skor. (x)	3,3	4,0	4,4	3,4	3,1
EV/Sprzedaż (x)	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
FCFF Yield (%)	11,3%	-1,6%	7,7%	10,9%	12,0%
DY (%)	2,0%	2,7%	2,7%	4,1%	5,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	15,1	13,3	12,0	13,5	14,2
EPS skor. (PLN)	15,1	13,3	12,0	13,5	14,2
DPS (PLN)	3,0	4,0	4,0	6,0	8,0
BVPS (PLN)	145,8	157,2	165,3	172,7	178,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	29,4%	26,3%	23,9%	25,7%	25,9%
marża EBITDA skor. (%)	17,2%	13,0%	10,7%	12,3%	12,3%
marża EBIT (%)	11,5%	7,9%	5,5%	7,2%	7,4%
marża netto skor. (%)	7,6%	5,8%	4,9%	5,2%	5,3%
ROE (%)	10,9%	8,8%	7,5%	8,0%	8,1%
ROA (%)	6,0%	4,9%	4,2%	4,5%	4,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,3%	8,2%	4,8%	4,3%	4,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	1,6	0,9	0,8	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	-0,2	-0,2	0,5	0,6
Dług netto/EBITDA (x)	-1,0	-1,0	-1,3	-1,2	-1,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	71	68	70	71	71
Cykl rotacji zapasów (dni)	26	23	16	16	17
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	129	125	134	135	136
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	84	79	80	81	81

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 537**	**1 627**	**1 859**	**1 985**	**2 087**	**2 169**
Koszt własny sprzedaży	-1 086	-1 148	-1 370	-1 511	-1 551	-1 608
Zysk brutto ze sprzedaży	**451**	**479**	**489**	**474**	**536**	**561**
Koszty sprzedaży	-144	-153	-193	-212	-223	-232
Koszty ogólnego zarządu	-121	-130	-143	-155	-163	-169
Zysk ze sprzedaży	715	761	825	842	922	962
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	6	-9	-5	2	0	0
EBITDA	**277**	**279**	**241**	**212**	**256**	**267**
EBITDA skor.	**277**	**279**	**241**	**212**	**256**	**267**
Amortyzacja	85	92	94	103	107	108
EBIT	**192**	**187**	**148**	**109**	**150**	**160**
Wynik na działalności finansowej	-27	-13	6	26	3	1
Zysk brutto	**164**	**174**	**153**	**135**	**153**	**161**
Podatek dochodowy	-44	-58	-55	-40	-44	-47
Zysk mniejszości	0	-7	-9	-3	-1	-1
Zysk netto	**121**	**123**	**108**	**98**	**109**	**115**
Zysk netto skor.	**121**	**123**	**108**	**98**	**109**	**115**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**857**	**887**	**973**	**991**	**1 000**	**1 011**
Aktywa obrotowe	**1 147**	**1 223**	**1 297**	**1 387**	**1 473**	**1 540**
Zapasy	88	144	86	92	96	100
Należności handlowe	587	565	704	751	790	821
Gotówka	448	438	498	533	575	607
Aktywa	**2 004**	**2 110**	**2 271**	**2 378**	**2 473**	**2 551**
Kapitał własny	**1 080**	**1 186**	**1 279**	**1 344**	**1 405**	**1 455**
Kapitały mniejszości	**19**	**11**	**2**	**-1**	**-2**	**-3**
Zobowiązania długoterminowe	**252**	**244**	**255**	**255**	**254**	**253**
Zobowiązania oprocentowane	192	181	198	194	190	186
Zobowiązania krótkoterminowe	**653**	**669**	**735**	**780**	**817**	**847**
Zobowiązania oprocentowane	65	61	66	66	66	66
Zobowiązania handlowe	364	388	421	450	473	491
Pasywa	**2 004**	**2 110**	**2 271**	**2 378**	**2 473**	**2 551**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**308**	**197**	**161**	**191**	**211**	**219**
Zysk (strata) netto	120	116	100	98	109	115
Amortyzacja	86	92	94	103	107	108
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-111**	**-151**	**-73**	**-95**	**-90**	**-92**
CAPEX	-96	-69	-152	-95	-90	-92
Przepływy z działalności finansowej	**-75**	**-63**	**-36**	**-61**	**-79**	**-95**
Dywidenda	-12	-24	-33	-33	-49	-65
Przepływy pieniężne netto	122	-16	52	35	42	32
Środki pieniężne na początek okresu	323	448	438	498	533	575
Środki pieniężne na koniec okresu	448	438	498	533	575	607

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Comp

Mocne pierwsze półrocze, nadal dobre perspektywy w IT

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 65 PLN)

Cena docelowa: 74 PLN
Cena bieżąca: 57,8 PLN
Potencjał wzrostu: 28%

Raport za II kw.'23
31.08.2023

Wycena i rekomendacja. Podnosimy cenę docelową z 65 PLN do 74 PLN głównie w wyniku bardziej optymistycznych prognoz w biznesie IT. Nasze szacunki EBITDA dla lat 2023/24/25 podnosimy o odpowiednio 4%/2%/3%, a EBIT o 8%/5%/6%. Nadal oczekujemy w tym roku wysokiego cash flow yield na poziomie powyżej 20%. Spodziewamy się mocnego drugiego kwartału i sądzimy, że spółka nie będzie miała problemu z osiągnięciem w tym roku poziomu EBITDA sygnalizowanego w strategii.

Dobre perspektywy dla biznesu IT. Na konferencji zarząd sygnalizował, że kolejne kwartały powinny być lepsze r/r w biznesie IT, w szczególności 2Q i sezonowo mocny ostatni kwartał roku (w tym prawdopodobnie duży kontrakt na Poznańskie Centrum Superkomputerowo-Sieciowe). Prognozujemy, że w 2Q wynik w IT będzie prawie tak mocny jak w pierwszym kwartale, co przełożyłoby się na 84% wzrostu EBITDA do 17mln PLN.

Segment retail. W 2Q23 prognozujemy nieco słabszy wynik q/q, ale płaski r/r wynik EBITDA w wysokości 11mln PLN. Drugi kwartał był prawdopodobnie najsłabszym w tym roku na rynku jeśli chodzi o sprzedaż kas fiskalnych, a marża nadal będzie pod presją z uwagi na zakupy komponentów do urządzeń w momencie kiedy PLN był słaby względem zagranicznych walut. Słabszy wynik głównego biznesu nadrobi M/platform gdzie liczymy na przynajmniej tak dobry wynik EBITDA jak w 1Q23 (1,2 mln PLN wobec -1,6mln PLN w 2Q22).

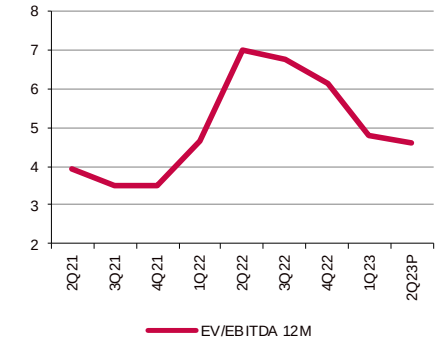
Dywidenda i buyback. Spółka zdecydowała się w tym roku na przeprowadzenie w dwóch transzach buybacku odpowiadającego dystrybucji 6,5 PLN na akcję, w tym 1,5 PLN przeniesione z poprzedniego roku. W kolejnych latach nie widzimy powodu do obniżenia dystrybucji i zakładamy dywidendę lub jej odpowiednik w wysokości 5 PLN na akcję. W drugim kwartale dług netto prawdopodobnie wzrośnie o wartość buybacku, a należności za projekty IT będą spływać w kolejnych tygodniach.

Ekspansja zagraniczna. Comp podpisał umowę w Armenii w sprawie rozszerzenia współpracy na System Dozoru Elektronicznego. W lipcowym wywiadzie Prezes wskazywał także na możliwość kolejnych kontraktów zagranicą, w tym w obszarze M/platform, gdzie w tym roku spółka może zawrzeć umowę na pierwszą eksportową sprzedaż tej technologii. Przypominamy, że obecnie Comp pracuje nad fiskalizacją online w Kenii, która jest potencjalnym rynkiem dla M/platform, ale nie wykluczalibyśmy również ekspansji na jednym z rynków w Ameryce. W naszych prognozach nie uwzględniamy przychodów z tego tytułu i widzimy w ewentualnych kontraktach pewien upside do szacunków wyniku na kolejny rok.

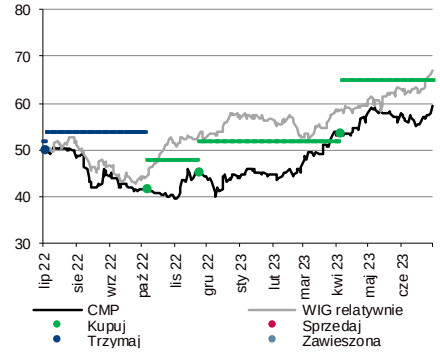
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CMP
Sektor			IT
Kurs (PLN)			57,8
52 tyg. min/max (PLN)			39 / 59,4
Liczba akcji (mln szt.)			4,5
Kapitalizacja (mln PLN)			261
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,37
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,8%	12,1%	19,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	65
Kupuj	12.12.2022	52
Kupuj	24.10.2022	48
Trzymaj	21.07.2022	54
Trzymaj	22.04.2022	52
Kupuj	09.12.2021	61
Kupuj	21.10.2021	67
Kupuj	20.07.2021	70

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CMP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	245	163	241	129	163	197	262	215	200	23%	-7%
EBITDA	43	19	20	10	16	27	22	25	23	49%	-7%
EBIT	32	8	8	-2	4	15	11	13	12	233%	-13%
Zysk netto	23	3	-1	-2	-5	5	1	6	5	-	-14%
P/E12M trailing	5,4	5,6	7,3	11,2	-	-	-	32,9	14,3		
EV/EBITDA 12M trailing	3,9	3,5	3,5	4,6	7,0	6,8	6,1	4,8	4,6		
zmiana przychodów r./r.	120%	4%	-23%	-25%	-34%	21%	9%	67%	23%		
marża EBITDA	17,7%	11,8%	8,4%	7,6%	9,6%	13,5%	8,4%	11,6%	11,6%		
marża EBIT	13,0%	4,9%	3,3%	-	2,2%	7,4%	4,2%	6,3%	5,8%		
marża netto	9,5%	2,0%	-	-	-	2,7%	0,5%	2,9%	2,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	721	821	751	851	878	893
EBITDA	77	110	74	97	104	109
EBIT	34	63	27	50	58	63
Zysk netto	15	36	0	25	36	43
EPS (PLN)	3,18	7,5	-0,1	5,5	8,0	9,5
DPS (PLN)	0,0	3,0	3,2	0,0	5,0	5,0
P/E (x)	18,2	-	-	10,5	7,2	6,1
EV/EBITDA (x)	5,7	3,5	6,1	4,1	3,6	3,3
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
DY (%)	0,0%	5,2%	5,5%	0,0%	8,7%	8,7%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	73,9	100%	64,7	100%	14%
Wycena porównawcza	109,3	0%	94,6	0%	15%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	851	807	5%	878	840	5%	893	854	5%
EBITDA	97	93	4%	104	102	2%	109	106	3%
EBIT	50	47	8%	58	55	5%	63	59	6%
Zysk netto	25	24	3%	36	34	6%	43	40	7%
P/E (x)	10,5	10,8		7,2	7,7		6,1	6,5	
EV/EBITDA (x)	4,1	4,2		3,6	3,7		3,3	3,4	
P/BV (x)	0,5			0,5			0,5		
DY (%)	0,0%			8,7%			8,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	7,7	-	10,5	7,2	6,1
P/E skor. (x)	7,7	-	10,5	7,2	6,1
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	3,5	6,1	4,1	3,6	3,3
EV/EBITDA skor. (x)	3,5	6,1	4,1	3,6	3,3
EV/Sprzedaż (x)	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4
FCFF Yield (%)	17,7%	-11,4%	21,0%	12,9%	13,5%
DY (%)	5,2%	5,5%	0,0%	8,7%	8,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	7,5	-0,1	5,5	8,0	9,5
EPS skor. (PLN)	7,5	-0,1	5,5	8,0	9,5
DPS (PLN)	3,0	3,2	0,0	5,0	5,0
BVPS (PLN)	111,8	108,2	115,1	118,1	122,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	29,3%	29,1%	30,3%	30,8%	31,2%
marża EBITDA skor. (%)	13,4%	9,9%	11,4%	11,9%	12,2%
marża EBIT (%)	7,7%	3,6%	5,9%	6,6%	7,0%
marża netto skor. (%)	4,4%	0,0%	2,9%	4,1%	4,8%
ROE (%)	6,9%	-0,1%	4,8%	6,8%	7,9%
ROA (%)	3,7%	0,0%	2,5%	3,7%	4,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,2%	5,3%	3,9%	4,4%	4,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Dług netto/EBITDA (x)	1,0	2,4	1,4	1,1	0,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	51	51	49	46	45
Cykl rotacji zapasów (dni)	42	51	49	46	46
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	68	72	69	66	65
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	59	73	68	65	66

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**721**	**821**	**751**	**851**	**878**	**893**
Koszt własny sprzedaży	506	580	532	593	608	615
Zysk brutto ze sprzedaży	**215**	**241**	**219**	**258**	**270**	**278**
Koszty sprzedaży	92	101	109	124	128	130
Koszty ogólnego zarządu	85	75	77	77	78	79
Zysk ze sprzedaży	38	65	33	57	64	69
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-4	-1	-5	-6	-6	-7
EBITDA	**77**	**110**	**74**	**97**	**104**	**109**
EBITDA skor.	**77**	**110**	**74**	**97**	**104**	**109**
Amortyzacja	43	47	47	47	46	46
EBIT	**34**	**63**	**27**	**50**	**58**	**63**
Wynik na działalności finansowej	-7	-14	-18	-21	-12	-8
Zysk brutto	**26**	**49**	**9**	**29**	**46**	**54**
Podatek dochodowy	10	14	-3	6	9	10
Zysk mniejszości	-2	-1	-8	-2	1	1
Zysk netto	**15**	**36**	**0**	**25**	**36**	**43**
Zysk netto skor.	**15**	**36**	**0**	**25**	**36**	**43**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**594**	**590**	**619**	**615**	**618**	**622**
Aktywa obrotowe	**402**	**363**	**424**	**353**	**370**	**391**
Zapasy	97	91	119	109	112	114
Należności handlowe	173	135	162	158	157	158
Gotówka	47	37	52	25	40	58
Aktywa	**996**	**954**	**1 043**	**969**	**988**	**1 012**
Kapitał własny	**512**	**535**	**514**	**520**	**533**	**554**
Kapitały mniejszości	**27**	**32**	**26**	**24**	**25**	**26**
Zobowiązania długoterminowe	**57**	**54**	**113**	**108**	**108**	**108**
Zobowiązania oprocentowane	32	24	82	77	77	77
Zobowiązania krótkoterminowe	**400**	**334**	**390**	**317**	**322**	**325**
Zobowiązania oprocentowane	175	120	146	81	81	81
Zobowiązania handlowe	132	135	163	155	160	163
Pasywa	**996**	**954**	**1 043**	**969**	**988**	**1 012**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**105**	**119**	**2**	**126**	**98**	**99**
Zysk (strata) netto	15	36	0	25	36	43
Amortyzacja	43	47	47	47	46	46
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-32**	**-34**	**-21**	**-32**	**-38**	**-40**
CAPEX	-36	-42	-39	-33	-39	-40
Przepływy z działalności finansowej	**-79**	**-95**	**35**	**-121**	**-45**	**-41**
Dywidenda	0	-14	-15	0	-23	-23
Przepływy pieniężne netto	-6	-9	15	-27	14	18
Środki pieniężne na początek okresu	53	47	37	52	25	40
Środki pieniężne na koniec okresu	47	37	52	25	40	58

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Datawalk

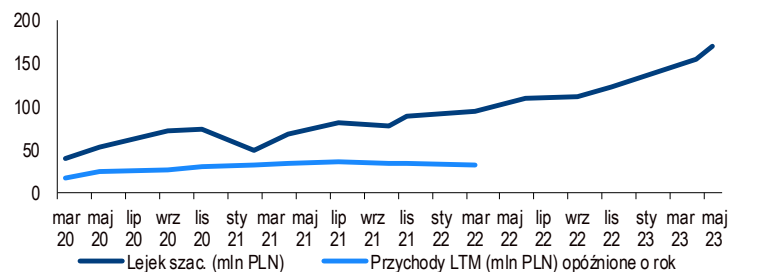
Bez rekomendacji

Lekkie spadki w 2Q, powrót do lepszych dynamik w drugim półroczu

Prognoza 2Q23. Po 7 miesiącach przerwy w ostatnim tygodniu czerwca spółka podała informację o 3 kontraktach, w tym dwa z nowymi klientami oraz jeden z Ally Financial, gdzie sprzedawana jest licencja wieczysta. W poprzednim roku Ally kupił licencję roczną, jak szacujemy za blisko 3mln PLN, a w tym roku przy podobnej skali stanowisk i biorąc pod uwagę wyższą cenę za licencję wieczystą oznaczałoby to kontrakt około dwukrotnie większy, a więc z kwotą zbliżoną do 6mln PLN. Sądzimy, że dwa pozostałe dwa kontrakty są łącznie nieco mniejsze niż sprzedaż do Ally i trudno będzie pobić na przychodach rekordowy zeszłoroczny wynik. Powtarzalne przychody z utrzymania systemu dla dotychczasowych klientów szacujemy na około 2mln PLN kwartalnie.

Perspektywa na 2023. Lejek projektowy w połowie maja miał wartość około 170mln PLN, o 60% więcej niż przed rokiem. Projekty, które wypadły z lejka i zostaną zaksięgowane w 2Q stanowiły, jak szacujemy, tylko 6-7% wartości lejka. Liczymy w związku z tym na dalszą konwersję w drugim półroczu, kiedy baza wynikowa z 2022 będzie mniej wymagająca. Nadal widzimy duże prawdopodobieństwo pozytywnego zaskoczenia w drugim półroczu. Jednocześnie wstrzymana została ekspansja kosztów, a obecny zespół według zarządu jest w stanie wygenerować 50% tempa wzrostu przychodów. Nie zmieniamy istotnie naszych prognoz z poprzedniego kwartalnika. Przy założeniu względnej stabilizacji kosztów i wzrostu przychodów do 44mln PLN spółka będzie miała na koniec roku około 25mln PLN gotówki, co oznaczałoby najprawdopodobniej konieczność pozyskania finansowania w pierwszym półroczu kolejnego roku. Według niedawnego komentarza zarządu alternatywą do emisji akcji może być tym razem jakaś forma finansowania dłużnego.

Lejek w mln PLN na tle przychodów LTM opóźnionych o rok



Źródło: Szacunki Trigon DM, DataWalk

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	11	6	11	4	14	8	8	3	12	-15%	268%
EBITDA	4	-3	0	-7	-106	-4	-10	10	-3	-	-
EBIT	4	-3	-1	-7	-106	-4	-12	8	-4	-	-
Zysk netto	4	-3	3	-7	-70	-20	-19	4	-4	-	-
EV/SALES 12M trailing	13,6	12,6	11,1	11,1	10,2	9,5	10,7	11,3	12,3		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
zmiana przychodów r./r.	176%	54%	60%	21%	32%	31%	-31%	-23%	-15%		
marża EBITDA	41,1%	-	4,0%	-	-	-	-	296,9%	-		
marża EBIT	37,6%	-	-	-	-	-	-	261,5%	-		
marża netto	34,5%	-	24,1%	-	-	-	-	132,8%	-		

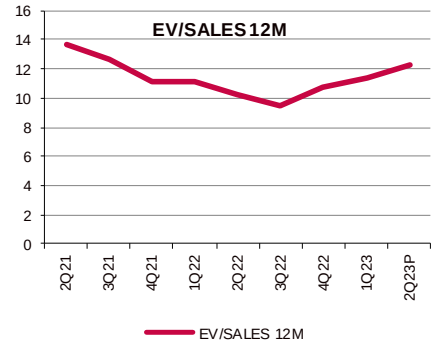
Raport za II kw.'23
06.09.2023

Cena bieżąca: 80,5 PLN

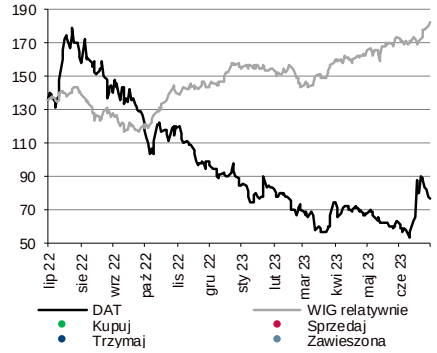
DANE SPÓŁKI			
Ticker			DAT
Sektor			IT
Kurs (PLN)			80,5
52 tyg. min/max (PLN)			52,2 / 178,8
Liczba akcji (mln szt.)			5,1
Kapitalizacja (mln PLN)			413
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,92
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	25,4%	4,1%	-43,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

EV/SALES 12M



WYKRES DAT NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	16	31	33	44	70	105
EBITDA	-5	-3	-126	3	-13	-4
EBIT	-6	-6	-129	-2	-19	-13
Zysk netto	-6	-2	-117	-5	-14	-11
EPS (PLN)	-1,39	-0,3	-22,7	-1,0	-2,8	-2,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	133,7	-	-
P/BV (x)	-	5,0	14,1	17,0	41,9	-534,2
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	0%	-	0%	-
Wycena porównawcza	-	0%	-	0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	44	44	-2%	70	71	-2%	105	107	-2%
EBITDA	3	-21	-	-13	-14	-	-4	-6	-
EBIT	-2	-26	-	-19	-20	-	-13	-14	-
Zysk netto	-22	-21	-	-14	-15	-	-11	-12	-
P/E (x)	-	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	133,7	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	17,0			41,9			-534,2		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	-
P/E skor. (x)	-	-	-	-	-
P/BV (x)	5,0	14,1	17,0	41,9	-534,2
EV/EBITDA (x)	-	-	133,7	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	-	-	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	11,1	10,7	8,5	5,8	4,1
FCFF Yield (%)	-6,1%	-9,1%	-3,9%	-7,4%	-6,2%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-0,3	-22,7	-1,0	-2,8	-2,1
EPS skor. (PLN)	-0,3	-5,0	-4,3	-2,8	-2,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	16,1	5,7	4,7	1,9	-0,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	-21,4%	-372,1%	-4,8%	-27,3%	-12,0%
marża EBITDA skor. (%)	-10,0%	-71,6%	-43,1%	-18,2%	-4,2%
marża EBIT (%)	-18,4%	-388,3%	-4,1%	-27,3%	-12,0%
marża netto skor. (%)	-5,4%	-350,1%	-11,7%	-20,7%	-10,2%
ROE (%)	-2,1%	-48,0%	-81,9%	-84,6%	-234,1%
ROA (%)	-1,8%	-117,0%	-4,7%	-12,9%	-8,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	26,8%	35,1%	26,3%	18,9%	14,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3,2	3,8	2,5	2,1	1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,6	-1,9	-1,7	-1,2	-19,0
Dług netto/EBITDA (x)	16,3	0,4	-14,9	0,9	-3,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	48	57	49	45	46
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	69	93	93	86	88
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	21	36	44	41	42

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**16**	**31**	**33**	**44**	**70**	**105**
Koszt własny sprzedaży	-22	-37	-157	-46	-89	-117
Zysk brutto ze sprzedaży	**-7**	**-7**	**-124**	**-2**	**-19**	**-13**
Koszty sprzedaży	0	0	0	0	0	0
Koszty ogólnego zarządu	0	0	0	0	0	0
Zysk ze sprzedaży	-7	-7	-124	-2	-19	-13
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	1	-5	0	0	0
EBITDA	**-5**	**-3**	**-126**	**3**	**-13**	**-4**
EBITDA skor.	**-5**	**-3**	**-24**	**-19**	**-13**	**-4**
Amortyzacja	-1	-3	-3	-5	-6	-8
EBIT	**-6**	**-6**	**-129**	**-2**	**-19**	**-13**
Wynik na działalności finansowej	0	0	1	1	1	-1
Zysk brutto	**-6**	**-5**	**-128**	**0**	**-18**	**-13**
Podatek dochodowy	0	4	11	-5	4	3
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-6**	**-2**	**-117**	**-5**	**-14**	**-11**
Zysk netto skor.	**-6**	**-2**	**-26**	**-22**	**-14**	**-11**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**11**	**24**	**38**	**45**	**56**	**67**
Aktywa obrotowe	**80**	**65**	**73**	**62**	**60**	**64**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	4	7	10	13	20	30
Gotówka	74	52	58	43	34	28
Aktywa	**91**	**89**	**111**	**107**	**116**	**131**
Kapitał własny	**80**	**78**	**29**	**24**	**10**	**-1**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**2**	**1**	**70**	**70**	**70**	**70**
Zobowiązania oprocentowane	2	1	1	1	2	2
Zobowiązania krótkoterminowe	**9**	**10**	**11**	**13**	**36**	**61**
Zobowiązania oprocentowane	1	1	1	1	21	41
Zobowiązania handlowe	1	2	5	6	10	14
Pasywa	**91**	**89**	**111**	**107**	**116**	**131**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**0**	**-13**	**-20**	**-2**	**-16**	**-10**
Zysk (strata) netto	-6	-2	-117	-5	-14	-11
Amortyzacja	1	3	3	5	6	8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1**	**-8**	**-11**	**-11**	**-13**	**-15**
CAPEX	-5	-8	-12	-11	-13	-15
Przepływy z działalności finansowej	**66**	**-1**	**37**	**-1**	**19**	**19**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	65	-22	6	-14	-9	-6
Środki pieniężne na początek okresu	9	74	52	58	43	34
Środki pieniężne na koniec okresu	74	52	58	43	34	28

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Grupa Pracuj

Rekordowy kwartał na poziomie grupy, rynek w Polsce nadal trudny

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 64 PLN)

Cena docelowa: 66 PLN
Cena bieżąca: 54,2 PLN
Potencjał wzrostu: 22%

Raport za II kw.'23
31.08.2023

Prognozy kwartalne.
Mimo słabości rynku liczymy na nieco lepszy niż w 1Q zysk w Polsce, natomiast na poziomie grupy dzięki kontrybucji Niemiec i odbudowie wyniku na Ukrainie zakładamy rekordowy wynik 85mln PLN EBITDA (+20% r/r) oraz skor. EBITDA 88mln PLN (+8% r/r). Wyższa amortyzacja i koszty finansowe mogą wpłynąć jednak na spadek zysku netto o 4% do 54mln PLN.
Polska. Zakładamy spadek liczby projektów rekrutacyjnych w Polsce o 13% r/r oraz wzrost średniej ceny o 8%. Nadal tylko jednocyfrowy wzrost średniej ceny mimo silniejszych podwyżek z początkiem roku uzasadniamy 1) wyjątkowo dużymi zapasami ogłoszeń wykupionych przez klientów jeszcze w zeszłym roku po niższych cenach, 2) spadkiem liczby ogłoszeń w IT, które charakteryzują się ponadprzeciętną ceną oraz 3) dalszym rozwojem kanału e-commerce z tańszymi projektami. Mimo zakładanej kontynuacji wzrostu liczby klientów w e-Recruiterze przychody na rynku polskim mogą być łącznie o około 4% niższe r/r (-1% q/q) przez spadek wolumenu ogłoszeń nieskompensowany cenami. Jednocześnie, zakładamy, że nadal niższe r/r pozostaną wydatki na marketing, a koszty osobowe raczej stabilne. W konsekwencji prognozujemy 78mln PLN skor. EBITDA w Polsce, powyżej 76mln PLN w 1Q23, oraz 75mln PLN raportowanej EBITDA.
Zagranica. Kolejny dobry kwartał powinien zaprezentować segment ukraiński. Szacujemy, że niska baza kosztowa pozwoli na osiągnięcie nieco ponad 3mln PLN EBITDA przy 10mln PLN przychodów. W Niemczech zakładamy lekkie wzrosty q/q i prawie 48mln PLN przychodów oraz 6mln PLN wyniku EBITDA.

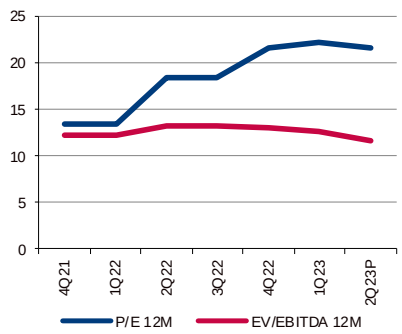
Outlook na 2023 w Grupie Pracuj. Po dobrym 1Q23 i uwzględniając dyscyplinę kosztową w kolejnym kwartale bardziej optymistycznie podchodzimy do tegorocznego wyniku operacyjnego, a prognozę EBITDA skor. podnosimy o 2% do 307mln PLN. Nadal nie widać jednak wyraźniejszej poprawy na rynku, a w konsekwencji wzrostu na poziomie przychodów spółki w kraju. Jak dotąd pierwsze półrocze wolumenowo pozostaje na dwucyfrowym minusie w Polsce, ale w drugim półroczu liczymy na powrót do płaskich dynamik pod koniec roku. Zakładamy, że w Polsce raportowana EBITDA będzie porównywalna r/r, natomiast większej poprawy oczekujemy na rynku ukraińskim z -5mln PLN do 9mln PLN oraz w Niemczech (25mln PLN, pierwszy pełny rok konsolidacji).

Wycena. W naszej wycenie dokonujemy niewielkich zmian. Wyceniamy biznes w Polsce pomniejszony o zadłużenie na 51 PLN na akcję (bez zmian, mimo odcięcia dywidendy). Udziały w ukraińskich spółkach wyceniamy na 4 PLN (+1 PLN na akcję vs poprzedni raport), a biznes w Niemczech na 10 PLN na akcję. Podnosimy cenę docelową o 4% do 66 PLN i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

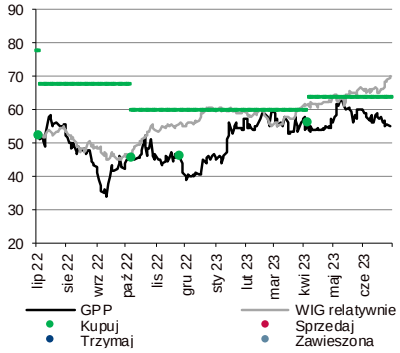
DANE SPÓŁKI			
Ticker			GPP
Sektor			IT
Kurs (PLN)			54,2
52 tyg. min/max (PLN)			33,6 / 67,1
Liczba akcji (mln szt.)			68,3
Kapitalizacja (mln PLN)			3700
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,79
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-8,2%	-3,3%	6,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	64,0
Kupuj	12.12.2022	60,0
Kupuj	24.10.2022	60,0
Kupuj	21.07.2022	68,0
Kupuj	22.04.2022	78,0
Kupuj	04.01.2022	86,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES GPP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	117	126	131	142	138	183	145	185	187	35%	1%
EBITDA skor.	74	75	58	80	81	85	59	84	88	8%	5%
EBIT	65	67	52	69	67	75	42	76	78	16%	2%
Zysk netto	122	53	44	55	49	53	13	52	54	9%	4%
P/E12M trailing			13,5	13,5	18,3	18,4	21,6	22,1	21,5		
EV/EBITDA 12M trailing			12,1	12,1	13,3	13,2	13,0	12,6	11,7		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	41%	18%	45%	10%	30%	35%		
marża EBITDA	-	59,3%	43,9%	56,2%	58,7%	46,5%	40,8%	45,3%	47,0%		
marża EBIT	-	53,0%	39,4%	48,4%	48,7%	40,6%	29,0%	41,2%	41,9%		
marża netto	-	42,3%	33,5%	38,8%	35,7%	29,0%	9,2%	27,9%	29,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	299	475	609	743	883	998
EBITDA skor.	148	257	305	307	351	394
EBIT	136	228	253	270	313	355
Zysk netto	106	255	171	182	231	271
EPS (PLN)	1,55	3,7	2,5	2,7	3,4	4,0
DPS (PLN)	0,9	1,6	2,0	1,5	1,6	2,0
P/E (x)	34,9	14,5	21,6	20,3	16,0	13,6
EV/EBITDA skor. (x)	24,3	13,2	12,6	12,4	10,3	8,8
P/BV (x)	35,8	14,8	11,7	9,1	6,8	5,3
DY (%)	1,7%	2,9%	3,7%	2,8%	2,9%	3,7%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	66,1	100%	63,8	100%	4%
Wycena porównawcza	71,8	0%	59,8	0%	20%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	743	748	-1%	883	870	1%	998	982	2%
EBITDA skor.	307	300	2%	351	348	1%	394	394	0%
EBIT	270	263	3%	313	311	1%	355	355	0%
Zysk netto	182	183	-1%	231	231	0%	271	274	-1%
P/E (x)	20,3	20,2		16,0	16,0		13,6	13,5	
EV/EBITDA skor. (x)	12,4	12,6		10,3	10,4		8,8	8,8	
P/BV (x)	9,1			6,8			5,3		
DY (%)	2,8%			2,9%			3,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	14,5	21,6	20,3	16,0	13,6
P/E skor. (x)	19,9	19,5	20,3	16,0	13,6
P/BV (x)	14,8	11,7	9,1	6,8	5,3
EV/EBITDA (x)	14,2	14,4	12,8	10,7	9,1
EV/EBITDA skor. (x)	13,2	12,6	12,4	10,3	8,8
EV/Sprzedaż (x)	7,2	6,3	5,1	4,1	3,5
FCFF Yield (%)	5,9%	5,4%	5,4%	7,6%	8,7%
DY (%)	2,9%	3,7%	2,8%	2,9%	3,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	3,7	2,5	2,7	3,4	4,0
EPS skor. (PLN)	2,7	2,8	2,7	3,4	4,0
DPS (PLN)	1,6	2,0	1,5	1,6	2,0
BVPS (PLN)	3,7	4,6	6,0	7,9	10,1

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	54,2%	50,2%	41,3%	39,7%	39,4%
marża EBIT (%)	47,9%	41,5%	36,3%	35,5%	35,6%
marża netto skor. (%)	39,1%	31,1%	24,5%	26,2%	27,2%
ROE (%)	105,5%	67,1%	50,3%	48,7%	43,9%
ROA (%)	63,2%	22,5%	17,6%	21,0%	22,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,7%	2,6%	2,3%	2,3%	2,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	1,0	0,7	0,8	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,7	0,9	0,5	0,7	0,7
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	1,1	0,7	0,2	-0,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	-65	-77	-76	-66	-67
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	33	40	42	43	44
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	98	116	118	108	111

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**299**	**475**	**609**	**743**	**883**	**998**
Polska	265	425	509	522	597	648
Ukraina	35	51	26	38	60	85
Niemcy	0	0	74	182	226	264
EBITDA - Polska	140	230	260	261	294	316
EBITDA - Ukraina	8	9	-5	9	13	23
EBITDA - Niemcy	0	0	13	25	32	43
EBITDA	**148**	**240**	**268**	**296**	**340**	**383**
EBITDA skor.	**148**	**257**	**305**	**307**	**351**	**394**
Amortyzacja	-11	-12	-16	-26	-26	-28
EBIT	**136**	**228**	**253**	**270**	**313**	**355**
Wynik na działalności finansowej	-3	92	-25	-39	-20	-7
Zysk brutto	**133**	**320**	**227**	**230**	**294**	**348**
Podatek dochodowy	-27	-64	-58	-47	-60	-71
Zysk mniejszości	1	1	-2	1	3	5
Zysk netto	**106**	**255**	**171**	**182**	**231**	**271**
Zysk netto skor.	**106**	**186**	**190**	**182**	**231**	**271**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**121**	**227**	**805**	**808**	**814**	**821**
Aktywa obrotowe	**185**	**272**	**218**	**237**	**335**	**437**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	30	56	77	94	112	126
Gotówka	135	185	110	112	192	280
Aktywa	**306**	**500**	**1 023**	**1 045**	**1 149**	**1 259**
Kapitał własny	**103**	**249**	**315**	**407**	**543**	**692**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**1**	**4**	**9**
Zobowiązania długoterminowe	**25**	**51**	**341**	**273**	**205**	**126**
Zobowiązania oprocentowane	24	31	321	253	185	106
Zobowiązania krótkoterminowe	**178**	**199**	**366**	**366**	**402**	**440**
Zobowiązania oprocentowane	38	16	79	79	69	69
Zobowiązania handlowe	109	147	241	239	285	322
Pasywa	**306**	**500**	**1 023**	**1 045**	**1 149**	**1 259**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**124**	**225**	**239**	**240**	**319**	**348**
Zysk (strata) netto	106	255	171	182	231	271
Amortyzacja	11	12	16	26	26	28
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-4**	**-28**	**-518**	**-17**	**-20**	**-23**
CAPEX	-2	-8	-16	-17	-20	-23
Przepływy z działalności finansowej	**-71**	**-147**	**203**	**-220**	**-219**	**-238**
Dywidenda	-62	-107	-137	-102	-109	-138
Przepływy pieniężne netto	50	50	-75	3	80	87
Środki pieniężne na początek okresu	86	135	185	110	112	192
Środki pieniężne na koniec okresu	135	185	110	112	192	280

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

K2 Holding

Dobra baza klientów pozwala na utrzymanie mocnych wyników mimo rynkowego spowolnienia

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj, 38 PLN)

Cena docelowa: 37 PLN
Cena bieżąca: 36,5 PLN
Potencjał wzrostu: 1%

Raport za II kw.'23
31.08.2023

Zmiana nazwy spółki, przegląd opcji, ewentualne akwizycje. Na czerwcowym walnym zgromadzeniu akcjonariusze przegłosowali zmianę nazwy spółki z K2 Holding na Fabrity Holding. Zmiana nastąpi wraz z wpisem do KRS. Nadal trwa przegląd opcji strategicznych w segmencie marketingu, który zdaniem Zarządu powinien zakończyć się do końca 2023 roku. W scenariuszu sprzedaży segmentu marketingu bardziej prawdopodobna wydaje się dystrybucja środków do akcjonariuszy, niż przeznaczenie tych środków na przejęcia. Ewentualne akwizycje w obszarze software mają być bazowo finansowane z zysków Fabrity.

Fabrity. Dobry początek roku w Fabrity związany jest z dużymi kontraktami dla Frontexu i poszerzeniem współpracy z kilkoma dotychczasowymi klientami. W Fabrity obecnie praktycznie nie ma 'ławki'. Na ostatniej konferencji Zarząd podtrzymał cele na rok 2023, to jest wzrost organiczny nie niższy niż przeciętny z poprzednich 2 lat. Spółka liczy też na pozyskanie nowych klientów po wakacjach. Obecnie widoczne jest spowolnienie na rynku, ale od największych klientów pozyskiwane są dodatkowe zamówienia. Przypominamy, że średnioterminowy cel marży EBITDA dla Fabrity to 12-15%. **Platforma low-code FastApp:** Obecnie kluczowym celem jest dalsza praca nad produktem, a przyspieszenie skalowania i sprzedaż licencji oczekiwane dopiero w przyszłości. **Pracownicy** zatrudnieni w pierwszym kwartale (zwiększenie załogi o 30 osób do około 250) zasilą projekty dla największych klientów, w znacznej części projekt dla Frontexu. Łatwiej jest obecnie pozyskiwać pracowników. W niektórych przypadkach stawki oczekiwane przez nowo zatrudnianych spadły od szczytu o kilkanaście czy nawet ponad 20%.

PerfectBot. Obecne prace nad PerfectBotem dotyczą nie tylko GPT ale także innych platform jak np. Bard Google. Celem prac jest m.in. radykalny spadek 'halucynacji' (zmyślonych nieprawdziwych elementów odpowiedzi) produktu. Testy prowadzone są z kilkudziesięcioma podmiotami w USA. Ze względów regulacyjnych opracowywana wersja nie może być jeszcze oferowana w Europie.

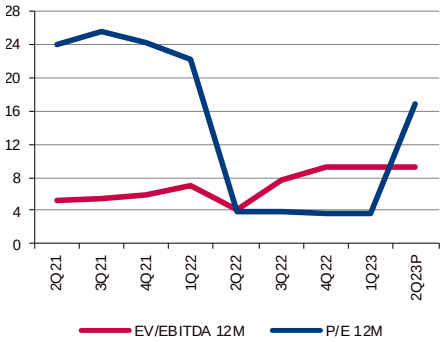
Wycena i rekomendacja. Utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj i korygujemy cenę docelową do 37 PLN.

Prognoza 2Q23. Uważamy że trudno będzie pobić zeszłoroczny wyjątkowo dobry wynik z 2Q i liczymy na lepsze dynamiki dopiero w drugim półroczu. Zakładamy kilkanaście procent spadku wyniku operacyjnego r/r oraz odrobinę słabszy wynik q/q (w tej linii praktycznie już tylko Fabrity). Na poziomie netto dodatkowo oczekujemy nieco mniejszej q/q kontrybucji marketingu i porównywalnej do 1Q straty w PerfectBocie).

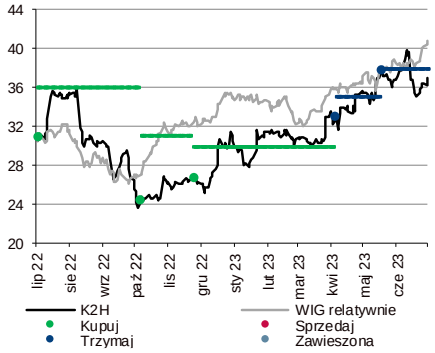
DANE SPÓŁKI			
Ticker			K2H
Sektor			TMT
Kurs (PLN)			36,5
52 tyg. min/max (PLN)			22 / 39,9
Liczba akcji (mln szt.)			2,5
Kapitalizacja (mln PLN)			90
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,06
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0,5%	11,1%	21,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	05.06.2023	38
Trzymaj	24.04.2023	35
Kupuj	12.12.2022	30
Kupuj	24.10.2022	31
Kupuj	21.07.2022	36
Kupuj	18.07.2022	36
Kupuj	22.04.2022	31
Kupuj	09.12.2021	31

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES K2H NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	28,9	27,1	35,7	11,8	13,0	14,0	15,2	16,1	16,5	27%	2%
EBITDA	3,2	3,4	3,0	1,8	2,4	1,3	2,2	2,2	2,1	-11%	-5%
EBIT	1,5	1,8	1,4	1,2	1,9	1,0	1,5	1,6	1,5	-19%	-7%
Zysk netto	1,0	1,1	1,0	1,0	20,7	0,5	2,1	1,5	1,3	-94%	-10%
P/E12M trailing	23,9	25,4	24,0	22,2	3,8	3,9	3,7	3,6	16,7		
EV/EBITDA 12M trailing	5,2	5,3	5,8	7,0	4,0	7,7	9,2	9,2	9,2		
zmiana przychodów r./r.	6%	-7%	-2%	-63%	-55%	-48%	-58%	37%	27%		
marża EBITDA	11,1%	12,5%	8,4%	15,3%	18,6%	8,9%	14,5%	13,9%	12,9%		
marża EBIT	5,1%	6,5%	4,0%	10,0%	14,4%	7,0%	10,0%	10,0%	9,1%		
marża netto	3,3%	4,1%	2,8%	8,4%	159,7%	3,4%	13,7%	9,2%	8,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	120	40,7	53,4	67,5	78,2	87,4
EBITDA	15	7,4	7,6	9,6	10,9	12,0
EBIT	8	5,0	5,0	7,0	8,2	9,0
Zysk netto	4	3,7	24,2	6,6	7,1	7,8
EPS (PLN)	1,74	1,6	9,8	2,7	2,9	3,2
DPS (PLN)	0,0	1,1	7,9	4,0	1,9	1,9
P/E (x)	21,0	24,0	3,7	13,7	12,7	11,6
EV/EBITDA (x)	5,7	10,8	9,3	8,6	7,1	6,1
P/BV (x)	3,2	3,0	2,7	3,0	2,7	2,5
DY (%)	0,0%	2,9%	21,6%	11,0%	5,2%	5,2%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	33,4	50%	36,3	50%	-8%
Wycena porównawcza	34,9	0%	34,2	0%	2%
Wycena SOTP	39,9	50%	39,2	50%	2%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	67,5	67,5	0%	78,2	78,2	0%	87,4	87	0%
EBITDA	9,6	9,5	1%	10,9	10,7	2%	12,0	12	2%
EBIT	7,0	7,0	1%	8,2	8,0	2%	9,0	9	2%
Zysk netto	6,6	6,5	0%	7,1	7,0	2%	7,8	8	2%
P/E (x)	13,7	13,8		12,7	12,9		11,6	11,8	
EV/EBITDA (x)	8,6	8,6		7,1	7,2		6,1	6,1	
P/BV (x)	3,0			2,7			2,5		
DY (%)	11,0%			5,2%			5,2%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	24,0	3,7	13,7	12,7	11,6
P/E skor. (x)	24,0	16,1	13,7	12,7	11,6
P/BV (x)	3,0	2,7	3,0	2,7	2,5
EV/EBITDA (x)	10,8	9,3	8,6	7,1	6,1
EV/EBITDA skor. (x)	8,7	7,9	10,7	8,6	7,3
EV/Sprzedaż (x)	1,8	1,3	1,2	1,0	0,8
FCFF Yield (%)	2,4%	-1,9%	3,2%	9,2%	10,3%
DY (%)	2,9%	21,6%	11,0%	5,2%	5,2%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,6	9,8	2,7	2,9	3,2
EPS skor. (PLN)	1,6	2,3	2,7	2,9	3,2
DPS (PLN)	1,1	7,9	4,0	1,9	1,9
BVPS (PLN)	12,3	13,7	12,4	13,3	14,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża ZBnS (%)	18,3%	18,1%	18,5%	18,7%	18,6%
marża EBITDA skor. (%)	22,7%	16,7%	11,4%	11,5%	11,5%
marża EBIT (%)	12,2%	9,3%	10,4%	10,5%	10,3%
marża netto skor. (%)	9,2%	45,4%	9,7%	9,0%	8,9%
ROE (%)	13,7%	17,9%	20,4%	22,3%	22,6%
ROA (%)	6,1%	40,2%	10,4%	10,7%	11,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	7,6%	5,1%	1,8%	1,9%	2,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3
Dług netto/EBITDA (x)	-0,5	-1,8	-0,2	-0,6	-0,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	145	99	77	76	71
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	237	144	105	105	100
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	91	45	28	29	30

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**119,7**	**40,7**	**53,4**	**67,5**	**78,2**	**87,4**
Koszt własny sprzedaży	-104,1	-33,3	-43,8	-55,0	-63,5	-71,1
Zysk brutto ze sprzedaży	**15,6**	**7,5**	**9,6**	**12,5**	**14,6**	**16,3**
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-8,9	-2,5	-4,7	-5,8	-6,7	-7,4
Zysk ze sprzedaży	6,7	4,9	5,0	6,7	8,0	8,8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,3	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2
EBITDA	**14,7**	**7,4**	**7,6**	**9,6**	**10,9**	**12,0**
EBITDA skor.	**13,5**	**9,2**	**8,9**	**7,7**	**9,0**	**10,0**
Amortyzacja	-6,7	-6,6	-4,8	-2,5	-2,7	-3,0
EBIT	**8,0**	**5,0**	**5,0**	**7,0**	**8,2**	**9,0**
Wynik na działalności finansowej	-1,0	-0,3	22,1	0,1	-0,1	-0,2
Zysk brutto	**7,0**	**4,6**	**27,1**	**7,2**	**8,1**	**8,9**
Podatek dochodowy	-2,1	-1,0	-3,0	-1,4	-1,5	-1,7
Zysk mniejszości	0,8	0,7	0,8	1,1	1,3	1,5
Zysk netto	**4,0**	**3,7**	**24,2**	**6,6**	**7,1**	**7,8**
Zysk netto skor.	**4,0**	**3,7**	**5,6**	**6,6**	**7,1**	**7,8**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**23,1**	**8,7**	**9,3**	**15,3**	**13,3**	**11,8**
Aktywa obrotowe	**39,4**	**51,0**	**51,6**	**49,9**	**53,9**	**58,6**
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	27,6	25,2	17,0	22,0	23,1	24,9
Gotówka	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9	16,9
Aktywa	**62,5**	**59,6**	**60,9**	**65,3**	**67,2**	**70,4**
Kapitał własny	**26,1**	**28,6**	**33,8**	**30,5**	**32,9**	**36,0**
Kapitały mniejszości	**2,5**	**3,2**	**3,9**	**4,6**	**5,3**	**6,1**
Zobowiązania długoterminowe	**7,4**	**2,7**	**3,8**	**9,6**	**8,1**	**6,6**
Zobowiązania oprocentowane	4,7	1,0	2,8	7,8	6,3	4,8
Zobowiązania krótkoterminowe	**26,4**	**25,0**	**19,4**	**20,5**	**20,9**	**21,6**
Zobowiązania oprocentowane	4,2	5,3	1,6	1,5	0,9	0,9
Zobowiązania handlowe	11,8	8,6	4,6	5,8	6,7	7,5
Pasywa	**62,5**	**59,6**	**60,9**	**65,3**	**67,2**	**70,4**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**17,1**	**9,5**	**5,4**	**6,3**	**10,9**	**11,5**
Zysk (strata) netto	4,0	3,7	24,2	6,6	7,1	7,8
Amortyzacja	6,7	6,6	4,8	2,5	2,7	3,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-3,1**	**-2,9**	**28,5**	**-1,2**	**-1,5**	**-1,7**
CAPEX	-2,9	-3,1	-2,7	-1,2	-1,5	-1,7
Przepływy z działalności finansowej	**-8,5**	**-6,0**	**-24,8**	**-11,7**	**-6,7**	**-6,8**
Dywidenda	0,0	-2,4	-19,5	-9,9	-4,7	-4,7
Przepływy pieniężne netto	5,5	0,6	9,1	-6,7	2,8	3,0
Środki pieniężne na początek okresu	4,1	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9
Środki pieniężne na koniec okresu	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9	16,9

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

R22

Profitroom uwolni wartość

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

Cena docelowa: 93,3 PLN

Cena bieżąca: 84 PLN

Potencjał wzrostu: 11%

Raport za II kw.'23

05.09.2023

#Wyniki Oczekujemy 33,5 mln PLN skorygowanego poziomu zysku EBITDA. Szacujemy, że segment Hostingu wygeneruje 15,4 mln PLN EBITDA (+30% r./r.) , CPaaS 18,8 mln PLN (+100% r./r.). Zakładamy 0,4 mln PLN EBITDA w SaaS i -1,3 mln PLN EBITDA nieprzypisana. Zakładamy, że marża EBITDA w segmencie hostingu wzrośnie do 41,9% (+0,3pp kw./kw.), a marża w CPaaS wyniesie 23,8% (+0,1 pp kw./kw.) Oczekujemy, że saldo działalności finansowej wyniesie -6 mln PLN. Zakładamy, że ETR wyniesie 19%. Wyniki mogą być przyjęte lekko pozytywnie

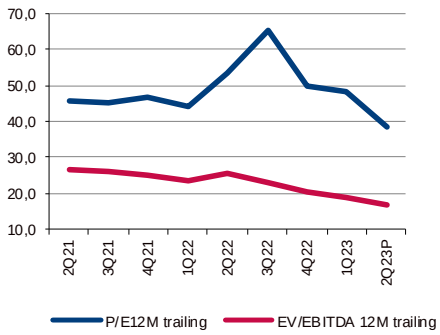
#Outlook / Newsflow Konsekwentnie realizowana strategia M&A, ekspansja zagraniczna, mocne wyniki napędzane m.in. wzrostem ARPU i rozwojem produktów oraz wysoka zdolność generacji gotówki - tak w skrócie można naszym zdaniem podsumować ostatnie kwartały w R22. Akwizycja MailerLite konsolidowana w pełni od 3Q22 skokowo poprawiła wyniki w segmencie CPaaS podczas gdy segment Hosting skutecznie realizuje wzrost dzięki podwyżkom cenników usług czemu sprzyja obecne środowisko inflacyjne i niższe pozycjonowanie cenowe względem konkurencji. Sądzimy, że o ile profil wzrostu w dwóch głównych nogach biznesowych R22 jest przez rynek wyceniony, to dodatkowym i niezdyskontowanym jeszcze upside'em jest spółka stowarzyszona Profitroom. R22 kontroluje obecnie 33,3% Profitroom (od stycznia 2020 r.) i posiada opcję wykupu kolejnych 17% w 2024 r. Uważamy, że wysokie dynamiki wzrostu organicznego (rezerwacje +68% r./r. przychody +43% r./r. w '22), ekspozycja na rosnący rynek turystyczny i generacja przychodów w modelu SaaS może stwarzać atrakcyjne equity story w kontekście decyzji R22 na temat przyszłości spółki, która może zapaść w drugim półroczu 2023 r. W naszym przekonaniu R22 może rozważać kilka scenariuszy odnośnie pakietu akcji Profitroom. Uważamy, że zbliżone prawdopodobieństwo ma zarówno (1) scenariusz realizacji opcji tj. wykup udziałów i konsolidacja wyników Profitroom w 2024 r. (czego na razie nie uwzględniamy w naszych prognozach); (2) scenariusz odsprzedaży pakietu akcji do inwestora branżowego czy funduszu private equity. Sądzimy, że każdy z tych scenariuszy może mieć swoje zalety, które finalnie przekują się w uwolnienie wartości dla akcjonariuszy R22. W przypadku realizacji opcji zakładać można, że spółka kilkukrotnie powiększy wyniki segmentu SaaS. Z kolei w przypadku odsprzedaży posiadanego pakietu akcji R22 może mocno odlewarować bilans, co z kolei odbuduje zdolności akwizycyjne gdzie spółka ma dobry, sprawdzony track-record.

#Zmiany modelowe / rekomendacja Wzrost wyceny wynika z przyjęcia niższego RFR (5,5% vs 6% w poprzedniej rekomendacji). Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową do 93,3 PLN /akcja. Podtrzymujemy, że spółka jest bardziej atrakcyjnie wyceniona niż Vercom.

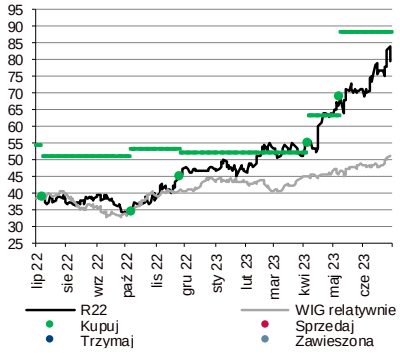
DANE SPÓŁKI			
Ticker			R22
Sektor			TMT
Kurs (PLN)			84,0
52 tyg. min/max (PLN)			32,75 / 87
Liczba akcji (mln szt.)			14,2
Kapitalizacja (mln PLN)			1191
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,73
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	12,7%	55,6%	108,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	26.05.2023	88,6
Kupuj	24.04.2023	63,1
Kupuj	13.12.2022	52,2
Kupuj	24.10.2022	53,4
Kupuj	25.07.2022	51,3
Kupuj	22.04.2022	54,3
Kupuj	09.12.2021	65,6
Kupuj	20.07.2021	65,6

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES R22 NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	68,3	73,8	87,2	83,9	87,1	108,4	112,7	110,5	117,5	35%	6%
EBITDA skor.	19,0	19,4	20,9	21,3	22,8	27,9	31,8	31,6	33,5	47%	6%
EBIT	13,7	12,3	9,8	14,6	15,1	20,1	24,6	24,0	26,8	78%	12%
Zysk netto	8,4	7,0	3,1	8,5	3,7	3,0	8,8	9,1	10,3	176%	13%
P/E12M trailing	45,5	45,2	46,8	44,1	53,4	65,2	49,6	48,4	38,3		
EV/EBITDA 12M trailing	26,5	25,9	24,8	23,4	25,5	23,1	20,4	18,6	17,0		
zmiana przychodów r./r.	29%	49%	23%	25%	28%	47%	29%	32%	35%		
marża EBITDA	27,9%	26,2%	23,9%	25,4%	26,2%	25,7%	28,2%	28,6%	28,5%		
marża EBIT	20,1%	16,7%	11,2%	17,3%	17,3%	18,6%	21,8%	21,7%	22,8%		
marża netto	12,3%	9,5%	3,5%	10,1%	4,3%	2,8%	7,8%	8,2%	8,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	223	297	392	488	571	650
EBITDA	61	70	101	138	163	188
EBIT	45	49	74	111	137	153
Zysk netto	20	25	24	44	58	69
EPS (PLN)	1,45	1,8	1,7	3,1	4,1	4,9
DPS (PLN)	0,4	0,6	0,7	0,9	1,2	1,4
P/E (x)	57,9	46,6	49,3	27,2	20,5	17,2
EV/EBITDA (x)	34,2	28,3	21,8	15,5	12,6	10,6
P/BV (x)	17,5	6,5	5,4	4,8	4,1	3,5
DY (%)	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,5%	1,7%

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	93,3	100%	88,6	100%	12%
Wycena porównawcza	62,4	0%	61,9	0%	1%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	488	488	0%	571	571	0%	650	650	0%
EBITDA	139	139	0%	164	164	0%	188	188	0%
EBIT	111	111	0%	137	137	0%	153	153	0%
Zysk netto	44	44	0%	58	58	0%	69	69	0%
P/E (x)	27,3	27,3		20,6	20,6		17,3	17,3	
EV/EBITDA (x)	10,3	10,3		8,2	8,2		6,8	6,8	
P/BV (x)	4,8			4,2			3,6		
DY (%)	1,1%			1,5%			1,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	46,6	49,3	27,2	20,5	17,2
P/E skor. (x)	46,6	49,3	27,2	20,5	17,2
P/BV (x)	6,5	5,4	4,8	4,1	3,5
EV/EBITDA (x)	28,3	21,8	15,5	12,6	10,6
EV/EBITDA skor. (x)	25,7	21,2	15,4	12,6	10,6
EV/Sprzedaż (x)	6,7	5,6	4,4	3,6	3,1
FCF Yield (%)	-0,9%	-7,4%	4,9%	6,0%	6,8%
DY (%)	0,7%	0,9%	1,1%	1,5%	1,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,8	1,7	3,1	4,1	4,9
EPS skor. (PLN)	1,8	1,7	3,1	4,1	4,9
DPS (PLN)	0,6	0,7	0,9	1,2	1,4
BVPS (PLN)	12,9	15,5	17,5	20,4	23,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	16,4%	19,0%	22,8%	24,1%	23,5%
marża EBITDA skor. (%)	25,9%	26,5%	28,4%	28,7%	28,9%
marża EBIT (%)	16,4%	19,0%	22,8%	24,1%	23,5%
marża netto skor. (%)	8,6%	6,1%	8,9%	10,1%	10,6%
ROE (%)	20,3%	12,0%	18,7%	21,7%	22,1%
ROA (%)	5,3%	3,3%	5,0%	6,4%	7,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	29,3%	66,2%	5,0%	4,8%	4,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	4,1	9,8	0,8	0,9	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	4,4	4,6	3,9	3,1	2,4
Dług netto skor./EBITDA (x)	10,4	9,8	6,9	5,4	4,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	2	-2	-2	1	2
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	38	31	29	32	33
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	35	33	31	31	31

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**223**	**297**	**392**	**488**	**571**	**650**
Koszty operacyjne	178	248	318	377	434	497
Zysk brutto ze sprzedaży	**45**	**49**	**74**	**111**	**137**	**153**
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-	-	-	-	-	-
EBITDA	**61**	**70**	**101**	**138**	**163**	**188**
EBITDA skor.	**61**	**77**	**104**	**139**	**164**	**188**
Amortyzacja	17	21	27	31	32	35
EBIT	**45**	**49**	**74**	**111**	**137**	**153**
Wynik na działalności finansowej	-8	-7	-22	-20	-15	-7
Zysk brutto	**36**	**41**	**52**	**91**	**123**	**146**
Podatek dochodowy	5	8	12	18	23	28
Zysk mniejszości	11	8	16	30	41	49
Zysk netto	**20**	**25**	**24**	**44**	**58**	**69**
Zysk netto skor.	**20**	**25**	**24**	**44**	**58**	**69**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**324**	**412**	**774**	**760**	**755**	**755**
Aktywa obrotowe	**51**	**167**	**92**	**128**	**159**	**204**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	26	35	33	45	55	63
Gotówka	21	130	54	76	97	133
Aktywa	**375**	**579**	**866**	**888**	**913**	**959**
Kapitał własny	**68**	**182**	**219**	**247**	**287**	**335**
Kapitały mniejszości	**17**	**96**	**179**	**193**	**219**	**248**
Zobowiązania długoterminowe	**205**	**192**	**322**	**284**	**230**	**225**
Zobowiązania oprocentowane	187	171	299	262	208	203
Zobowiązania krótkoterminowe	**86**	**109**	**145**	**165**	**178**	**151**
Zobowiązania oprocentowane	28	33	47	49	49	10
Zobowiązania handlowe	23	34	37	46	52	60
Pasywa	**375**	**579**	**866**	**888**	**913**	**959**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**58**	**69**	**97**	**130**	**152**	**165**
Zysk (strata) netto	32	33	40	73	99	118
Amortyzacja	17	21	27	31	32	35
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-77**	**-85**	**-260**	**-24**	**-27**	**-31**
CAPEX	-77	-87	-260	-24	-27	-31
Przepływy z działalności finansowej	**33**	**125**	**86**	**-84**	**-104**	**-98**
Dywidenda	-6	-8	-10	-13	-17	-20
Przepływy pieniężne netto	14	109	-76	22	21	37
Środki pieniężne na początek okresu	7	21	130	54	76	97
Środki pieniężne na koniec okresu	21	130	54	76	97	133

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Shoper

Tymczasowo wolniejszy wzrost GMV, ale nadal mocna marża i dynamika wyniku

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 38 PLN)

Cena docelowa: 39 PLN
Cena bieżąca: 32,6 PLN
Potencjał wzrostu: 20%

Raport za II kw.'23
19.09.2023

Prognoza 2Q. Zakładamy, że GMV wzrosło o 11% r/r, wolniej niż +14% w pierwszym kwartale. Na słabszy wynik miał wpływ głównie początek kwietnia, który był trudny dla całego rynku e-commerce. Dobry maj i niezły czerwiec, nie wystarczyły do odrobienia strat z początku kwartału. Zgodnie z zapowiedziami z konferencji ponownie wzrasta zatrudnienie, głównie w obszarze sprzedaży. Po spadku zatrudnienia o 8% do 315 osób, zakładamy, że liczba współpracowników mogła powrócić do poziomu 340 osób na koniec półrocza. Pełen wpływ po stronie kosztowej będzie widoczny w drugim półroczu, ale jednocześnie zakładamy szybki efekt na przychodach z tytułu sprzedaży nowych usług (zatrudniani są doświadczeni sprzedawcy, rynek pracy w obszarze wsparcia e-commerce sprzyja pracodawcom). Zakładamy wzrost przychodów o 33% r/r i EBITDA skor. o 35%, co oznacza utrzymanie marży na poziomie przynajmniej 30%. Kilka punktów procentowych wzrostu EBITDA dołożyły Sempire i Selium, ale nie był to już pełen kwartalny efekt. W drugim półroczu nie będzie już wpływu tych przejęć na dynamikę wyniku. Mimo spadku tempa przyrostu klientów, zakładamy że utrzyma się ponad 20% dynamiki wzrostu wysokomarżowych przychodów z abonamentu. Po skończeniu rocznego okresu promocji klienci pozyskiwani pod koniec 2021 i na początku 2022 przechodzą na istotnie wyższe taryfy (np. po okresie promocyjnym 25 PLN na 200 PLN). Przypominamy, że w 1Q23 przychody z abonamentu wzrosły o 23% r/r do 8,8mln PLN, co stanowiło 25% sprzedaży grupy, ale generowały aż 36% wyniku operacyjnego przed nieprzypisanymi kosztami.

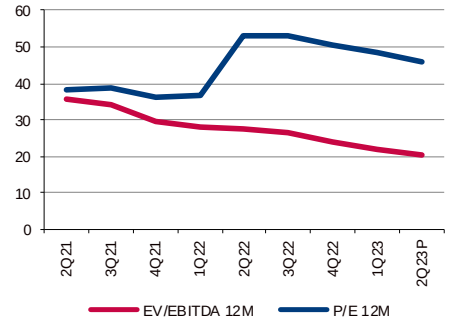
Obecnie rozwijane projekty, rynek sklepów e-commerce. W obszarze logistyki spółka stopniowo rozwija ofertę Shoper Broker z większą ofertą usług logistycznych np. dodanie łatwiejszej obsługi zwrotów. Prowadzone są prace nad store front mające na celu zwiększenie konwersji i obniżenie kosztów klienta (wdrożenia oczekiwane w 3Q). Jednocześnie rozbudowywany jest zespół sprzedawców usług marketingowych, w tym w nowo otworzonym biurze w Bydgoszczy. Na przełomie sierpnia i września powinna rozpocząć się monetyzacja projektu w Rumunii gdzie spółka dostarczy m.in. usługi marketingowe we współpracy z lokalnym dostawcą sklepów internetowych. Rozwijana jest też oferta w obszarze płatności (dywersyfikacja). Na rynku sklepów internetowych według danych Dun & Bradstreet widać w pierwszym półroczu 2023 przyspieszenie względem słabego poprzedniego roku. Liczba nowych sklepów wzrosła o około 4 tys. wobec 5,6 tys. w całym 2022 i 7,8 tys. w dobrym 2021 roku.

Wycena i prognozy. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i podnosimy nieznacznie naszą cenę docelową z 38 PLN do 39 PLN. Nasz prognoza EBITDA jest praktycznie bez zmian, natomiast zakładamy nieco niższy zysk operacyjny oraz netto (odpowiednio o 7% i 9% po uwzględnieniu wyższej amortyzacji).

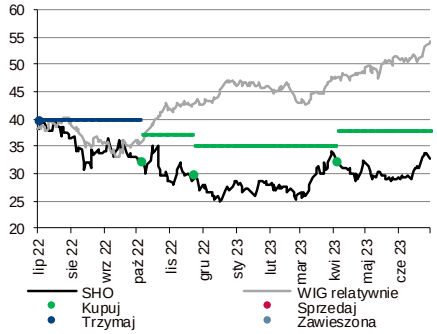
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SHO
Sektor			TMT
Kurs (PLN)			32,6
52 tyg. min/max (PLN)			24,9 / 40
Liczba akcji (mln szt.)			28,1
Kapitalizacja (mln PLN)			917
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,21
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	11,3%	-3,0%	-14,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	38
Kupuj	12.12.2022	35
Kupuj	24.10.2022	37
Trzymaj	21.07.2022	40
Kupuj	09.06.2022	40

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SHO NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	17,6	20,0	26,8	26,3	28,8	31,4	36,8	35,1	38,1	33%	8%
EBITDA skor.	7,4	7,3	9,3	8,1	8,5	9,2	12,8	11,4	11,5	35%	1%
EBIT	5,3	4,0	6,8	5,8	6,0	5,0	8,4	6,8	7,2	20%	6%
Zysk netto	12,3	2,9	5,6	4,3	4,5	3,0	6,4	5,1	5,6	26%	10%
P/E12M trailing	38,2	38,8	36,2	36,5	53,0	52,9	50,5	48,4	45,6		
EV/EBITDA 12M trailing	35,5	34,1	29,5	28,1	27,6	26,7	24,1	22,0	20,6		
zmiana przychodów r./r.	50%	73%	85%	67%	64%	57%	37%	33%	33%		
marża EBITDA skor.	42,0%	36,7%	34,5%	30,7%	29,6%	29,3%	34,9%	32,4%	30,2%		
marża EBIT	30,0%	19,8%	25,5%	21,8%	20,9%	15,9%	22,9%	19,3%	18,9%		
marża netto	69,9%	14,7%	20,7%	16,4%	15,6%	9,5%	17,3%	14,5%	14,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	47	80	123	163	203	250
EBITDA skor.	22	31	39	50	62	79
EBIT	17	22	25	33	45	61
Zysk netto	12	25	18	26	36	49
EPS (PLN)	0,44	0,9	0,6	0,9	1,3	1,8
DPS (PLN)	0,2	0,4	0,7	0,5	0,5	0,8
P/E (x)	74,4	36,2	50,5	35,9	25,2	18,5
EV/EBITDA (x)	41,9	33,9	26,7	20,2	15,3	11,8
P/BV (x)	38,5	25,2	24,3	18,2	12,4	9,0
DY (%)	0,5%	1,4%	2,2%	1,4%	1,4%	2,4%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	38,9	100%	37,7	100%	3%
Wycena porównawcza	44,3	0%	49,2	0%	-10%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	163	164	-1%	203	205	-1%	250	252	-1%
EBITDA	50	51	-2%	62	65	-4%	79	82	-3%
EBIT	33	35	-7%	45	49	-7%	61	65	-6%
Zysk netto	26	28	-9%	36	39	-8%	49	53	-6%
P/E (x)	35,9	32,9		25,2	23,3		18,5	17,4	
EV/EBITDA (x)	18,6	18,3		14,5	14,0		11,4	11,0	
P/BV (x)	18,2			12,4			9,0		
DY (%)	1,4%			1,4%			2,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	36,2	50,5	35,9	25,2	18,5
P/E skor. (x)	53,7	50,5	35,9	25,2	18,5
P/BV (x)	25,2	24,3	18,2	12,4	9,0
EV/EBITDA (x)	33,9	26,7	20,2	15,3	11,8
EV/EBITDA skor. (x)	29,2	24,1	18,6	14,5	11,4
EV/Sprzedaż (x)	11,5	7,5	5,7	4,5	3,6
FCFF Yield (%)	2,2%	2,2%	2,3%	3,5%	4,9%
DY (%)	1,4%	2,2%	1,4%	1,4%	2,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,9	0,6	0,9	1,3	1,8
EPS skor. (PLN)	0,6	0,6	0,9	1,3	1,8
DPS (PLN)	0,4	0,7	0,5	0,5	0,8
BVPS (PLN)	1,3	1,3	1,8	2,6	3,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	38,7%	31,4%	30,6%	30,7%	31,8%
marża EBIT (%)	26,9%	20,4%	20,0%	22,4%	24,5%
marża netto skor. (%)	21,3%	14,7%	15,7%	17,9%	19,8%
ROE (%)	56,0%	48,6%	57,9%	58,5%	56,3%
ROA (%)	40,0%	18,2%	21,8%	27,6%	33,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,4%	9,2%	8,0%	7,2%	6,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,9	1,2	1,0	1,0	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,1
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	-9	-10	-5	-2	-1
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	18	18	20	21	22
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	27	29	25	23	22

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**47**	**80**	**123**	**163**	**203**	**250**
Koszty operacyjne	30	59	98	130	158	189
Koszty wynagrodzeń	9	16	29	40	45	50
Amortyzacja	3	5	10	13	14	15
Usługi obce	17	36	57	65	85	108
Pozostałe koszty	1	1	3	12	14	15
EBITDA skor.	**22**	**31**	**39**	**50**	**62**	**79**
EBITDA	**20**	**27**	**35**	**46**	**59**	**76**
Amortyzacja	3	5	10	13	14	15
EBIT	**17**	**22**	**25**	**33**	**45**	**61**
Wynik na działalności finansowej	-1	10	-2	-1	-1	0
Zysk brutto	**16**	**31**	**23**	**32**	**45**	**61**
Podatek dochodowy	3	6	5	6	9	12
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**12**	**25**	**18**	**26**	**36**	**49**
Zysk netto skor.	**12**	**17**	**18**	**26**	**36**	**49**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**19**	**53**	**95**	**98**	**102**	**107**
Aktywa obrotowe	**24**	**30**	**21**	**21**	**42**	**49**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	3	5	8	10	13	17
Gotówka	21	24	12	9	28	31
Aktywa	**43**	**83**	**116**	**119**	**145**	**155**
Kapitał własny	**24**	**37**	**38**	**50**	**74**	**102**
Kapitały mniejszości	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Zobowiązania długoterminowe	**5**	**18**	**34**	**34**	**18**	**18**
Zobowiązania oprocentowane	3	13	15	15	15	15
Zobowiązania krótkoterminowe	**14**	**28**	**43**	**34**	**52**	**35**
Zobowiązania oprocentowane	1	2	10	4	4	4
Zobowiązania handlowe	3	8	11	11	14	17
Pasywa	**43**	**83**	**116**	**119**	**145**	**155**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**19**	**25**	**34**	**38**	**50**	**64**
Zysk (strata) netto	12	25	18	26	36	49
Amortyzacja	3	5	10	13	14	15
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1**	**-8**	**-30**	**-17**	**-15**	**-36**
CAPEX	-1	-4	-11	-13	-15	-16
Przepływy z działalności finansowej	**-6**	**-14**	**-17**	**-24**	**-17**	**-25**
Dywidenda	-4	-13	-20	-13	-13	-22
Przepływy pieniężne netto	12	4	-12	-2	19	2
Środki pieniężne na początek okresu	9	21	24	12	9	28
Środki pieniężne na koniec okresu	21	24	12	9	28	31

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Vercom

Dobre wyniki wycenione

Bez rekomendacji

#Wyniki Szacujemy 79 mln PLN przychodów (+49% r./r. ; +7% kw./kw.) oraz 18,9 mln PLN skorygowanego zysku EBITDA (korekta 0,1 mln PLN niegotówkowego programu motywacyjnego). Zakładamy, że marża EBITDA w segmencie CPaaS wyniesie 23,8% (+0,1pp kw./kw.) Zakładamy, że DN do ok. 80 mln PLN kw./kw. Spodziewamy się neutralnej reakcji rynku na wyniki.

#Outlook / Newsflow Kluczową kwestią dla wyceny i trajektorii wyników pozostaje MailerLite. Po akwizycji MailerLite, spółka potroiła liczbę klientów w segmencie CPaaS do ponad 70 tys. na koniec 1Q23. Celem spółki w jest dalsze zwiększanie sprzedaży zagranicznej, które obecnie wynosi blisko 60% (ekspansja USA + Europa Zachodnia). Ryzykiem dla wyników jest spowolnienie gospodarcze (MailerLite rósł o >40% w poprzednich kwartałach). Spółka jest naszym zdaniem mniej atrakcyjnie wyceniona niż R22. Nasze prognozy są wyższe niż cele Programu Motywacyjnego w latach 2023-24 o ok. 2% (cel 80 i 95 mln PLN EBITDA w najbliższe 2 lata);

Raport za II kw.'23

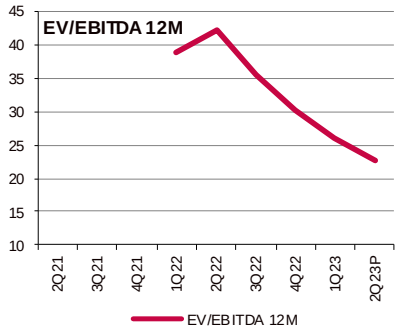
05.09.2023

Cena bieżąca: 69,6 PLN

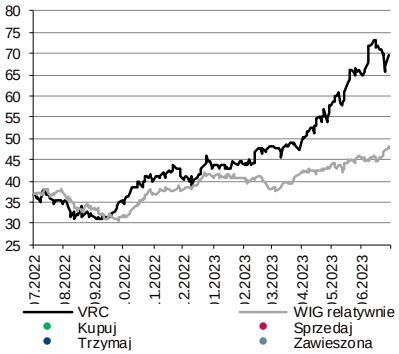
DANE SPÓŁKI			
Ticker			VRC
Sektor			TMT
Kurs (PLN)			69,6
52 tyg. min/max (PLN)			30,8 / 73,6
Liczba akcji (mln szt.)			22,2
Kapitalizacja (mln PLN)			1547
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,29
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	5,2%	40,4%	-

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES VRC NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	39,7	44,3	56,1	49,5	53,4	76,0	81,2	74,9	79,3	48%	6%
EBITDA skor.	8,8	9,3	11,0	9,0	10,8	16,4	18,7	17,6	18,9	75%	7%
EBIT	7,4	6,2	8,1	6,8	7,8	12,7	14,9	14,0	15,0	93%	7%
Zysk netto skor.	5,7	4,8	6,5	6,6	4,8	4,3	15,6	9,4	14,7	205%	57%
P/E12M trailing	-	-	-	65,5	67,9	69,4	49,2	45,3	35,1		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	38,7	42,1	35,6	30,2	25,9	22,7		
zmiana przychodów r./r.	45%	94%	29%	29%	35%	72%	45%	51%	48%		
marża EBITDA	22,1%	20,9%	19,6%	18,2%	20,2%	21,6%	23,1%	23,5%	23,8%		
marża EBIT	18,6%	13,9%	14,4%	13,8%	14,5%	16,6%	18,4%	18,7%	18,9%		
marża netto	14,3%	10,9%	11,6%	13,4%	9,0%	5,7%	19,2%	12,5%	18,6%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	117	179	260	336	399	463
EBITDA skor.	26	33	52	81	96	114
EBIT	23	28	42	65	81	98
Zysk netto skor.	19	23	31	47	61	75
EPS (PLN)	1,05	1,2	1,4	2,1	2,7	3,4
DPS (PLN)	0,6	0,8	0,0	-	-	-
P/E skor. (x)	66,2	56,6	49,2	33,0	25,4	20,7
EV/EBITDA skor. (x)	50,9	36,7	31,9	-	-	-
P/BV (x)	50,4	6,2	4,3	-	-	-
DY (%)	0,8%	1,2%	0,0%	-	-	-

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	100%		100%	-
Wycena porównawcza	-	0%		0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	336	336	0%	399	399	0%	463	463	0%
EBITDA	81	80	1%	96	96	0%	114	114	0%
EBIT	65	65	0%	81	81	0%	98	98	0%
Zysk netto	47	47	0%	61	61	0%	75	75	0%
P/E (x)	33,0	33,0		25,4	25,4		20,7	20,7	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	-			-			-		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	56,6	49,2	33,0	25,4	20,7
P/E skor. (x)	56,6	49,2	33,0	25,4	20,7
P/BV (x)	6,2	4,3	-	-	-
EV/EBITDA (x)	36,7	31,9	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	36,7	31,9	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	6,8	6,4	-	-	-
FCF Yield (%)	-0,7%	-12,0%	-	-	-
DY (%)	1,2%	0,0%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,2	1,4	2,1	2,7	3,4
EPS skor. (PLN)	1,2	1,4	2,1	2,7	3,4
DPS (PLN)	0,8	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	11,2	16,0	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	30,2%	44,5%	44,5%	44,5%	44,5%
marża EBITDA skor. (%)	18,5%	20,0%	24,2%	24,1%	24,6%
marża EBIT (%)	15,8%	16,3%	19,3%	20,4%	21,2%
marża netto skor. (%)	12,7%	12,1%	14,0%	15,2%	16,2%
ROE (%)	19,5%	11,2%	26,4%	-	-
ROA (%)	11,3%	7,1%	16,0%	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	22,8%	96,7%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	-	-	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	0,3	-'	-'	-'
Dług netto/EBITDA (x)	-2,1	2,2	-	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	2	-9	-13	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	57	45	35	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	54	54	48	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**117**	**179**	**260**	**336**	**399**	**463**
Koszty operacyjne	-81	-125	-145	-186	-222	-257
Zysk brutto ze sprzedaży	**36**	**54**	**116**	**149**	**178**	**206**
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-	-	-	-	-	-
EBITDA	**26**	**33**	**52**	**81**	**96**	**114**
EBITDA skor.	**26**	**33**	**52**	**81**	**96**	**114**
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0
EBIT	**23**	**28**	**42**	**65**	**81**	**98**
Wynik na działalności finansowej	-1	-2	-5	-9	-9	-9
Zysk brutto	**22**	**27**	**37**	**56**	**72**	**89**
Podatek dochodowy	-3	-4	-6	-9	-12	-14
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**19**	**23**	**31**	**47**	**61**	**75**
Zysk netto skor.	**19**	**23**	**31**	**47**	**61**	**75**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**68**	**113**	**499**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**36**	**183**	**88**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	23	32	32	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	12	117	49	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**104**	**296**	**587**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**26**	**207**	**356**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**0**	**1**	**2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**47**	**45**	**153**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	43	39	138	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**31**	**44**	**77**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	7	8	24	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	20	33	44	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**104**	**296**	**587**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**25**	**31**	**52**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	19	23	31	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	3	5	10	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-23**	**-72**	**-221**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	-40	-41	-252	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**6**	**146**	**101**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	-10	-15	0	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	9	105	-68	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	3	12	117	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	12	117	49	b.d.	b.d.	b.d.

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Biotech

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
BIOTECH																					
Synthaverse	13	9	40%	8	60%	4,9	5,5	-10%	2,9	69%	1,8	3,9	-54%	1,3	38%	1,3	2,7	-53%	0,7	73%	**27.09.2023**
Captor Therapeutics	1	1	-16%	2	-35%	-12,4	-8,1	-	-13,8	-	-13,9	-10,0	-	-15,5	-	-13,0	-9,9	-	-14,2	-	**07.09.2023**
Celon Pharma	45	53	-15%	44	2%	-2,7	3,1	-	-1,8	-	-14,7	-8,4	-	-13,6	-	-10,4	-8,1	-	-9,5	-	**20.09.2023**
Mabion	32	44	-27%	40	-19%	12,8	5,6	127%	19,8	-36%	11,0	3,1	255%	18,0	-39%	9,4	5,1	84%	16,5	-43%	**12.09.2023**
Medinice	0	0	-100%	0	-100%	-1,6	-1,0	-	-1,3	-	-1,8	-1,1	-	-1,4	-	-1,8	-1,0	-	-1,1	-	**20.09.2023**
Molecure	1	0	306%	1	8%	-4,6	-3,8	-	-3,8	-	-5,0	-4,1	-	-4,2	-	-5,0	-3,8	-	-3,2	-	**29.09.2023**
Poltreg	0	0	0%	1	-33%	-3,8	-0,6	-	-1,9	-	-4,1	-0,7	-	-2,2	-	-3,6	0,1	-	-1,3	-	**07.09.2023**
Ryvu Therapeutics	18	8	139%	18	-2%	-16,5	-34,8	-	-15,3	-	-19,7	-38,1	-	-18,1	-	-18,2	-36,9	-	-17,6	-	**-**
Scope Fluidics	0	0	-	0	0%	-9,9	0,4	-	-9,0	-	-10,1	0,3	-	-9,3	-	-7,7	-3,9	-	-3,0	-	**02.10.2023**
Selvita	93	94	-1%	93	0%	15,9	15,8	1%	16,0	0%	4,2	7,5	-44%	5,6	-25%	3,5	3,7	-7%	2,6	33%	**27.09.2023**
Synektik	101	36	182%	66	53%	16,3	5,6	192%	6,8	138%	11,8	2,2	440%	3,2	271%	9,2	0,3	2547%	4,0	128%	**08.08.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
BIOTECH																				
Synthaverse	5,6	392	59	83	108	20	36	58	4	10	18	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Captor Therapeutics	145,5	600	23	13	144	-50	-63	14	-53	-68	9	-	-	68,2	-	-	41,2	0,0%	0,0%	0,0%
Celon Pharma	16,7	854	223	286	338	3	21	36	-31	-22	-18	-	-	-	320,2	40,7	23,6	0,5%	1,1%	1,0%
Mabion	17,8	288	150	b.d.	b.d.	59	b.d.	b.d.	44	b.d.	b.d.	6,5	-	-	4,2	-	-	-	-	-
Medinice	16,8	106	0	0	0	-8	-11	-16	-8	-12	-16	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Molecure	19,7	276	8	119	163	-26	75	83	-27	74	82	-	3,7	3,4	-	3,2	2,3	0,0%	0,0%	0,0%
Poltreg	57,8	270	1	9	12	-36	-52	-61	-35	-51	-60	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Ryvu Therapeutics	60,0	1 387	56	124	735	-248	-153	268	-247	-154	192	-	-	7,2	-	-	4,4	-	-	-
Scope Fluidics	166,5	458	2	204	39	-43	136	572	0	0	0	-	-	-	-	-	-	51,4%	-	-
Selvita	71,6	1 314	439	527	622	90	151	186	36	70	90	36,6	18,7	14,6	16,7	10,2	7,7	-	-	-
Synektik	72,6	619	338	353	366	53	53	72	31	35	52	19,8	17,7	11,9	11,3	11,1	7,6	0,8%	0,8%	0,8%

Strona celowo pozostawiona pusta.

Syntaverse (daw. Biomed Lublin)

Nowy brand nowym otwarciem?

Bez rekomendacji

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- **Produkcja leków:** w 2Q23 spodziewamy się poziomu sprzedaży wyższej niż w 2Q22 o ok. +10% r/r, warunkowanej częściowym rozliczeniem dostaw preparatu OnkoBCG (tj. technologii produkcji leku do immunoterapii raka pęcherza moczowego w oparciu o podszczep Moreau atenuowanych prątków BCG) na rynkach eksportowych.
- **Koszty:** szacujemy dynamikę na ok.+10% q/q. warunkowaną bezpośrednio wzrostem wolumenu produkcji. Zakładamy stabilną strukturę kosztów względem 1Q23.
- **Rozwój sprzedaży OnkoBCG:** w 2Q23 BML zawarł umowy na dostawę preparatu na rynek ukraiński, spółka pracuje nad rejestracją Onko BCG na rynkach Węgier, Francji i Monako. Całościowo, w 2023 zakładamy delikatny wpływ w/w nowych rynków w przychodach BML (uwzględniamy obecne ograniczenia mocy produkcyjnych BML), szacujemy, że wyższe dynamiki sprzedaży pojawią się w 2H23r. po zakończeniu rozbudowy linii produkcyjnych w ramach Centrum Badawczo-Rozwojowego spółki.
- **Moce produkcyjne:** BML wykorzystuje 100% zdolności produkcyjnych dla ofertowych produktów, w tym Onko BCG (obecnie ok. 40 tys. Opakowań/rok), co ogranicza dalszy rozwój sprzedaży i ekspansji na rynkach zagranicznych. Aktualna linia produkcyjna BCG wykorzystywana jest do naprzemiennej produkcji Onko BCG oraz szczepionki przeciwgruźliczej BCG 1.
- BML realizuje budowę zakładu produkcyjnego OnkoBCG, w 2Q23 zawarty został aneks zwiększający wynagrodzenie Wykonawcy z 33 do 47mln PLN. Spółka realizuje inwestycje w oparciu o dotację w kwocie 43,2mln PLN ze środków POIR na budowę zakładu Onko BCG (całkowita wartość inwestycji ok.80mln PLN).
- Pierwsze istotne wpływy z tytułu działalności nowego zakładu produkcyjnego zakładamy na 2024 r. Nowe moce produkcyjne pozwolą na ok. 5-krotne zwiększenie obecnej wielkości produkcji OnkoBCG.
- Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych w kwartale
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki

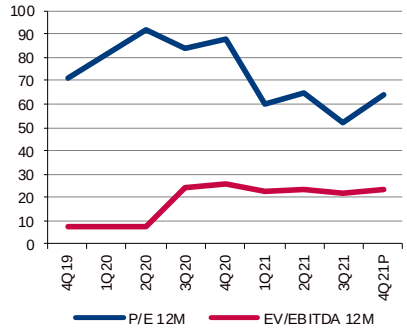
Raport za II kw.'23
27.09.2023

Cena bieżąca: 5,6 PLN

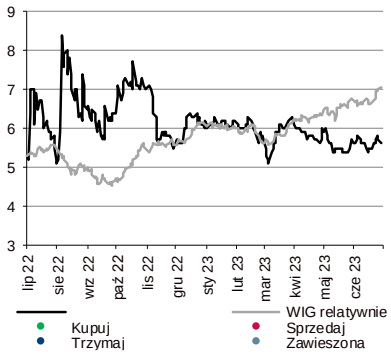
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SVE
Sektor			Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)			5,6
52 tyg. min/max (PLN)			4,8 / 9,95
Liczba akcji (mln szt.)			70,3
Kapitalizacja (mln PLN)			392
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,18
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0,2%	-7,1%	6,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SVE NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	8	7	7	9	9	10	9	8	13	40%	60%
EBITDA	6	1	6	1	5	4	6	3	5	-10%	69%
EBIT	4	0	4	0	4	2	4	1	2	-54%	38%
Zysk netto	3	-1	3	-1	3	2	3	1	1	-53%	73%
P/E12M trailing	71,3	81,3	92,2	83,8	88,0	59,7	64,4	51,7	63,8		
EV/EBITDA 12M trailing	25,6	29,3	25,9	24,6	25,6	22,8	23,6	21,4	23,3		
zmiana przychodów r./r.	-	-20%	27%	0%	14%	38%	18%	-9%	40%		
marża EBITDA	71,8%	17,5%	84,1%	12,7%	59,8%	36,7%	68,9%	36,1%	38,3%		
marża EBIT	51,7%	-	58,8%	-	42,8%	21,0%	51,1%	16,3%	14,1%		
marża netto	37,0%	-	42,1%	-	30,0%	15,7%	30,1%	9,3%	10,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	40	41	50	59	83	108
EBITDA	12	14	16	20	36	58
EBIT	6	7	10	6	13	23
Zysk netto	4	4	6	4	10	18
EPS (PLN)	0,07	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	-	-	-
P/E (x)	78,2	81,7	57,1	80,8	34,5	19,8
EV/EBITDA (x)	30,5	24,7	20,9	18,1	10,4	6,3
P/BV (x)	9,3	4,7	3,3	2,6	2,4	2,1
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	59	59	1%	83	83	0%	108	108	0%
EBITDA	20	21	-5%	36	36	-1%	58	58	0%
EBIT	6	6	-1%	13	13	3%	23	22	3%
Zysk netto	4	4	-3%	10	11	-8%	18	18	-3%
P/E (x)	91,2	88,0		38,9	35,6		22,3	21,8	
EV/EBITDA (x)	20,4	19,3		11,6	11,5		7,1	7,0	
P/BV (x)	2,9			2,7			2,4		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	81,7	57,1	80,8	34,5	19,8
P/E skor. (x)	81,7	57,1	80,8	34,5	19,8
P/BV (x)	4,7	3,3	2,6	2,4	2,1
EV/EBITDA (x)	24,7	20,9	18,1	10,4	6,3
EV/EBITDA skor. (x)	24,7	20,9	18,1	10,4	6,3
EV/Sprzedaż (x)	8,2	6,7	6,1	4,5	3,4
FCF Yield (%)	-5,7%	-8,9%	-13,9%	-2,4%	2,0%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
EPS skor. (PLN)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	1,2	1,7	2,2	2,3	2,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	55,1%	55,4%	47,0%	47,1%	47,1%
marża EBITDA skor. (%)	33,4%	31,9%	33,5%	42,9%	53,3%
marża EBIT (%)	17,5%	19,5%	10,6%	16,0%	20,9%
marża netto skor. (%)	10,3%	12,1%	7,2%	12,1%	16,2%
ROE (%)	7,6%	6,8%	3,6%	7,2%	11,4%
ROA (%)	4,2%	4,3%	2,2%	4,3%	6,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	44,8%	72,9%	115,9%	48,0%	36,9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,8	5,9	5,1	1,8	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	-0,7	0,7	0,7	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	77	91	91	79	82
Cykl rotacji zapasów (dni)	82	80	82	71	73
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	99	97	100	95	101
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	103	86	91	86	92

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**40**	**41**	**50**	**59**	**83**	**108**
Koszty wytworzenia	20	18	22	31	44	57
Zysk brutto ze sprzedaży	**21**	**23**	**28**	**28**	**39**	**51**
Koszty sprzedaży	2	3	4	6	8	10
Koszty ogólnego zarządu	14	12	13	16	18	18
Zysk ze sprzedaży	5	8	11	7	13	23
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	-1	-1	0	0	0
EBITDA	**12**	**14**	**16**	**20**	**36**	**58**
EBITDA skor.	**12**	**14**	**16**	**20**	**36**	**58**
Amortyzacja	6	7	6	14	22	35
EBIT	**6**	**7**	**10**	**6**	**13**	**23**
Wynik na działalności finansowej	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Zysk brutto	**4**	**6**	**8**	**6**	**13**	**22**
Podatek dochodowy	0	2	2	1	3	4
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**4**	**4**	**6**	**4**	**10**	**18**
Zysk netto skor.	**4**	**4**	**6**	**4**	**10**	**18**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**64**	**76**	**108**	**167**	**185**	**190**
Aktywa obrotowe	**22**	**41**	**55**	**59**	**61**	**83**
Zapasy	9	9	13	14	18	25
Należności handlowe	11	12	15	17	26	34
Gotówka	2	14	27	27	16	23
Aktywa	**86**	**117**	**163**	**227**	**246**	**273**
Kapitał własny	**37**	**75**	**106**	**135**	**145**	**163**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**24**	**25**	**33**	**54**	**54**	**54**
Długoterm. obowiązania oprocentowane	6	3	8	22	22	22
Zobowiązania krótkoterminowe	**25**	**17**	**24**	**38**	**48**	**57**
Krótkoterm. zobowiązania oprocentowane	8	4	7	18	18	18
Zobowiązania handlowe	13	10	14	16	24	31
Pasywa	**86**	**117**	**163**	**227**	**246**	**273**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**0**	**-3**	**3**	**12**	**30**	**48**
Zysk (strata) netto	4	4	6	4	10	18
Amortyzacja	6	7	6	14	22	35
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-2**	**-4**	**-27**	**-60**	**-39**	**-39**
CAPEX	-2	-18	-37	-69	-40	-40
Przepływy z działalności finansowej	**3**	**20**	**37**	**48**	**-2**	**-2**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	1	12	13	0	-11	7
Środki pieniężne na początek okresu	1	2	14	27	27	16
Środki pieniężne na koniec okresu	2	14	27	27	16	23

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Captor Therapeutics

Coraz bliżej wejścia do kliniki

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 221 PLN)

Cena docelowa: 221 PLN

Cena bieżąca: 145,5 PLN

Potencjał wzrostu: 52%

Raport za II kw.'23

07.09.2023

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- szacujemy poziom kosztów prac R&D na ok. 13,0mln PLN (+56% r/r; +4% q/q) przy całościowym poziomie kosztów OPEX na ok. 20,3mln PLN (+14% r/r; +5% q/q). W całym 2023r. zakładamy poziom wydatków na realizowane prace R&D na poziomie ok. 70mln PLN.

Wycena: utrzymujemy naszą wycenę zgodnie z założeniami raportu analitycznego z 29.06.2023.

R&D:

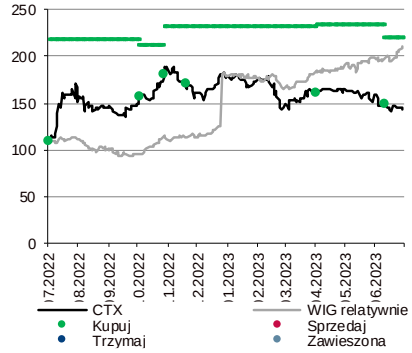
- **CT-01 (CPT-6281):** związek CT-01 skutecznie degraduje jako trzeci cel molekularny białko NEK7 (w 04.2022 roku Spółka ogłosiła dwa z trzech celów molekularnych - białka GSPT1 i SALL4). Projekt rozwijany jest jako potencjalne zastosowanie w leczeniu raka wątrobowokomórkowego (HCC) oraz innych nowotworów (m.in. płuca), jest na etapie badań przedklinicznych fazy IND.
- **CT-02 (choroby autoimmunologiczne, zapalne, onkologiczne):** projekt celuje pojedynczo w kinazę NEK7 w podejściu do terapii chorób autoimmunologicznych i zapalnych. CTX potwierdził w badaniach *in vitro* i *ex vivo* skuteczną degradację NEK7 z widocznym efektem zmiany poziomu stanu zapalnego, uzyskano zoptymalizowane strukturalnie związki o odpowiednim profilu farmakologicznym, zidentyfikowano serię związków o zdolności do przekraczania bariery krew-mózg.
- **CT-05 (choroby zapalne):** CTX ujawnił cel molekularny w postaci kinazy PKC. CTX potwierdził w badaniach *in vitro* skuteczną degradację oraz profil selektywności i aktywności pierwszego w klasie celu molekularnego PKC w komórkach układu odpornościowego; brak niepożądanego wpływu na komórki nieimmunologiczne oraz najwyższą selektywność związku wobec klasycznych inhibitorów, które nie odniosły sukcesu w badaniach klinicznych ze względu na efekty uboczne.
- **Kluczowy newsflow- założenia TDM:** 1) wdrożenie CT-01 do badań klinicznych (2H23) **2)** selekcję kandydatów przedklinicznych CT-02 (2H23) i CT-05 (1H24), **3)** możliwość zawarcia kolejnych umów współprac badawczych.
- **Budżet: w** okresie 2023-2025 CTX zakłada nakłady na R&D w kwocie 79,4mln USD (352,1 mln PLN) (z uwzględnieniem rezerwy ok. 5mln USD). CTX dysponuje pozycją gotówkową stanowiącą zaplecze do realizacji badań do końca 1H24. Spółka zakłada emisję (w ramach kapitału docelowego) do 1,2mln akcji zwykłych w celu pozyskania finansowania prac R&D.
- Nie zakładamy zdarzeń jednorazowych w wynikach.
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki.

DANE SPÓŁKI			
Ticker			CTX
Sektor			Biotech & MedTech
Kurs (PLN)			145,5
52 tyg. min/max (PLN)			104 / 188
Liczba akcji (mln szt.)			4,1
Kapitalizacja (mln PLN)			600
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,19
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-9,4%	-11,9%	33,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	29.06.2023	221,0
Kupuj	20.04.2023	233,7
Kupuj	07.12.2022	232,5
Kupuj	15.11.2022	232,5
Kupuj	20.10.2022	213,7
Kupuj	20.07.2022	217,8
Kupuj	20.04.2022	239,3
Kupuj	08.12.2021	243,1

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES CTX NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1	1	1	1	1	1	6	2	1	-16%	-35%
EBITDA	-5	-7	-9	-9	-8	-8	-6	-14	-12	-	-
EBIT	-7	-9	-11	-11	-10	-9	-8	-15	-14	-	-
Zysk netto	-7	-9	-11	-11	-10	-9	-6	-14	-13	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	144%	16%	-11%	355%	49%	-16%		
marża EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	0	4	9	23	13	144
EBITDA	-6	-25	-31	-50	-63	14
EBIT	-12	-32	-38	-57	-71	5
Zysk netto	-13	-33	-35	-53	-68	9
EPS (PLN)	-3,54	-7,9	-8,5	-12,5	-16,1	2,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	-	-	-	-	69,6
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-	42,1
P/BV (x)	-520,3	4,8	6,3	4,9	10,7	5,3
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena rNPV	221,0	100%	221,0	100%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	23	23	0%	13	13	0%	144	144	0%
EBITDA	-50	-50	-	-63	-63	-	14	14	-3%
EBIT	-57	-57	-	-71	-71	-	5	5	-1%
Zysk netto	-53	-53	-	-68	-68	-	9	9	0%
P/E (x)	-	-		-	-		68,2	68,2	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		41,2	39,8	
P/BV (x)	4,8			10,5			5,2		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	69,6
P/E skor. (x)	-	-	-	-	69,6
P/BV (x)	4,8	6,3	4,9	10,7	5,3
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	42,1
EV/EBITDA skor. (x)	-	-	-	-	42,1
EV/Sprzedaż (x)	123,2	59,2	22,7	46,5	4,0
FCF Yield (%)	-6,9%	-14,3%	-12,3%	-11,6%	1,5%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-7,9	-8,5	-12,5	-16,1	2,1
EPS skor. (PLN)	-7,9	-8,5	-12,5	-16,1	2,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	30,1	23,1	29,7	13,6	27,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	0,0%	0,0%	40,1%	0,0%	0,0%
marża EBITDA skor. (%)	-615,5%	-335,6%	-217,7%	-485,9%	9,4%
marża EBIT (%)	-800,0%	-413,0%	-247,0%	-549,9%	3,6%
marża netto skor. (%)	-821,7%	-386,0%	-229,8%	-521,8%	6,1%
ROE (%)	-53,2%	-32,1%	-47,6%	-74,5%	10,2%
ROA (%)	-38,8%	-27,6%	-41,1%	-58,1%	6,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	128,8%	594,4%	97,0%	30,8%	2,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	7,7	3,3	0,5	0,5
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,9	-0,7	-0,7	0,0	12,9
Dług netto/EBITDA (x)	4,5	2,1	1,8	0,1	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	350	238	5	-64	-6
Cykl rotacji zapasów (dni)	92	60	8	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	616	426	145	238	22
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	357	248	148	302	27

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**0**	**4**	**9**	**23**	**13**	**144**
Przychody z usług badań i rozwoju	0	4	9	14	13	144
Przychody z tytułu umów parteringowych	**0**	**0**	**0**	**9**	**0**	**0**
Zysk ze sprzedaży	0	3	7	14	13	144
Koszty operacyjne	33	54	68	93	106	159
Pozostałe przychody operacyjne (dotacje)	22	25	23	22	21	20
Pozostałe koszty operacyjne	0	6	0	0	0	0
EBITDA	**-6**	**-25**	**-31**	**-50**	**-63**	**14**
EBITDA skor.	**-6**	**-25**	**-31**	**-50**	**-63**	**14**
Amortyzacja	7	7	7	7	8	8
EBIT	**-12**	**-32**	**-38**	**-57**	**-71**	**5**
Wynik na działalności finansowej	0	-1	3	4	4	4
Zysk brutto	**-13**	**-33**	**-35**	**-53**	**-68**	**9**
Podatek dochodowy	0	0	0	0	0	0
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-13**	**-33**	**-35**	**-53**	**-68**	**9**
Zysk netto skor.	**-13**	**-33**	**-35**	**-53**	**-68**	**9**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**13**	**13**	**12**	**21**	**31**	**50**
Aktywa obrotowe	**13**	**130**	**101**	**123**	**59**	**139**
Zapasy	0	2	1	0	0	0
Należności handlowe	2	12	10	8	8	8
Gotówka	11	118	71	97	29	103
Aktywa	**26**	**143**	**113**	**144**	**90**	**189**
Kapitał własny	**-1**	**124**	**96**	**125**	**57**	**116**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**7**	**3**	**3**	**3**	**9**	**27**
Długoterm. zobowiązania oprocentowane	7	3	3	3	9	27
Zobowiązania krótkoterminowe	**20**	**16**	**13**	**16**	**24**	**46**
Krótkoterm. zobowiązania oprocentowane	6	5	4	3	11	33
Zobowiązania handlowe	3	5	8	11	11	11
Pasywa	**26**	**143**	**113**	**144**	**90**	**189**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-1**	**-29**	**-22**	**-41**	**-65**	**12**
Zysk (strata) netto	-13	-33	-35	-53	-68	9
Amortyzacja	7	7	7	7	8	8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**0**	**-5**	**-18**	**-2**	**-4**	**-4**
CAPEX	0	5	54	22	4	4
Przepływy z działalności finansowej	**-1**	**141**	**-6**	**68**	**0**	**67**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	-2	107	-47	26	-69	75
Środki pieniężne na początek okresu	12	11	118	71	97	29
Środki pieniężne na koniec okresu	11	118	71	97	29	103

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Celon Pharma

Kluczowy rok na walidację segmentu innowacyjnego

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 26,8 PLN)

Cena docelowa: 24,4 PLN

Cena bieżąca: 16,72 PLN

Potencjał wzrostu: 46%

Raport za II kw.'23

20.09.2023

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- **Produkcja leków:** w 2Q23 zakładamy sprzedaż leków oferowanych na rynku krajowym na podobnym poziomie względem 1Q23 (ok. 25mln PLN) oraz sprzedaż eksportową Salmexu na poziomie ok. 7mln PLN. Zakładamy również ok. 13mln PLN przychodów z tytułu dotacji.
- Koszty: zakładamy wzrost kosztów o ok. 5% q/q.

Wycena: utrzymujemy naszą wycenę na podobnym poziomie względem ostatniej aktualizacji prognoz z 20.04.2023. Segment leków generycznych wyceniamy na ok.11 PLN/akcję, segment innowacyjny na 13,4 PLN/akcję.

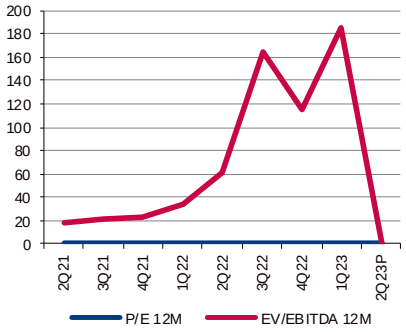
Status projektów R&D:

- **Esketamina (Falkieri, lekooporna depresja jedno- (TRMPD) i dwubiegunowa (TRBPD)):** Spółka pracuje nad przygotowaniem III fazy badań klinicznych. **III faza badań:**. zakładamy możliwy timing rozpoczęcia III fazy na 2H23. Szacowany poziom kosztów badania III fazy w depresji dwubiegunowej lekoopornej: 40-45mln USD.
- **Inhibitor FGFR (onkologia-nowotwory płuc, żołądka, pęcherza):** Spółka jest aktualnie w trakcie I/Ib fazy b.k. planowe zakończenie fazy: 1Q23; szacujemy rozpoczęcie badań fazy 2/2b w 2H23.
- **Inhibitor PDE10 (schizofrenia, zaburzenia psychomotoryczne**): spółka realizuje badanie kliniczne fazy II. Zakończenie badania fazy II szacujemy na 2H23.
- **Agonista receptora GPR40 (cukrzyca typu II, neuropatie cukrzycowe):** spółka rekrutuje pacjentów do badania fazy II w cukrzycy typu II. Zakładamy otrzymanie pierwszych wyników dot. skuteczności preparatu w 2H23.
- **Dualny inhibitor JAK/ROCK (wskazania autoimmunologiczne, tj. RZS, łuszczyca, toczeń i inne):** Spółka realizuje badanie II fazy u pacjentów z RZS opornych na metotreksat, planowany timing zakończenia fazy: 2H23.
- **Kluczowy newsflow 2023: 1)** Falkieri (konsultacje z regulatorami dot. desygnacji priorytetowych EMA/FDA; guidance dot. organizacji III fazy badań klinicznych); **2)** rozwoju projektu TransformRNA (publikacja wyników analiz *in vitro* i *in vivo*; wybór pierwszych kandydatów klinicznych (2H23)); **3)** odczyty kliniczne GPR40 i FGFR (1H23); oraz **4)** aktualizację danych dot. projektów wczesnej fazy (2H23).
- Budżet R&D: posiadane środki finansowe w naszych prognozach umożliwiają realizację badań do końca 2024.
- Nie zakładamy zdarzeń jednorazowych w kwartale
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki.

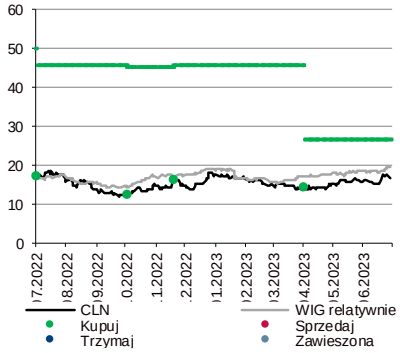
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CLN
Sektor			Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)			16,7
52 tyg. min/max (PLN)			12 / 18,8
Liczba akcji (mln szt.)			51,1
Kapitalizacja (mln PLN)			854
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,54
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,3%	15,3%	-0,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	20.04.2023	26,8
Kupuj	07.12.2022	45,7
Kupuj	20.10.2022	45,5
Kupuj	20.07.2022	45,7
Kupuj	20.04.2022	50,1
Kupuj	08.12.2021	68,0
Kupuj	20.10.2021	70,5
Kupuj	20.07.2021	75,8

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CLN NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	58	41	53	42	53	45	55	44	45	-15%	2%
EBITDA	12	8	1	1	3	0	3	-2	-3	-	-
EBIT	2	-6	-6	-11	-8	-12	-6	-14	-15	-	-
Zysk netto	2	-8	-4	-8	-8	-12	-12	-9	-10	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	17,6	21,1	23,1	34,1	60,6	164,1	115,0	185,7	-		
zmiana przychodów r./r.	34%	8%	18%	-12%	-8%	10%	4%	5%	-15%		
marża EBITDA	21,6%	18,7%	1,8%	1,3%	5,9%	0,3%	5,3%	-	-		
marża EBIT	2,6%	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża netto	3,5%	-	-	-	-	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	160	199	195	223	286	338
EBITDA	28	31	7	3	21	36
EBIT	-4	-10	-37	-46	-31	-22
Zysk netto	-1	-12	-39	-31	-22	-18
EPS (PLN)	-0,02	-0,2	-0,8	-0,6	-0,4	-0,4
DPS (PLN)	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	26,1	23,3	117,9	319,8	40,6	23,6
P/BV (x)	2,2	1,5	1,8	1,9	2,1	2,2
DY (%)	0,5%	0,4%	1,7%	0,5%	1,1%	1,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena rNPV	11,0	100%	12,0	100%	-8%
Wycena DCF	13,4	100%	13,8	100%	-3%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	223	223	0%	286	288	-1%	338	340	-1%
EBITDA	3	-5	-	21	25	-16%	36	38	-6%
EBIT	-46	-40	-	-31	-26	-	-22	-20	-
Zysk netto	-31	-25	-	-22	-18	-	-18	-16	-
P/E (x)	-	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	320,2	-		40,7	34,2		23,6	22,3	
P/BV (x)	1,9			2,1			2,2		
DY (%)	0,5%			1,1%			1,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	-
P/E skor. (x)	-	-	-	-	-
P/BV (x)	1,5	1,8	1,9	2,1	2,2
EV/EBITDA (x)	23,3	117,9	319,8	40,6	23,6
EV/EBITDA skor. (x)	23,3	117,9	319,8	40,6	23,6
EV/Sprzedaż (x)	3,6	4,1	3,8	3,0	2,5
FCF Yield (%)	0,4%	-4,8%	-5,6%	0,1%	2,0%
DY (%)	0,4%	1,7%	0,5%	1,1%	1,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-0,2	-0,8	-0,6	-0,4	-0,4
EPS skor. (PLN)	-0,2	-0,8	-0,6	-0,4	-0,4
DPS (PLN)	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
BVPS (PLN)	10,9	9,4	8,7	8,1	7,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	15,2%	18,1%	21,3%	20,7%	9,2%
marża EBITDA skor. (%)	15,5%	3,5%	1,2%	7,4%	10,6%
marża EBIT (%)	-5,2%	-19,2%	-20,6%	-11,0%	-6,6%
marża netto skor. (%)	-5,8%	-20,2%	-13,9%	-7,9%	-5,4%
ROE (%)	-2,6%	-7,6%	-6,7%	-5,3%	-4,6%
ROA (%)	-1,9%	-5,8%	-5,0%	-3,9%	-3,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	20,8%	17,4%	16,6%	7,0%	4,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,0	0,8	0,8	0,4	0,3
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,7
Dług netto/EBITDA (x)	-4,3	-8,3	-0,6	0,1	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	71	77	86	80	80
Cykl rotacji zapasów (dni)	49	58	70	68	74
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	52	49	53	49	45
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	30	29	36	36	39

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	**160**	**199**	**195**	**223**	**286**	**338**
Przychody ze sprzedaży leków	129	169	159	175	226	307
Przychody pozostałe	**31**	**30**	**35**	**47**	**59**	**31**
Koszty operacyjne	164	208	231	270	318	362
Zysk ze sprzedaży	-4	-9	-37	-47	-33	-24
Pozostałe przychody operacyjne	1	0	1	1	1	1
Pozostałe koszty operacyjne	1	2	2	0	0	0
EBITDA	**28**	**31**	**7**	**3**	**21**	**36**
EBITDA skor.	**28**	**31**	**7**	**3**	**21**	**36**
Amortyzacja	32	41	44	49	53	58
EBIT	**-4**	**-10**	**-37**	**-46**	**-31**	**-22**
Wynik na działalności finansowej	0	0	4	9	4	0
Zysk brutto	**-6**	**-15**	**-36**	**-38**	**-27**	**-22**
Podatek dochodowy	-5	-3	3	-7	-5	-4
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-1**	**-12**	**-39**	**-31**	**-22**	**-18**
Zysk netto skor.	**-29**	**-12**	**-39**	**-31**	**-22**	**-18**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**413**	**428**	**405**	**400**	**368**	**325**
Aktywa obrotowe	**119**	**279**	**238**	**185**	**200**	**226**
Zapasy	30	23	38	47	58	79
Należności handlowe	33	25	27	37	40	43
Gotówka	44	148	83	8	9	11
Aktywa	**532**	**707**	**642**	**585**	**568**	**552**
Kapitał własny	**345**	**554**	**480**	**442**	**411**	**384**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**73**	**67**	**47**	**16**	**18**	**16**
Zobowiązania oprocentowane	9	8	7	2	4	1
Zobowiązania krótkoterminowe	**114**	**86**	**116**	**60**	**73**	**85**
Zobowiązania oprocentowane	16	7	19	4	8	3
Zobowiązania handlowe	20	13	18	26	31	42
Pasywa	**532**	**707**	**725**	**585**	**568**	**552**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**72**	**44**	**-5**	**-11**	**21**	**33**
Zysk (strata) netto	-29	-12	-39	-31	-22	-18
Amortyzacja	32	41	44	49	53	58
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-53**	**-121**	**-31**	**-30**	**-16**	**-16**
CAPEX	-99	-41	-34	-37	-20	-16
Przepływy z działalności finansowej	**4**	**181**	**-29**	**-34**	**-4**	**-15**
Dywidenda	-4	-3	-15	-5	-9	-8
Przepływy pieniężne netto	23	104	-65	-75	1	2
Środki pieniężne na początek okresu	21	44	148	83	8	9
Środki pieniężne na koniec okresu	44	148	83	8	9	11

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Mabion

Poszukiwanie nowych kontraktów

Zawieszona

(Poprzednia: Zawieszona; 0 PLN)

Raport za II kw.'23

12.09.2023

Cena bieżąca: 17,8 PLN

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- w 2Q23 zakładamy rozpoznanie kolejnych przychodów z produkcji antygenu szczepionkowego na zlecenie NVAX. Zakładamy poziom przychodów z kontraktu na ok. 37,0mln PLN, z tytułu leasingu na ok. 1,2mln PLN.
- **Outlook wynikowy 2023-2025:**
- **Nowa strategia MAB:** zmiana modelu biznesowego z produktowego na usługowy, w kierunku w pełni zintegrowanej firmy CDMO. W 2023 r. szacowany potencjał przychodowy wynosi 150mln zł (z marżą EBITDA ok. 25%), a w okresie 2024-27 150-200mln rocznie (20-30% marża EBITDA). Dokładna wartość przychodów i marż będą uzależnione od rodzaju realizowanych usług w poszczególnych okresach.
- **Plany pozyskania nowych kontraktów:** MAB zawarł umowę ze spółką z grupy Cytiva na zakup zestawu bioreaktorów Xcellerex XDR w technologii z konwencjonalnym mieszaniem. Dostawa jest przewidziana w 3Q23. Konwencjonalny system mieszania pozwala na wydajny proces produkcji rekombinowanych białek, co może prowadzić do lepszej pozycji spółki w negocjacjach dot. realizowania usług CDMO.
- **Rozbudowa mocy produkcyjnych:** MAB podtrzymuje plany rozbudowy zakładu produkcyjnego, szacowany CAPEX 2023-2024: 60m PLN.
- **Negatywny guidance wynikowy NVAX: działalność operacyjna** NVAX w dalszym ciągu w dalszym ciągu pozostaje pod presją słabych wyników sprzedażowych preparatu Nuvaxoid. W 1Q23 spółka zaraportowała 294m USD straty netto vs 203m USD zysku netto w 1Q22. Spółka zredukowała zatrudnienie o ok. 25% i planuje redukcję nakładów na prace R&D o ok. 20-25%. Bazując na obecnej sytuacji NVAX, podtrzymujemy naszą tezę o wysokim ryzyku rozwiązania umowy współpracy NVAX&MAB jeszcze w 2023r.

R&D:

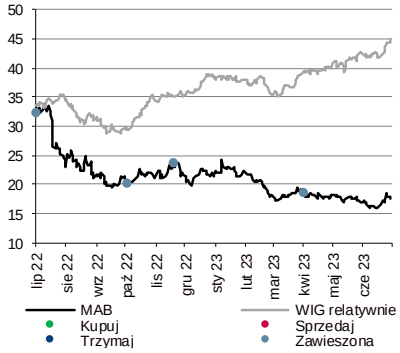
- **MabionCD20:** strategia zakłada udzielenie licencji do zewnętrznego partnera, który przeprowadzi rejestrację leku oraz będzie odpowiedzialny za sprzedaż i dystrybucję. **Rola MAB:** kontraktowe wytwarzanie leku (CMO) dla licencjobiorcy. MAB nie planuje ponosić samodzielnie istotnych nakładów rozwojowych na projekt. Nowa strategia MAB strategia zakłada zaprzestanie budowy portfolio produktowego i ograniczenie nakładów na projekty (denosumab, omalizumab, MabionMS, MabionEGFR) do jedynie niezbędnych nakładów na utrzymanie projektów i ich ewentualną komercjalizację.
- Nie zakładamy zdarzeń jednorazowych w wynikach
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki

DANE SPÓŁKI			
Ticker			MAB
Sektor			Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)			17,8
52 tyg. min/max (PLN)			15,8 / 35,96
Liczba akcji (mln szt.)			16,2
Kapitalizacja (mln PLN)			288
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,59
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	5,0%	-5,4%	-47,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Zawieszona	20.04.2023	0
Zawieszona	07.12.2022	0
Zawieszona	20.10.2022	0
Zawieszona	20.07.2022	0
Zawieszona	20.04.2022	0
Zawieszona	08.12.2021	0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES MAB NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	2	0	55	39	44	38	43	40	32	-27%	-19%
EBITDA	-2	-14	14	10	6	-4	32	20	13	127%	-36%
EBIT	-4	-16	12	7	3	-6	30	18	11	255%	-39%
Zysk netto	-2	-16	37	7	5	-5	16	16	9	84%	-43%
P/E12M trailing	-	-	151,2	10,9	8,5	6,4	12,4	8,9	7,9		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	0,0	0,0	0,0	4,6	3,7	3,4		
zmiana przychodów r./r.	-	-	952891%	-	2662%	-	-22%	2%	-27%		
marża EBITDA	-	-	25,5%	24,9%	12,8%	-	73,4%	50,1%	39,9%		
marża EBIT	-	-	21,1%	18,4%	7,0%	-	68,9%	45,6%	34,3%		
marża netto	-	-	67,1%	19,3%	11,7%	-	36,5%	41,6%	29,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	0	57	164	150	b.d.	b.d.
EBITDA	-45	-14	37	59	b.d.	b.d.
EBIT	-54	-23	28	51	b.d.	b.d.
Zysk netto	-56	2	23	44	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	-4,05	-	-	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
P/E (x)	-	0,0	0,0	0,0	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-1,3	-0,7	-	-
P/BV (x)	-3,2	0,0	0,0	0,0	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	150	150	0%	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
EBITDA	59	55	6%	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
EBIT	51	49	3%	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
Zysk netto	44	43	3%	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
P/E (x)	6,5	6,7		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	4,2	4,5		-	-		-	-	
P/BV (x)	2,4			-			-		
DY (%)	0,0%			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	0,0	0,0	0,0	-	-
P/E skor. (x)	0,0	0,0	0,0	-	-
P/BV (x)	0,0	0,0	0,0	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-1,3	-0,7	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	-	-1,3	-0,7	-	-
EV/Sprzedaż (x)	-0,5	-0,3	-0,3	-	-
FCF Yield (%)	-12,8%	9,2%	-3,0%	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-	-	-	-	-
EPS skor. (PLN)	-	-	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	-	-
BVPS (PLN)	-	-	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	38,9%	44,8%	16,5%	-	-
marża EBITDA skor. (%)	-25,2%	22,7%	39,0%	-	-
marża EBIT (%)	-40,7%	17,2%	33,8%	-	-
marża netto skor. (%)	3,3%	14,1%	29,6%	-	-
ROE (%)	-15,8%	35,7%	45,0%	-	-
ROA (%)	1,4%	12,5%	21,5%	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,6%	10,2%	40,0%	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,0	1,9	7,6	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,5	-0,6	-0,3	-	-
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	-1,3	-0,7	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	-82	-6	12	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	46	19	20	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	22	18	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	176	47	26	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**0**	**57**	**164**	**150**	**b.d.**	**b.d.**
Kontrakt z NVAX	0	35	91	125	b.d.	b.d.
Pozostałe	**0**	**22**	**73**	**25**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty operacyjne	-56	-78	-74	-100	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	-56	-21	90	50	b.d.	b.d.
Pozostałe przychody operacyjne	2	1	8	2	b.d.	b.d.
Pozostałe koszty operacyjne	0	-4	-2	0	b.d.	b.d.
EBITDA	**-45**	**-14**	**37**	**59**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	**-45**	**-14**	**37**	**59**	**b.d.**	**b.d.**
Amortyzacja	10	9	9	8	b.d.	b.d.
EBIT	**-54**	**-23**	**28**	**51**	**b.d.**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	-1	0	-6	-6	b.d.	b.d.
Zysk brutto	**-56**	**-10**	**22**	**44**	**b.d.**	**b.d.**
Podatek dochodowy	0	-12	-1	0	b.d.	b.d.
Zysk mniejszości	0	0	0	0	b.d.	b.d.
Zysk netto	**-56**	**2**	**23**	**44**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**-56**	**2**	**23**	**44**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**67**	**102**	**104**	**156**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**12**	**82**	**82**	**71**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	6	8	8	8	b.d.	b.d.
Należności handlowe	3	12	8	7	b.d.	b.d.
Gotówka	2	49	54	47	b.d.	b.d.
Aktywa	**78**	**184**	**186**	**227**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**-77**	**53**	**77**	**121**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**51**	**35**	**35**	**35**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	3	2	4	4	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**105**	**96**	**74**	**71**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	34	18	2	4	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	26	29	13	8	b.d.	b.d.
Pasywa	**78**	**184**	**186**	**227**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-35**	**-33**	**39**	**53**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	-56	2	23	44	b.d.	b.d.
Amortyzacja	10	9	9	8	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-3**	**-31**	**-16**	**-60**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	0	0	-17	-60	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**13**	**111**	**-18**	**1**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	0	0	0	0	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	-26	46	5	-6	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	28	2	49	54	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	2	49	54	47	b.d.	b.d.

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Medinice

Plany dwóch kolejnych projektów w klinice

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- **Przychody:** nie zakładamy pojawienia się płatności z tytułu umów partneringowych w 2023.
- **Koszty**: w 2Q23 zakładamy wyższy poziom kosztów operacyjnych względem 1Q23 (zakładamy wzrost kosztów na poziomie ok. +15% q/q), warunkowany wzrostem kosztów świadczeń pracowniczych.

Wycena: utrzymujemy naszą wycenę z 20.04.2023.

Status projektów:

- **Opatrunek PacePress** (**zastosowanie**: pneumatyczna opaska uciskowa do stosowania po zabiegach kardiochirurgicznych; **etap badań:** badania kliniczne): spółka zmodyfikowała protokół badania klinicznego, ICE planuje włączyć do badania 220 pacjentów. Zakończenie fazy I zakładamy na 2H23. Spółka kontynuuje również czynności w zakresie konsultacji z FDA dot. rejestracji projektu na rynku amerykańskim.
- **Elektroda MiniMax (zastosowanie:** elektroda do ablacji arytmii serca oraz do nawigacji i mapowania trójwymiarowego serca bez promieniowania rentgenowskiego**; etap badań:** badania przedkliniczne**):** Spółka realizuje badania na zwierzętach fazy przewlekłej. Zakładamy zakończenie etapu prac i rozpoczęcie fazy badań na pacjentach w 2H23.
- **Elektroda CoolCryo** (**zastosowanie**: elektroda do krioablacji arytmii serca; **etap badań**: zakończone badania przedkliniczne) –ICE przygotowuje zapas urządzeń na potrzeby badań klinicznych, zakładamy rozpoczęcie fazy badań na pacjentach w 2H23.
- **AtriClamp** (zacisk operacyjny do realizowania zabiegu zamknięcia uszka lewego przedsionka serca): w kontekście zawieszenia badań klinicznych, nie uwzględniamy projektu w naszej wycenie.
- **EP-Bioptom** (**zastosowanie:** biopsja tkanek serca)**:** prowadzone są prace nad wykonaniem prototypu urządzenia, ICE planuje rozpocząć etap badań na zwierzętach w 4Q23.
- **Finansowanie badań:** wg naszych założeń modelowych, posiadane środki pozwolą na realizację badań do końca 2024r.
- Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych w kwartale
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 26,7 PLN)

Cena docelowa: 26,7 PLN
Cena bieżąca: 16,8 PLN
Potencjał wzrostu: 59%

Raport za II kw.'23
20.09.2023

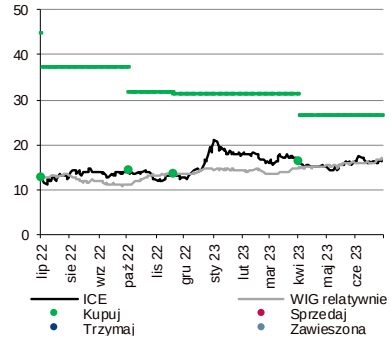
DANE SPÓŁKI	
Ticker	ICE
Sektor	Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)	16,8
52 tyg. min/max (PLN)	10,8 / 21,25
Liczba akcji (mln szt.)	6,3
Kapitalizacja (mln PLN)	106
S&P Global ESG Scores	-
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,09

Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,2%	2,8%	29,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	20.04.2023	26,7
Kupuj	07.12.2022	31,5
Kupuj	20.10.2022	31,7
Kupuj	20.07.2022	37,5
Kupuj	20.04.2022	44,8
Kupuj	08.12.2021	48,7
Kupuj	20.10.2021	48,3
Kupuj	20.07.2021	49,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES ICE NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-100%	-100%
EBITDA	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-2	-	-
EBIT	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-2	-	-
Zysk netto	-1	-1	0	-1	-1	-1	-2	-1	-2	-	-
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
zmiana przychodów r./r.	-97%	96%	436%	10%	567%	0%	-63%	-14%	-100%		
marża EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3	0	0	0	0	0
EBITDA	-3	-3	-5	-8	-11	-16
EBIT	-3	-3	-5	-8	-12	-16
Zysk netto	-3	-3	-5	-8	-12	-16
EPS (PLN)	-0,56	-0,5	-0,8	-1,3	-1,9	-2,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-	-
P/BV (x)	5,3	2,6	2,8	3,5	5,8	52,4
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Wycena		Obecna			Poprzednia			Zmiana
Wycena SOTP	26,7	100%		26,7	100%			0%

Zmiany prognoz		2023P			2024P			2025P	
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	0	0	0%	0	0	-	0	0	0%
EBITDA	-8	-8	-	-11	-11	-	-16	-16	0%
EBIT	-8	-9	-	-12	-12	-	-16	-16	0%
Zysk netto	-8	-9	-	-12	-12	-	-16	-16	0%
P/E (x)	-	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	3,6			5,9			53,2		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	-
P/E skor. (x)	-	-	-	-	-
P/BV (x)	2,6	2,8	3,5	5,8	52,4
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	-	-	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	-	-	-	-	-
FCF Yield (%)	-7,7%	-7,4%	-12,3%	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-0,5	-0,8	-1,3	-1,9	-2,6
EPS skor. (PLN)	-0,5	-0,8	-1,3	-1,9	-2,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	6,6	6,0	4,8	2,9	0,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	-	-	-	-	-
marża EBIT (%)	-	-	-	-	-
marża netto skor. (%)	-	-	-	-	-
ROE (%)	-9,9%	-12,7%	-23,2%	-50,0%	-160,0%
ROA (%)	-8,2%	-10,8%	-20,5%	-29,4%	-29,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	-	-	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	11,2	11,2	3,2	1,5	1,5
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,8	-0,6	-0,2	2,1	1,9
Dług netto/EBITDA (x)	10,7	4,4	1,0	-0,5	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	-	-	-	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	-	-	-	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	-	-	-	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-	-	-	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**3**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Projekty R&D	3	0	0	0	0	0
Tantiemy	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Dotacje	0	0	0	0	0	0
Pozostałe przychody	-	-	-	-	-	-
Koszty operacyjne	3	4	5	8	12	16
Zysk brutto	-3	-3	-5	-8	-12	-16
EBITDA	**-3**	**-3**	**-5**	**-8**	**-11**	**-16**
EBITDA skor.	**-3**	**-3**	**-5**	**-8**	**-11**	**-16**
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0
EBIT	**-3**	**-3**	**-5**	**-8**	**-12**	**-16**
Wynik na działalności finansowej	0	1	0	0	0	0
Zysk brutto	**-3**	**-3**	**-5**	**-8**	**-12**	**-16**
Podatek dochodowy	0	0	0	0	0	0
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-3**	**-3**	**-5**	**-8**	**-12**	**-16**
Zysk netto skor.	**-3**	**-3**	**-5**	**-8**	**-12**	**-16**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**8**	**16**	**20**	**25**	**26**	**27**
Aktywa obrotowe	**13**	**33**	**22**	**8**	**21**	**34**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	2	1	1	1	1	1
Gotówka	12	32	21	8	20	33
Aktywa	**21**	**49**	**42**	**34**	**47**	**61**
Kapitał własny	**17**	**41**	**37**	**30**	**18**	**2**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**3**	**7**	**4**	**3**	**8**	**14**
Zobowiązania oprocentowane dł.	0	0	0	0	5	11
Zobowiązania krótkoterminowe	**1**	**1**	**1**	**1**	**21**	**45**
Zobowiązania oprocentowane kr.	1	1	0	0	20	44
Zobowiązania handlowe	0	0	1	1	1	1
Pasywa	**21**	**49**	**42**	**34**	**47**	**61**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-3**	**-2**	**-3**	**-11**	**-11**	**-16**
Zysk (strata) netto	-3	-3	-5	-8	-12	-16
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-2**	**-7**	**-4**	**-6**	**-1**	**-1**
CAPEX	0	-4	-4	-1	-1	-1
Przepływy z działalności finansowej	**12**	**29**	**-4**	**3**	**25**	**30**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	6	20	-11	-13	12	13
Środki pieniężne na początek okresu	6	12	32	21	8	20
Środki pieniężne na koniec okresu	12	32	21	8	20	33

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Molecure

Focus na OATD-01 ponownie w klinice

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 24,9 PLN)

Cena docelowa: 24,9 PLN

Cena bieżąca: 19,66 PLN

Potencjał wzrostu: 27%

Raport za II kw.'23

29.09.2023

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- W kwartale uwzględniamy aktywację kosztów własnych na badania w wysokości ok.6,0mln PLN przy założeniu wpływu z dotacji na poziomie ok. 5,0mln PLN. W całym 2023 zakładamy większy budżet aktywowanych środków na badania związany z wprowadzeniem OATD-01 do II fazy badań oraz kontynuacją fazy I badań klinicznych w projekcie OATD-02 (szacujemy łącznie ok. 50mln PLN kosztów R&D).

Wycena:

- Utrzymujemy naszą wycenę MOC na poziomie 24,9 PLN/akcję.

Status projektów:

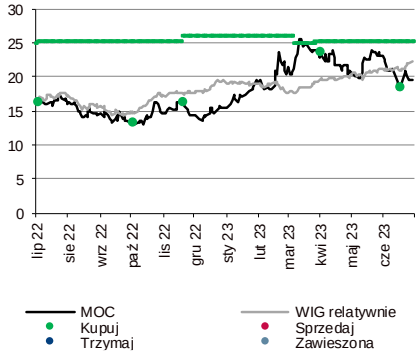
- **OATD-01:** MOC zakończyło prace nad planem badania klinicznego fazy II. MOC złożyło do FDA dokumentację w ramach postępowania przygotowawczego do IND (ang. pre-IND meeting) i oczekuje na decyzję FDA dot. zgody na rozpoczęcie badania klinicznego II fazy na terenie USA (zakładamy timing 08/09.2023). Spółka planuje również złożenie dokumentacji do EMA (zakładamy 3Q23).
- **OATD-02:** w marcu'2023 MOC rozpoczęło badanie kliniczne fazy I. Badanie jest prowadzone w 3 ośrodkach w Polsce i obejmie max. 40 pacjentów z zaawansowanymi i przerzutowymi guzami litymi (rak jelita grubego, jajnika, trzustki lub raki nerkowokomórkowy).
- **Inhibitory CHIT1:** MOC wyłonił szereg związków narzędziowych (ang. tool compounds) oraz kilka chemotypów inhibitorów CHIT1, które przebadano pod kątem aktywności, selektywności oraz właściwości farmakokinetycznych (etap Drug Discovery).
- **Inhibitory DUB:** projekt jest obecnie na etapie zaawansowanej optymalizacji związku wiodącego, badania obejmują testy efektywności terapeutycznej OAT-4828 w modelach onkologicznych, trwa również charakterystyka właściwości farmakologicznych i farmakokinetycznych.
- **Platforma mRNA:** trwają analizy wiązania opracowanych wirtualnych hitów do wyselekcjonowanych cząsteczek mRNA, dla związków o najwyższym przewidywanym potencjale oddziaływania z regionami mRNA planowana jest weryfikacja wiązania *in vitro*.
- **Komercjalizacje:** w naszych prognozach zakładamy partnering projektu OATD-01 w 2H24, sprzedaż OATD-02 najwcześniej na koniec 2025r. Oczekujemy płatności upfront odpowiednio 25mln EUR (OATD-01 w 2024r) i 35mln EUR (OATD-02 w 2025r).
- Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku.

DANE SPÓŁKI			
Ticker			MOC
Sektor			Biotechnologia
Kurs (PLN)			19,7
52 tyg. min/max (PLN)			12,8 / 26,25
Liczba akcji (mln szt.)			14,1
Kapitalizacja (mln PLN)			276
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,23
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-14,8%	-16,4%	17,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	06.07.2023	24,9
Kupuj	20.04.2023	24,4
Kupuj	07.12.2022	26,2
Kupuj	20.10.2022	25,4
Kupuj	20.07.2022	25,4
Kupuj	29.06.2022	25,0
Zawieszona	27.06.2022	-
Kupuj	10.12.2022	56,8

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES MOC NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	0	0	1	1	0	0	0	1	1	306%	8%
EBITDA	-3	-2	-7	-3	-4	-3	-6	-4	-5	-	-
EBIT	-3	-2	-7	-3	-4	-3	-6	-4	-5	-	-
Zysk netto	-3	-2	-7	-3	-4	-2	-6	-3	-5	-	-
P/E12M trailing	4,6	4,6	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	2,3	2,4	-	-	-	-	-	-	-		
zmiana przychodów r./r.	-35%	-26%	-100%	384%	-27%	-20%	-76%	-1%	306%		
marża EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	95	1	2	8	119	163
EBITDA	74	-13	-16	-26	75	83
EBIT	74	-14	-17	-28	74	82
Zysk netto	64	-14	-15	-27	74	82
EPS (PLN)	-0,98	-1,0	-1,1	-1,9	5,3	5,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	-	-	-	3,7	3,3
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	3,2	2,3
P/BV (x)	1,9	1,9	2,2	1,8	1,2	0,9
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena SOTP	24,9	100%	24,9	100%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	8	8	-2%	119	119	0%	163	163	0%
EBITDA	-26	-26	-	75	75	0%	83	83	0%
EBIT	-28	-28	-	74	74	0%	82	82	0%
Zysk netto	-27	-27	-	74	74	0%	82	82	0%
P/E (x)	-	-		3,7	3,7		3,4	3,4	
EV/EBITDA (x)	-	-		3,2	3,3		2,3	2,3	
P/BV (x)	1,8			1,2			0,9		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	3,7	3,3
P/E skor. (x)	-	-	-	3,7	3,3
P/BV (x)	1,9	2,2	1,8	1,2	0,9
EV/EBITDA (x)	-	-	-	3,2	2,3
EV/EBITDA skor. (x)	-	-	-	3,2	2,3
EV/Sprzedaż (x)	118,5	131,3	31,6	2,0	1,2
FCF Yield (%)	-9,1%	-6,2%	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-1,0	-1,1	-1,9	5,3	5,9
EPS skor. (PLN)	-1,0	-1,1	-1,9	5,3	5,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	10,1	9,1	10,7	16,0	21,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA skor. (%)	-922,0%	-956,7%	-336,5%	63,1%	51,1%
marża EBIT (%)	-942,5%	-1036,9%	-358,0%	62,0%	50,5%
marża netto skor. (%)	-933,8%	-931,7%	-345,1%	62,0%	50,5%
ROE (%)	-9,6%	-11,4%	-19,6%	39,6%	31,1%
ROA (%)	-8,9%	-10,5%	-17,9%	37,3%	30,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	167,9%	202,6%	38,5%	3,4%	2,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	8,2	2,5	1,8	3,1	4,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,7	-0,5	-0,2	-0,1	-0,3
Dług netto/EBITDA (x)	7,5	3,8	1,0	-0,4	-1,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	-11	-95	34	5	4
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	339	440	142	11	8
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	350	536	108	6	4

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**95**	**1**	**2**	**8**	**119**	**163**
Projekty R&D	93	0	0	0	110	154
Tantiemy	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Dotacje	2	1	2	8	9	9
Pozostałe przychody	-	-	-	-	-	-
Koszty operacyjne	51	15	18	36	45	81
Zysk brutto	74	-14	-15	-27	74	82
EBITDA	**74**	**-13**	**-16**	**-26**	**75**	**83**
EBITDA skor.	**74**	**-13**	**-16**	**-26**	**75**	**83**
Amortyzacja	0	0	1	2	1	1
EBIT	**74**	**-14**	**-17**	**-28**	**74**	**82**
Wynik na działalności finansowej	0	0	2	1	0	0
Zysk brutto	**74**	**-14**	**-15**	**-27**	**74**	**82**
Podatek dochodowy	0	0	0	0	0	0
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**64**	**-14**	**-15**	**-27**	**74**	**82**
Zysk netto skor.	**64**	**-14**	**-15**	**-27**	**74**	**82**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**23**	**36**	**63**	**115**	**184**	**213**
Aktywa obrotowe	**130**	**116**	**75**	**48**	**49**	**102**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	1	1	3	4	4	4
Gotówka	121	102	66	38	38	91
Aktywa	**153**	**152**	**138**	**164**	**232**	**315**
Kapitał własny	**143**	**141**	**126**	**149**	**223**	**306**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**3**	**4**	**5**	**5**	**5**	**5**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	4	4	4	4
Zobowiązania krótkoterminowe	**7**	**6**	**7**	**10**	**5**	**5**
Zobowiązania oprocentowane	2	1	2	7	2	2
Zobowiązania handlowe	1	2	3	2	2	2
Pasywa	**153**	**152**	**138**	**164**	**232**	**315**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**57**	**-13**	**-10**	**-35**	**66**	**75**
Zysk (strata) netto	64	-14	-15	-27	74	82
Amortyzacja	0	0	1	2	1	1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**9**	**-19**	**-34**	**-64**	**-69**	**-26**
CAPEX	-2	-2	-3	-3	-4	-4
Przepływy z działalności finansowej	**20**	**14**	**7**	**71**	**3**	**4**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	86	-18	-36	-28	0	53
Środki pieniężne na początek okresu	34	121	102	66	38	38
Środki pieniężne na koniec okresu	121	102	66	38	38	91

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Poltreg

Planowany start kolejnych faz w 3 badaniach klinicznych w 2023

Bez rekomendacji

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- W 2Q23 PTG nie zakładamy znaczących przychodów z podań preparatów w formule wyjątku szpitalnego- powodem jest zmiana przepisów prawnych uniemożliwiająca finansowania podań przez osoby prywatne. Osoby prywatne będą mogły ubiegać się o podania TREG w ramach wyjątku szpitalnego poprzez pośredników, np. fundacje. W prognozach uwzględniamy ryzyko spadku dynamik podań w 2023r., zakładamy, że PTG wróci do podań komercyjnych w 2024r.
- w kwartale zakładamy poziom kosztów na ok. 5,8mln PLN PLN (+159% r/r.; +44% q/q), zakładając większe nakłady na przygotowania projektów do kolejnych faz badań klinicznych. PTG posiadał na koniec 1Q23 środki finansowe w wysokości ok. 80,5mln PLN, w naszych założeniach, badania przebiegają zgodnie z założonymi harmonogramami, zaś środki finansowe pozwolą na realizację badań do końca 2024r.

Status projektów:

- W 2023 r. PTG planuje rozpocząć 3 badania kliniczne: w pierwszej kolejności rozpocząć badania kliniczne fazy I/II przedobjawowej cukrzycy typu 1, a następnie 2 badania kliniczne fazy I/IIa w leczeniu stwardnienia rozsianego (w odmianach PPMS i RRMS).
- **Cukrzyca przedobjawowa i MS**: Badania w cukrzycy przedobjawowej i stwardnieniu rozsianym będą przeprowadzone w ośrodkach medycznych na terenie Polski. Rozpoczęcie rekrutacji pacjentów do badania w cukrzycy zakładamy na przełom 1H/2H23, rekrutację pacjentów do badania w stwardnieniu rozsianym na 2H23.
- **Zakład produkcyjny:** PTG zakończył I etap prac nad laboratorium produkcyjnego, obecnie trwają prace nad uzyskaniem certyfikacji GIF (planowana data uzyskania certyfikacji 3Q23). Po jej uzyskaniu, PTG planuje rozpocząć wytwarzanie preparatów na potrzeby badań klinicznych. II etap rozbudowy powinien zostać zakończony w 2024, CAPEX na 2023 szacujemy na ok. 46mln PLN.
- **Komercjalizacja:** PTG realizuje prace nad przygotowaniem ścieżki rejestracyjnej oraz mechanizmu refundacji terapii opartych na TREG w FDA. W 2023r. PTG planuje rozpocząć rozmowy z firmami farmaceutycznymi, które potencjalnie odpowiadałyby za dystrybucję terapii. Korzystne otoczenie rynkowe i transakcje dot. terapii komórkowych wpływają na plany przyspieszenia komercjalizacji- PTG nie wyklucza zawarcia pierwszych umów jeszcze w 2H23. Spółka będzie również aktywnie uczestniczyć w wydarzeniach branżowych, m.in. TREG Summit (2Q23).
- **CAR-TREG:** PTG rozpoczął badania in vitro z użyciem komórek CAR-TREGS. W tym celu Spółka stworzyła model badania uzyskanych konstruktów i prowadzi obecnie proces wyboru wektora, który zostanie użyty w badaniach przedklinicznych i klinicznych.
- Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki

Raport za II kw.'23
07.09.2023

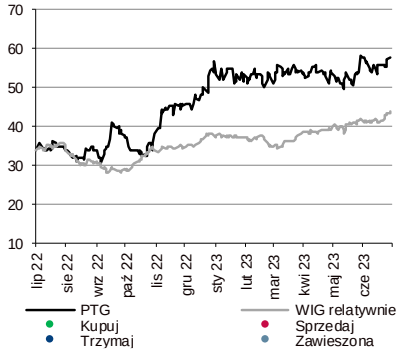
Cena bieżąca: 57,8 PLN

DANE SPÓŁKI			
Ticker			PTG
Sektor			Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)			57,8
52 tyg. min/max (PLN)			30,1 / 58,8
Liczba akcji (mln szt.)			4,7
Kapitalizacja (mln PLN)			270
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,13
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-0,3%	6,7%	69,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES PTG NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	b.d.	b.d.	1	0	0	0	0	1	0	0%	-33%
EBITDA	b.d.	b.d.	-2	-1	-1	-1	-2	-2	-4	-	-
EBIT	b.d.	b.d.	-2	-1	-1	-1	-2	-2	-4	-	-
Zysk netto	b.d.	b.d.	-2	-1	0	-1	0	-1	-4	-	-
P/E 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-	-	-40%	200%	0%		
marża EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża netto	-	-	-	-	19,8%	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1	1	1	1	9	12
EBITDA	0	-3	-4	-36	-52	-61
EBIT	-1	-3	-5	-37	-53	-62
Zysk netto	-1	-4	-2	-35	-51	-60
EPS (PLN)	-0,02	-0,8	-0,4	-7,5	-10,9	-12,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-	-
P/BV (x)	202,7	2,6	2,7	4,2	19,1	-5,9
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1	1	10%	9	9	0%	12	12	0%
EBITDA	-36	-44	-	-52	-59	-	-61	-60	-
EBIT	-37	-46	-	-53	-64	-	-62	-65	-
Zysk netto	-35	-40	-	-51	-58	-	-60	-58	-
P/E (x)	-	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	4,2			19,1			-5,9		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	-
P/E skor. (x)	-	-	-	-	-
P/BV (x)	2,6	2,7	4,2	19,1	-5,9
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	-	-	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	150,9	187,6	253,6	37,2	33,8
FCF Yield (%)	-4,1%	-8,6%	-34,2%	-17,4%	-17,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-0,8	-0,4	-7,5	-10,9	-12,8
EPS skor. (PLN)	-0,8	-0,4	-7,5	-10,9	-12,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	22,1	21,7	13,9	3,0	-9,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA skor. (%)	-264,3%	-441,3%	-3304,5%	-574,1%	-505,6%
marża EBIT (%)	-316,7%	-523,7%	-3401,0%	-585,9%	-514,4%
marża netto skor. (%)	-340,1%	-196,9%	-3182,9%	-563,6%	-497,7%
ROE (%)	-6,5%	-1,9%	-42,2%	-128,6%	378,4%
ROA (%)	-6,0%	-1,7%	-31,5%	-50,0%	-54,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	270,0%	759,1%	4085,6%	177,8%	100,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	5,2	9,2	42,4	15,1	11,3
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-0,8	0,1	0,8	1,1
Dług netto/EBITDA (x)	35,7	18,6	-0,3	-1,3	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	208	438	2880	695	554
Cykl rotacji zapasów (dni)	1	15	15	12	17
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	423	2073	4213	684	538
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	216	1650	1348	1	1

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1**	**1**	**1**	**1**	**9**	**12**
Przychody ze sprzedaży produktów	1	1	1	1	9	12
Przychody pozostałe	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Koszty operacyjne	-4	-7	-10	-44	-67	-79
Zysk ze sprzedaży	-3	-6	-9	-43	-58	-67
Pozostałe przychody operacyjne	2	3	4	5	5	5
Pozostałe koszty operacyjne	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**0**	**-3**	**-4**	**-36**	**-52**	**-61**
EBITDA skor.	**0**	**-3**	**-4**	**-36**	**-52**	**-61**
Amortyzacja	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT	**-1**	**-3**	**-5**	**-37**	**-53**	**-62**
Wynik na działalności finansowej	0	0	3	2	2	2
Zysk brutto	**-1**	**-4**	**-2**	**-35**	**-51**	**-60**
Podatek dochodowy	0	0	0	0	0	0
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-1**	**-4**	**-2**	**-35**	**-51**	**-60**
Zysk netto skor.	**-1**	**-4**	**-2**	**-35**	**-51**	**-60**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1**	**3**	**24**	**68**	**83**	**94**
Aktywa obrotowe	**16**	**106**	**99**	**31**	**22**	**22**
Zapasy	0	0	0	0	1	1
Należności handlowe	1	2	9	16	18	18
Gotówka	15	104	90	15	3	3
Aktywa	**16**	**109**	**123**	**99**	**104**	**115**
Kapitał własny	**13**	**103**	**101**	**65**	**14**	**-46**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**0**	**0**	**8**	**14**	**40**	**80**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	8	14	39	80
Zobowiązania krótkoterminowe	**3**	**6**	**14**	**11**	**42**	**72**
Zobowiązania oprocentowane	1	0	0	10	29	60
Zobowiązania handlowe	0	1	8	0	0	0
Pasywa	**16**	**109**	**124**	**99**	**104**	**115**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-3**	**-4**	**-9**	**-50**	**-42**	**-61**
Zysk (strata) netto	-1	-4	-2	-35	-51	-60
Amortyzacja	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**0**	**0**	**-5**	**-43**	**-14**	**-10**
CAPEX	0	-3	-8	-45	-16	-12
Przepływy z działalności finansowej	**12**	**93**	**0**	**19**	**45**	**71**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	10	89	-14	-75	-12	0
Środki pieniężne na początek okresu	5	15	104	90	15	3
Środki pieniężne na koniec okresu	15	104	90	15	3	3

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Ryvu Therapeutics

Badania zgodne z harmonogramem, prace nad rozpoczęciem kolejnych badań klinicznych RVU120

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 85,4 PLN)

Cena docelowa: 85,5 PLN
Cena bieżąca: 60 PLN
Potencjał wzrostu: 43%

Raport za II kw.'23
13.09.2023

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- W 2Q23 spodziewamy się rozliczenia 1mln USD płatności od Exelixis oraz ok. 2mln EUR płatności od BNTX. Zakładamy poziom kosztów na ok. 38 PLN (+5% q/q).

Wycena: utrzymujemy założenia i poziom wyceny względem ostatniej aktualizacji prognoz z 20.04.2023.

Status projektów:

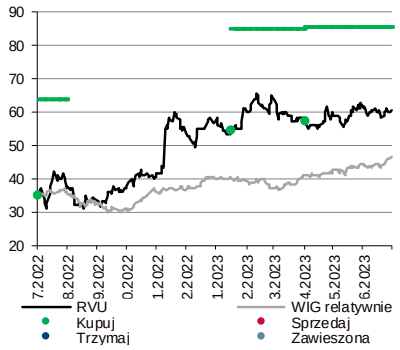
- **RVU120 (guzy lite/ AML-hrMDS):** spółka finalizuje prace przygotowawcze do rozpoczęcia badania klinicznego fazy II- RVU zawarło umowy z LabCorp na realizację badania fazy II w obszarze guzów litych, Clinscience na zarządzanie i biostatystyką danych badania w hematologii oraz Polpharmą na wytworzenie substancji czynnej w standardzie cGMP.
- **RVU120 (nowe wskazania):** RVU planuje wdrożenie projektu do kolejnego badania klinicznego w AML/HR-MDS w terapii łączonej z Venetoclaxem . RVU poinformowało o otrzymaniu dofinansowania przez ABM w kwocie 62,3mln PLN. Zakładmay możliwość rozpoczęcia badania jeszcze w 2023r.
- **Early pipeline: syntetyczna letalność: 1)** inhibitory PRMT5: RVU kontynuuje etap optymalizacji cząsteczki wiodącej. Pilotażowe badania skuteczności z głównym związkiem wykazały ~44% zahamowanie wzrostu guza w modelu MTAP, czemu towarzyszyło ~60% zahamowanie wzrostu docelowych biomarkerów. **2)** inhibitory WRN: Spółka wyselekcjonowała serię małocząsteczkowych chemotypów hamujących aktywność WRN. RVU kontynuuje profilowanie serii chemicznych. **2) immunoonkologia:** inhibitory HPK1: w badaniach profili PD/PK dla cząsteczki wiodącej RVU potwierdziło zakładany mechanizm aktywności biologicznej związku, spółka zrealizowała analizy określające maksymalną tolerowaną dawkę (ang. MTD). Prowadzone są badania nad zwiększeniem parametrów bezpieczeństwa oraz zwiększenia okna terapeutycznego.
- **Newsflow 2023: 1)** rozpoczęcie II fazy badań w RVU120 w AML/hr-MDS i guzach litych (2Q23 i 2H23); **2)** SEL24 (MEN1703) – aktualizacja danych klinicznych fazy I/II badania klinicznego u pacjentów z AML z mutacjami genów IDH1/2; dodatkowe możliwości rozwoju projektu przez Menarini (2023); **3)** Syntetyczna letalność– publikacja dalszych danych in vivo dla programu MTA-kooperacyjnych inhibitorów PRMT5 i wybór kandydata przedklinicznego (2H23);
- **Finansowanie:** środki finansowe wystarczą na realizację badań do końca 2025.
- Nie oczekujemy zdarzeń jednorazowych.
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki.

DANE SPÓŁKI			
Ticker			RVU
Sektor			Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)			60,0
52 tyg. min/max (PLN)			30,25 / 65,8
Liczba akcji (mln szt.)			23,1
Kapitalizacja (mln PLN)			1387
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,51
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,1%	4,9%	73,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	20.04.2023	85,4
Kupuj	03.02.2023	85,1
Restricted	10.12.2022	-
Restricted	22.10.2022	-
Restricted	22.08.2022	-
Kupuj	20.07.2022	63,7
Kupuj	08.07.2022	63,4
Zawieszona	07.07.2022	-

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES RVU NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	6	7	18	7	8	19	35	18	18	139%	-2%
EBITDA	-19	-20	-13	-23	-35	-10	11	-15	-17	-	-
EBIT	-22	-23	-16	-27	-38	-13	8	-18	-20	-	-
Zysk netto	-24	-23	-17	-27	-37	-12	-1	-18	-18	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	7%	37%	170%	94%	162%	-7%		
marża EBITDA	-	-	-	-	-	-	32,3%	-	-	-	
marża EBIT	-	-	-	-	-	-	23,8%	-	-	-	
marża netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	37	37	68	56	124	735
EBITDA	-23	-65	-57	-248	-153	268
EBIT	-36	-78	-69	-260	-165	257
Zysk netto	-32	-78	-76	-247	-154	192
EPS (PLN)	-	-4,2	-4,1	-12,9	-8,1	10,0
DPS (PLN)	-	-	0,1	-	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-	6,0
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-	3,5
P/BV (x)	-	6,5	3,2	2,8	4,6	2,6
DY (%)	-	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena rNPV	85,5	100%	85,4	100%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	56	44	27%	124	124	0%	735	735	0%
EBITDA	-248	-243	-	-153	-143	-	268	278	-4%
EBIT	-260	-255	-	-165	-155	-	257	267	-4%
Zysk netto	-247	-248	-	-154	-152	-	192	192	0%
P/E (x)	-	-		-	-		7,2	7,2	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		4,4	4,2	
P/BV (x)	3,4			5,5			3,1		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	6,0
P/E skor. (x)	-	-	-	-	6,0
P/BV (x)	6,5	3,2	2,8	4,6	2,6
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	3,5
EV/EBITDA skor. (x)	-	-	-	-	3,5
EV/Sprzedaż (x)	27,6	14,8	18,7	9,7	1,3
FCF Yield (%)	-5,3%	1,2%	-23,1%	-11,3%	22,5%
DY (%)	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-4,2	-4,1	-12,9	-8,1	10,0
EPS skor. (PLN)	-4,2	-2,9	-12,5	-8,1	10,0
DPS (PLN)	0,0	0,1	-	-	-
BVPS (PLN)	9,2	18,7	21,2	13,1	23,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	68,1%	43,1%	36,6%	9,7%	1,6%
marża EBITDA skor. (%)	-176,1%	-50,3%	-430,3%	-123,3%	36,5%
marża EBIT (%)	-210,0%	-101,3%	-466,3%	-133,1%	35,0%
marża netto skor. (%)	-209,1%	-111,0%	-443,1%	-124,4%	26,1%
ROE (%)	-39,4%	-21,0%	-63,9%	-47,0%	55,4%
ROA (%)	-29,6%	-21,6%	-49,6%	-33,6%	32,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	32,3%	9,1%	10,7%	6,5%	1,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,0	0,5	0,5	0,7	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,6	0,4	-0,4	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	-45	-11	18	2	-2
Cykl rotacji zapasów (dni)	18	10	14	5	1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	97	76	116	58	30
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	160	97	111	60	33

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**37**	**37**	**68**	**56**	**124**	**735**
Przychody ze sprzedaży projektów R&D	16	12	39	35	112	723
Przychody z tytułu dotacji	**21**	**25**	**29**	**20**	**12**	**12**
Koszty operacyjne	73	115	140	316	289	478
Zysk (strata) na sprzedaży	-36	-78	-71	-260	-165	257
Pozostałe przychody operacyjne	0	0	2	-1	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**-23**	**-65**	**-57**	**-248**	**-153**	**268**
EBITDA skor.	**-23**	**-65**	**-34**	**-240**	**-153**	**268**
Amortyzacja	-12	-13	-13	-12	-12	-11
EBIT	**-36**	**-78**	**-69**	**-260**	**-165**	**257**
Wynik na działalności finansowej	0	0	-1	2	2	2
Zysk brutto	**-36**	**-78**	**-70**	**-258**	**-163**	**259**
Podatek dochodowy	-1	0	-5	-11	-9	67
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-32**	**-78**	**-76**	**-247**	**-154**	**192**
Zysk netto skor.	**-32**	**-78**	**-54**	**-239**	**-154**	**192**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**123**	**125**	**107**	**100**	**97**	**96**
Aktywa obrotowe	**172**	**104**	**368**	**422**	**298**	**676**
Zapasy	2	2	2	2	1	4
Należności handlowe	8	12	17	19	20	102
Gotówka	136	83	102	154	29	324
Aktywa	**296**	**229**	**475**	**522**	**395**	**772**
Kapitał własny	**224**	**169**	**343**	**405**	**251**	**443**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**38**	**23**	**87**	**82**	**103**	**102**
Zobowiązania oprocentowane	4	2	11	42	73	97
Zobowiązania krótkoterminowe	**34**	**36**	**45**	**35**	**40**	**227**
Zobowiązania oprocentowane	3	3	2	7	13	17
Zobowiązania handlowe	12	21	15	19	22	111
Pasywa	**296**	**229**	**475**	**522**	**395**	**772**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-11**	**-58**	**21**	**-290**	**-155**	**274**
Zysk (strata) netto	-32	-78	-76	-247	-154	192
Amortyzacja	-12	-13	-13	-12	-12	-11
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-56**	**8**	**1**	**2**	**0**	**-2**
CAPEX	-34	-12	-6	-6	-8	-10
Przepływy z działalności finansowej	**131**	**-3**	**-2**	**339**	**30**	**21**
Dywidenda	0	0	1	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	64	-53	20	52	-124	294
Środki pieniężne na początek okresu	72	136	83	102	154	29
Środki pieniężne na koniec okresu	136	83	102	154	29	324

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Scope Fluidics

Focus na start programu Early Access BacterOMIC

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 224,9 PLN)

Cena docelowa: 224,9 PLN

Cena bieżąca: 166,5 PLN

Potencjał wzrostu: 35%

Raport za II kw.'23

02.10.2023

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- W 2Q23 szacujemy poziom kosztów na ok. 10,5mln PLN (+10% q/q). Zakładamy stabilną strukturę kosztów vs 1Q23.

Wycena: utrzymujemy naszą wycenę zgodnie z założeniami raportu analitycznego z 5.06.2023.

R&D:

- **BacterOMIC (automatyczny system do identyfikacji antybiotykoodporności bakterii):** system posiada europejski certyfikat CE-IVD uprawniający do obrotu na terenie EU, obecnie SCP skupia się na przygotowaniach programu Early Access. Zakładamy możliwość startu badań w ramach wymienionego programu jeszcze w 2023r.
- **Scope Discovery (platforma umożliwiająca selekcję i rozwój nowych projektów MedTech):** w ramach działalności zespołu Scope Discovery, zakwalifikowano do analizy 12 projektów na różnym etapie rozwoju. Zakładamy, że pierwsze informacje dotyczące potencjalnego obszaru zastosowań nowych rozwiązań mogą pojawić się w perspektywie 6-12 miesięcy.

Strategia 2023-2025:

- **1)** do końca 2025 r. posiadanie w portfolio co najmniej 5 nowych projektów, w tym co najmniej 2 w formie spółek celowych; **2)** do końca 2028 r.: doprowadzenie do co najmniej 2 kolejnych transakcji strategicznych; **3)** w latach 2029-2033: uzyskanie gotowości do przeprowadzania co najmniej 1 transakcji strategicznej średniorocznie.
- Jako kluczowe czynniki determinujące realizację celów strategicznych, SCP wskazało m.in. dalszy rozwój i sprzedaż technologii BacterOMIC oraz stworzenie działu „Scope Discovery", odpowiedzialnej za selekcję i rozwój nowych projektów.

Newsflow 2023:

1) rozpoczęcie programu Early Access w projekcie BacterOMIC (2023) **2)** pierwszy guidance dot. nowych projektów platformy Scope Discovery (2023/2024 **3)** otrzymanie potencjalnych płatności milestones od Bio-Rad (transakcja PCR|ONE) z tytułu kontynuacji prac R&D przez partnera (2024r., 40m USD).

Finansowanie: środki finansowe wystarczą na realizację badań do końca 2025.

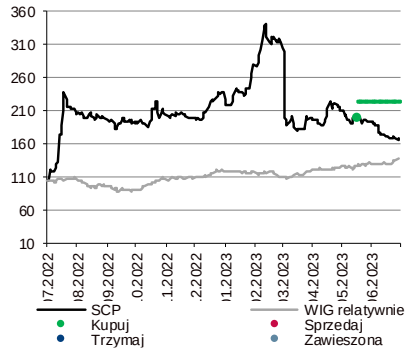
- Nie oczekujemy zdarzeń jednorazowych.
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki.

DANE SPÓŁKI			
Ticker			SCP
Sektor			IT
Kurs (PLN)			166,5
52 tyg. min/max (PLN)			95,1 / 348
Liczba akcji (mln szt.)			2,7
Kapitalizacja (mln PLN)			454
S&P Global ESG Scores			1
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,52
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-13,2%	-14,7%	63,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	05.06.2023	225

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES SCP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0%
EBITDA	2	-1	-7	-2	0	-18	414	-9	-10	-	-
EBIT	2	-1	-8	-2	0	-18	414	-9	-10	-	-
Zysk netto	0	-3	-10	-4	-4	337	-11	-3	-8	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	1,4	1,4	1,4	1,4		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	-	0,3	0,9	0,9		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
marża EBITDA	-	-	-	-	-	-	102434,7%	-	-		
marża EBIT	-	-	-	-	-	-	102380,7%	-	-		
marża netto	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	0	0	0	2	204	39
EBITDA	-18	-16	394	-43	136	572
EBIT	-18	-16	393	-44	135	571
Zysk netto	0	-7	-8	0	0	0
EPS (PLN)	-2,59	-2,6	-2,8	0,0	0,0	0,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	85,6	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	0,3	-	2,2	-0,1
P/BV (x)	8,5	8,5	1,3	6,5	2,3	0,8
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	51,4%	0,0%	22,5%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	224,9	100%	224,9	0%
Wycena porównawcza				

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	2	2	2%	204	204	0%	39	39	0%
EBITDA	-43	-43	-	136	136	0%	572	572	0%
EBIT	-44	-44	-	135	135	0%	571	571	0%
Zysk netto	-30	-30	-	125	126	0%	478	478	0%
P/E (x)	-	-		3,6	3,6		0,9	0,9	
EV/EBITDA (x)	-	-		2,2	2,2		-0,1	-0,1	
P/BV (x)	6,5			2,3			0,8		
DY (%)	51,4%			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	-
P/E skor. (x)	-	1,4	-	3,6	0,9
P/BV (x)	8,5	1,3	6,5	2,3	0,8
EV/EBITDA (x)	-	0,3	-	2,2	-0,1
EV/EBITDA skor. (x)	-	0,3	-	2,2	-0,1
EV/Sprzedaż (x)	-	292,4	209,4	1,5	-1,5
FCF Yield (%)	-1,0%	-22,7%	-11,0%	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	51,4%	0,0%	22,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-2,6	-2,8	0,0	0,0	0,0
EPS skor. (PLN)	-8,5	118,6	-11,0	46,0	175,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	85,6	-	-
BVPS (PLN)	19,5	124,0	25,5	71,6	209,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	-	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
marża EBITDA skor. (%)	-	97522,8%	-2332,4%	66,7%	1477,8%
marża EBIT (%)	-	97358,4%	-2386,4%	66,2%	1474,7%
marża netto skor. (%)	-	-1873,8%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE (%)	-44,7%	165,3%	-15,0%	94,8%	124,8%
ROA (%)	-10,1%	-3,6%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	-	38,4%	52,6%	0,6%	3,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,6	0,2	1,0	1,1	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-1,0	-1,0	-0,8	-0,9
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	-0,8	1,6	-1,1	-0,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	-	4301	837	7	37
Cykl rotacji zapasów (dni)	-	342	67	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	-	4328	886	8	44
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-	369	116	1	7

SCP

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**0**	**0**	**0**	**2**	**204**	**39**
Przychody ze sprzedaży	0	0	0	2	0	0
Przychody ze sprzedaży projektów R&D	**0**	**0**	**0**	**0**	**204**	**39**
Koszty działalności operacyjnej	-24	-16	-25	-45	-69	-112
Pozostałe przychody operacyjne	7	0	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	-1	0	0	-1	-1	-1
Zysk na sprzedaży jednostki zależnej	0	0	418	0	0	645
EBITDA	**-18**	**-16**	**394**	**-43**	**136**	**572**
EBITDA skor.	**-17**	**-16**	**394**	**-43**	**136**	**572**
Amortyzacja	0	0	1	1	1	1
EBIT	**-18**	**-16**	**393**	**-44**	**135**	**571**
Wynik na działalności finansowej	0	0	2	23	20	20
Zysk brutto	**-18**	**-16**	**395**	**-21**	**155**	**590**
Podatek dochodowy	0	0	-69	-9	-29	-112
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Działalność zaniechana	**0**	**-7**	**-8**	**0**	**0**	**0**
Zysk netto	**-18**	**-23**	**318**	**-30**	**125**	**478**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**35**	**11**	**9**	**34**	**69**	**94**
Aktywa obrotowe	**25**	**68**	**337**	**88**	**170**	**532**
Zapasy	0	0	1	0	0	0
Należności handlowe	0	5	4	5	5	5
Gotówka	22	17	332	84	166	528
Aktywa	**60**	**79**	**346**	**122**	**239**	**626**
Kapitał własny	**50**	**52**	**333**	**70**	**195**	**571**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**9**	**25**	**8**	**22**	**20**	**18**
Zobowiązania oprocentowane	0	9	2	11	11	11
Zobowiązania krótkoterminowe	**1**	**1**	**5**	**30**	**24**	**37**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	1	4	4	4
Zobowiązania handlowe	0	0	1	1	1	1
Pasywa	**60**	**79**	**346**	**122**	**239**	**626**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-3**	**-4**	**-28**	**-41**	**63**	**-109**
Zysk przed opodatkowaniem	-4	-5	395	-29	125	478
Amortyzacja	0	0	1	1	1	1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-11**	**-19**	**371**	**15**	**20**	**574**
CAPEX	0	0	0	-1	-1	-1
Przepływy z działalności finansowej	**20**	**18**	**-30**	**-222**	**-1**	**-103**
Dywidenda	0	0	0	-233	0	-102
Przepływy pieniężne netto	6	-5	313	-248	82	362
Środki pieniężne na początek okresu	16	22	17	332	84	166
Środki pieniężne na koniec okresu	22	17	332	84	166	528

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Selvita

Odbicie backlogu zamówień w 2H23

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 97 PLN)

Cena docelowa: 95 PLN

Cena bieżąca: 71,6 PLN

Potencjał wzrostu: 33%

Raport za II kw.'23

27.09.2023

Outlook wynikowy 2Q23: neutralny

- W 2Q23 nie zakładamy znaczącego odbicia w poziomie realizowanych badań CRO, zakładamy poziom przychodów z usług badawczych na porównywalnym poziomie vs 1Q23.
- Szacujemy, że prowadzona przez SLV intensyfikacja działań sprzedażowych ukierunkowana na rynek USA i podmioty Big Pharmy umożliwi powrót do dwucyfrowych dynamik backlogu od 2H23.
- **Koszty:** w kwartale szacujemy koszty na poziomie ok. +5% większym niż w 1Q23. Zakładamy stabilną strukturę kosztów vs. 1Q23.
- **Rentowność:** zakładamy podobny poziom marż EBITDA i EBIT vs 1Q23.
- **Backlog usług badawczych:** stan na koniec maja'2023- 243mln PLN (+2% r/r).).
- **Wzrost organiczny:** w perspektywie 2023-2025, zakładamy dobre otoczenie rynku usług CRO z dynamiką wzrostu na poziomie ok. 25% r/r. Po modyfikacji działań sprzedażowych SLV, zakładamy wzrost do dynamik backlogu na poziomie ok. 20% w 2H23.
- **Ekspansja powierzchni laboratoryjnej:** w 1Q23 SLV uruchomiła ok. 4 tys. m2 w ramach nowego Centrum Badawczo-Rozwojowego w Krakowie (wzrost powierzchni o ok. 20%). Do 2025 roku planowana jest realizacja II etapu inwestycji. Grupa planuje wzrost zatrudnienia o ponad 70%, budowę drugiego budynku laboratoryjnego w Krakowie oraz zwiększenie wynajmowanej powierzchni w Zagrzebiu i Poznaniu.
- **Akwizycje:** Zakładamy możliwość pojawienia się pierwszych akwizycji w postaci przejęcia niewielkiego podmiotu z nową ofertą usług vs SLV w 2023 finansowanego długiem (zakładamy DN/EBITDA na 2.5-3.0x).

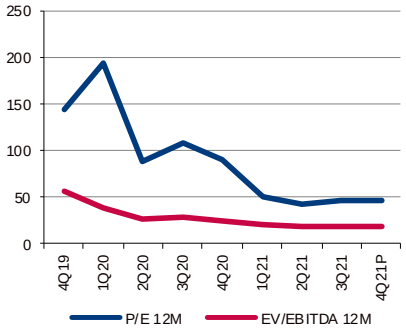
Wycena: zakładamy poziom wyceny zbliżony do naszej ostatniej aktualizacji z 20.04.2023.

- Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych w kwartale
- Oczekujemy neutralnej reakcji rynku na wyniki

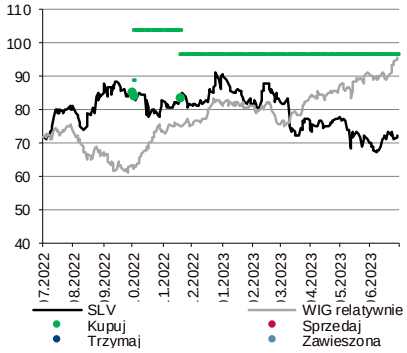
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SLV
Sektor			Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)			71,6
52 tyg. min/max (PLN)			67 / 91,6
Liczba akcji (mln szt.)			18,4
Kapitalizacja (mln PLN)			1314
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,74
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,9%	-2,7%	0,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	07.12.2022	97,0
Kupuj	20.10.2022	104,0
Kupuj	19.10.2022	89,0
Kupuj	20.07.2022	89,0
Kupuj	20.04.2022	95,0
Trzymaj	10.12.2021	85,0
Trzymaj	07.12.2021	85,00

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SLV NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	65	74	84	86	94	96	97	93	93	-1%	0%
EBITDA	8	11	16	16	16	23	23	16	16	1%	0%
EBIT	2	5	7	8	7	15	15	6	4	-44%	-25%
Zysk netto	1	-2	8	5	4	9	13	3	3	-7%	33%
P/E12M trailing	144,9	194,7	88,2	108,8	91,0	51,0	43,4	46,9	47,4		
EV/EBITDA 12M trailing	56,6	39,4	27,4	27,8	24,2	20,0	18,7	19,1	19,4		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	33%	45%	31%	14%	9%	-1%		
marża EBITDA	12,2%	14,4%	18,7%	18,8%	16,8%	24,1%	23,7%	17,2%	17,1%		
marża EBIT	3,8%	6,7%	8,1%	9,4%	8,0%	15,3%	15,7%	6,0%	4,5%		
marża netto	2,1%	-	9,7%	5,7%	4,0%	9,3%	13,2%	2,8%	3,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	142	287	372	439	527	622
EBITDA	33	51	78	90	151	186
EBIT	20	26	45	41	104	126
Zysk netto	20	15	30	36	70	90
EPS (PLN)	-	0,8	1,7	2,0	3,8	4,9
DPS (PLN)	-	-	0,0	-	-	-
P/E (x)	-	88,2	43,4	36,6	18,7	14,6
EV/EBITDA (x)	-	27,4	18,7	16,7	10,2	7,7
P/BV (x)	-	6,4	4,8	4,3	3,5	2,8
DY (%)	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	95,0	100%	97,0	100%	-2%
Wycena porównawcza					-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	439	440	0%	527	530	-1%	622	634	-2%
EBITDA	90	90	0%	151	152	-1%	186	187	0%
EBIT	41	42	-2%	104	105	-1%	126	125	1%
Zysk netto	36	37	-3%	70	71	-1%	90	90	0%
P/E (x)	36,6	35,5		18,7	18,5		14,6	14,6	
EV/EBITDA (x)	16,7	16,7		10,2	10,1		7,7	7,7	
P/BV (x)	4,3			3,5			2,8		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	88,2	43,4	36,6	18,7	14,6
P/E skor. (x)	29,9	22,7	28,9	18,5	14,6
P/BV (x)	6,4	4,8	4,3	3,5	2,8
EV/EBITDA (x)	27,4	18,7	16,7	10,2	7,7
EV/EBITDA skor. (x)	27,4	13,8	15,1	10,1	7,7
EV/Sprzedaż (x)	4,9	3,9	3,4	2,9	2,3
FCF Yield (%)	4,2%	-1,7%	-2,4%	-1,8%	6,8%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,8	1,7	2,0	3,8	4,9
EPS skor. (PLN)	2,4	3,2	2,5	3,9	4,9
DPS (PLN)	-	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	11,2	14,9	16,5	20,4	25,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	1,7%	2,2%	1,3%	1,0%	0,9%
marża EBITDA skor. (%)	17,9%	28,3%	22,7%	28,7%	29,9%
marża EBIT (%)	9,1%	12,2%	9,4%	19,7%	20,2%
marża netto skor. (%)	5,2%	8,1%	8,2%	13,3%	14,4%
ROE (%)	24,5%	24,2%	15,8%	21,0%	21,5%
ROA (%)	4,3%	5,8%	5,9%	10,2%	12,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	9,6%	27,0%	21,1%	28,5%	8,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,0	2,7	1,9	3,2	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,5	0,6	0,3	0,7
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	1,8	2,1	1,5	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	39	46	56	53	48
Cykl rotacji zapasów (dni)	3	5	6	6	6
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	63	81	99	95	85
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	27	39	50	48	43

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**142**	**287**	**372**	**439**	**527**	**622**
Przychody ze sprzedaży usług	137	285	368	436	521	617
Przychody z tytułu dotacji	**5**	**5**	**8**	**6**	**5**	**5**
Koszty operacyjne	-123	-271	-332	-383	-456	-543
Zysk ze sprzedaży	19	16	40	56	71	79
Pozostałe przychody / koszy operacyjne	0	1	0	0	0	0
Udział w zyskach jednostkach stowarzyszonych	0	8	5	-15	32	46
EBITDA	**33**	**51**	**78**	**90**	**151**	**186**
EBITDA skor.	**33**	**51**	**105**	**99**	**151**	**186**
Amortyzacja	14	27	37	49	47	60
EBIT	**20**	**26**	**45**	**41**	**104**	**126**
Wynik na działalności finansowej	-1	-5	-5	-4	-3	-3
Zysk brutto	**19**	**21**	**40**	**36**	**101**	**123**
Podatek dochodowy	1	-3	-8	-1	-19	-23
Zysk mniejszości	0	3	2	0	11	10
Zysk netto	**20**	**15**	**30**	**36**	**70**	**90**
Zysk netto skor.	**20**	**44**	**58**	**45**	**71**	**90**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**76**	**287**	**382**	**450**	**553**	**542**
Aktywa obrotowe	**143**	**179**	**203**	**187**	**183**	**214**
Zapasy	2	2	8	8	10	11
Należności handlowe	34	66	99	140	134	158
Gotówka	93	84	74	15	15	20
Aktywa	**219**	**467**	**585**	**637**	**736**	**756**
Kapitał własny	**153**	**206**	**273**	**303**	**374**	**463**
Kapitały mniejszości	**5**	**9**	**11**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**33**	**165**	**189**	**177**	**201**	**131**
Zobowiązania oprocentowane	28	145	172	159	183	113
Zobowiązania krótkoterminowe	**33**	**96**	**123**	**157**	**162**	**162**
Zobowiązania oprocentowane	13	35	41	46	52	32
Zobowiązania handlowe	10	31	49	71	68	80
Pasywa	**219**	**467**	**585**	**637**	**736**	**756**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**29**	**87**	**75**	**57**	**122**	**147**
Zysk (strata) netto	20	15	30	36	70	90
Amortyzacja	14	27	37	49	47	60
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-25**	**-164**	**-80**	**-89**	**-149**	**-49**
CAPEX	-15	-28	-101	-92	-150	-50
Przepływy z działalności finansowej	**75**	**67**	**-6**	**-28**	**27**	**-93**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	79	-10	-10	-60	0	5
Środki pieniężne na początek okresu	14	93	84	74	15	15
Środki pieniężne na koniec okresu	93	84	74	15	15	20

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Synektik

Silna sprzedaż oraz nowe procedury refundacyjne zabiegów da Vinci wsparciem wyników

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 74,8 PLN)

Cena docelowa: 88,7 PLN

Cena bieżąca: 72,6 PLN

Potencjał wzrostu: 22%

Raport za II kw.'23

08.08.2023

Outlook wynikowy 2Q23: pozytywny

- **Przychody 2Q23:** szacujemy sprzedaż w kalendarzowym 2Q23 na ok. 9,0mln PLN w segmencie radiofarmacji oraz ok. 92mln PLN w segmencie sprzętu medycznego. W kolejnych kwartałach 2023 szacujemy dalszy dynamiczny wzrost przychodów dzięki rozszerzeniu refundacji zabiegów chirurgicznych w asyście robotów da Vinci.
- **Segment radiofarmacji:** podtrzymujemy tezę o dobrym performance przychodowym segmentu w 2023r., warunkowanym renegocjacją cen radioznaczników oraz sprzedaży nowych znaczników. Dynamiki sprzedaży w segmencie radiofarmacji szacujemy na ok. 25% w ujęciu r/r.
- **Podpisane umowy na dostawę sprzętu medycznego:** w kalendarzowym 2Q23, SNT zawarł umowy na dostawę 6 robotów da Vinci (4 umowy w Czechach, 2 na rynku polskim). Zgodnie z guidance SNT, zakładamy poziom przychodów segmentu sprzętu medycznego na ok. 100,1 mln PLN.
- **Liczba procedur:** Ze względu na zwiększanie obszarów terapeutycznych wykorzystania daVinci (ginekologia, ch. ogólna) zakładamy, że w perspektywie 2023 liczba wykonywanych procedur robotyki chirurgicznej ma szansę wzrosnąć o ok. 35% r/r.
- **Backlog zleceń:** wg szacunków SNT, backlog na koniec czerwca'2023 wyniósł 85,3mln PLN wobec 19,3mln PLN na koniec 2Q22.
- **Kardioznacznik:** spółka realizuje badanie kliniczne III fazy na terenie PL i rozpoczęła procedurę doradczą z FDA. Szacujemy opcję rozpoczęcia badania a terenie USA w 2H23.

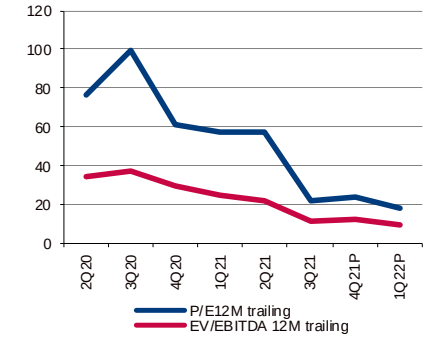
Wycena: zwiększamy naszą wycenę SNT z 74,8 PLN/akcję do 91,7 PLN/akcję, uwzględniając silną dynamikę sprzedaży systemów da Vinci w 2023r. oraz opcję rozszerzenia refundacji zabiegów chirurgicznych da Vinci na rynku PLN. Wycena SNT uwzględnia: 1) wycenę segmentu sprzedaży sprzętu medycznego i radiofarmaceutyków: 74 PLN/akcję oraz 2) wycenę projektu kardioznacznika: 17,7 PLN/akcję.

- Nie spodziewamy się zdarzeń jednorazowych w kwartale.
- Oczekujemy pozytywnej reakcji rynku na wyniki.

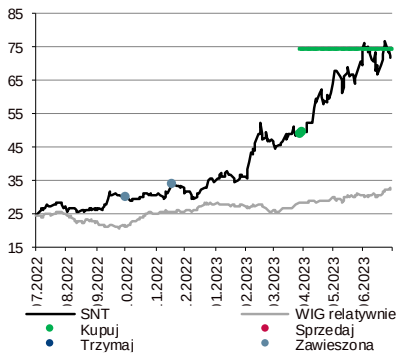
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SNT
Sektor			Ochrona zdrowia
Kurs (PLN)			72,6
52 tyg. min/max (PLN)			23,45 / 77,8
Liczba akcji (mln szt.)			8,5
Kapitalizacja (mln PLN)			619
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,90
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-4,0%	44,2%	195,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	20.04.2023	75
Kupuj	17.04.2023	75
Zawieszona	07.12.2022	
Zawieszona	20.10.2022	
Zawieszona	20.07.2022	
Zawieszona	20.04.2022	
Zawieszona	10.12.2021	
Zawieszona	20.10.2021	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SNT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	16	52	35	37	36	58	144	66	101	182%	53%
EBITDA	2	6	4	10	6	9	28	7	16	192%	138%
EBIT	-1	4	2	7	2	6	25	3	12	440%	271%
Zysk netto	0	3	2	6	0	3	19	4	9	2547%	128%
P/E12M trailing	76,7	76,9	99,2	60,9	56,9	57,8	22,1	23,7	17,7		
EV/EBITDA 12M trailing	34,4	34,2	37,6	29,6	25,0	22,2	11,4	12,3	9,7		
zmiana przychodów r./r.	-29%	82%	4%	38%	127%	13%	306%	76%	182%		
marża EBITDA	10,1%	10,8%	11,8%	27,9%	15,6%	15,3%	19,5%	10,4%	16,2%		
marża EBIT	-	6,9%	5,9%	19,9%	6,1%	9,6%	17,1%	4,8%	11,7%		
marża netto	-	5,5%	5,0%	15,9%	1,0%	4,6%	13,3%	6,1%	9,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	122	130	275	338	353	366
EBITDA	20	16	53	53	53	72
EBIT	13	8	40	38	43	64
Zysk netto	10	6	28	31	35	52
EPS (PLN)	1,16	0,7	3,3	3,7	4,1	6,1
DPS (PLN)	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
P/E (x)	62,3	99,2	22,1	19,8	17,7	11,9
EV/EBITDA (x)	31,1	37,6	11,4	11,3	11,1	7,6
P/BV (x)	7,8	7,5	5,8	4,7	3,8	3,0
DY (%)	0,5%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	71,0	100%	57,0	100%	25%
rNPV	17,7	100%	17,7	100%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	338	305	11%	353	324	9%	366	337	8%
EBITDA	53	50	5%	53	51	4%	72	70	3%
EBIT	38	34	12%	43	36	19%	64	57	13%
Zysk netto	31	25	25%	35	27	29%	52	44	19%
P/E (x)	19,8	24,8		17,7	22,9		11,9	14,1	
EV/EBITDA (x)	11,3	11,9		11,1	11,5		7,6	7,8	
P/BV (x)	4,7			3,8			3,0		
DY (%)	0,8%			0,8%			0,8%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	99,2	22,1	19,8	17,7	11,9
P/E skor. (x)	47,5	16,0	12,3	10,9	10,5
P/BV (x)	7,5	5,8	4,7	3,8	3,0
EV/EBITDA (x)	37,6	11,4	11,3	11,1	7,6
EV/EBITDA skor. (x)	26,5	9,5	8,3	7,8	6,9
EV/Sprzedaż (x)	4,7	2,2	1,8	1,7	1,5
FCF Yield (%)	3,5%	1,4%	3,3%	1,9%	8,3%
DY (%)	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,7	3,3	3,7	4,1	6,1
EPS skor. (PLN)	1,5	4,5	5,9	6,7	6,9
DPS (PLN)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
BVPS (PLN)	9,7	12,5	15,6	19,0	24,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	23,1%	11,3%	11,5%	10,3%	10,5%
marża EBITDA skor. (%)	17,7%	23,1%	21,2%	21,2%	21,7%
marża EBIT (%)	6,1%	14,5%	11,3%	12,2%	17,6%
marża netto skor. (%)	4,8%	10,2%	9,3%	9,9%	14,3%
ROE (%)	16,1%	41,0%	42,0%	38,6%	31,9%
ROA (%)	4,0%	14,0%	13,4%	14,4%	19,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	6,8%	3,3%	1,5%	1,6%	1,9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,1	0,7	0,3	0,6	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto/EBITDA (x)	-0,7	-0,3	-0,5	-0,6	-1,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	-17	4	23	37	50
Cykl rotacji zapasów (dni)	32	20	27	35	37
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	52	52	54	52	56
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	101	68	58	50	43

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**122**	**130**	**275**	**338**	**353**	**366**
Przychody Sprzęt diagnostyczny i IT	96	101	247	301	320	330
Przychody Produkcja radiofarmaceutyków	**27**	**30**	**31**	**39**	**36**	**38**
Eliminacje	-1	-1	-3	-2	-3	-3
Koszty działalności operacyjnej	-109	-122	-235	-300	-310	-301
Centrum B+R	-5	-7	-11	-19	-22	-7
Zysk brutto na sprzedaży	13	8	40	38	43	64
EBITDA	**20**	**16**	**53**	**53**	**53**	**72**
EBITDA skor.	**25**	**23**	**64**	**71**	**75**	**79**
Amortyzacja	7	8	13	14	10	8
EBIT	**13**	**8**	**40**	**38**	**43**	**64**
Wynik na działalności finansowej	-1	0	-5	-1	0	0
Zysk brutto	**12**	**8**	**34**	**38**	**43**	**64**
Podatek dochodowy	2	1	6	7	8	12
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**10**	**6**	**28**	**31**	**35**	**52**
Zysk netto skor.	**15**	**13**	**39**	**50**	**57**	**59**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**93**	**92**	**127**	**117**	**112**	**111**
Aktywa obrotowe	**50**	**74**	**107**	**116**	**139**	**176**
Zapasy	6	16	15	35	33	41
Należności handlowe	19	18	60	41	60	53
Gotówka	23	33	29	36	42	77
Aktywa	**142**	**166**	**234**	**233**	**251**	**288**
Kapitał własny	**80**	**82**	**107**	**133**	**162**	**209**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**28**	**27**	**41**	**29**	**19**	**17**
Zobowiązania oprocentowane	14	14	9	5	5	3
Zobowiązania krótkoterminowe	**34**	**56**	**87**	**71**	**70**	**61**
Zobowiązania oprocentowane	5	7	6	5	5	2
Zobowiązania handlowe	26	46	56	51	46	41
Pasywa	**142**	**166**	**234**	**233**	**251**	**288**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**10**	**30**	**17**	**24**	**17**	**52**
Zysk przed opodatkowaniem	12	8	34	32	35	52
Amortyzacja	7	8	13	14	10	8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-3**	**-9**	**-4**	**3**	**4**	**3**
CAPEX	-5	-9	-9	-5	-6	-7
Przepływy z działalności finansowej	**-3**	**-11**	**-16**	**-21**	**-15**	**-20**
Dywidenda	-3	-4	-4	-5	-5	-5
Przepływy pieniężne netto	4	10	-4	7	6	35
Środki pieniężne na początek okresu	18	23	33	29	36	42
Środki pieniężne na koniec okresu	23	33	29	36	42	77

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl

Konsument

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
KONSUMENT																					
FMCG																					
Dino Polska	6 616	4 887	35%	5 544	19%	599,3	450,6	33%	458,2	31%	511,5	377,7	35%	375,7	36%	378,4	273,1	39%	270,7	40%	**17.08.2023**
Eurocash	8 626	7 839	10%	7 588	14%	262,9	256,3	3%	165,5	59%	113,7	104,5	9%	14,2	703%	53,4	17,3	209%	-51,6	-	**29.08.2023**
Jeronimo Martins	7 816	6 371	23%	6 804	15%	563,2	480,0	17%	446,0	26%	355,2	273,0	30%	233,0	52%	211,4	174,0	21%	140,0	51%	**26.07.2023**
Pepco Group	1 416	1 210	17%	1 184	20%	212,9	181,7	17%	124,5	71%	99,9	83,7	19%	15,5	543%	65,2	53,2	22%	0,6	11299%	**12.10.2023**
Tekstylia																					
Answear.com	284	198	44%	271	5%	15,9	16,7	-5%	15,3	4%	12,7	13,1	-3%	11,8	8%	8,8	7,2	22%	3,4	157%	**26.09.2023**
CCC	b.d.	2 377	-	2 064	-	b.d.	179,0	-	88,5	-	b.d.	31,3	-	-67,0	-	b.d.	-54,1	-	-152,0	-	**25.10.2023**
CDRL	81	91	-10%	90	-9%	5,4	11,4	-53%	-0,6	-	1,3	6,9	-82%	-5,0	-	-1,3	11,1	-	-6,7	-	**08.09.2023**
LPP	5 559	4 341	11%	3 639	33%	884,6	667,1	33%	121,6	61%	554,0	395,3	40%	1 045,1	140%	410,8	537,5	-24%	506,5	267%	**18.10.2023**
VRG	335	342	-2%	267	25%	75,0	86,8	-14%	35,3	112%	47,6	59,9	-21%	4,7	907%	44,1	39,1	13%	3,2	1268%	**24.08.2023**
Wittchen	111	87	27%	96	15%	26,3	23,7	11%	19,5	35%	19,7	17,5	13%	12,5	58%	17,2	11,1	55%	10,1	71%	**21.09.2023**
Dystrybutorzy IT																					
Asbis	674	516	31%	722	-7%	20,9	20,8	1%	30,6	-32%	19,5	19,5	0%	28,7	-32%	9,7	11,1	-13%	17,4	-44%	**10.08.2023**
AB	2 925	3 198	-9%	3 541	-17%	54,4	60,8	-11%	67,6	-20%	48,3	55,6	-13%	61,3	-21%	27,4	40,4	-32%	31,9	-14%	**22.08.2023**
Dystrybutorzy automotive																					
Auto Partner	938	707	33%	837	12%	91,5	77,9	18%	72,0	27%	82,8	69,9	18%	62,0	34%	64,6	52,4	23%	43,0	50%	**14.09.2023**
Inter Cars	4 560	3 751	22%	4 189	9%	367,0	319,2	15%	338,1	9%	320,6	283,9	13%	293,6	9%	232,8	209,1	11%	201,9	15%	**07.09.2023**
Oponeo	497	416	20%	292	70%	30,6	20,9	47%	-0,3	-	24,6	15,4	60%	-5,8	-	20,2	7,4	172%	-3,2	-	**17.08.2023**
Pozostałe																					
Allegro.eu	2 444	2 210	11%	2 322	5%	532,7	484,1	10%	530,9	0%	257,0	209,0	23%	250,6	3%	165,7	-63,5	-	157,0	5%	**28.09.2023**
Amrest	635	606	5%	621	2%	90,7	100,8	-10%	79,8	14%	29,2	-13,8	-	17,0	72%	17,2	-35,6	-	1,7	910%	**-**
Benefit Systems	705	460	53%	625	13%	182,0	107,2	70%	129,1	41%	118,8	50,3	136%	65,7	81%	109,5	32,0	242%	52,4	109%	**16.08.2023**
Dadelo	71	41	71%	29	146%	4,1	3,0	37%	-0,3	-	3,0	2,4	24%	-0,9	-	2,4	2,0	20%	-1,0	-	**17.08.2023**
Neuca	2 993	2 655	13%	3 002	0%	86,5	96,6	-10%	97,7	-12%	58,3	73,6	-21%	69,9	-17%	45,0	40,9	10%	51,5	-13%	**29.08.2023**
Rainbow Tours	761	505	51%	556	37%	49,4	1,4	3328%	30,6	62%	42,2	-5,2	-	24,3	74%	33,5	-5,3	-	19,8	69%	**29.09.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
KONSUMENT																				
FMCG																				
Dino Polska	474,0	46 471	26 695	33 678	40 692	2 443	3 285	4 074	1 564	2 241	2 881	29,7	20,7	16,1	19,4	14,0	10,9	0,0%	0,0%	0,0%
Eurocash	17,7	2 469	34 706	36 787	38 460	1 050	1 167	1 302	146	209	307	16,9	11,8	8,1	5,1	4,5	4,0	2,2%	4,7%	6,8%
Jeronimo Martins	26,4	16 639	30 750	34 426	36 861	2 145	2 672	2 932	762	1 122	1 259	21,8	14,8	13,2	8,3	6,5	5,8	3,3%	3,4%	3,6%
Pepco Group	35,5	4 250	6 194	7 033	7 850	845	1 018	1 144	253	299	312	16,8	14,2	13,6	7,0	5,9	5,3	0,0%	0,0%	0,4%
Tekstylia																				
Answear.com	36,6	653	1 361	1 731	2 032	73	94	109	28	43	55	23,4	15,0	11,8	11,2	9,2	7,7	0,0%	0,0%	0,0%
CCC	44,3	2 432	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CDRL	17,4	105	389	-	-	16	-	-	-4	-	-	-	-	-	15,3	-	-	5,8%	-	-
LPP	14 420,0	26 752	18 357	22 162	26 044	3 241	4 030	4 610	1 370	1 900	2 243	19,5	14,1	11,9	9,5	7,5	6,3	3,0%	3,8%	3,2%
VRG	3,6	844	1 357	1 476	1 583	244	263	278	106	104	118	8,0	8,1	7,2	4,5	4,1	3,7	5,6%	6,2%	6,3%
Wittchen	36,1	655	512	614	686	127	142	153	80	89	95	8,2	7,4	6,9	5,6	5,1	4,7	9,2%	4,8%	6,7%
Dystrybutorzy IT																				
Asbis	29,7	1 648	3 105	3 492	3 738	118	126	131	67	75	79	24,6	22,1	20,8	14,1	12,9	12,0	1,6%	1,8%	1,9%
AB	61,4	994	15 056	16 007	16 801	295	276	270	157	183	176	6,3	5,4	5,7	4,8	4,6	4,5	2,0%	2,4%	3,7%
Dystrybutorzy automotive																				
Auto Partner	21,9	2 861	3 661	4 591	5 523	342	412	472	221	284	332	13,0	10,1	8,6	9,8	8,3	7,4	1,8%	2,3%	3,0%
Inter Cars	622,0	8 813	18 858	22 202	25 318	1 477	1 672	1 818	910	1 047	1 167	9,7	8,4	7,6	7,6	6,8	6,3	0,4%	1,0%	1,8%
Oponeo	44,8	624	1 898	2 138	2 303	80	89	94	45	46	54	13,7	13,6	11,6	7,6	7,0	6,5	2,6%	2,9%	2,9%
Pozostałe																				
Allegro.eu	32,5	34 349	10 988	12 968	14 827	2 493	3 175	3 789	890	1 514	2 102	38,6	22,7	16,3	15,8	11,9	9,4	0,0%	0,0%	0,0%
Amrest	26,1	1 197	2 603	2 987	3 379	362	427	467	52	86	125	23,1	13,9	9,6	6,5	5,4	4,7	0,0%	0,0%	0,5%
Benefit Systems	1 700,0	4 987	2 753	3 319	3 767	718	771	859	300	363	416	16,6	13,8	12,0	8,1	7,6	6,8	2,1%	4,2%	5,1%
Dadelo	15,6	182	185	252	331	6	14	18	2	7	10	104,2	27,6	18,2	30,7	15,0	11,8	0,2%	0,4%	1,5%
Neuca	796,0	3 518	12 381	13 466	14 357	349	396	433	170	191	222	20,7	18,5	15,8	10,9	9,2	8,3	1,6%	1,8%	4,6%
Rainbow Tours	43,9	639	3 242	3 545	3 869	189	143	148	127	88	91	5,0	7,3	7,0	3,6	5,1	4,8	11,0%	8,3%	8,5%

Eurocash

Porównywalna EBITDA r/r dzięki upraszczaniu struktury organizacyjnej w hurcie

Zawieszona
(Poprzednia: Zawieszona)

Raport za II kw.'23
29.08.2023

Cena bieżąca: 17,74 PLN

 # Tempo wzrostu cen nieco spowolniło względem 1Q, ale spadek wolumenów na całym rynku najbardziej odbija się wciąż na „małym formacie". (1) Zgodnie z danymi GUS sprzedaż żywności i używek w ujęciu wolumenowym w 2Q była niższa o 5% r/r. **(2)** Najbardziej dotyka to kanału tradycyjnego. W dalszym ciągu obroty w małym formacie prezentują się gorzej niż w większych sklepach (w 2Q +6,5% r/r vs. +11% r/r w supermarketach).

 # Dynamika sprzedaży w sklepach małoformatowych do 300m2 w 2Q'23

	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23
Mały format* sprzedaż r/r	7,9%	7,8%	17,5%	11,6%	13,8%	13,3%	9,3%	14,3%	12,2%	8,7%	7,2%	6,5%	5,8%
Liczba transakcji r/r	-1,4%	-3,0%	6,4%	-1,5%	2,2%	1,4%	-1,6%	5,0%	1,4%	-4,0%	-3,7%	-6,0%	-6,0%
Średnia wartość koszyka (PLN)	19,42	20,19	20,11	20,20	20,80	21,57	24,17	21,94	22,56	22,21	23,16	21,48	21,87
Zmiana wartości koszyka r/r	9,5%	11,1%	10,6%	13,4%	11,3%	11,4%	10,2%	9,0%	11,1%	13,7%	11,5%	11,6%	12,6%
Supermarkety** sprzedaż r/r	8,6%	9,8%	b.d.	16,4%	15,5%	18,0%	17,4%	21,1%	22,7%	20,2%	4,0%	13,0%	15,1%
CPI - żywność i napoje bezalk. r/r	14,2%	15,3%	16,1%	19,3%	22,0%	22,3%	21,5%	20,6%	24,0%	24,0%	19,7%	18,9%	17,8%
CPI - używki r/r	7,0%	7,7%	8,3%	9,0%	9,9%	10,3%	10,4%	9,8%	11,1%	12,0%	12,4%	12,5%	12,4%

Źródło: PIH, CMR Panel, Trigon DM **Sklepy małoformatowe obejmują sklepy spożywcze do 300 m2 oraz specjalistyczne sklepy alkoholowe **Sklepy 301-2500 m2 z wyłączeniem dyskontów*

 # Szacunki 2Q'23: Sprzedaż. (1) Hurt. W C&C oczekujemy 4% LFL, dynamice nie sprzyja baza i inflacja żywności, która ciąży wolumenom. Szybciej powinna rosnąć sprzedaż na platformie eurocash.pl, z której korzystają większe sklepy oraz sprzedaż papierosów i produktów impulsowych (dalszy wzrost udziałów w rynku, wzrost używek w mix sprzedaży będzie wpływał na erozję globalnej MBNS). Łączna sprzedaż w hurcie będzie naszym zdaniem wyższa o 11% r/r vs. 18% w 1Q. **(2) Detal.** W DC sklepy własne/franczyzowe oczekujemy 6%/8% LFL. **(3) Frisco & Duży Ben.** We Frisco.pl. oczekujemy 115mln PLN przychodów (+20% r/r), natomiast w Duży Ben 105mln PLN (+50% r/r). **EBITDA**. W hurcie, dzięki dalszym działaniom optymalizacji kosztów, zakładamy porównywalną marżę EBITDA r/r (235mln PLN EBITDA, +12% r/r). W detalu słabe wolumeny przełożą się naszym zdaniem na erozja marży EBITDA (-0,8p.p. r/r, 70mln PLN EBITDA, -20% r/r), a segment projekty utrzyma naszym zdaniem porównywalną stratę EBITDA r/r (28mln PLN).

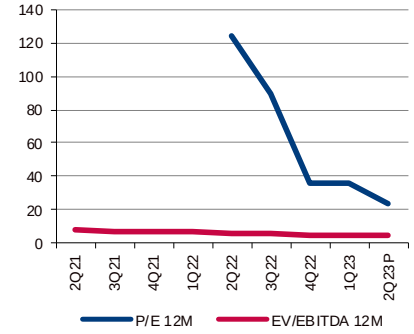
 # Działania restrukturyzacyjne. **(1)** Obecnie Grupa zaopatruje >57tys. sklepów, w 3 jednostkach biznesowych. **(2)** W tym roku planowana jest integracja Eurocash Dystrybucja oraz Eurocash Cash & Carry, w kolejnym etapie do struktury zostanie dołączony Eurocash Serwis. **(3)** Wśród korzyści integracji wymieniane są synergie kosztowe na poziomie logistyki, szersza oferta dla klientów i łatwiejszy dostęp do zaopatrzenia (możliwość skorzystania z trzech kanałów dystrybucji równolegle).

DANE SPÓŁKI	
Ticker	EUR
Sektor	Sektor FMCG
Kurs (PLN)	17,7
52 tyg. min/max (PLN)	10,7 / 19,6
Liczba akcji (mln szt.)	139,2
Kapitalizacja (mln PLN)	2469
S&P Global ESG Scores	61
Śr. obroty 3M (mln PLN)	3,47

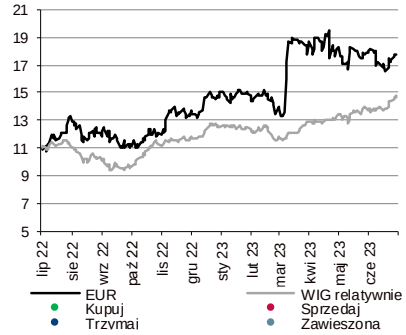
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,6%	-5,1%	61,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Zawieszona	24.04.2022	
Zawieszona	12.12.2022	
Zawieszona	24.10.2022	
Zawieszona	21.07.2022	
Zawieszona	22.04.2022	
Zawieszona	09.12.2021	
Zawieszona	21.10.2021	
Zawieszona	20.07.2021	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES EUR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	6551	7030	6889	6528	7839	8242	8223	7588	8626	10%	14%
EBITDA	87	236	270	151	256	285	308	165	263	3%	59%
EBIT	-58	94	95	2	104	132	166	14	114	9%	703%
Zysk netto	-97	27	27	-52	17	35	68	-52	53	209%	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	124,4	89,4	35,7	35,7	23,4		
EV/EBITDA 12M trailing	7,7	7,5	7,6	7,6	6,0	5,6	5,2	5,2	5,0		
zmiana przychodów r./r.	6%	0%	10%	12%	20%	17%	19%	16%	10%		
marża EBITDA	1,3%	3,4%	3,9%	2,3%	3,3%	3,5%	3,7%	2,2%	3,0%		
marża EBIT	-	1,3%	1,4%	0,0%	1,3%	1,6%	2,0%	0,2%	1,3%		
marża netto	-	0,4%	0,4%	-	0,2%	0,4%	0,8%	-	0,6%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	25 411	26 281	30 832	34 706	36 787	38 460
EBITDA	785	708	1 000	1 050	1 167	1 302
EBIT	232	98	404	445	539	651
Zysk netto	43	-114	69	146	209	307
EPS (PLN)	0,31	-0,8	0,5	1,1	1,5	2,2
DPS (PLN)	0,0	0,5	0,1	0,4	0,8	1,2
P/E (x)	57,3	-	35,7	16,9	11,8	8,1
EV/EBITDA (x)	6,5	7,6	5,2	5,1	4,5	4,0
P/BV (x)	3,5	3,5	3,5	3,1	2,8	2,4
DY (%)	0,1%	3,1%	0,4%	2,2%	4,7%	6,8%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	34706	35205	-1%	36787	37224	-1%	38460	38797	-1%
EBITDA	1 050	1 100	-5%	1 167	1 204	-3%	1 302	1 340	-3%
EBIT	445	496	-10%	539	576	-6%	651	690	-6%
Zysk netto	146	197	-26%	209	226	-8%	307	327	-6%
P/E (x)	16,9	12,5		11,8	10,9		8,1	7,5	
EV/EBITDA (x)	5,1	2,7		4,5	2,3		4,0	2,0	
P/BV (x)	3,1			2,8			2,4		
DY (%)	2,2%			4,7%			6,8%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	35,7	16,9	11,8	8,1
P/E skor. (x)	-	35,7	16,9	11,8	8,1
P/BV (x)	3,5	3,5	3,1	2,8	2,4
EV/EBITDA (x)	7,6	5,2	5,1	4,5	4,0
EV/EBITDA skor. (x)	7,6	5,2	5,1	4,5	4,0
EV/Sprzedaż (x)	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
FCF Yield (%)	-2,2%	0,7%	9,5%	12,1%	19,2%
DY (%)	3,1%	0,4%	2,2%	4,7%	6,8%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-0,8	0,5	1,1	1,5	2,2
EPS skor. (PLN)	-0,8	0,5	1,1	1,5	2,2
DPS (PLN)	0,5	0,1	0,4	0,8	1,2
BVPS (PLN)	5,0	5,1	5,8	6,4	7,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	13,0%	13,7%	13,6%	13,9%	14,1%
marża EBITDA skor. (%)	2,7%	3,2%	3,0%	3,2%	3,4%
marża EBIT (%)	0,4%	1,3%	1,3%	1,5%	1,7%
marża netto skor. (%)	-0,4%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%
ROE (%)	-13,5%	9,8%	19,3%	24,7%	31,8%
ROA (%)	-1,4%	0,8%	1,6%	2,2%	3,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,0%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dług netto/EBITDA (x)	4,1	2,7	2,7	2,4	2,1
Dług netto/EBITDA skor. (x)	4,1	2,7	2,7	2,4	2,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	-14	-12	-11	-11	-11
Cykl rotacji zapasów (dni)	20	19	18	19	18
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	18	16	16	16	16
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	53	47	45	45	45

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**25 411**	**26 281**	**30 832**	**34 706**	**36 787**	**38 460**
Koszty wytworzenia	22 063	22 872	26 599	29 970	31 657	33 019
Zysk brutto ze sprzedaży	**3 348**	**3 409**	**4 233**	**4 736**	**5 130**	**5 441**
Koszty ogólnego zarządu	424	451	508	570	633	689
Koszty sprzedaży	2 741	2 878	3 348	3 723	3 964	4 106
Zysk ze sprzedaży	183	80	376	443	532	645
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	49	17	27	2	2	2
EBITDA	**785**	**708**	**1 000**	**1 050**	**1 167**	**1 302**
EBITDA skor.	**804**	**708**	**1 000**	**1 050**	**1 167**	**1 302**
Amortyzacja	554	611	597	604	628	650
EBIT	**232**	**98**	**404**	**445**	**539**	**651**
Wynik na działalności finansowej	-143	-98	-221	-210	-237	-224
Zysk brutto	**89**	**-1**	**182**	**235**	**302**	**427**
Podatek dochodowy	40	98	91	60	62	88
Zysk mniejszości	6	14	22	29	31	33
Zysk netto	**43**	**-114**	**69**	**146**	**209**	**307**
Zysk netto skor.	**53**	**-114**	**69**	**146**	**209**	**307**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**5 088**	**5 268**	**5 186**	**5 438**	**5 579**	**5 700**
Aktywa obrotowe	**2 978**	**3 220**	**3 484**	**3 874**	**4 162**	**4 396**
Zapasy	1 363	1 536	1 636	1 843	1 904	1 941
Należności handlowe	1 309	1 332	1 446	1 581	1 625	1 646
Gotówka	117	121	178	227	410	585
Aktywa	**8 066**	**8 487**	**8 670**	**9 312**	**9 742**	**10 095**
Kapitał własny	**984**	**699**	**710**	**801**	**893**	**1 033**
Kapitały mniejszości	**68**	**87**	**89**	**89**	**89**	**89**
Zobowiązania długoterminowe	**2 137**	**2 493**	**2 058**	**2 279**	**2 408**	**2 511**
Zobowiązania oprocentowane	595	706	300	282	282	282
Zobowiązania krótkoterminowe	**4 944**	**5 207**	**5 813**	**6 143**	**6 352**	**6 463**
Zobowiązania oprocentowane	259	240	519	488	488	488
Zobowiązania handlowe	3 720	3 854	4 114	4 475	4 683	4 795
Pasywa	**8 066**	**8 487**	**8 670**	**9 312**	**9 742**	**10 095**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**555**	**638**	**889**	**1 012**	**1 178**	**1 234**
Zysk (strata) brutto	108	-1	183	235	302	427
Amortyzacja	554	611	597	604	628	650
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-230**	**-227**	**-190**	**-242**	**-250**	**-262**
CAPEX	-317	-273	-219	-242	-250	-262
Przepływy z działalności finansowej	**-285**	**-408**	**-641**	**-722**	**-745**	**-797**
Dywidenda	-3	-76	-11	-55	-117	-167
Przepływy pieniężne netto	40	3	57	49	183	175
Środki pieniężne na początek okresu	147	117	121	178	227	410
Środki pieniężne na koniec okresu	116	121	178	227	410	585

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Jeronimo Martins

Bez rekomendacji

Absorpcja wzrostu cen u dostawców wspiera LFL, ale ciąży rentowności

 # Tempo wzrostu cen nieco spowolniło względem 1Q, utrzymuje się zbliżony jak w 1Q spadek wolumenów na całym rynku (-5% r/r), korzystne warunki dla dalszego wzrostu udziałów rynkowych dyskontów. W 2Q tempo wzrostu cen żywności r/r spowolniło do 18,8% vs. 22,9% w 1Q, jednocześnie w ujęciu k/k wzrosły o 3%. W przypadku używek ceny rosły w tempie 12,4% r/r oraz 4% kw/kw. Efekt zeszłorocznej bazy (dodatkowy popyt związany z wybuchem wojny w Ukrainie, zerowy VAT na część żywności wspierający wolumeny w '22), down-trading, a dla większych formatów również kalendarz ŚW (9.04 vs. 17.04 przed rokiem) będą negatywnie oddziaływać na dynamikę LFL w 2Q.

 # Szacunki 2Q'23: Biedronka: W 2Q oczekujemy 21% LFL, dynamika sprzedaży w EUR będzie dodatkowo wspierana umocnieniem złotego. Zakładamy dalszą erozję MBNS, ale niższą niż w poprzednich kwartałach (-0,3p.p. r/r), co będzie odzwierciedlać mniejszą absorpcję wzrostu cen producentów. Ponadto zakładamy lekką erozję marży EBITDA r/r (480mln EUR, +19% r/r). **ARA:** W 2Q oczekujemy 6% LFL, który przełoży się na 42% wzrost sprzedaży sieci r/r oraz 16mln EUR EBITDA (+15% r/r). **#Pozostałe segmenty:** W pozostałych biznesach Portugalia oraz Hebe oczekujemy odpowiednio 80 i 6mln EUR EBITDA.

 # LFL: inflacja koszyka vs. wolumen

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23E
Inflation | food (y/y)	7,7%	6,5%	3,2%	2,1%	0,6%	1,1%	3,8%	6,7%	8,7%	13,4%	17,4%	21,9%	22,9%	18,8%
Inflation | alcohol and tobacco (y/y)	3,6%	4,7%	4,7%	4,5%	2,5%	2,1%	1,8%	1,2%	4,6%	6,5%	8,4%	10,2%	11,0%	12,4%
Inflacja non-food (TDM)	7,7%	6,5%	3,2%	2,1%	0,6%	1,1%	3,8%	6,0%	7,0%	7,5%	8,0%	8,0%	9,0%	9,0%
Volumes in food according to CSO (y/y)	1,7%	-9,2%	-0,9%	-1,4%	-1,0%	4,5%	0,3%	2,2%	3,5%	10,1%	6,9%	3,0%	-4,0%	-4,7%
JMT (Biedronka) | LFL	11,1%	4,8%	6,0%	6,9%	6,5%	8,8%	8,1%	9,8%	12,2%	22,5%	23,3%	23,4%	24,5%	21,0%
Basket inflation	6,9%	6,2%	3,5%	2,6%	1,0%	1,3%	3,4%	5,6%	7,7%	11,2%	14,4%	17,7%	18,7%	16,2%
Volumes	**3,9%**	**-1,3%**	**2,4%**	**4,2%**	**5,5%**	**7,4%**	**4,5%**	**4,0%**	**4,2%**	**10,1%**	**7,8%**	**4,8%**	**4,9%**	**4,1%**
DNP | LFL	20,3%	7,8%	12,4%	11,4%	7,0%	11,7%	10,6%	19,1%	20,4%	29,8%	33,2%	28,9%	27,2%	22,0%
Basket inflation	7,0%	6,4%	4,1%	3,3%	1,9%	2,2%	4,0%	5,9%	7,9%	11,5%	14,6%	18,8%	19,8%	17,2%
Volumes	**12,4%**	**1,3%**	**8,0%**	**7,8%**	**5,0%**	**9,3%**	**6,4%**	**12,5%**	**11,6%**	**16,4%**	**16,2%**	**8,5%**	**6,2%**	**4,1%**
Carrefour (Polska) | LFL	8,8%	-4,2%	-1,4%	-4,2%	-2,3%	7,1%	0,9%	5,7%	5,5%	15,0%	18,5%	9,6%	6,1%	-
Basket inflation	6,0%	5,4%	3,1%	2,3%	0,9%	1,2%	3,0%	4,9%	6,9%	10,5%	13,6%	18,1%	19,1%	-
Volumes	2,6%	-9,1%	-4,4%	-6,4%	-3,2%	5,9%	-2,0%	0,8%	-1,3%	4,1%	4,3%	-7,2%	-10,9%	-
EUR (C&C) | LFL	8,5%	0,3%	0,4%	-1,6%	-12,6%	-8,4%	-4,8%	5,1%	13,7%	16,4%	16,8%	13,2%	6,0%	4,0%
Basket inflation	6,4%	5,9%	3,7%	2,8%	1,2%	1,4%	3,2%	5,0%	7,3%	10,9%	14,1%	17,5%	18,4%	16,3%
Volumes	**2,0%**	**-5,3%**	**-3,1%**	**-4,3%**	**-13,6%**	**-9,7%**	**-7,7%**	**0,1%**	**5,9%**	**5,0%**	**2,4%**	**-3,6%**	**-10,5%**	**-10,6%**
EUR (DC) | LFL	11,3%	1,1%	1,8%	0,4%	-4,0%	1,5%	2,8%	6,5%	6,6%	14,2%	14,9%	12,4%	10,0%	7,0%
Basket inflation	6,8%	6,1%	3,5%	2,7%	1,0%	1,3%	3,3%	5,4%	7,6%	11,3%	14,5%	18,0%	19,0%	16,5%
Volumes	**4,3%**	**-4,7%**	**-1,7%**	**-2,2%**	**-5,0%**	**0,2%**	**-0,5%**	**1,1%**	**-0,9%**	**2,6%**	**0,3%**	**-4,8%**	**-7,5%**	**-8,1%**

Źródło: szacunki Trigon DM, modelowa struktura koszyka składającego się z żywności, używek i towarów non-food w różnych proporcjach w zależności od sieci

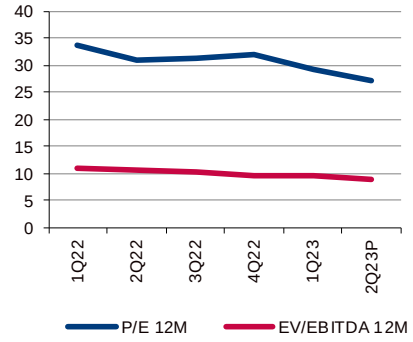
Raport za II kw.'23
26.07.2023

Cena bieżąca: 26,44 EUR

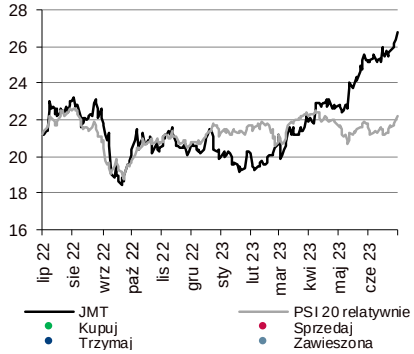
DANE SPÓŁKI			
Ticker	JMT PL		
Sektor	Sektor FMCG		
Kurs (EUR)	26,4		
52 tyg. min/max (EUR)	16,3 / 22,2		
Liczba akcji (mln szt.)	629,3		
Kapitalizacja (mln EUR)	16639		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln EUR)	17,65		
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	13,5%	3,6%	26,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES JMT PL NA TLE PSI 20



mln EUR	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	5116	5304	5683	5513	6371	6509	6992	6804	7816	23%	15%
EBITDA	393	429	441	372	480	496	506	446	563	17%	26%
EBIT	204	242	226	168	273	270	266	233	355	30%	52%
Zysk netto	127	135	143	88	174	126	131	140	211	21%	51%
P/E12M trailing	42,3	40,3	35,9	33,8	30,8	31,3	32,0	29,1	27,3		
EV/EBITDA 12M trailing	12,2	12,0	11,6	11,1	10,7	10,2	9,7	9,5	9,1		
zmiana przychodów r./r.	11%	9%	12%	15%	25%	23%	23%	23%	23%		
marża EBITDA	7,7%	8,1%	7,8%	6,7%	7,5%	7,6%	7,2%	6,6%	7,2%		
marża EBIT	4,0%	4,6%	4,0%	3,0%	4,3%	4,1%	3,8%	3,4%	4,5%		
marża netto	2,5%	2,5%	2,5%	1,6%	2,7%	1,9%	1,9%	2,1%	2,7%		

mln EUR	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	19 293	20 889	25 385	30 750	34 426	36 861
EBITDA	1 372	1 550	1 758	2 145	2 672	2 932
EBIT	638	805	976	1 309	1 746	1 930
Zysk netto	311	463	590	762	1 122	1 259
EPS (EUR)	0,49	0,7	0,9	1,2	1,8	2,0
DPS (EUR)	0,4	0,3	0,8	0,9	0,9	1,0
P/E (x)	53,5	35,9	28,2	21,8	14,8	13,2
EV/EBITDA (x)	13,4	11,6	10,2	8,3	6,5	5,8
P/BV (x)	6,4	6,6	6,4	5,9	5,0	4,1
DY (%)	1,4%	1,2%	3,1%	3,3%	3,4%	3,6%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln EUR	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	30750	30195	2%	34426	32326	6%	36861	34190	8%
EBITDA	2 145	2 060	4%	2 672	2 221	20%	2 932	2 330	26%
EBIT	1 309	1 207	8%	1 746	1 318	32%	1 930	1 382	40%
Zysk netto	762	685	11%	1 122	785	43%	1 259	829	52%
P/E (x)	21,8	24,3		14,8	21,2		13,2	20,1	
EV/EBITDA (x)	8,3	8,1		6,5	7,5		5,8	7,1	
P/BV (x)	5,9			5,0			4,1		
DY (%)	3,3%			3,4%			3,6%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	35,9	28,2	21,8	14,8	13,2
P/E skor. (x)	35,9	28,2	21,8	14,8	13,2
P/BV (x)	6,6	6,4	5,9	5,0	4,1
EV/EBITDA (x)	11,6	10,2	8,3	6,5	5,8
EV/EBITDA skor. (x)	11,6	10,2	8,3	6,5	5,8
EV/Sprzedaż (x)	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
FCF Yield (%)	3,2%	4,7%	6,1%	7,0%	5,3%
DY (%)	1,2%	3,1%	3,3%	3,4%	3,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,7	0,9	1,2	1,8	2,0
EPS skor. (PLN)	0,7	0,9	1,2	1,8	2,0
DPS (PLN)	0,3	0,8	0,9	0,9	1,0
BVPS (PLN)	4,0	4,1	4,5	5,3	6,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	21,5%	21,0%	20,8%	20,9%	20,9%
marża EBITDA skor. (%)	7,4%	6,9%	7,0%	7,8%	8,0%
marża EBIT (%)	3,9%	3,8%	4,3%	5,1%	5,2%
marża netto skor. (%)	2,2%	2,3%	2,5%	3,3%	3,4%
ROE (%)	19,3%	23,1%	28,3%	36,4%	34,2%
ROA (%)	4,7%	5,3%	6,1%	8,1%	8,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,8%	3,5%	3,8%	3,2%	3,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	1,1	1,4	1,2	1,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	0,8	0,5	0,3	0,1
Dług netto/EBITDA skor. (x)	0,9	0,8	0,5	0,3	0,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	-69	-65	-63	-64	-64
Cykl rotacji zapasów (dni)	23	24	25	26	26
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	8	8	8	8	8
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	99	96	96	98	98

Rachunek wyników (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**19 293**	**20 889**	**25 385**	**30 750**	**34 426**	**36 861**
Koszty wytworzenia	15 067	16 393	20 053	24 341	27 216	29 141
Zysk brutto ze sprzedaży	**4 226**	**4 496**	**5 332**	**6 409**	**7 209**	**7 719**
Koszty sprzedaży	3 203	3 306	3 850	4 598	4 950	5 251
Koszty ogólnego zarządu	334	351	411	484	513	539
Zysk ze sprzedaży	688	839	1 071	1 327	1 746	1 930
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-50	-34	-95	-18	0	0
EBITDA	**1 372**	**1 550**	**1 758**	**2 145**	**2 672**	**2 932**
EBITDA skor.	**1 372**	**1 550**	**1 758**	**2 145**	**2 672**	**2 932**
Amortyzacja	734	745	782	836	925	1 002
EBIT	**638**	**805**	**976**	**1 309**	**1 746**	**1 930**
Wynik na działalności finansowej	-180	-154	-162	-241	-246	-252
Zysk brutto	**458**	**652**	**814**	**1 068**	**1 500**	**1 678**
Podatek dochodowy	136	168	207	274	345	386
Zysk mniejszości	11	21	17	32	33	33
Zysk netto	**311**	**463**	**590**	**762**	**1 122**	**1 259**
Zysk netto skor.	**311**	**463**	**590**	**762**	**1 122**	**1 259**

Bilans (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**6 994**	**7 256**	**7 928**	**8 612**	**9 149**	**9 664**
Aktywa obrotowe	**2 434**	**3 112**	**3 917**	**4 594**	**5 317**	**5 881**
Zapasy	974	1 108	1 493	1 812	2 026	2 170
Należności handlowe	393	479	593	718	804	861
Gotówka	1 041	1 494	1 781	2 014	2 436	2 800
Aktywa	**9 428**	**10 368**	**11 845**	**13 207**	**14 466**	**15 545**
Kapitał własny	**2 257**	**2 532**	**2 585**	**2 806**	**3 358**	**4 016**
Kapitały mniejszości	**249**	**254**	**254**	**254**	**254**	**254**
Zobowiązania długoterminowe	**2 430**	**2 511**	**2 735**	**2 735**	**2 735**	**2 735**
Zobowiązania oprocentowane	364	347	238	238	238	238
Zobowiązania krótkoterminowe	**4 741**	**5 325**	**6 525**	**7 665**	**8 373**	**8 794**
Zobowiązania oprocentowane	160	113	232	232	232	232
Zobowiązania handlowe	4 154	4 771	5 799	6 939	7 647	8 068
Pasywa	**9 428**	**10 368**	**11 845**	**13 207**	**14 466**	**15 545**

Rachunek przepływów (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**1 438**	**1 756**	**2 094**	**2 535**	**2 702**	**2 734**
Zysk (strata) netto	312	463	590	762	1 122	1 259
Amortyzacja	734	745	782	836	925	1 002
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-488**	**-617**	**-825**	**-1 160**	**-1 089**	**-1 133**
CAPEX	-514	-584	-887	-1 160	-1 089	-1 133
Przepływy z działalności finansowej	**-807**	**-676**	**-950**	**-1 142**	**-1 190**	**-1 237**
Dywidenda	-232	-198	-511	-541	-571	-601
Przepływy pieniężne netto	143	463	319	233	423	364
Środki pieniężne na początek okresu	898	1 000	1 494	1 781	2 014	2 436
Środki pieniężne na koniec okresu	1 000	1 494	1 781	2 014	2 436	2 800

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Pepco Group

Negatywne LFL w PEPCO, dekompresja marży na horyzoncie

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 60 PLN)

Cena docelowa: 50 PLN
Cena bieżąca: 35,48 PLN
Potencjał wzrostu: 41%

 # Szacunki 3Q'22/23: (1) Wyniki sprzedażowe w PEPCO 8% poniżej naszych oczekiwań. Słaba sprzedaż LFL wpisuje się w obraz, który rysował się w guidance na 2Q w LPP (kilkunastoprocentowy wzrost przychodów r/r implikujący negatywne LFL) czy w trading update CCC. Poza efektem zeszłorocznej bazy (napływ uchodźców), sprzedaż w najniższym segmencie cenowym pod presją zmian w koszyku zakupowym konsumentów o relatywnie niższych dochodach (przede wszystkim wzrostu udziału kosztów żywności i utrzymania mieszkań). Pomimo tego, że PCO podtrzymało dotychczasowy guidance wzrostu EBITDA r/r w tym roku, w otoczeniu słabszej sprzedaży i związanej z nią presji cenowej, cel jest bardziej wymagający, a efekty tańszego sourcingu mające większy wpływ na wyniki kolejnego roku obrotowego spółki. **(2)** W 3Q oczekujemy 205mln EUR EBITDA oraz 90mln EUR EBIT (rentowność EBIT -0,3p.p. r/r do 6,7%).

 # Wyniki operacyjne za 2Q'22/23

mln EUR	3Q21/22	4Q21/22	1Q22/23	2Q22/23	3Q22/23	Y/Y	Q/Q
Przychody	1210	1243	1654	1184	1370	16%	-28%
PEPCO	704	728	1009	710	831	28%	-30%
LFL	4,9%	5,2%	13,0%	8,5%	2,6%	*-3,6p.p.*	*-4,5p.p.*
PEPCO	7,3%	8,0%	19,7%	10,7%	-1,2%	*-7,8p.p.*	*-9,0p.p.*
Liczba sklepów	3795	3961	4066	4127	4286	12%	2%
PEPCO	2775	2910	3025	3101	3242	16%	3%

Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

 # Podsumowanie konferencji po wstępnych danych operacyjnych za 3Q'22/23. (1) LFL w PEPCO niższe głównie ze względu na trudny kwiecień i maj w CEE, obserwowane spowolnienie w regionie oraz wysoką bazę sprzed roku spowodowaną napływem uchodźców, Pepco zanotowało dodatnią sprzedaż LFL w czerwcu; **(2)** Poziom zapasów bez znaczących zmian kw/kw; **(3)** PEPCO komunikuje utrzymujący się trend wzrostu udziałów rynkowych we wszystkich krajach; **(4)** Za poprawę LFL w Poundland Group (9% w 3Q) odpowiada głównie działalność w UK, dobre momentum w segmencie utrzymuje się w 4Q'22/23.

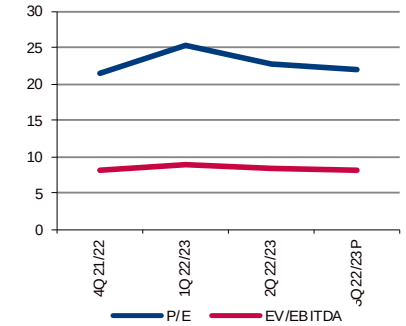
 # Outlook '22/23. (1) LFL w PEPCO w lipcu jest dodatni, zarząd spodziewa się utrzymania trendu wraz ze zmniejszającą się bazą z 2022 roku; **(2)** Grupa spodziewa się wzrostu EBITDA w 2022/23 o kilkanaście % y/y i poprawy marży brutto w 2H'22/23 vs 1H'22/23); **(3)** Grupa podtrzymuje plan otwarcia w obecnym roku minimum 550 nowych sklepów.

Względem ostatniej rekomendacji obniżyliśmy założenia dotyczące LFL w PEPCO co miało również wpływ na oczekiwaną rentowność w tym roku. Jednocześnie tańszy sourcing sprzyjający dekompresji marży będzie widoczny w wynikach dopiero począwszy od kolejnego roku obrotowego. Obecnie w całym roku '22/23 oczekujemy 14% wzrostu EBITDA r/r vs. 15% poprzednio. Jednocześnie w przyszłym roku dynamika EBITDA przekroczy naszym zdaniem 25% r/r. Pomimo obniżenia wyceny podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

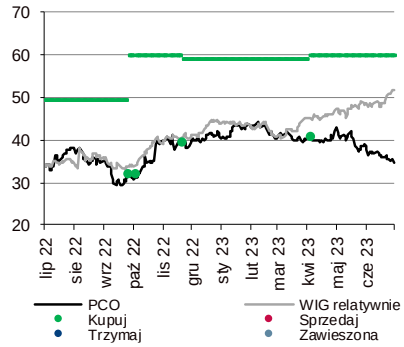
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PCO
Sektor			Sektor FMCG
Kurs (PLN)			35,5
52 tyg. min/max (PLN)			28,32 / 44,68
Liczba akcji (mln szt.)			575,0
Kapitalizacja (mln EUR)			4250
S&P Global ESG Scores			50
Śr. obroty 3M (mln PLN)			18,41
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-8,1%	-12,6%	4,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	60,0
Kupuj	12.12.2022	59,0
Kupuj	24.10.2022	60,0
Kupuj	17.10.2022	60,0
Kupuj	21.07.2022	49,4

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES PCO NA TLE WIG



mln EUR	3Q20/21	4Q20/21	1Q21/22	2Q21/22	3Q21/22	4Q21/22	1Q22/23	2Q22/23	3Q22/23P	y/y	q/q
Przychody	1043	1084	1352	1020	1210	1241	1654	1184	1370	13%	16%
EBITDA	161	152	233	84	182	200	218	125	205	13%	65%
EBIT	74	27	142	-9	84	96	112	16	92	10%	491%
Zysk netto	46	3	102	-19	53	63	71	1	59	11%	#####
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	21,3	25,3	22,7	22,0		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	8,1	8,7	8,2	8,0		
zmiana przychodów r./r.	41%	23%	14%	26%	16%	15%	22%	16%	13%		
marża EBITDA	15,4%	14,1%	17,2%	8,2%	15,0%	16,1%	13,2%	10,5%	15,0%		
marża EBIT	7,1%	2,5%	10,5%	-	6,9%	7,7%	6,7%	1,3%	6,7%		
marża netto	4,4%	0,3%	7,6%	-	4,4%	5,0%	4,3%	0,0%	4,3%		

mln EUR	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 518	4 122	4 823	5 692	6 778	7 578
EBITDA	423	629	665	758	983	1 142
EBIT	120	253	279	295	406	457
Zysk netto	-1	131	174	185	271	311
EPS (PLN)	0,00	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
P/E (x)	-	32,4	24,4	23,0	15,7	13,7
EV/EBITDA (x)	51,1	8,7	8,5	7,9	6,2	5,4
P/BV (x)	17,8	5,6	4,4	3,7	3,2	2,7
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	50,0	100%	60,0	100%	-17%
Wycena porównawcza	57,7	0%	55,0	0%	5%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln EUR	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	5692	5746	-1%	6778	6761	0%	7578	7922	-4%
EBITDA	758	831	-9%	983	1 035	-5%	1 142	1 243	-8%
EBIT	295	360	-18%	406	451	-10%	457	549	-17%
Zysk netto	185	236	-22%	271	306	-12%	311	383	-19%
P/E (x)	23,0	18,0		15,7	13,9		13,7	11,1	
EV/EBITDA (x)	7,9	7,2		6,2	5,9		5,4	4,9	
P/BV (x)	3,7			3,2			2,7		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	32,4	24,4	23,0	15,7	13,7
P/E skor. (x)	25,2	24,4	23,0	15,7	13,7
P/BV (x)	5,6	4,4	3,7	3,2	2,7
EV/EBITDA (x)	8,7	8,5	7,9	6,2	5,4
EV/EBITDA skor. (x)	8,7	8,5	7,9	6,2	5,4
EV/Sprzedaż (x)	1,3	1,2	1,0	3,3	2,9
FCF Yield (%)	4,7%	6,3%	-2,4%	-0,3%	2,5%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (EUR)	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5
EPS skor. (EUR)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
DPS (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
BVPS (EUR)	1,7	2,0	2,3	2,8	3,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	42,9%	40,8%	39,4%	40,4%	41,4%
marża EBITDA (%)	15,3%	13,8%	13,3%	14,5%	15,1%
marża EBIT (%)	6,1%	5,8%	5,2%	6,0%	6,0%
marża netto skor. (%)	4,1%	3,6%	3,2%	4,0%	4,1%
ROE (%)	15,3%	16,5%	14,9%	18,5%	18,1%
ROA (%)	4,0%	4,6%	4,4%	5,7%	5,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,4%	4,7%	7,1%	6,8%	6,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,6	0,6	0,9	0,8	0,7
Dług netto/EBITDA (x)	1,9	2,1	2,3	1,9	1,7
Dług netto/EBITDA skor. (x)	1,9	2,1	2,3	1,9	1,7
Cykl konwersji gotówki (dni)	-4	1	8	7	6
Cykl rotacji zapasów (dni)	52	59	65	61	61
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	5	5	5	5	5
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	60	63	62	59	60

Rachunek wyników (EUR mn)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**3 518**	**4 122**	**4 823**	**5 692**	**6 778**	**7 578**
Koszty wytworzenia	2 085	2 353	2 855	3 447	4 042	4 439
Zysk brutto ze sprzedaży	**1 433**	**1 769**	**1 968**	**2 244**	**2 736**	**3 139**
Koszty dystrybucji	1 053	1 124	1 348	1 590	1 894	2 140
Koszty ogólnego zarządu	253	375	342	387	445	497
Zysk ze sprzedaży	127	270	279	295	406	457
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-7	-17	0	0	0	0
EBITDA	**423**	**629**	**665**	**758**	**983**	**1 142**
EBITDA skor.	**423**	**629**	**665**	**758**	**983**	**1 142**
Amortyzacja	290	326	378	464	577	685
EBIT	**120**	**253**	**279**	**295**	**406**	**457**
Wynik na działalności finansowej	-102	-86	-53	-61	-63	-63
Zysk brutto	**18**	**167**	**226**	**234**	**343**	**394**
Podatek dochodowy	17	36	52	49	72	83
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-1**	**131**	**174**	**185**	**271**	**311**
Zysk netto skor.	**31**	**169**	**174**	**185**	**271**	**311**

Bilans (EUR mn)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**2 050**	**2 305**	**2 456**	**2 901**	**3 288**	**3 614**
Aktywa obrotowe	**1 020**	**1 232**	**1 543**	**1 581**	**1 802**	**1 987**
Zapasy	567	597	959	1 058	1 218	1 314
Należności handlowe	46	58	71	84	100	112
Gotówka	400	508	344	270	314	392
Aktywa	**3 070**	**3 537**	**3 999**	**4 482**	**5 089**	**5 601**
Kapitał własny	**754**	**963**	**1 145**	**1 330**	**1 600**	**1 843**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**1 434**	**1 460**	**1 446**	**1 613**	**1 724**	**1 834**
Zobowiązania oprocentowane	1 378	1 384	1 369	1 536	1 647	1 757
Zobowiązania krótkoterminowe	**883**	**1 114**	**1 408**	**1 540**	**1 765**	**1 924**
Zobowiązania oprocentowane	251	326	379	437	479	520
Zobowiązania handlowe	611	744	928	1 001	1 185	1 301
Pasywa	**3 070**	**3 537**	**3 999**	**4 482**	**5 089**	**5 601**

Rachunek przepływów (EUR mn)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**560**	**673**	**363**	**644**	**893**	**1 047**
Zysk (strata) brutto	-1	131	174	234	343	394
Amortyzacja	91	103	126	154	228	298
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-165**	**-184**	**-224**	**-390**	**-461**	**-472**
CAPEX	-164	-181	-225	-406	-461	-472
Przepływy z działalności finansowej	**-223**	**-415**	**-299**	**-299**	**-387**	**-497**
Dywidenda	0	0	0	0	0	-68
Przepływy pieniężne netto	171	74	-161	-45	45	78
Środki pieniężne na początek okresu	247	400	478	315	270	314
Środki pieniężne na koniec okresu	418	475	318	270	314	392

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Auto Partner

Wpływ erozji r/r MBNS na niższe linie osłabiony solidną dynamiką sprzedaży

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 24 PLN)

Cena docelowa: 28 PLN
Cena bieżąca: 21,9 PLN
Potencjał wzrostu: 28%

Raport za II kw.'23
14.09.2023

 # Szacunki 2Q'23. **(1)** Dynamika sprzedaży dystrybucyjnej w 2Q przyśpieszyła kw/kw i zgodnie z raportami miesięcznymi wyniosła 939mln PLN (+33% r/r). Składa się na nią naszym zdaniem 25% r/r wzrost sprzedaży w Polsce (vs. 17% r/r w CAR) i 40% r/r na rykach zagranicznych. **(2)** W 2Q oczekujemy utrzymania spadku MBNS r/r, ale jednocześnie zakładamy, że jej dołek został osiągnięty r/r (MBNS -2p.p. r/r, +1,8p.p. kw/kw). Obserwowane umocnienie złotego pogorszy nieco rentowność eksportu. **(3)** Równolegle wysoka dynamika sprzedaży rozwadniająca koszty oraz spadek cen paliwa będą wspierać efekt dźwigni operacyjnej (wskaźnik SG&A -1,1p.p. r/r). W rezultacie w 2Q oczekujemy 92mln EBITDA (+17% r/r). **(4)** Dynamika na niższych liniach będzie odzwierciedlała wzrost kosztów finansowych r/r, ale jednocześnie umocnienie PLN względem EUR, które wpłynie na ~6mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych (zysk netto skor. 60mln PLN, +15% r/r).

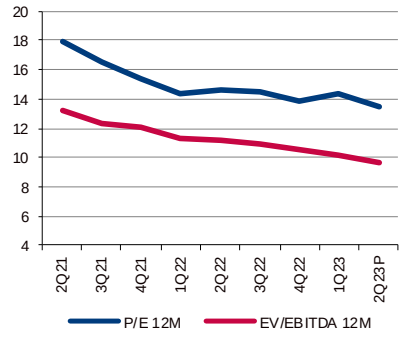
 # Dalej starzejący się park samochodowy w Europie dobrym otoczeniem rynkowym. Zgodnie z danymi Samar import używanych aut do Polski w czerwcu był słabszy o 2% r/r, podczas gdy sprzedaż nowych pojazdów wzrosła o 6% r/r. Łącznie od początku roku import używanych aut był niższy o 4% r/r (385tys. sztuk), a sprzedaż nowych samochodów wyższa o 11% r/r. Słabszy import wynika ze gorszej podaży pojazdów używanych z WE w konsekwencji niższej dostępności nowych aut i wzrostu ich cen, co przełożyło się na starzenie parków samochodowych i jest pozytywnym trendem dla branży dystrybutorów części obserwowanym globalnie.

Względem ostatniej rekomendacji: (1) podwyższyliśmy ścieżkę wzrostu przychodów (3-letni CAGR +2,5p.p. do poziomu 23%), przyjmując jednocześnie bardziej stromą ścieżkę normalizacji MBNS (wpływ na wycenę +2 PLN). Dodatkowo na wzrost TP wpływ miało obniżenie WACC (efekt niższego o 0,5p.p. RFR, tj. +2 PLN na akcję). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

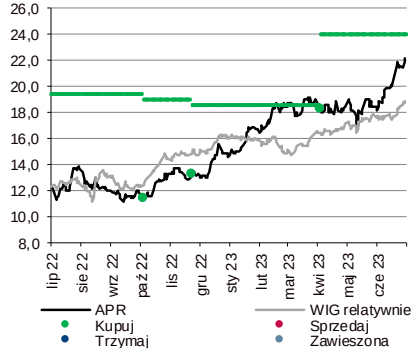
DANE SPÓŁKI			
Ticker			APR
Sektor			Handel hurtowy
Kurs (PLN)			21,9
52 tyg. min/max (PLN)			11,02 / 22,7
Liczba akcji (mln szt.)			130,6
Kapitalizacja (mln PLN)			2861
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,53
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	22,7%	19,6%	80,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	24,0
Kupuj	12.12.2022	18,6
Kupuj	24.10.2022	19,0
Kupuj	21.07.2022	19,5
Kupuj	22.04.2022	20,5
Kupuj	09.12.2021	18,5
Kupuj	21.10.2021	18,5
Kupuj	20.07.2021	17,5

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES APR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	587	612	587	640	707	751	737	837	938	33%	12%
EBITDA	76	73	62	74	78	84	78	72	92	18%	27%
EBIT	69	66	55	67	70	76	69	62	83	18%	34%
Zysk netto	56	51	42	50	52	54	51	43	65	23%	50%
P/E12M trailing	18,0	16,5	15,4	14,4	14,6	14,4	13,8	14,3	13,5		
EV/EBITDA 12M trailing	13,2	12,4	12,1	11,3	11,1	11,0	10,6	10,2	9,7		
zmiana przychodów r./r.	48%	30%	36%	34%	20%	23%	25%	31%	33%		
marża EBITDA	12,9%	11,9%	10,5%	11,6%	11,0%	11,2%	10,6%	8,6%	9,7%		
marża EBIT	11,8%	10,8%	9,4%	10,4%	9,9%	10,1%	9,4%	7,4%	8,8%		
marża netto	9,5%	8,3%	7,1%	7,9%	7,4%	7,2%	6,9%	5,1%	6,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 670	2 262	2 835	3 661	4 591	5 523
EBITDA	174	265	314	342	412	472
EBIT	150	239	281	306	377	436
Zysk netto	111	186	207	221	284	332
EPS (PLN)	0,85	1,4	1,6	1,7	2,2	2,5
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
P/E (x)	25,7	15,4	13,8	13,0	10,1	8,6
EV/EBITDA (x)	17,4	12,1	10,6	9,8	8,3	7,4
P/BV (x)	3,4	4,3	3,4	2,8	2,3	1,9
DY (%)	0,0%	0,5%	0,7%	1,8%	2,3%	3,0%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	28,0	100%	24,0	100%	17%
Wycena porównawcza	31,0	0%	28,8	0%	8%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3661	3584	2%	4591	4398	4%	5523	5274	5%
EBITDA	342	350	-2%	412	406	1%	472	454	4%
EBIT	306	315	-3%	377	371	2%	436	419	4%
Zysk netto	221	223	-1%	284	273	4%	332	312	6%
P/E (x)	13,0	12,8		10,1	10,5		8,6	9,2	
EV/EBITDA (x)	9,8	9,1		8,3	8,1		7,4	7,3	
P/BV (x)	2,8			2,3			1,9		
DY (%)	0,7%			2,3%			3,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	15,4	13,8	13,0	10,1	8,6
P/E (x)	15,4	13,8	13,0	10,1	8,6
P/BV (x)	4,3	3,4	2,8	2,3	1,9
EV/EBITDA (x)	12,1	10,6	9,8	8,3	7,4
EV/EBITDA skor. (x)	11,9	10,5	9,8	8,3	7,4
EV/Sprzedaż (x)	1,4	1,2	0,9	0,7	0,6
FCF Yield (%)	3,6%	-4,1%	5,9%	2,1%	1,3%
DY (%)	0,5%	0,7%	1,8%	2,3%	3,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,4	1,6	1,7	2,2	2,5
EPS (PLN)	1,4	1,6	1,7	2,2	2,5
DPS (PLN)	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
BVPS (PLN)	5,0	6,5	7,8	9,4	11,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	29,1%	29,9%	28,1%	28,4%	28,4%
marża EBITDA (%)	11,9%	11,1%	9,3%	9,0%	8,5%
marża EBIT (%)	10,6%	9,9%	8,4%	8,2%	7,9%
marża netto skor. (%)	8,2%	7,3%	6,0%	6,2%	6,0%
ROE (%)	32,7%	27,7%	23,8%	25,3%	24,5%
ROA (%)	18,7%	14,9%	12,4%	13,2%	13,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,8%	1,3%	0,6%	0,5%	0,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	1,2	0,6	0,6	0,6
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,5	1,4	1,4	1,3
Dług netto/EBITDA skor. (x)	1,3	1,5	1,4	1,4	1,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	113	128	122	119	121
Cykl rotacji zapasów (dni)	98	109	104	102	103
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	30	34	32	32	34
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	15	14	15	15	15

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 670**	**2 262**	**2 835**	**3 661**	**4 591**	**5 523**
Koszty wytworzenia	1 194	1 604	1 988	2 633	3 286	3 953
Zysk brutto ze sprzedaży	**477**	**658**	**847**	**1 029**	**1 305**	**1 570**
Koszty usługi dystrybucyjnej	185	244	332	437	557	681
Koszty sprzedaży i zarządu	140	168	230	282	365	445
Zysk ze sprzedaży	152	245	284	310	384	444
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	-4	-1	0	0	0
EBITDA	**174**	**265**	**314**	**342**	**412**	**472**
EBITDA skor.	**174**	**269**	**315**	**342**	**412**	**472**
Amortyzacja	24	26	33	35	35	35
EBIT	**150**	**239**	**281**	**306**	**377**	**436**
Wynik na działalności finansowej	-12	-8	-25	-31	-25	-24
Zysk brutto	**138**	**231**	**256**	**275**	**353**	**412**
Podatek dochodowy	27	45	49	55	69	80
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**111**	**186**	**207**	**221**	**284**	**332**
Zysk netto skor.	**111**	**186**	**207**	**221**	**284**	**332**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**147**	**195**	**285**	**293**	**303**	**313**
Aktywa obrotowe	**643**	**1 008**	**1 286**	**1 679**	**2 037**	**2 399**
Zapasy	481	739	956	1 139	1 419	1 696
Należności handlowe	130	242	281	359	456	558
Gotówka	21	17	35	168	149	132
Aktywa	**790**	**1 203**	**1 570**	**1 973**	**2 340**	**2 712**
Kapitał własny	**483**	**655**	**843**	**1 012**	**1 229**	**1 476**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**91**	**180**	**269**	**392**	**423**	**443**
Zobowiązania oprocentowane	27	94	139	261	292	312
Zobowiązania krótkoterminowe	**216**	**367**	**458**	**564**	**683**	**788**
Zobowiązania oprocentowane	77	169	211	250	283	298
Zobowiązania handlowe	91	95	130	165	211	258
Pasywa	**790**	**1 203**	**1 570**	**1 973**	**2 340**	**2 712**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**128**	**-96**	**50**	**92**	**54**	**102**
Zysk (strata) brutto	138	231	256	275	353	412
Amortyzacja	24	26	33	35	35	35
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-10**	**-18**	**-38**	**-16**	**-21**	**-22**
CAPEX	-10	-18	-38	-21	-22	-22
Przepływy z działalności finansowej	**-122**	**110**	**6**	**56**	**-51**	**-98**
Dywidenda	0	-13	-20	-52	-66	-85
Przepływy pieniężne netto	-4	-5	18	133	-18	-18
Środki pieniężne na początek okresu	26	21	17	35	168	149
Środki pieniężne na koniec okresu	21	17	35	168	149	132

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Answear.com

Świetna sprzedaż, ale okupiona wyższym wsparciem marketingowym

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 42 PLN)

Cena docelowa: 45 PLN
Cena bieżąca: 36,6 PLN
Potencjał wzrostu: 23%

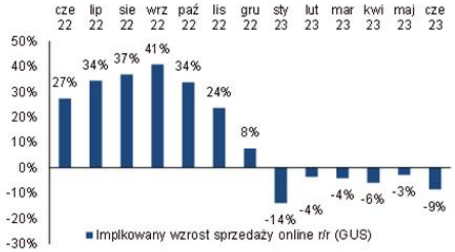
Raport za II kw.'23
26.09.2023

 # Szacunki 2Q'23. **(1)** Sprzedaż: W 2Q spółka zaraportowała 272mln PLN przychodów (+52% r/r). Czytamy ją jako 14% wzrost sprzedaży w PL (21% przychodów ogółem), 23% wzrost przychodów w UE poza PL oraz 2,5-krotny wzrost w Ukrainie (dynamika wsparta efektem bardzo niskiej bazy). **(2)** Mix geografii wspierał MBNS w 1Q (+0,3p.p. r/r), z kolei w 2Q baza jest bardziej wymagająca i mając na uwadze otoczenie rynkowe zakładamy jej lekką erozję r/r (42,4%, -0,4p.p. r/r) pomimo wzrostu udziału sprzedaży w Ukrainie. Na tle konkurencyjnych platform to jednak mocny rezultat. **(3)** Wysoka dynamika sprzedaży oraz wzrost AOV nie zaważą w tym kwartale na wskaźniku SG&A. Spółka bowiem była bardzo aktywna zarówno w obszarze marketingu ATL prowadząc kampanie telewizyjne jak i w obszarze performance marketingu. W rezultacie w 2Q oczekujemy wzrostu wskaźnika marketingu do przychodów o 3p.p. r/r do 17,5% (wsk. SG&A +1,2p.p. r/r), a w konsekwencji istotnego pogorszenia marży EBITDA r/r. (4) Jednocześnie umocnienie PLN względem EUR wpłynie na ~4mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych (zysk netto skor. 5,5mln PLN). (5) Przejecie zorganizowanej część przedsiębiorstwa (marki SneakerStudio i PRM) nie będzie miało materialnego wpływu na wyniki 2Q.

 # Ewolucja sprzedaży i penetracji online (miesięczne dane GUS)

Udział sprzedaży online	cze'22	cze'23
Ogółem	**8,6%**	**7,7%**
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	0,8%	0,5%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	1,8%	1,0%
Meble, RTV, AGD	16,4%	14,4%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	5,3%	5,7%
Tekstylia, odzież, obuwie	21,7%	16,9%

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Trigon DM



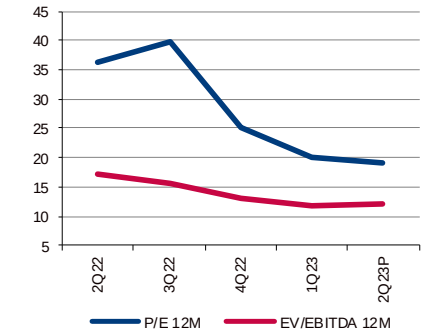
Względem ostatniej rekomendacji w modelu nie wprowadzaliśmy żadnych istotnych zmian prognostycznych. Jednocześnie w kalkulacji stopy dyskontowej uwzględniliśmy kontrybucję biznesu w Ukrainie do wyników Grupy. Tym samym obniżenie RFR w Polsce nie wpłynęło na spadek stopy dyskontowej stosowanej w wycenie dochodowej ANR (12,3% w okresie szczegółowej prognozy, 10,9% w kalkulacji RV). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

DANE SPÓŁKI	
Ticker	ANR
Sektor	Sektor FMCG
Kurs (PLN)	36,6
52 tyg. min/max (PLN)	16,26 / 38,4
Liczba akcji (mln szt.)	17,8
Kapitalizacja (mln PLN)	653
S&P Global ESG Scores	-
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,30

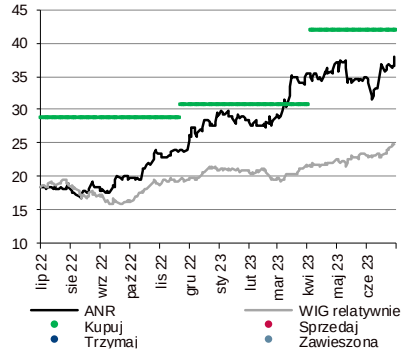
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	8,9%	6,8%	105,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	42
Kupuj	12.12.2022	31
Kupuj	24.10.2022	29
Kupuj	21.07.2022	29
Kupuj	22.04.2022	30
Kupuj	09.12.2021	44

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ANR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	146	155	259	178	198	233	364	271	284	44%	5%
EBITDA	10	10	19	4	17	17	24	15	16	-5%	4%
EBIT	7	8	16	0	13	14	21	12	13	-3%	8%
Zysk netto	6	3	11	-3	7	1	21	3	9	22%	157%
P/E12M trailing	44,2	40,7	28,5	39,6	36,2	39,9	25,2	20,0	19,1		
EV/EBITDA 12M trailing	21,5	19,1	16,0	18,7	17,2	15,5	13,2	11,9	12,0		
zmiana przychodów r./r.	41%	72%	78%	44%	35%	51%	41%	52%	44%		
marża EBITDA	6,6%	6,5%	7,2%	2,0%	8,4%	7,3%	6,7%	5,7%	5,6%		
marża EBIT	4,9%	4,9%	6,2%	0,2%	6,6%	6,0%	5,8%	4,3%	4,5%		
marża netto	3,9%	2,0%	4,3%	-	3,7%	0,6%	5,6%	1,3%	3,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	409	684	973	1 361	1 731	2 032
EBITDA	30	46	62	73	94	109
EBIT	22	36	49	60	77	92
Zysk netto	9	23	26	28	43	55
EPS (PLN)	0,48	1,3	1,4	1,6	2,4	3,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	76,5	28,5	25,2	23,4	15,0	11,8
EV/EBITDA (x)	24,5	15,9	13,2	11,2	9,2	7,7
P/BV (x)	10,1	4,8	3,9	3,3	2,6	2,1
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	45,0	100%	42,0	100%	7%
Wycena porównawcza	32,8	0%	36,0	0%	-9%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1361	1367	0%	1731	1726	0%	2032	2038	0%
EBITDA	73	72	2%	94	91	3%	109	107	2%
EBIT	60	59	3%	77	75	3%	92	90	2%
Zysk netto	28	33	-15%	43	45	-3%	55	57	-3%
P/E (x)	23,4	19,8		15,0	14,5		11,8	11,5	
EV/EBITDA (x)	11,2	9,1		9,2	7,2		7,7	6,1	
P/BV (x)	3,3			2,6			2,1		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	28,5	25,2	23,4	15,0	11,8
P/E skor. (x)	28,5	25,2	23,4	15,0	11,8
P/BV (x)	4,8	3,9	3,3	2,6	2,1
EV/EBITDA (x)	15,9	13,2	11,2	9,2	7,7
EV/EBITDA skor. (x)	15,9	13,2	11,2	9,2	7,7
EV/Sprzedaż (x)	1,1	0,8	0,6	0,5	0,4
FCF Yield (%)	0,7%	-6,4%	1,5%	1,3%	-1,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,3	1,4	1,6	2,4	3,1
EPS skor. (PLN)	1,3	1,4	1,6	2,4	3,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	7,7	9,4	11,2	13,9	17,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	43,0%	40,2%	40,7%	40,7%	40,7%
marża EBITDA skor. (%)	6,8%	6,3%	5,4%	5,4%	5,4%
marża EBIT (%)	5,3%	5,0%	4,4%	4,5%	4,5%
marża netto skor. (%)	3,3%	2,7%	2,1%	2,5%	2,7%
ROE (%)	16,7%	15,5%	13,9%	17,5%	17,9%
ROA (%)	5,7%	4,5%	4,0%	5,4%	6,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,1%	2,2%	1,5%	1,4%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,5	1,6	1,6	1,5	0,7
Dług netto/kapitał własny (x)	0,6	1,0	0,8	0,8	0,6
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	2,6	2,2	2,2	1,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	99	102	87	80	83
Cykl rotacji zapasów (dni)	164	176	155	146	148
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	19	18	18	20	20
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	84	92	87	85	85

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**409**	**684**	**973**	**1 361**	**1 731**	**2 032**
Koszty wytworzenia	239	389	583	807	1 025	1 204
Zysk brutto ze sprzedaży	**170**	**294**	**391**	**554**	**705**	**828**
Koszty sprzedaży	116	195	283	410	530	596
Koszty zarządu	31	62	56	76	89	102
Zysk ze sprzedaży	23	37	52	68	86	129
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1	-1	-3	-7	-9	-11
EBITDA	**30**	**46**	**62**	**73**	**94**	**109**
EBITDA skor.	**28**	**46**	**62**	**73**	**94**	**109**
Amortyzacja	8	10	13	13	16	18
EBIT	**22**	**36**	**49**	**60**	**77**	**92**
Wynik na działalności finansowej	-10	-6	-16	-25	-23	-23
Zysk brutto	**12**	**30**	**33**	**36**	**54**	**68**
Podatek dochodowy	4	7	7	8	10	13
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**9**	**23**	**26**	**28**	**43**	**55**
Zysk netto skor.	**9**	**23**	**26**	**28**	**43**	**55**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**79**	**97**	**149**	**163**	**180**	**184**
Aktywa obrotowe	**164**	**308**	**429**	**529**	**630**	**732**
Zapasy	111	238	322	365	455	525
Należności handlowe	28	44	50	82	104	122
Gotówka	23	23	49	74	63	77
Aktywa	**243**	**404**	**578**	**692**	**810**	**916**
Kapitał własny	**65**	**137**	**167**	**200**	**248**	**309**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**64**	**68**	**126**	**126**	**126**	**126**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	**114**	**199**	**285**	**366**	**436**	**481**
Zobowiązania oprocentowane	35	34	80	105	135	135
Zobowiązania handlowe	50	129	163	220	259	304
Pasywa	**243**	**404**	**578**	**692**	**810**	**916**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**15**	**-18**	**47**	**53**	**15**	**59**
Zysk (strata) brutto	12	30	33	36	54	68
Amortyzacja	8	10	13	13	16	18
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-3**	**-14**	**-21**	**-21**	**-25**	**-13**
CAPEX	-5	-14	-21	-21	-25	-13
Przepływy z działalności finansowej	**-2**	**33**	**0**	**-7**	**-2**	**-32**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	10	1	26	25	-11	14
Środki pieniężne na początek okresu	12	23	23	49	74	63
Środki pieniężne na koniec okresu	22	24	49	74	63	77

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

CCC

Zawieszona
(Poprzednia: Zawieszona)

 # Trading update 2Q'23: Spółka w połowie czerwca przedstawiła rozwój sprzedaży w 2Q'23/24: (1) CCC: przychody -14% r/r, lekka poprawa MBNS (+1p.p. r/r), (2) Grupa Modivo: przychody +6% r/r (+36% Modivo r/r, -1% r/r Eobuwie), (3) HalfPrice: przychody +87% r/r (wzrost powierzchni +47%, LFL +34%).

Raport za I kw.'22/23
25.10.2023

Cena bieżąca: 44,32 PLN

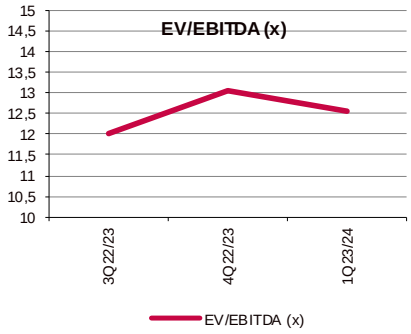
Sprzedaż detaliczna w 2Q'23

Sprzedaż detaliczna zmiana r./r.	I-VI '22	I-VI '23	cze 22	cze 23	Kons.	Waga
Ceny stałe						
Ogółem	**9,1%**	**-5,7%**	**3,2%**	**-4,7%**	**-4,9%**	
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	6,6%	-4,7%	7,9%	-3,8%		26,3%
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	3,2%	-15,0%	-12,6%	-8,3%		13,9%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-12,0%	0,1%	-10,5%	-1,9%		7,2%
Meble, RTV, AGD	3,1%	-13,0%	-7,0%	-14,4%		7,9%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	15,6%	-0,7%	10,9%	0,0%		7,1%
Tekstylia, odzież, obuwie	35,7%	-0,5%	13,2%	-1,9%		6,9%
Ceny bieżące						
Ogółem	**22,0%**	**5,7%**	**19,9%**	**2,1%**	**2,6%**	
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	17,3%	13,5%	21,8%	12,4%		26,3%
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	47,4%	-9,5%	45,4%	-21,9%		13,9%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-4,9%	6,9%	-2,3%	2,5%		7,2%
Meble, RTV, AGD	11,7%	-2,0%	3,1%	-5,4%		7,9%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	19,5%	10,7%	16,8%	12,2%		7,1%
Tekstylia, odzież, obuwie	41,4%	7,2%	18,8%	6,1%		6,9%

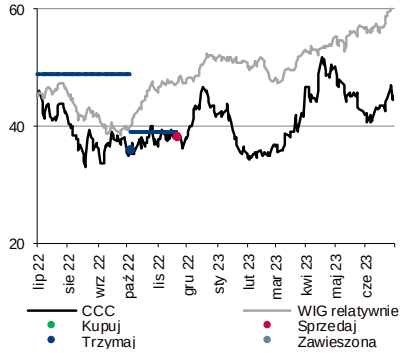
Źródło: Główny Urząd Statystyczny, PAP, Trigon DM

DANE SPÓŁKI				HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker			CCC	Zawieszona	24.04.2024	
Sektor			Handel detaliczny	Sprzedaj	12.12.2022	35
Kurs (PLN)			44,3	Trzymaj	24.10.2022	39
52 tyg. min/max (PLN)			32,7 / 53,2	Trzymaj	21.07.2022	49
Liczba akcji (mln szt.)			54,9	Kupuj	22.04.2022	58
Kapitalizacja (mln PLN)			2432	Kupuj	09.12.2021	130
S&P Global ESG Scores			87	Kupuj	21.10.2021	150
Śr. obroty 3M (mln PLN)			-	Trzymaj	20.07.2021	130
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**			
	11,1%	-0,7%	3,0%			

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CCC NA TLE WIG



mln PLN	2Q21/22	3Q21/22	4Q21/22	1Q22/23	2Q22/23	3Q22/23	4Q22/23	1Q23/24	2Q23/24P	y/y	q/q
Przychody	2048	2071	2045	1882	2377	2422	2442	2064	b.d.	-	-
EBITDA	237	238	122	91	179	173	90	89	b.d.	-	-
EBIT	88	69	-24	-57	31	24	-50	-67	b.d.	-	-
Zysk netto	51	8	-118	-160	-54	-75	-112	-152	b.d.	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	b.d.		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	9,7	10,6	12,0	13,1	12,6	b.d.		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-	-	-	10%	b.d.		
marża EBITDA	-	-	-	4,9%	7,5%	7,1%	3,7%	4,3%	b.d.		
marża EBIT	-	-	-	-	1,3%	1,0%	-	-	b.d.		
marża netto	-	-	-	-	-	-	-	-	b.d.		

mln PLN	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Przychody	5 263	7 592	9 123	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	-240	615	533	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	760	37	-51	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	-1 088	-187	-402	b.d.	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	-	-2,7	-5,8	-	-	-
DPS (PLN)	-	0,0	0,0	-	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	10,4	13,1	-	-	-
P/BV (x)	-	2,7	5,2	-	-	-
DY (%)	-	0,0%	0,0%	-	-	-

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	b.d.	100%	b.d.	100%	-
Target EV/EBITDA	b.d.	0%	b.d.	0%	-

Zmiany prognoz	2023/24P			2024/25P			2025/26P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
EBITDA	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
EBIT	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
Zysk netto	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-	b.d.	b.d.	-
P/E (x)	-	-		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	-			-			-		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
P/E (x)	-	-	-	-	-
P/E skor. (x)	-	-	-	-	-
P/BV (x)	2,7	5,2	-	-	-
EV/EBITDA (x)	10,4	13,1	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	10,4	13,1	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	0,8	0,8	-	-	-
FCF Yield (%)	-20,3%	-15,4%	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
EPS (PLN)	-2,7	-5,8	-	-	-
EPS skor. (PLN)	-2,7	-5,8	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	16,7	8,5	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
marża brutto na sprzedaży (%)	47,5%	46,9%	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	8,1%	5,8%	-	-	-
marża EBIT (%)	0,5%	-0,6%	-	-	-
marża netto skor. (%)	-2,5%	-4,4%	-	-	-
ROE (%)	-25,7%	-46,3%	-	-	-
ROA (%)	-2,6%	-5,5%	-	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,1%	5,0%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	0,9	-	-	-
Dług netto/EBITDA (x)	5,4	7,4	-	-	-
Dług netto/EBITDA skor. (x)	5,4	7,4	-	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	59	56	-	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	116	106	-	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	10	7	-	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	66	57	-	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Przychody	**5 263**	**7 592**	**9 123**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty wytworzenia	2 975	3 983	4 847	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**2 287**	**3 609**	**4 276**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty funkcjonowania sklepów	1 268	1 344	1 700	b.d.	b.d.	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	252	393	400	b.d.	b.d.	b.d.
Pozostałe koszty sprzedaży	1 334	1 903	2 034	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	-567	-31	144	b.d.	b.d.	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	**-240**	**68**	**-102**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA	**-47**	**615**	**533**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	-47	615	533	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	**760**	**577**	**584**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
EBIT	-807	37	-51	b.d.	b.d.	b.d.
Wynik na działalności finansowej	**-355**	**-158**	**-348**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk brutto	-1 162	-120	-399	b.d.	b.d.	b.d.
Podatek dochodowy	-75	67	3	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	**-1 088**	**-187**	**-402**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**-1 088**	**-187**	**-402**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Aktywa trwałe	**3 375**	**3 394**	**3 601**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**3 272**	**4 107**	**3 463**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	2 193	2 626	2 691	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	172	226	144	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	459	941	395	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**6 647**	**7 501**	**7 064**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**310**	**1 152**	**583**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**128**	**166**	**166**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**2 785**	**3 410**	**2 741**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	1 888	3 219	2 644	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**3 552**	**2 939**	**3 740**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	1 647	1 037	1 684	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	1 269	1 480	1 390	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**6 647**	**7 501**	**7 064**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-62**	**50**	**541**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) brutto	-1 260	-125	-437	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	684	577	585	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-262**	**-219**	**-409**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	-206	-314	-455	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**130**	**651**	**-677**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	-194	482	-546	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	652	459	941	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	459	941	395	b.d.	b.d.	b.d.

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

CDRL

Bez rekomendacji

Wyraźny spadek sprzedaży, Buslik dalej ciąży Grupie

Szacunki 2Q'23: Spółka zaraportowała sprzedaż w CDRL na poziomie 59,5mln PLN (-15,7% r/r) oraz sprzedaż w Busliku na poziomie 21,9mln PLN (-12% r/r). W efekcie sprzedaż w Grupie spadła r/r o 10%.

#MBnS: Spodziewamy się spadku marży brutto o 1p.p. r/r do 54% (wysoka baza w 2Q'22).

#EBITDA. Z uwagi na zakładany wyższy udział kosztów operacyjnych (wynagrodzenia, czynsze) marża EBIT spadnie do 1,5% (-6p.p. r/r). EBITDA na poziomie 5,4mln PLN (-52% r/r).

#Zysk netto. Szacujemy, że umocnienie PLN względem EUR wpłynie na ~0,6mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych (~50% przepływów z umów najmu w EUR, zysk netto skor. -1,9mln PLN).

Sprzedaż detaliczna zmiana r./r.	I-VI '22	I-VI '23	cze 22	cze 23	Kons.	Waga
Ceny stałe						
Ogółem	**9,1%**	**-5,7%**	**3,2%**	**-4,7%**	**-4,9%**	
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	6,6%	-4,7%	7,9%	-3,8%		26,3%
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	3,2%	-15,0%	-12,6%	-8,3%		13,9%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-12,0%	0,1%	-10,5%	-1,9%		7,2%
Meble, RTV, AGD	3,1%	-13,0%	-7,0%	-14,4%		7,9%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	15,6%	-0,7%	10,9%	0,0%		7,1%
Tekstylia, odzież, obuwie	35,7%	-0,5%	13,2%	-1,9%		6,9%
Ceny bieżące						
Ogółem	**22,0%**	**5,7%**	**19,9%**	**2,1%**	**2,6%**	
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	17,3%	13,5%	21,8%	12,4%		26,3%
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	47,4%	-9,5%	45,4%	-21,9%		13,9%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-4,9%	6,9%	-2,3%	2,5%		7,2%
Meble, RTV, AGD	11,7%	-2,0%	3,1%	-5,4%		7,9%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	19,5%	10,7%	16,8%	12,2%		7,1%
Tekstylia, odzież, obuwie	41,4%	7,2%	18,8%	6,1%		6,9%

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, PAP, Trigon DM

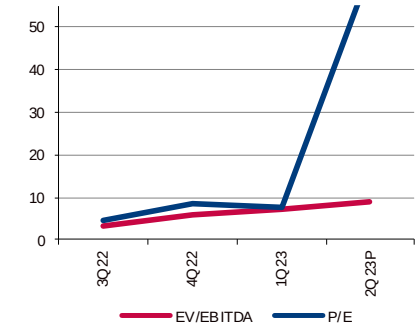
Raport za II kw.'23
08.09.2023

Cena bieżąca: 17,4 PLN

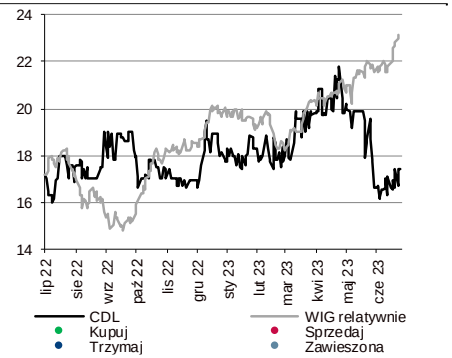
DANE SPÓŁKI			
Ticker		CDL	
Sektor		Handel detaliczny	
Kurs (PLN)		17,4	
52 tyg. min/max (PLN)		14,75 / 22	
Liczba akcji (mln szt.)		6,1	
Kapitalizacja (mln PLN)		105	
S&P Global ESG Scores		-	
Śr. obroty 3M (mln PLN)		0,01	
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	-2,2%	-11,7%	15,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CDL NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	57	124	116	98	91	114	107	90	81	-10%	-9%
EBITDA	3	14	36	5	11	5	17	-1	5	-53%	-
EBIT	2	10	31	-1	7	1	15	-5	1	-82%	-
Zysk netto	2	7	27	-9	11	-5	15	-7	-1	-	-
P/E12M trailing	-	-	3,3	3,9	2,9	4,4	8,7	7,5	62,7		
EV/EBITDA 12M trailing	6,8	5,0	2,8	3,1	3,0	3,1	6,0	7,2	8,8		
zmiana przychodów r./r.	13%	145%	75%	58%	59%	-8%	-7%	-8%	-10%		
marża EBITDA	6,1%	11,2%	30,8%	4,9%	12,6%	4,3%	15,5%	-	6,6%		
marża EBIT	4,1%	7,8%	27,0%	-	7,6%	0,5%	13,5%	-	1,5%		
marża netto	3,1%	5,4%	23,2%	-	12,2%	-	13,8%	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	406	424	410	389	-	-
EBITDA	26	64	38	16	-	-
EBIT	-3	44	21	-1	-	-
Zysk netto	-37	32	12	-4	-	-
EPS (PLN)	-6,07	5,2	2,0	-0,7	-	-
DPS (PLN)	1,1	2,0	0,7	1,0	-	-
P/E (x)	-	3,3	8,7	-	-	-
EV/EBITDA (x)	8,2	2,8	6,0	15,3	-	-
P/BV (x)	1,2	1,3	1,2	1,4	-	-
DY (%)	6,3%	11,4%	4,3%	5,8%	-	-

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl
Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	389	425	-9%	-	b.d.	-	-	b.d.	-
EBITDA	16	31	-48%	-	b.d.	-	-	b.d.	-
EBIT	-1	13	-	-	b.d.	-	-	b.d.	-
Zysk netto	-4	11	-	-	b.d.	-	-	b.d.	-
P/E (x)	-	9,6		-	-		-	-	
EV/EBITDA (x)	14,5	3,4		-	-		-	-	
P/BV (x)	-			1,4			-		
DY (%)	5,8%			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	3,3	8,7	-	-	-
P/E skor. (x)	3,3	8,7	-	-	-
P/BV (x)	1,3	1,2	1,4	-	-
EV/EBITDA (x)	2,8	6,0	15,3	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	2,8	6,0	15,3	-	-
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,6	0,6	-	-
FCF Yield (%)	30,9%	28,9%	-2,6%	-	-
DY (%)	11,4%	4,3%	5,8%	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	5,2	2,0	-0,7	-	-
EPS skor. (PLN)	5,2	2,0	-0,7	-	-
DPS (PLN)	2,0	0,7	1,0	-	-
BVPS (PLN)	13,1	14,3	12,6	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	49,8%	49,9%	48,6%	-	-
marża EBITDA skor. (%)	15,2%	9,2%	4,1%	-	-
marża EBIT (%)	10,5%	5,2%	-0,2%	-	-
marża netto skor. (%)	7,5%	3,0%	-1,1%	-	-
ROE (%)	45,5%	14,7%	-5,1%	-	-
ROA (%)	12,0%	4,2%	-1,4%	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,7%	1,2%	1,7%	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,1	0,3	0,4	-	-
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	3,2	8,7	-	-
Dług netto/EBITDA skor. (x)	1,1	3,2	8,7	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	50	73	104	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	100	133	159	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	14	16	16	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	63	76	72	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**406**	**424**	**410**	**389**	**-**	**-**
Koszty wytworzenia	213	213	205	200	-	-
Zysk brutto ze sprzedaży	**193**	**211**	**205**	**189**	**-**	**-**
Koszty operacyjne	172	172	182	184	-	-
					-	-
Zysk ze sprzedaży	21	39	22	5	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-24	5	3	-7	-	-
EBITDA	**26**	**64**	**38**	**16**	**-**	**-**
EBITDA skor.	**26**	**64**	**38**	**16**	**-**	**-**
Amortyzacja	29	20	16	17	-	-
EBIT	**-3**	**44**	**21**	**-1**	**-**	**-**
Wynik na działalności finansowej	-42	-2	-3	-3	-	-
Zysk brutto	**-45**	**42**	**18**	**-4**	**-**	**-**
Podatek dochodowy	-4	9	2	-2	-	-
Zysk mniejszości	-5	1	4	-1	-	-
Zysk netto	**-37**	**32**	**12**	**-4**	**-**	**-**
Zysk netto skor.	**-37**	**32**	**12**	**-4**	**-**	**-**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**120**	**109**	**108**	**109**	**-**	**-**
Aktywa obrotowe	**139**	**159**	**206**	**162**	**-**	**-**
Zapasy	110	121	178	162	-	-
Należności handlowe	14	17	18	17	-	-
Gotówka	14	19	5	-22	-	-
Aktywa	**260**	**269**	**315**	**271**	**-**	**-**
Kapitał własny	**60**	**79**	**87**	**77**	**-**	**-**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**-**	**-**
Zobowiązania długoterminowe	**59**	**42**	**23**	**60**	**-**	**-**
Zobowiązania oprocentowane	55	38	19	56	-	-
Zobowiązania krótkoterminowe	**140**	**148**	**205**	**135**	**-**	**-**
Zobowiązania oprocentowane	45	36	95	50	-	-
Zobowiązania handlowe	64	82	88	64	-	-
Pasywa	**260**	**269**	**315**	**271**	**-**	**-**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**71**	**61**	**-41**	**9**	**-**	**-**
Zysk (strata) netto	-45	42	18	-4	-	-
Amortyzacja	29	20	16	17	-	-
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-5**	**-2**	**-4**	**-7**	**-**	**-**
CAPEX	-7	-3	-5	-7	-	-
Przepływy z działalności finansowej	**-63**	**-53**	**32**	**-29**	**-**	**-**
Dywidenda	-7	-12	-5	-6	-	-
Przepływy pieniężne netto	3	5	-14	-27	-	-
Środki pieniężne na początek okresu	9	14	19	5	-	-
Środki pieniężne na koniec okresu	12	19	5	-22	-	-

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

LPP

Świetnia pozycja startowa do wyścigu o klienta w otoczeniu poprawiających się nastrojów konsumenckich

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 16250 PLN)

Cena docelowa: 18000 PLN
Cena bieżąca: 14420 PLN
Potencjał wzrostu: 25%

Raport za IV kw.'22/23
18.10.2023

#Szacunki 2Q'23/24: (1) Powierzchnia handlowa. Szacujemy, że powierzchnia handlowa na koniec lipca wyniesie 1,8mln m2 (+21% r/r, +1,5% kw/kw, głównie w marce Sinsay, tj. 43% powierzchni handlowej na koniec 2Q, w większym stopniu poza PL). **(2) Przychody.** Guidance Spółki na 2Q zakładał wzrost sprzedaży offline o kilkanaście % r/r, stabilną sprzedaż online r/r, wzrost rentowności EBIT r/r oraz dalszą poprawę rotacji zapasów. Nasze szacunki zakładają 15% wzrost sprzedaży offline r/r i 2% spadek sprzedaży online. Ujemnych LFL oczekujemy przede wszystkim w Sinsay. **(3) MBNS**. W 2Q oczekujemy dołka marży z racji sprzedaży drogo nabywanej kolekcji oraz rozwadniającego wpływu Sinsay (MBNS 49,3%, -2,7p.p. r/r). **(4) SG&A.** Równolegle oczekujemy utrzymania zbliżonego do 1Q poziomu kosztów sprzedaży/m2 (179 PLN miesięcznie, -6% r/r, efekt optymalizacji obsady osobowej w sklepach, rozwadniającego wpływu Sinsay na kosztów czynszów/m2). Ponadto zakładamy dalsze oszczędności w obszarze marketingu SEO/SEM oraz logistyki. W rezultacie oczekujemy spadku wsk. SG&A o ponad 4p.p. r/r do 37,3% (SG&A/m2 -15% r/r). **(6) EBIT.** Gorszą MBNS skompensują niższe koszty operacyjne. W efekcie oczekujemy wzrostu marży operacyjnej o ponad 2p.p. r/r do 11,4% (+1,2p.p. r/r korygując zeszłoroczny wynik o odpisy na towary w sprzedane w Rosji).

 # Dalszy optymalizacja zapasów, poprawa cyklu konwersji gotówki i spadek lewara. 2Q będzie 4 z rzędu okresem spadku zapasów/m2 r/r i jednocześnie najbardziej spektakularnym z racji wysokiej bazy (spadek zapasów/m2 przekroczy 35% r/r). Jednocześnie wzrośnie wykorzystanie faktoringu odwrotnego, poprawi się relacja zapasy vs. zobowiązania handlowe (powrót do ujemnego cyklu konwersji gotówki) i dalej obniży lewar.

 # Zeszłoroczne zdarzenia zaburzają bazę do porównań. Przed rokiem Spółka rozpoznała w linii działalności finansowej ~235mln PLN dodatnich różnic kursowych (głównie efekt przewalutowania należności z RUB na USD). Z kolei w 2Q'23/24 oczekujemy ujemnych różnic z tego tytułu rzędu 30mln PLN, jednocześnie ponad 120mln PLN dodatnich różnic kursowych z wyceny zobowiązań leasingowych. W rezultacie saldo finansowe w 2Q powinno być dodatnie.

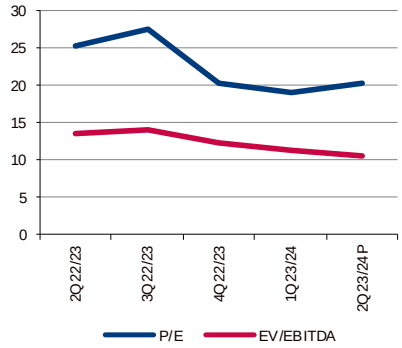
 # Poprawa otoczenia surowcowego oraz nastrojów konsumenckich przyczynią się do poprawy LFL oraz rentowności. Grupa wejdzie w 2H z „wyczyszczonym" magazynem i coraz atrakcyjniej nabywaną kolekcją, co powinno wspierać MBNS. Jednocześnie prezentuje wysoki reżim kosztowy w sklepach, w obszarze marketingu online, gdzie rosnącą rolę odgrywają własne aplikacje, które przejmują ruch z płatnych kanałów. Dodatkowo reorganizując logistykę. Równolegle wiele sygnałów wskazuje na lepsze otoczenie rynkowe dla spółek konsumenckich w nadchodzących kwartałach. Podtrzymujemy pozytywny sentyment do Spółki i oczekiwanie poprawy rentowności operacyjnej r/r w 2024.

W modelu prognostycznym wprowadziliśmy następujące zmiany: (1) Obniżamy trajektorię wzrostu przychodów głównie za sprawą niższych oczekiwań w Sinsay (3-letni CAGR -2,5p.p. do poziomu 18%). (2) Patrząc na otoczenie walutowe podnieśliśmy oczekiwania dotyczące kształtowania się MBNS, szczególnie w 2024. (3) Równolegle zaskoczeni poziomem spadku SG&A/m2 w 1Q oczekujemy bardziej stromej ścieżki spadku kosztów w kolejnych okresach prognozy. Dodatkowo na wzrost TP wpływ miało obniżenie WACC (efekt niższego o 0,5p.p. RFR, tj. +1350 PLN na akcję). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

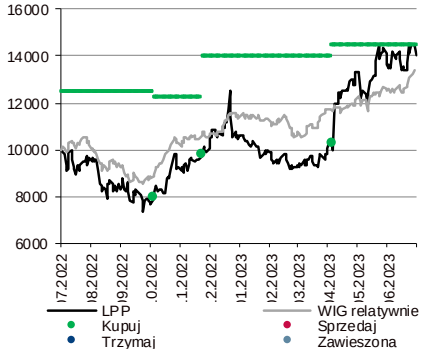
DANE SPÓŁKI			
Ticker		LPP	
Sektor		Handel detaliczny	
Kurs (PLN)		14420,0	
52 tyg. min/max (PLN)		7195 / 14910	
Liczba akcji (mln szt.)		1,9	
Kapitalizacja (mln PLN)		26752	
S&P Global ESG Scores		83	
Śr. obroty 3M (mln PLN)		41,83	
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	5,1%	38,2%	41,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	28.08.2023	16 250
Kupuj	24.04.2023	14 500
Kupuj	12.12.2022	14 000
Kupuj	24.10.2022	12 300
Kupuj	21.07.2022	12 500
Kupuj	22.04.2022	14 000
Kupuj	10.12.2021	21 000
Kupuj	09.12.2021	20 200

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES LPP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21/22	3Q21/22	4Q21/22	1Q22/23	2Q22/23	3Q22/23	4Q22/23	1Q23/24	2Q23/24P	y/y	q/q
Przychody	2990	3134	3399	3034	4341	4367	4185	3639	4863	12%	34%
EBITDA	640	862	417	369	667	798	755	551	885	33%	61%
EBIT	416	620	154	117	395	512	435	231	554	40%	140%
Zysk netto	307	486	12	27	538	396	369	112	455	-15%	307%
P/E12M trailing	-	-	36,9	32,1	25,2	27,5	20,1	18,9	20,1		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	14,3	13,1	13,4	13,9	12,2	11,2	10,4		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	67%	45%	39%	23%	20%	12%		
marża EBITDA	21,4%	27,5%	12,3%	12,1%	15,4%	18,3%	18,0%	15,1%	18,2%		
marża EBIT	13,9%	19,8%	4,5%	3,9%	9,1%	11,7%	10,4%	6,3%	11,4%		
marża netto	10,3%	15,5%	0,4%	0,9%	12,4%	9,1%	8,8%	3,1%	9,4%		

mln PLN	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Przychody	7 848	11 339	15 927	18 383	22 203	26 092
EBITDA	1 226	2 345	2 589	3 240	4 030	4 610
EBIT	153	1 128	1 460	1 919	2 519	2 947
Zysk netto	-190	725	1 329	1 413	1 900	2 243
EPS (PLN)	-100,07	391,0	699,4	761,6	1 024,3	1 209,0
DPS (PLN)	0,0	449,3	341,2	429,5	549,4	463,9
P/E (x)	-	36,9	20,1	18,9	14,1	11,9
EV/EBITDA (x)	24,7	14,7	12,5	9,5	7,4	6,3
P/BV (x)	6,9	8,2	6,9	5,8	4,9	3,9
DY (%)	0,0%	3,1%	2,4%	3,0%	3,8%	3,2%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	18 000	100%	16 250	100%	11%
Wycena porównawcza	16 889	0%	18 270	0%	-8%

Zmiany prognoz	2023/24P			2024/25P			2025/26P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	18383	18606	-1%	22203	22752	-2%	26092	26738	-2%
EBITDA	3 240	3 229	0%	4 030	3 917	3%	4 610	4 504	2%
EBIT	1 919	1 921	0%	2 519	2 425	4%	2 947	2 864	3%
Zysk netto	1 413	1 416	0%	1 900	1 812	5%	2 243	2 163	4%
P/E (x)	18,9	18,9		14,1	14,8		11,9	12,4	
EV/EBITDA (x)	9,5	8,3		7,4	6,8		6,3	5,9	
P/BV (x)	5,8			4,9			3,9		
DY (%)	3,0%			3,8%			3,2%		

Wskaźniki rynkowe	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
P/E (x)	36,9	20,1	18,9	14,1	11,9
P/E skor. (x)	26,8	19,5	18,9	14,1	11,9
P/BV (x)	8,2	6,9	5,8	4,9	3,9
EV/EBITDA (x)	14,7	12,5	9,5	7,4	6,3
EV/EBITDA skor. (x)	13,0	12,2	9,5	7,4	6,3
EV/Sprzedaż (x)	2,7	2,0	1,7	1,4	1,1
FCF Yield (%)	-1,1%	4,2%	4,3%	5,9%	6,5%
DY (%)	3,1%	2,4%	3,0%	3,8%	3,2%

Wskaźniki finansowe	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
EPS (PLN)	391,0	699,4	761,6	1024,3	1209,0
EPS (PLN)	538,1	723,7	761,6	1024,3	1209,0
DPS (PLN)	449,3	341,2	429,5	549,4	463,9
BVPS (PLN)	1763,8	2097,0	2479,8	2954,8	3699,9

Wskaźniki operacyjne	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
marża brutto na sprzedaży (%)	57,2%	51,1%	51,1%	53,9%	53,7%
marża EBITDA (%)	20,7%	16,5%	17,6%	18,2%	17,7%
marża EBIT (%)	9,9%	9,2%	10,4%	11,3%	11,3%
marża netto skor. (%)	8,8%	8,6%	7,7%	8,6%	8,6%
ROE (%)	22,9%	36,6%	32,9%	37,7%	36,3%
ROA (%)	5,9%	9,8%	10,3%	12,7%	13,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	8,5%	7,3%	6,3%	5,9%	5,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	1,9	1,2	0,8	0,5
Dług netto/EBITDA skor. (x)	1,8	1,9	1,2	0,8	0,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	-23	4	17	6	4
Cykl rotacji zapasów (dni)	96	83	71	65	62
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	7	14	15	9	7
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	125	92	69	67	65

Rachunek wyników (mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Przychody	**7 848**	**11 339**	**15 927**	**18 383**	**22 203**	**26 092**
Koszty wytworzenia	3 764	4 848	7 796	8 992	10 241	12 074
Zysk brutto ze sprzedaży	**4 084**	**6 491**	**8 131**	**9 391**	**11 962**	**14 019**
SG&A	3 848	5 058	6 702	7 349	9 299	10 889
Zysk ze sprzedaży	236	1 433	1 428	2 042	2 663	3 130
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-83	-305	31	-124	-144	-183
EBITDA	**1 226**	**2 072**	**2 589**	**3 240**	**4 030**	**4 610**
EBITDA skor.	**1 226**	**2 345**	**2 635**	**3 240**	**4 030**	**4 610**
Amortyzacja	1 073	943	1 129	1 321	1 511	1 662
EBIT	**153**	**1 128**	**1 460**	**1 919**	**2 519**	**2 947**
Wynik na działalności finansowej	-270	-190	88	-147	-144	-144
Zysk brutto	**-117**	**938**	**1 547**	**1 772**	**2 375**	**2 804**
Podatek dochodowy	74	212	219	359	475	561
Zysk mniejszości	0	0	0	1	2	3
Zysk netto	**-190**	**725**	**1 329**	**1 413**	**1 900**	**2 243**
Zysk netto skor.	**-190**	**998**	**1 375**	**1 413**	**1 900**	**2 243**

Bilans (mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Aktywa trwałe	**5 621**	**7 028**	**7 352**	**7 760**	**8 240**	**8 724**
Aktywa obrotowe	**4 733**	**7 108**	**5 569**	**6 623**	**7 399**	**9 030**
Zapasy	2 074	3 864	3 353	3 818	4 068	4 797
Należności handlowe	158	246	944	603	476	500
Gotówka	1 278	1 355	465	1 395	2 048	2 927
Aktywa	**10 354**	**14 135**	**12 921**	**14 383**	**15 639**	**17 755**
Kapitał własny	**3 068**	**3 272**	**3 984**	**4 600**	**5 482**	**6 864**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**3 114**	**3 983**	**3 723**	**3 723**	**3 723**	**3 723**
Zobowiązania oprocentowane	191	144	538	538	538	538
Zobowiązania krótkoterminowe	**4 171**	**6 880**	**5 214**	**6 060**	**6 434**	**7 168**
Zobowiązania oprocentowane	521	535	806	806	806	806
Zobowiązania handlowe	2 776	4 971	3 062	3 908	4 283	5 016
Pasywa	**10 354**	**14 135**	**12 921**	**14 383**	**15 639**	**17 755**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Przepływy z działalności operacyjnej	**1 076**	**2 214**	**622**	**2 926**	**3 807**	**4 030**
Zysk (strata) netto	-190	725	1 329	1 413	1 900	2 243
Amortyzacja	1 073	943	1 129	1 321	1 511	1 662
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1 007**	**-971**	**-897**	**-1 159**	**-1 306**	**-1 390**
CAPEX	-825	-960	-1 157	-1 159	-1 306	-1 390
Przepływy z działalności finansowej	**-140**	**-1 374**	**-609**	**-837**	**-1 848**	**-1 761**
Dywidenda	0	-834	-648	-797	-1 019	-861
Przepływy pieniężne netto	-70	-131	-884	930	653	879
Środki pieniężne na początek okresu	1 348	1 486	1 349	465	1 395	2 048
Środki pieniężne na koniec okresu	1 278	1 355	465	1 395	2 048	2 927

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wittchen

Poprawa otoczenia makro pozytywnie wpłynie na sprzedaż dóbr dyskrecjonalnych spółki

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 60 PLN)

Cena docelowa: 53 PLN
Cena bieżąca: 36,1 PLN
Potencjał wzrostu: 47%

Raport za II kw.'23
21.09.2023

Szacunki 2Q'23: Dynamika sprzedaży lekko poniżej naszych oczekiwań, niższe koszty sourcingu z Azji mogą zmniejszać przewagę konkurencyjną Wittchen

Spółka zaraportowała w 2Q'23 110,6mln przychodów (+27% r/r, +14,8% kw/kw). Jest to naszym zdaniem efekt kontynuacji wysokiej sprzedaży walizek w Polsce i zagranicą.

#Polska: Zakładamy dynamikę sprzedaży online w kwartale lekko wyższą od sprzedaży stacjonarnej (18% vs 14%). Prognozujemy wzrost przychodów na m2 (omnichannel) o 16% r/r, przy stałej powierzchni kw/kw.
#Zagranica: Prognozujemy, że zagraniczna sprzedaż wzrosła w 2Q'23 do 27,5mln PLN (28% r/r), stanowiąc ~25% przychodów spółki. Sprzedaż e-commerce stanowi większość przychodów z zagranicy (prognozujemy udział ~69% vs ~41% rok temu). Wysoki udział marketplaców w sprzedaży z niższą marżą niż we własnych e-sklepach ogranicza możliwość poprawy marży EBIT. Oczekujemy rosnącej kontrybucji zagranicy w sprzedaży B2B.

#MBNS: Zakładamy spadek MBnS z 63,8% w 2Q'22 do 62,3% w 2Q'23 (-1,5p.p. r/r) ze względu na promocje w branży spowodowane m.in. niższymi kosztami sourcingu z Azji (i wysoką bazę). Jedną z przewag konkurencyjnych Wittchen były duże zapasy towaru zakupionego w atrakcyjnej cenie przed globalnymi zakłóceniami dostaw, które obecnie mają mniejsze znaczenie. Pozytywny wpływ na marżę ze strony umocnienia PLN względem EUR, USD.

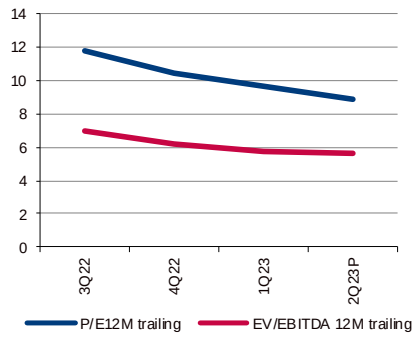
#EBIT: Oczekujemy wzrostu kosztów HR na m2 o 36% r/r, czynszów na m2 o 18% r/r (niższy EUR/PLN), wsk. SG&A +2p.p. r/r (44,5% w 2Q'23). Prognozujemy ~20mln PLN EBIT w kwartale (+13% r/r). Jednocześnie szacujemy, że umocnienie PLN względem EUR wpłynie na ~1,7mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych (zysk netto skor. 15,5mln PLN).

Względem poprzedniej rekomendacji, spowolniliśmy tempo wzrostu powierzchni handlowej zagranicą oraz obniżyliśmy lekko dynamikę wzrostu przychodów spółki na wszystkich rynkach w segmencie detalicznym, z uwagi na niższe od oczekiwanych wstępne dane sprzedażowe. Nie wprowadzaliśmy innych większych zmian.
Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

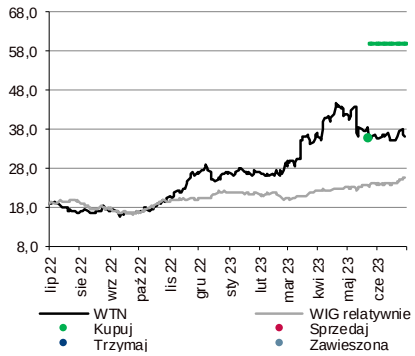
DANE SPÓŁKI			
Ticker			WTN
Sektor			Handel detaliczny
Kurs (PLN)			36,1
52 tyg. min/max (PLN)			15,15 / 45
Liczba akcji (mln szt.)			18,2
Kapitalizacja (mln PLN)			655
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,78
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,1%	0,6%	90,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	13.06.2023	60
Zawieszona	20.07.2021	
Zawieszona	26.04.2021	
Zawieszona	10.12.2020	
Zawieszona	17.10.2020	
Zawieszona	17.07.2020	
Zawieszona	27.04.2020	
Trzymaj	06.12.2019	12,50

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES WTN NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	53	80	106	64	87	118	137	96	111	27%	15%
EBITDA	13	25	34	12	24	36	41	19	26	11%	35%
EBIT	7	18	28	6	17	29	35	12	20	13%	58%
Zysk netto	7	14	22	5	11	18	29	10	17	55%	71%
P/E12M trailing	27,2	19,7	15,5	13,8	12,7	11,8	10,4	9,6	8,8		
EV/EBITDA 12M trailing	13,4	10,7	8,8	8,3	7,9	7,0	6,1	5,8	5,6		
zmiana przychodów r./r.	-	39%	40%	68%	62%	48%	29%	50%	27%		
marża EBITDA	24,7%	31,1%	31,7%	19,4%	27,3%	30,6%	29,8%	20,2%	23,8%		
marża EBIT	13,0%	23,1%	26,2%	9,9%	20,1%	24,8%	25,3%	12,9%	17,8%		
marża netto	13,7%	17,0%	20,6%	7,7%	12,8%	15,1%	21,2%	10,4%	15,6%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	211	278	406	512	614	686
EBITDA	44	79	113	127	142	153
EBIT	18	54	88	101	114	121
Zysk netto	13	42	63	80	89	95
EPS (PLN)	0,73	2,3	3,5	4,3	4,8	5,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	3,0	3,3	1,7	2,4
P/E (x)	49,6	15,5	10,4	8,2	7,4	6,9
EV/EBITDA (x)	16,2	8,8	6,1	5,7	5,2	4,7
P/BV (x)	3,1	3,2	3,1	2,8	2,3	1,9
DY (%)	0,0%	0,0%	8,4%	9,2%	4,8%	6,7%

Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	53,0	100%	60,0	100%	-12%
Wycena porównawcza	61,8	0%	68,0	0%	-9%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	512	525	-3%	614	655	-6%	686	736	-7%
EBITDA	127	135	-6%	142	156	-9%	153	169	-9%
EBIT	101	107	-6%	114	127	-10%	121	136	-11%
Zysk netto	80	85	-6%	89	99	-10%	95	107	-11%
P/E (x)	8,2	7,7		7,4	6,6		6,9	6,1	-
EV/EBITDA (x)	5,7	4,9		5,2	4,2		4,7	3,9	-
P/BV (x)	2,8			2,3			1,9		
DY (%)	9,2%			4,8%			6,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	15,5	10,4	8,2	7,4	6,9
P/E skor. (x)	15,5	10,4	8,2	7,4	6,9
P/BV (x)	3,2	3,1	2,8	2,3	1,9
EV/EBITDA (x)	8,8	6,1	5,7	5,2	4,7
EV/EBITDA skor. (x)	8,8	6,1	5,7	5,2	4,7
EV/Sprzedaż (x)	2,5	1,7	1,4	1,2	1,1
FCF Yield (%)	3,9%	7,2%	6,5%	3,4%	7,5%
DY (%)	0,0%	8,4%	9,2%	4,8%	6,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,3	3,5	4,3	4,8	5,2
EPS skor. (PLN)	2,3	3,5	4,3	4,8	5,2
DPS (PLN)	0,0	3,0	3,3	1,7	2,4
BVPS (PLN)	11,3	11,8	12,7	15,8	18,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	62,6%	63,0%	62,1%	61,3%	60,6%
marża EBITDA (%)	28,4%	27,9%	24,9%	23,1%	22,4%
marża EBIT (%)	19,3%	21,6%	19,7%	18,6%	17,7%
marża netto skor. (%)	15,2%	15,5%	15,6%	14,4%	13,9%
ROE (%)	22,9%	29,9%	35,7%	33,9%	30,3%
ROA (%)	13,8%	18,9%	23,2%	22,4%	20,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,6%	2,3%	3,0%	7,5%	5,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,1	0,4	0,6	1,6	1,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4
Dług netto/EBITDA skor. (x)	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	116	102	100	101	104
Cykl rotacji zapasów (dni)	121	105	103	104	106
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	38	30	28	27	28
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	44	33	32	30	31

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**211**	**278**	**406**	**512**	**614**	**686**
Koszty wytworzenia	87	104	150	194	237	270
Zysk brutto ze sprzedaży	**124**	**174**	**256**	**318**	**376**	**416**
Koszty sprzedaży	96	111	151	194	237	267
Koszty ogólnego zarządu	10	11	16	23	25	27
Zysk ze sprzedaży	17	52	89	101	114	121
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	1	-2	0	0	0
EBITDA	**44**	**79**	**113**	**127**	**142**	**153**
EBITDA skor.	**44**	**79**	**113**	**127**	**142**	**153**
Amortyzacja	26	25	25	26	28	32
EBIT	**18**	**54**	**88**	**101**	**114**	**121**
Wynik na działalności finansowej	-2	-1	-9	-1	-4	-3
Zysk brutto	**16**	**52**	**78**	**100**	**109**	**118**
Podatek dochodowy	3	10	16	20	21	22
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**13**	**42**	**63**	**80**	**89**	**95**
Zysk netto skor.	**13**	**42**	**63**	**80**	**89**	**95**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**158**	**151**	**143**	**152**	**192**	**217**
Aktywa obrotowe	**118**	**184**	**187**	**206**	**242**	**271**
Zapasy	81	103	130	159	189	211
Należności handlowe	30	28	38	42	50	56
Gotówka	6	53	18	5	4	5
Aktywa	**277**	**335**	**330**	**358**	**434**	**488**
Kapitał własny	**163**	**206**	**214**	**233**	**290**	**341**
Kapitały mniejszości	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**
Zobowiązania długoterminowe	**43**	**45**	**36**	**42**	**52**	**53**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	5	13	13
Zobowiązania krótkoterminowe	**70**	**84**	**79**	**83**	**92**	**94**
Zobowiązania oprocentowane	3	2	9	9	9	9
Zobowiązania handlowe	37	30	43	46	55	61
Pasywa	**277**	**335**	**330**	**358**	**434**	**488**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**38**	**42**	**77**	**76**	**88**	**106**
Zysk (strata) netto	16	52	78	100	109	118
Amortyzacja	26	25	25	26	28	32
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-16**	**0**	**-8**	**-16**	**-46**	**-36**
CAPEX	-21	-2	-9	-16	-46	-36
Przepływy z działalności finansowej	**-19**	**5**	**-104**	**-74**	**-43**	**-69**
Dywidenda	0	0	-55	-61	-32	-44
Przepływy pieniężne netto	3	47	-35	-13	-1	1
Środki pieniężne na początek okresu	3	6	53	18	5	4
Środki pieniężne na koniec okresu	6	53	18	5	4	5

Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

VRG

Segment odzieżowy ciąży wynikom Grupy

Zawieszona
(Poprzednia: Zawieszona)

Szacunki 2Q'23: Widoczne oszczędności na odzieży ze średniej półki cenowej, produkty luksusowe bardziej odporne na spowolnienie

Raport za II kw.'23
24.08.2023

Cena bieżąca: 3,6 PLN

Łączna sprzedaż w Grupie spadła w 2Q'23 o 2% r/r do 335mln PLN. Dynamika sprzedaży stacjonarnej wyższa niż online.

#Segment odzieżowy: W 2Q spółka zaraportowała 167mln PLN przychodów (-13% r/r). Szacujemy, że średnia miesięczna sprzedaż/m2 w tym segmencie w 2Q była o ~10% niższa r/r (1,04tys. PLN). Powierzchnia handlowa spadła o 3,6%

#Segment jubilerski: W 2Q spółka zaraportowała ~168mln PLN przychodów (+12% r/r). Szacujemy, że średnia miesięczna sprzedaż/m2 w tym segmencie wzrosła o 3,8% r/r (4,16tys. PLN)

#MBNS: Na podstawie agregacji danych miesięcznych Grupa zanotowała lekki spadek 1 marży (56,4%, -0,1p.p. r/r). Wynika to naszym zdaniem ze spadku marży w segmencie odzieżowym (-0,2p.p r/r) przy jednoczesnym wzroście marży w segmencie jubilerskim (+1p.p. r/r).

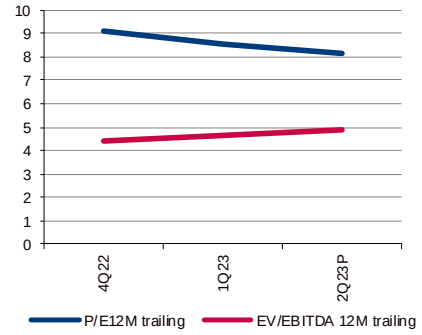
#EBITDA: Spodziewamy się wzrostu wsk. SG&A w kwartale o 3,1p.p r/r do 41,9%. Prognozujemy wzrost kosztów wynagrodzeń/m2 (+8% r/r), kosztów czynszów/m2 (+10% r/r), co przełożyłoby się na wzrost kosztów sklepów własnych do 773 PLN/m2 mc (+8% r/r). Oczekujemy spadku EBIT do ~48mln PLN, -21% r/r (marża EBIT 14,2%, -3,3p.p. r/r). Jednocześnie szacujemy, że umocnienie PLN względem EUR wpłynie na ~10,5mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych (zysk netto skor. 33,6mln PLN).

mln PLN	cze.22	cze.23	Y/Y	YTD '22	YTD '23	Y/Y
Przychody	111,9	102,6	-8,3%	585,5	602,4	2,9%
Segment odzieżowy	63,8	49,7	-22,1%	307,5	292,4	-4,9%
Segment jubilerski (W.Kruk)	48,0	52,8	10,0%	278,1	310,0	11,5%
Przychody / m2 - segment odzieżowy	1583	1246	-21,3%			
Przychody / m2 - segment jubilerski	4103	4328	5,5%			
Sprzedaż online	15,0	10,1	-32,7%	88,7	66,6	-24,9%
Powierzchnia handlowa (tys. m2)	52,0	51,6	-0,8%			
Marża brutto na sprzedaży	55,2%	56,6%	1,4p.p.	54,0%	54,2%	0,2p.p.

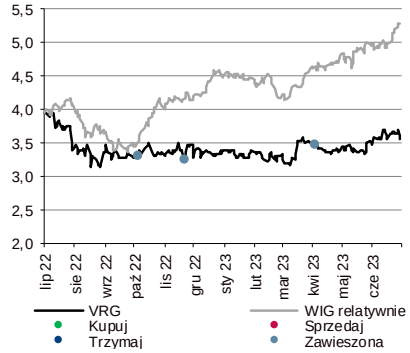
Źródło: Trigon DM, Dane spółki

DANE SPÓŁKI				HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker			VRG	Zawieszona	24.04.2023	
Sektor			Handel detaliczny	Zawieszona	12.12.2022	
Kurs (PLN)			3,6	Zawieszona	24.10.2022	
52 tyg. min/max (PLN)			3,11 / 3,99	Zawieszona	21.07.2022	
Liczba akcji (mln szt.)			234,5	Zawieszona	22.04.2022	
Kapitalizacja (mln PLN)			844	Zawieszona	09.12.2021	
S&P Global ESG Scores			-	Zawieszona	21.10.2021	
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,08	Zawieszona	20.07.2021	
Zmiana kursu	1M	3M	1Y			
	2,9%	3,2%	-9,6%			

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES VRG NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	244	305	349	244	342	319	369	267	335	-2%	25%
EBITDA	44	68	80	33	87	61	70	35	75	-14%	112%
EBIT	17	43	54	5	60	33	42	5	48	-21%	907%
Zysk netto	23	24	40	-3	39	9	47	3	44	13%	1268%
P/E12M trailing	-	110,3	12,7	10,1	8,5	9,9	9,1	8,5	8,1		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	5,4	4,3	4,7	4,4	4,7	4,9		
zmiana przychodów r./r.	-	22%	50%	42%	40%	5%	6%	10%	-2%		
marża EBITDA	17,8%	22,2%	22,8%	13,4%	25,4%	19,0%	19,0%	13,2%	22,4%		
marża EBIT	6,9%	14,1%	15,4%	2,1%	17,5%	10,4%	11,4%	1,8%	14,2%		
marża netto	9,4%	7,8%	11,4%	-	11,4%	2,9%	12,8%	1,2%	13,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	854	1 070	1 274	1 357	1 476	1 583
EBITDA	99	202	250	244	263	278
EBIT	-12	98	140	131	146	160
Zysk netto	-54	66	93	106	104	118
EPS (PLN)	-0,23	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E (x)	-	12,7	9,1	8,0	8,1	7,2
EV/EBITDA (x)	12,4	5,5	4,4	4,5	4,1	3,7
P/BV (x)	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
DY (%)	0,0%	0,0%	4,7%	5,6%	6,2%	6,3%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl
Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1357	1397	-3%	1476	1519	-3%	1583	1628	-3%
EBITDA	244	259	-6%	263	281	-6%	278	295	-6%
EBIT	131	150	-13%	146	162	-10%	160	176	-9%
Zysk netto	106	100	6%	104	114	-9%	118	129	-9%
P/E (x)	8,0	8,4		8,1	7,4		7,2	6,5	-
EV/EBITDA (x)	4,5	3,3		4,1	3,0		3,7	2,9	-
P/BV (x)	0,8			0,8			0,8		
DY (%)	5,6%			6,2%			6,3%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	12,7	9,1	8,0	8,1	7,2
P/E skor. (x)	12,7	9,1	8,0	8,1	7,2
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA (x)	5,5	4,4	4,5	4,1	3,7
EV/EBITDA skor. (x)	5,5	4,4	4,5	4,1	3,7
EV/Sprzedaż (x)	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
FCF Yield (%)	11,2%	4,2%	4,7%	13,3%	16,6%
DY (%)	0,0%	4,7%	5,6%	6,2%	6,3%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5
EPS skor. (PLN)	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5
DPS (PLN)	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS (PLN)	3,8	4,0	4,3	4,5	4,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	53,1%	53,6%	53,2%	52,9%	52,9%
marża EBITDA (%)	18,8%	19,6%	18,0%	17,8%	17,6%
marża EBIT (%)	9,1%	11,0%	9,7%	9,9%	10,1%
marża netto skor. (%)	6,2%	7,3%	7,8%	7,0%	7,4%
ROE (%)	7,8%	10,1%	10,9%	10,1%	10,8%
ROA (%)	4,5%	6,2%	6,7%	6,2%	6,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,7%	2,3%	2,6%	1,9%	1,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	1,0	1,0	0,9	0,7
Dług netto/EBITDA skor. (x)	1,4	1,0	1,0	0,9	0,7
Cykl konwersji gotówki (dni)	109	99	106	106	106
Cykl rotacji zapasów (dni)	171	151	158	160	160
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	4	4	4	4	4
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	67	56	56	57	58

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**854**	**1 070**	**1 274**	**1 357**	**1 476**	**1 583**
Koszty wytworzenia	436	502	591	635	695	746
Zysk brutto ze sprzedaży	**417**	**568**	**683**	**722**	**781**	**837**
Koszty sprzedaży	340	383	449	489	526	562
Koszty ogólnego zarządu	77	82	91	100	108	113
Zysk ze sprzedaży	1	104	143	134	148	162
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-12	-6	-3	-3	-2	-2
EBITDA	**99**	**202**	**250**	**244**	**263**	**278**
EBITDA skor.	**99**	**202**	**250**	**244**	**263**	**278**
Amortyzacja	110	104	110	113	117	118
EBIT	**-12**	**98**	**140**	**131**	**146**	**160**
Wynik na działalności finansowej	-36	-14	-23	0	-18	-15
Zysk brutto	**-48**	**84**	**117**	**131**	**128**	**145**
Podatek dochodowy	6	17	25	25	24	28
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-54**	**66**	**93**	**106**	**104**	**118**
Zysk netto skor.	**-54**	**66**	**93**	**106**	**104**	**118**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**890**	**868**	**848**	**860**	**858**	**858**
Aktywa obrotowe	**568**	**627**	**664**	**768**	**865**	**964**
Zapasy	506	499	553	622	669	716
Należności handlowe	13	13	14	17	18	19
Gotówka	49	115	96	130	178	228
Aktywa	**1 458**	**1 494**	**1 512**	**1 628**	**1 723**	**1 822**
Kapitał własny	**815**	**890**	**943**	**1 002**	**1 053**	**1 117**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**307**	**272**	**224**	**251**	**265**	**275**
Zobowiązania oprocentowane	47	34	19	46	60	70
Zobowiązania krótkoterminowe	**336**	**333**	**345**	**376**	**405**	**429**
Zobowiązania oprocentowane	24	21	23	30	39	46
Zobowiązania handlowe	199	193	198	222	243	260
Pasywa	**1 458**	**1 494**	**1 512**	**1 628**	**1 723**	**1 822**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**143**	**192**	**175**	**167**	**194**	**205**
Zysk (strata) brutto	-48	84	118	131	128	145
Amortyzacja	110	104	110	108	117	118
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-16**	**-17**	**-25**	**-35**	**-28**	**-29**
CAPEX	-17	-18	-30	-35	-28	-29
Przepływy z działalności finansowej	**-104**	**-109**	**-169**	**-99**	**-118**	**-127**
Dywidenda	0	0	-40	-47	-52	-53
Przepływy pieniężne netto	24	66	-19	34	49	50
Środki pieniężne na początek okresu	25	49	115	96	130	178
Środki pieniężne na koniec okresu	49	115	96	130	178	228

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Dino Polska

Bardziej wymagająca baza, spadek rentowności r/r

 # Szacunki wyników za 2Q'23. **(1) LFL**. W 2Q tempo wzrostu cen żywności r/r spowolniło do 18,8% vs. 22,9% w 1Q, jednocześnie w ujęciu k/k wzrosły o 3%. W przypadku używek ceny rosły w tempie 12,4% r/r oraz 4% kw/kw. Efekt zeszłorocznej bazy (dodatkowy popyt związany z wybuchem wojny w Ukrainie, zerowy VAT na część żywności wspierający wolumeny w '22), down-trading, a dla większych formatów również kalendarz ŚW (9.04 vs. 17.04 przed rokiem) będą negatywnie oddziaływać na dynamikę LFL w 2Q. W przypadku DNP w 2Q oczekujemy spowolnienia wzrostu LFL do 22% vs. 27% w 1Q. Zakładamy, że inflacja modelowego koszyka w DNP wyniosła ~17%, a spółka zwiększyła sprzedaż wolumenową per sklep o 4% vs. 6% r/r w 1Q. Na całym rynku spożywczym wolumeny wg. GUS spadły w 2Q o 5% r/r. **(2) Roll-out/sprzedaż**. W 2Q spółka zaraportowała otwarcie 62 sklepów (-35% r/r). Tym samym wzrost sieci spowolni do 15% r/r (+3% kw/kw). W całym roku oczekujemy 11,5% wzrostu sieci, a w 2024 11%. W konsekwencji oczekujemy spadku wzrost przychodów z 44% r/r w 1Q'23 do 35% r/r w 2Q'23. **(3) MBNS**. Biedronka i Dino sygnalizują utrzymanie presji na MBNS w tym roku. Obecne otoczenie ogranicza tempo przenoszenia wzrostu podwyżek u dostawców na klientów. Branży nie sprzyja mix towarów w koszyku (wzrost udziałów podstawowych produktów, na których bazują często promocje), co również ciąży MBNS. W przypadku DNP z racji posiadania zakładu przerobu półtusz wieprzowych ważny jest jeszcze jeden czynnik – znaczący wzrost cen skupu półtusz (w 2Q >35% r/r LINK). W rezultacie oczekujemy kontynuacji erozji MBNS (w 2Q'22 -0,6p.p. r/r do 23,6%). **(4) SG&A**. W 2Q oczekujemy wzrostu kosztów sprzedaży per sklep o 14% r/r. Jednocześnie spowolnienie wzrostu sprzedaży porównywalnej wpłynie w 2Q na niższy niż w poprzednich kwartałach spadek wskaźnika SG&A r/r. W konsekwencji oczekujemy spadku rentowności EBITDA o 0,2p.p. r/r. Spowolnienie tempa roll-outu wspiera natomiast pozycję gotówkową. Dodatkowo w 2Q jest sezonowo mocny OCF. W rezultacie oczekujemy ND/EBITDA obniży się do 0,6 vs. 0,8x w 1Q.

Wyższe od naszych oczekiwań LFL w 1Q wpłynęły na podniesienie trajektorii wzrostu przychów (3-letni CAGR +1,5p.p. do poziomu 27%, +40 PLN na akcję), a w konsekwencji wyników w tym oraz w kolejnych latach prognozy. Dodatkowo na wzrost TP wpływ miało obniżenie WACC (efekt niższego o 0,5p.p. RFR, tj. +35 PLN na akcję). Niemniej jednak pomimo podwyższenia wyceny podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne SPRZEDAJ, z racji wzrostu kursu.

Sprzedaj

(Poprzednia: Sprzedaj; 390)

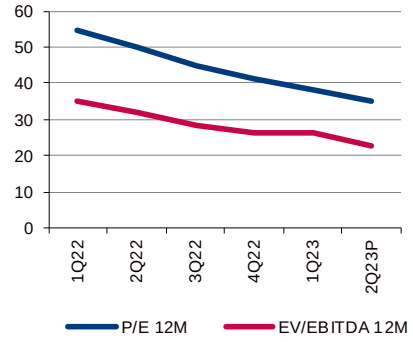
Cena docelowa: 470 PLN
Cena bieżąca: 474 PLN
Potencjał wzrostu: -1%

Raport za II kw.'23
17.08.2023

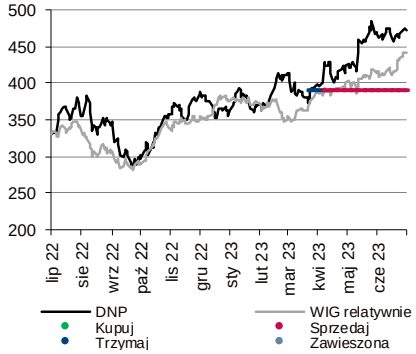
DANE SPÓŁKI			
Ticker			DNP
Sektor			Sektor FMCG
Kurs (PLN)			474,0
52 tyg. min/max (PLN)			281,6 / 491,8
Liczba akcji (mln szt.)			98,0
Kapitalizacja (mln PLN)			46471
S&P Global ESG Scores			48
Śr. obroty 3M (mln PLN)			83,20
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,7%	20,2%	43,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Sprzedaj	24.04.2023	390
Trzymaj	11.04.2023	390
	00.01.1900	
	00.01.1900	
	00.01.1900	
	00.01.1900	
	00.01.1900	
	00.01.1900	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES DNP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	3250	3487	3864	3854	4887	5368	5693	5544	6616	35%	19%
EBITDA	310	358	361	333	451	536	518	458	599	33%	31%
EBIT	251	293	293	263	378	460	438	376	511	35%	36%
Zysk netto	196	229	236	191	273	339	328	271	378	39%	40%
P/E12M trailing	63,4	60,1	57,7	54,6	50,0	44,7	41,0	38,4	35,3		
EV/EBITDA 12M trailing	41,1	39,0	37,4	35,3	31,9	28,5	26,0	26,0	22,7		
zmiana przychodów r./r.	32%	30%	40%	40%	50%	54%	47%	44%	35%		
marża EBITDA	9,5%	10,3%	9,3%	8,6%	9,2%	10,0%	9,1%	8,3%	9,1%		
marża EBIT	7,7%	8,4%	7,6%	6,8%	7,7%	8,6%	7,7%	6,8%	7,7%		
marża netto	6,0%	6,6%	6,1%	5,0%	5,6%	6,3%	5,8%	4,9%	5,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	10 126	13 362	19 802	26 695	33 678	40 692
EBITDA	1 036	1 271	1 838	2 443	3 285	4 074
EBIT	838	1 024	1 538	2 092	2 863	3 576
Zysk netto	644	805	1 132	1 564	2 241	2 881
EPS (PLN)	6,57	8,2	11,5	16,0	22,9	29,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	72,2	57,7	41,0	29,7	20,7	16,1
EV/EBITDA (x)	45,8	37,4	26,0	19,4	14,0	10,9
P/BV (x)	11,1	15,1	11,1	8,1	5,8	4,3
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	470	100%	390	100%	21%
Wycena porównawcza	266	0%	259	0%	3%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	26695	26526	1%	33678	32907	2%	40692	39548	3%
EBITDA	2 443	2 403	2%	3 285	3 090	6%	4 074	3 759	8%
EBIT	2 092	2 052	2%	2 863	2 664	7%	3 576	3 255	10%
Zysk netto	1 564	1 539	2%	2 241	2 073	8%	2 881	2 606	11%
P/E (x)	29,7	25,2		20,7	18,7		16,1	14,9	
EV/EBITDA (x)	19,4	16,5		14,0	12,5		10,9	9,9	
P/BV (x)	8,1			5,8			4,3		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	57,7	41,0	29,7	20,7	16,1
P/E skor. (x)	57,7	41,0	29,7	20,7	16,1
P/BV (x)	15,1	11,1	8,1	5,8	4,3
EV/EBITDA (x)	37,4	26,0	19,4	14,0	10,9
EV/EBITDA skor. (x)	37,4	26,0	19,4	14,0	10,9
EV/Sprzedaż (x)	3,6	2,4	1,8	1,4	1,1
FCF Yield (%)	-0,1%	-0,5%	1,2%	2,4%	2,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	8,2	11,5	16,0	22,9	29,4
EPS skor. (PLN)	8,2	11,5	16,0	22,9	29,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	31,3	42,9	58,8	81,7	111,1

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	24,9%	24,1%	23,6%	23,9%	24,1%
marża EBITDA (%)	9,5%	9,3%	9,2%	9,8%	10,0%
marża EBIT (%)	7,7%	7,8%	7,8%	8,5%	8,8%
marża netto skor. (%)	6,0%	5,7%	5,9%	6,7%	7,1%
ROE (%)	30,2%	31,1%	31,4%	32,5%	30,5%
ROA (%)	12,6%	14,0%	15,9%	19,5%	20,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	10,0%	7,3%	4,5%	3,8%	3,9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	5,4	4,8	3,5	3,0	3,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,8	0,4	-0,1	-0,5
Dług netto/EBITDA skor. (x)	0,8	0,8	0,4	-0,1	-0,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	-12	-5	0	2	2
Cykl rotacji zapasów (dni)	31	31	31	32	32
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	3	4	4	4	4
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	46	40	35	34	33

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**10 126**	**13 362**	**19 802**	**26 695**	**33 678**	**40 692**
Koszty wytworzenia	7 522	10 038	15 039	20 399	25 623	30 888
Zysk brutto ze sprzedaży	**2 604**	**3 324**	**4 763**	**6 297**	**8 055**	**9 804**
Koszty ogólnego zarządu	100	117	143	162	185	207
Koszty sprzedaży	1 668	2 182	3 080	4 045	5 007	6 021
Zysk ze sprzedaży	836	1 024	1 540	2 089	2 863	3 576
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2	0	-2	3	0	0
EBITDA	**1 036**	**1 271**	**1 838**	**2 443**	**3 285**	**4 074**
EBITDA skor.	**1 036**	**1 271**	**1 838**	**2 443**	**3 285**	**4 074**
Amortyzacja	198	247	300	351	423	498
EBIT	**838**	**1 024**	**1 538**	**2 092**	**2 863**	**3 576**
Wynik na działalności finansowej	-49	-46	-136	-161	-97	-19
Zysk brutto	**789**	**978**	**1 402**	**1 931**	**2 766**	**3 557**
Podatek dochodowy	145	173	270	367	526	676
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**644**	**805**	**1 132**	**1 564**	**2 241**	**2 881**
Zysk netto skor.	**644**	**805**	**1 132**	**1 564**	**2 241**	**2 881**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**4 054**	**5 183**	**6 296**	**7 179**	**8 053**	**9 163**
Aktywa obrotowe	**1 517**	**1 985**	**2 707**	**3 455**	**4 303**	**6 464**
Zapasy	875	1 373	1 979	2 627	3 229	3 808
Należności handlowe	87	144	275	329	415	502
Gotówka	480	419	383	412	557	2 043
Aktywa	**5 571**	**7 169**	**9 003**	**10 634**	**12 356**	**15 627**
Kapitał własny	**2 267**	**3 070**	**4 204**	**5 768**	**8 008**	**10 889**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**1 223**	**1 093**	**1 109**	**1 080**	**170**	**48**
Zobowiązania oprocentowane	1 146	1 033	1 061	1 032	122	0
Zobowiązania krótkoterminowe	**2 081**	**3 006**	**3 690**	**3 905**	**4 298**	**4 809**
Zobowiązania oprocentowane	218	368	671	224	26	0
Zobowiązania handlowe	1 345	2 008	2 308	2 850	3 440	3 977
Pasywa	**5 571**	**7 169**	**9 003**	**10 634**	**12 356**	**15 627**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**820**	**1 326**	**1 253**	**1 897**	**2 640**	**3 253**
Zysk (strata) brutto	789	978	1 402	1 931	2 766	3 557
Amortyzacja	198	247	300	351	423	498
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1 000**	**-1 331**	**-1 435**	**-1 212**	**-1 273**	**-1 581**
CAPEX	-1 003	-1 336	-1 446	-1 212	-1 273	-1 581
Przepływy z działalności finansowej	**266**	**-57**	**145**	**-656**	**-1 222**	**-186**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	86	-62	-36	29	146	1 485
Środki pieniężne na początek okresu	395	480	419	383	412	557
Środki pieniężne na koniec okresu	480	419	383	412	557	2 043

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Inter Cars

Przyzwoita dynamika EBITDA pomimo oczekiwanej erozji rentowności

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 700 PLN)

Cena docelowa: 860 PLN
Cena bieżąca: 622 PLN
Potencjał wzrostu: 38%

Raport za II kw.'23
07.09.2023

 # Szacunki 2Q'23. **(1)** Dynamika sprzedaży dystrybucyjnej w 2Q wyniosła 22% r/r (+17% r/r w PL, +23% r/r za granicą). **(2)** Oczekujemy spadku MBNS r/r, ale nie zakładamy jej dalszej erozji kw/kw (MBNS -0,9p.p. r/r, +0,1p.p. kw/kw). Spadek MBNS r/r w CAR będzie również odzwierciedlał niekorzystny wpływ umacnianie złotego względem walut lokalnych, na rynkach zagranicznych. Solidna dynamika sprzedaży i charakter wzrostu (wzrost jednostkowej marży) wspierać będzie rozwadnianie kosztów, chociaż efekt dźwigni będzie naszym zdaniem niższy niż w 1Q (wskaźnik SG&A -0,3p.p. r/r). Oznaczałoby to wzrost EBITDA skor. do 367mln PLN (+15% r/r). Umocnienie PLN względem EUR, wpłynie na ~15mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych (zysk netto skor. 220mln PLN, +5% r/r).

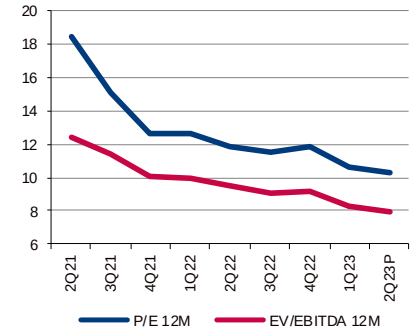
 # Dalej starzejący się park samochodowy w Europie dobrym otoczeniem rynkowym. Zgodnie z danymi Samar import używanych aut do Polski w czerwcu był słabszy o 2% r/r, podczas gdy sprzedaż nowych pojazdów wzrosła o 6% r/r. Łącznie od początku roku import używanych aut był niższy o 4% r/r (385tys. sztuk), a sprzedaż nowych samochodów wyższa o 11% r/r. Słabszy import wynika ze gorszej podaży pojazdów używanych z WE w konsekwencji niższej dostępności nowych aut i wzrostu ich cen, co przełożyło się na starzenie parków samochodowych i jest pozytywnym trendem dla branży dystrybutorów części obserwowanym globalnie.

W modelu prognostycznym wprowadziliśmy następujące zmiany: (1) podwyższyliśmy założenia poziomu sprzedaży (3-letni CAGR +1,5p.p. do poziomu 16%, efekt oczekiwanej poprawy nastrojów konsumenckich w 2024 w PL oraz w CEE, szybszy wzrost udziałów rynkowych w CEE, tj. +70 PLN na akcję), (2) poprawiliśmy ścieżkę normalizacji cyklu konwersji gotówki (brak istotnych wzrostów cen oraz spowolnienie dynamiki będzie wspierać skracanie cyku rotacji zapasów, +25 PLN na akcję). Dodatkowo na wzrost TP wpływ miało obniżenie WACC (efekt niższego o 0,5p.p. RFR, tj. +65 PLN na akcję). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

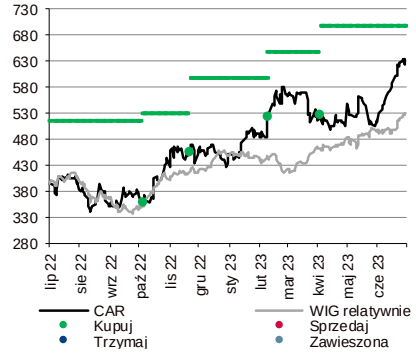
DANE SPÓŁKI			
Ticker			CAR
Sektor			Handel hurtowy
Kurs (PLN)			622,0
52 tyg. min/max (PLN)			337,5 / 650
Liczba akcji (mln szt.)			14,2
Kapitalizacja (mln PLN)			8813
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			4,40
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	23,4%	22,9%	60,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	700
Kupuj	01.03.2023	650
Kupuj	12.12.2022	600
Kupuj	24.10.2022	530
Kupuj	21.07.2022	515
Kupuj	22.04.2022	530
Kupuj	09.12.2021	560
Kupuj	21.10.2021	525

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES CAR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	3026	3170	3490	3243	3751	3936	4354	4189	4560	22%	9%
EBITDA	239	286	329	196	319	359	322	338	367	15%	9%
EBIT	206	255	294	160	284	321	277	294	321	13%	9%
Zysk netto	162	196	226	116	209	218	202	202	233	11%	15%
P/E12M trailing	18,5	15,1	12,6	12,6	11,8	11,5	11,8	10,6	10,3		
EV/EBITDA 12M trailing	12,4	11,4	10,1	9,9	9,5	9,0	9,1	8,2	8,0		
zmiana przychodów r./r.	43%	27%	34%	27%	24%	24%	25%	29%	22%		
marża EBITDA	7,9%	9,0%	9,4%	6,0%	8,5%	9,1%	7,4%	8,1%	8,0%		
marża EBIT	6,8%	8,1%	8,4%	4,9%	7,6%	8,2%	6,4%	7,0%	7,0%		
marża netto	5,4%	6,2%	6,5%	3,6%	5,6%	5,5%	4,6%	4,8%	5,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	9 159	12 242	15 285	18 858	22 202	25 318
EBITDA	638	1 039	1 197	1 477	1 672	1 818
EBIT	507	909	1 042	1 293	1 449	1 595
Zysk netto	333	700	746	910	1 047	1 167
EPS (PLN)	23,53	49,4	52,6	64,2	73,9	82,3
DPS (PLN)	0,0	1,4	1,4	2,6	6,4	11,1
P/E (x)	26,4	12,6	11,8	9,7	8,4	7,6
EV/EBITDA (x)	16,1	10,1	9,4	7,6	6,8	6,3
P/BV (x)	2,3	2,9	2,3	1,9	1,6	1,3
DY (%)	0,0%	0,2%	0,2%	0,4%	1,0%	1,8%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	860	100%	700	100%	23%
Wycena porównawcza	955	0%	830	0%	15%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	18858	18892	0%	22202	22017	1%	25318	24809	2%
EBITDA	1 477	1 407	5%	1 672	1 605	4%	1 818	1 728	5%
EBIT	1 293	1 235	5%	1 449	1 415	2%	1 595	1 539	4%
Zysk netto	910	855	6%	1 047	993	5%	1 167	1 098	6%
P/E (x)	9,7	10,3		8,4	8,9		7,6	8,0	
EV/EBITDA (x)	7,6	7,4		6,8	6,6		6,3	6,2	
P/BV (x)	1,9			1,6			1,3		
DY (%)	0,4%			1,0%			1,8%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	12,6	11,8	9,7	8,4	7,6
P/E MSR skor. (x)	12,6	11,8	9,7	8,4	7,6
P/BV (x)	2,9	2,3	1,9	1,6	1,3
EV/EBITDA (x)	10,1	9,4	7,6	6,8	6,3
EV/EBITDA skor. (x)	10,1	8,8	7,6	6,8	6,3
EV/Sprzedaż (x)	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
FCF Yield (%)	2,2%	-2,1%	-5,9%	2,4%	2,9%
DY (%)	0,2%	0,2%	0,4%	1,0%	1,8%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	49,4	52,6	64,2	73,9	82,3
EPS skor. (PLN)	49,4	52,6	64,2	73,9	82,3
DPS (PLN)	1,4	1,4	2,6	6,4	11,1
BVPS (PLN)	218,1	269,3	330,9	398,4	469,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	30,6%	30,4%	29,8%	29,6%	29,5%
marża EBITDA skor. (%)	8,5%	8,3%	7,8%	7,5%	7,2%
marża EBIT (%)	7,4%	6,8%	6,9%	6,5%	6,3%
marża netto skor. (%)	5,7%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%
ROE (%)	25,5%	21,6%	21,4%	20,3%	19,0%
ROA (%)	12,8%	10,4%	10,6%	10,7%	10,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,7%	1,2%	1,2%	1,7%	1,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,6	1,1	1,2	1,7	1,6
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	2,0	1,6	1,5	1,4
Dług netto/EBITDA skor. (x)	1,6	2,0	1,6	1,5	1,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	94	102	101	99	100
Cykl rotacji zapasów (dni)	80	86	89	89	89
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	39	44	39	36	38
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	24	28	26	27	27

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**9 159**	**12 242**	**15 285**	**18 858**	**22 202**	**25 318**
Koszty wytworzenia	6 416	8 491	10 631	13 245	15 629	17 847
Zysk brutto ze sprzedaży	**2 743**	**3 751**	**4 654**	**5 613**	**6 573**	**7 471**
Koszty usługi dystrybucyjnej	973	1 242	1 529	1 821	2 135	2 431
Koszty sprzedaży i zarządu	1 239	1 571	1 984	2 515	2 984	3 441
Zysk ze sprzedaży	531	938	1 141	1 277	1 454	1 599
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-24	-29	-100	16	-5	-5
EBITDA	**638**	**1 039**	**1 197**	**1 477**	**1 672**	**1 818**
EBITDA skor.	**638**	**1 039**	**1 272**	**1 477**	**1 672**	**1 818**
Amortyzacja	131	130	155	186	223	259
EBIT	**507**	**909**	**1 042**	**1 293**	**1 449**	**1 595**
Wynik na działalności finansowej	-63	-31	-116	-155	-141	-137
Zysk brutto	**444**	**877**	**926**	**1 138**	**1 308**	**1 458**
Podatek dochodowy	111	178	180	228	262	292
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**333**	**700**	**746**	**910**	**1 047**	**1 167**
Zysk netto skor.	**333**	**700**	**746**	**910**	**1 047**	**1 167**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 214**	**1 183**	**1 450**	**1 565**	**1 793**	**2 017**
Aktywa obrotowe	**3 465**	**5 099**	**6 555**	**7 523**	**8 685**	**9 778**
Zapasy	2 223	3 112	4 096	5 069	5 814	6 511
Należności handlowe	940	1 669	2 021	2 011	2 419	2 799
Gotówka	234	241	357	362	372	387
Aktywa	**4 679**	**6 283**	**8 006**	**9 087**	**10 479**	**11 795**
Kapitał własny	**2 395**	**3 090**	**3 816**	**4 688**	**5 644**	**6 653**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**1 010**	**1 076**	**1 397**	**1 372**	**1 437**	**1 473**
Zobowiązania oprocentowane	536	581	729	704	769	805
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 273**	**2 117**	**2 793**	**3 027**	**3 398**	**3 668**
Zobowiązania oprocentowane	567	753	1 279	1 235	1 349	1 412
Zobowiązania handlowe	486	1 124	1 192	1 521	1 760	1 949
Pasywa	**4 679**	**6 283**	**8 006**	**9 087**	**10 479**	**11 795**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**444**	**34**	**-98**	**564**	**517**	**691**
Zysk (strata) netto	444	877	926	1 138	1 308	1 458
Amortyzacja	131	130	155	186	223	259
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-71**	**-82**	**-166**	**-219**	**-372**	**-402**
CAPEX	-73	-83	-177	-230	-380	-410
Przepływy z działalności finansowej	**-282**	**55**	**381**	**-341**	**-134**	**-275**
Dywidenda	0	-20	-20	-37	-91	-157
Przepływy pieniężne netto	90	7	117	4	11	14
Środki pieniężne na początek okresu	143	234	241	357	362	372
Środki pieniężne na koniec okresu	234	241	357	362	372	387

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Oponeo

Niska, zeszłoroczna baza na wymagającym rynku

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 53 PLN)

Cena docelowa: 60 PLN
Cena bieżąca: 45 PLN
Potencjał wzrostu: 34%

Raport za II kw.'23
17.08.2023

 # Oponeo: (1) Spółka zaraportowała w segmencie oponowym w 2Q 380mln PLN przychodów (+18% r/r). **(2)** Spółka na koniec 2022 utrzymywała 50% wyższe zapasy r/r, z czego średni wzrost cen opon zakupu opon na bilansie wyniósł 20% r/r. Sprzedaż OPN w 1H prezentowała się znacznie lepiej na tle rynku, który już w 1Q wykazywał znaczące spadki r/r (LINK), chociaż w 2Q były one płytsze. **(3)** W 2Q oczekujemy lekko niższej MBNS, której budowaniu nie sprzyja słaby rynek opony oraz ryzyko wyceny magazynu w kontekście znacznie obecnie tańszego importu opon z Azji r/r. Jednocześnie w całym 1H oczekujemy poprawy MBNS r/r (+0,2p.p. r/r). **(4)** W kontekście SG&A trzeba mieć na uwadze zeszłoroczną bazę - one-offy związane z przenoszeniem do nowego magazynu (4mln PLN) oraz koszty premii za 2021 5mln PLN. Łącznie oba te zdarzenia podwyższyły koszty w 2Q'22 o 9mln PLN. W rezultacie w 2Q oczekujemy spadku wskaźnika SG&A o 2p.p. r/r, po części również z racji wzrostu marży jednostkowej, która poprawiała KPIs logistyki magazynowej. W rezultacie w segmencie opony oczekujemy 25 vs. 16,5mln PLN EBITDA przed rokiem.

 # Pozostałe biznesy. (1) Dadelo. Omówieniu szacunków poświęciliśmy odrębny slajd spółkowy. **(2) Rotopino.** Niesprzyjające otoczenie rynkowe dla dystrybutorów narzędzi. Zakładamy spadek przychodów w 2Q oraz oddalenie się od punktu break-even.

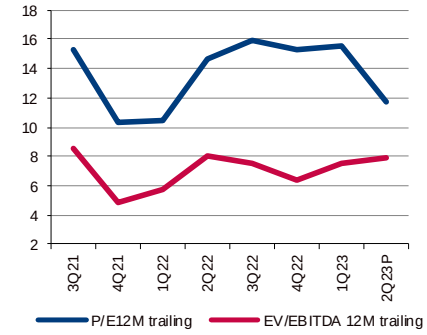
 # Pewnym wyzwaniem rotacja magazynu oraz import opon z Azji. W 1Q zastanawialiśmy się jak dużo OPN „ugra" na większym r/r magazynie w kontekście niepewnych wolumenów oraz znaczącej poprawy ekonomii importu opon z Azji (fracht, FX), który psuje rynek. Podobne pytania stawiamy w 2Q, z tą różnicą że patrząc na wolumeny wydaje się że OPN zwiększa udziały rynkowe i upłynnia magazyn pomimo wymagającego rynku.

Nie wprowadzaliśmy większych zmian do modelu w segmencie opon względem ostatniej rekomendacji, jednocześnie podnosząc oczekiwania tempa wzrostu biznesu Dadelo, co obok spadku WACC (efekt niższego o 0,5p.p. RFR, +3 PLN na akcję) miało kluczowy wpływ na wzrost wyceny względem poprzedniej rekomendacji. Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

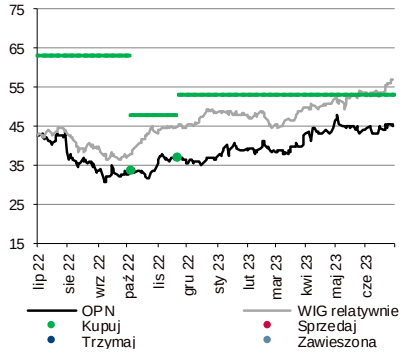
DANE SPÓŁKI			
Ticker			OPN
Sektor			Handel hurtowy
Kurs (PLN)			44,8
52 tyg. min/max (PLN)			30 / 47,8
Liczba akcji (mln szt.)			13,9
Kapitalizacja (mln PLN)			624
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,34
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,3%	5,1%	6,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2022	53
Kupuj	12.12.2022	50
Kupuj	24.10.2022	48
Kupuj	21.07.2022	63
Kupuj	22.04.2022	66
Kupuj	09.12.2021	74
Trzymaj	21.10.2021	70
Kupuj	20.07.2021	70

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES OPN NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	368	242	650	276	416	318	685	292	497	20%	70%
EBITDA	35	1	59	0	21	9	52	0	31	47%	-
EBIT	31	-3	55	-4	15	4	47	-6	25	60%	-
Zysk netto	25	-4	42	-3	7	-7	43	-3	20	172%	-
P/E12M trailing	15,3	15,3	10,4	10,4	14,7	16,0	15,3	15,5	11,8		
EV/EBITDA 12M trailing	8,8	8,5	4,9	5,7	8,0	7,5	6,4	7,6	7,9		
zmiana przychodów r./r.	26%	32%	55%	8%	13%	31%	5%	6%	20%		
marża EBITDA	9,4%	0,4%	9,0%	0,0%	5,0%	2,9%	7,7%	-	6,2%		
marża EBIT	8,4%	-	8,5%	-	3,7%	1,4%	6,9%	-	4,9%		
marża netto	6,7%	-	6,4%	-	1,8%	-	6,3%	-	4,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 063	1 515	1 695	1 898	2 138	2 303
EBITDA	49	94	83	80	89	94
EBIT	37	79	63	57	64	68
Zysk netto	32	60	41	45	46	54
EPS (PLN)	2,30	4,3	2,9	3,3	3,3	3,9
DPS (PLN)	0,1	1,2	1,9	1,2	1,3	1,3
P/E (x)	19,4	10,4	15,3	13,7	13,6	11,6
EV/EBITDA (x)	12,1	4,9	7,4	7,6	7,0	6,5
P/BV (x)	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
DY (%)	0,2%	2,6%	4,2%	2,6%	2,9%	2,9%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	60,0	100%	53,0	100%	13%
Wycena porównawcza	46,9	0%	48,7	0%	-4%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1898	1901	0%	2138	2100	2%	2303	2286	1%
EBITDA	80	85	-5%	89	90	-1%	94	101	-7%
EBIT	57	62	-7%	64	65	-1%	68	74	-8%
Zysk netto	45	39	17%	46	44	4%	54	57	-6%
P/E (x)	13,7	16,0		13,6	14,2		11,6	11,0	
EV/EBITDA (x)	7,6	6,2		7,0	6,0		6,5	5,3	
P/BV (x)	1,6			1,5			1,4		
DY (%)	2,6%			2,9%			2,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	10,4	15,3	13,7	13,6	11,6
P/E skor. (x)	10,4	15,3	13,7	13,6	11,6
P/BV (x)	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA (x)	4,9	7,4	7,6	7,0	6,5
EV/EBITDA skor. (x)	4,9	7,4	7,6	7,0	6,5
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
FCF Yield (%)	1,8%	18,1%	-6,8%	-5,1%	-6,4%
DY (%)	2,6%	4,2%	2,6%	2,9%	2,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	4,3	2,9	3,3	3,3	3,9
EPS skor. (PLN)	4,3	2,9	3,3	3,3	3,9
DPS (PLN)	1,2	1,9	1,2	1,3	1,3
BVPS (PLN)	25,2	26,1	28,2	30,2	32,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	20,4%	19,7%	19,9%	20,0%	20,2%
marża EBITDA skor. (%)	6,2%	4,9%	4,2%	4,2%	4,1%
marża EBIT (%)	5,2%	3,7%	3,0%	3,0%	2,9%
marża netto skor. (%)	4,0%	2,4%	2,4%	2,1%	2,3%
ROE (%)	20,9%	11,4%	12,0%	11,2%	12,2%
ROA (%)	12,0%	6,2%	6,4%	6,1%	6,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,6%	1,8%	1,0%	1,2%	1,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,6	1,6	0,8	1,0	0,9
Dług netto/EBITDA (x)	-1,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1
Dług netto/EBITDA skor. (x)	-1,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	6	13	22	24	27
Cykl rotacji zapasów (dni)	31	43	49	50	52
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	15	15	12	11	12
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	45	39	36	37

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 063**	**1 515**	**1 695**	**1 898**	**2 138**	**2 303**
Koszty wytworzenia	846	1 205	1 360	1 519	1 711	1 837
Zysk brutto ze sprzedaży	**217**	**309**	**335**	**379**	**427**	**466**
Koszty sprzedaży	161	208	241	280	314	343
Koszty zarządu	16	20	29	41	49	55
Zysk ze sprzedaży	40	82	64	58	64	68
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-3	-2	-1	-1	0	0
EBITDA	**49**	**94**	**83**	**80**	**89**	**94**
EBITDA skor.	**49**	**94**	**83**	**80**	**89**	**94**
Amortyzacja	12	14	19	24	25	26
EBIT	**37**	**79**	**63**	**57**	**64**	**68**
Wynik na działalności finansowej	-2	-1	-11	-6	-6	0
Zysk brutto	**35**	**78**	**53**	**51**	**58**	**68**
Podatek dochodowy	3	16	10	12	11	14
Zysk mniejszości	0	3	2	0	0	0
Zysk netto	**32**	**60**	**41**	**45**	**46**	**54**
Zysk netto skor.	**32**	**60**	**41**	**45**	**46**	**54**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**175**	**169**	**258**	**262**	**271**	**277**
Aktywa obrotowe	**206**	**450**	**430**	**467**	**499**	**0**
Zapasy	100	159	242	272	309	345
Należności handlowe	50	78	61	60	69	77
Gotówka	55	210	126	134	120	94
Aktywa	**381**	**619**	**687**	**730**	**770**	**794**
Kapitał własny	**226**	**350**	**364**	**393**	**421**	**456**
Kapitały mniejszości	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**
Zobowiązania długoterminowe	**14**	**35**	**98**	**104**	**103**	**82**
Zobowiązania oprocentowane	0	24	21	25	22	0
Zobowiązania krótkoterminowe	**141**	**233**	**225**	**232**	**246**	**255**
Zobowiązania oprocentowane	2	10	12	15	13	0
Zobowiązania handlowe	124	214	201	205	222	243
Pasywa	**381**	**619**	**687**	**730**	**770**	**794**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**21**	**96**	**-19**	**51**	**48**	**58**
Zysk (strata) netto	32	60	41	45	46	54
Amortyzacja	12	14	19	24	25	26
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-43**	**-22**	**-29**	**-18**	**-25**	**-24**
CAPEX	-5	-8	-31	-19	-25	-24
Przepływy z działalności finansowej	**10**	**81**	**-36**	**-24**	**-37**	**-61**
Dywidenda	-1	-16	-26	-16	-18	-18
Przepływy pieniężne netto	-11	155	-85	9	-14	-26
Środki pieniężne na początek okresu	100	55	210	126	134	120
Środki pieniężne na koniec okresu	89	210	126	134	120	94

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

AB

Słabsze otoczenie rynkowe dopadło Spółkę

 # Szacunki 4Q'22/23: (1) Rynek: Po 2 latach przeskalowania rynku IT w Polsce widać spowolnienie, a globalne outlooki producentów (Apple, Samsung) wskazują na dalsze wolumenowe spadki popytu w 2Q, stabilizację w 2H i recovery w 2024. W branży widać oznaki deflacji (m.in. kategoria notebooki), co dodatkowo ciąży dynamice sprzedaży. **(2) Sprzedaż.** W 1Q ABE oparła się spadowi sprzedaży. W 2Q tendencje rynkowe naszym zdaniem odbiją się również na obrotach Spółki, szczególnie, że zeszłoroczną bazę podbijała realizacja opóźnionych, z racji pogorszenia dostępności towarów, przetargów publicznych. W Polsce oczekujemy 11% spadku, a w Czechach 6% spadku sprzedaży r/r w ABE. **(3) MBNS**: Dalsza post pandemiczna normalizacja struktury sprzedaży powinna sprzyjać MBNS. Dodatkowo korzystnie na nią wpłynie naszym zdaniem spadek udziału notebooków i produktów Apple w obrotach oraz wzrost obrotów VAD, dlatego oczekujemy poprawy MBNS r/r (+0,2p.p. r/r). **(4) EBITDA**: Równolegle słabsza sprzedaż wpłynie naszym zdaniem na wzrost wskaźnika SG&A r/r. Oznaczałoby to lekkie pogorszenie marży EBITDA r/r. **(5) WC / inne:** Słabsze otoczenie rynkowe powinno przełożyć się na obniżenie kapitału obrotowego (mniejsze zatowarowanie, niższe należności), co z kolei powinno zmniejszyć poziom kosztów finansowych. Umocnienie PLN względem EUR w 2Q z kolei powinno przełożyć się na ~2mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych.

 # Przetarg na dostawę laptopów do szkół na początek roku szkolnego 2023/24. Dynamikę sprzedaż dystrybutorów IT w PL wspierać będzie dostawa ~400tys. laptopów do szkół. Wartość przypadająca na dystrybutorów tego projektu szacujemy na ~800mln PLN, z czego na ABE może przypadać ~40%. Powyższy przetarg będzie wspierał przychody w 3Q i powinien pozwolić na osiągnięcie dodatkowych kilku mln EBIT.

Względem ostatniej rekomendacji lekko obniżamy oczekiwania przychodowe, jednocześnie łagodzimy ścieżkę normalizacji MBNS w latach 23/24 (bardziej marżowy mix sprzedaży). Równolegle obniżamy WACC (efekt niższego o 0,5p.p. RFR). Guidance największych producentów nie zakłada dalszego spadku rynku w 2H, oczekują oni jednocześnie poprawy otoczenia rynkowego w 2024. Lokalnie Spółka powinna korzystać na poprawie nastrojów konsumenckich w przyszłym roku oraz wyższych inwestycji w segmencie B2B. Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 73 PLN)

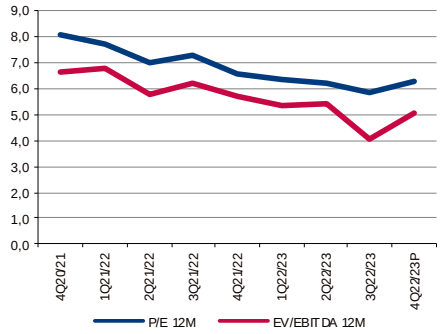
Cena docelowa: 75 PLN
Cena bieżąca: 61,4 PLN
Potencjał wzrostu: 22%

Raport za III kw.'21/22
22.08.2023

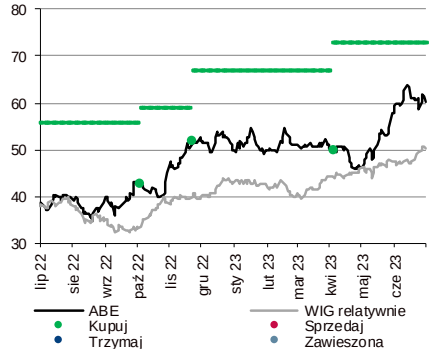
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ABE
Sektor			Handel hurtowy
Kurs (PLN)			61,4
52 tyg. min/max (PLN)			34,3 / 63,8
Liczba akcji (mln szt.)			16,2
Kapitalizacja (mln PLN)			994
S&P Global ESG Scores			48
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,43
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,0%	19,4%	59,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	73
Kupuj	12.12.2022	67
Kupuj	24.10.2022	59
Kupuj	21.07.2022	56
Kupuj	22.04.2022	67
Kupuj	09.12.2021	70,00

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ABE NA TLE WIG



mln PLN	4Q20/21	1Q21/22	2Q21/22	3Q21/22	4Q21/22	1Q22/23	2Q22/23	3Q22/23	4Q22/23P	y/y	q/q
Przychody	2964	3105	4399	3328	3198	3793	4797	3541	2925	-9%	-17%
EBITDA	39	40	90	41	61	59	115	68	54	-11%	-20%
EBIT	35	36	85	36	56	53	108	61	48	-13%	-21%
Zysk netto	26	25	65	20	40	31	68	32	27	-32%	-14%
P/E12M trailing	8,0	7,7	7,0	7,3	6,6	6,3	6,2	5,8	6,3		
EV/EBITDA 12M trailing	6,6	6,8	5,8	6,2	5,7	5,3	5,4	4,1	5,0		
zmiana przychodów r./r.	19%	8%	4%	11%	8%	22%	9%	6%	-9%		
marża EBITDA	1,3%	1,3%	2,0%	1,2%	1,9%	1,5%	2,4%	1,9%	1,9%		
marża EBIT	1,2%	1,1%	1,9%	1,1%	1,7%	1,4%	2,3%	1,7%	1,7%		
marża netto	0,9%	0,8%	1,5%	0,6%	1,3%	0,8%	1,4%	0,9%	0,9%		

mln PLN	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Przychody	10 207	13 074	14 031	15 056	16 007	16 801
EBITDA	112	183	231	295	276	270
EBIT	96	166	212	270	250	243
Zysk netto	67	124	151	157	183	176
EPS (PLN)	4,15	7,6	9,3	9,7	11,3	10,8
DPS (PLN)	0,0	0,4	1,0	1,2	1,5	2,3
P/E (x)	14,8	8,0	6,6	6,3	5,4	5,7
EV/EBITDA (x)	8,6	6,6	5,7	4,8	4,6	4,5
P/BV (x)	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
DY (%)	0,0%	0,7%	1,6%	2,0%	2,4%	3,7%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	75,0	100%	73,0	100%	3%
Wycena porównawcza	88,6	0%	66,0	0%	21%

Zmiany prognoz	2022/23P			2023/24P			2024/25P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	15056	15559	-3%	16007	16418	-3%	16801	17542	-4%
EBITDA	295	279	6%	276	257	7%	270	256	6%
EBIT	270	254	6%	250	231	8%	243	229	6%
Zysk netto	157	161	-3%	183	168	9%	176	159	10%
P/E (x)	6,3	6,2		5,4	5,9		5,7	6,3	
EV/EBITDA (x)	4,8	4,9		4,6	4,8		4,5	4,5	
P/BV (x)	0,8			0,7			0,6		
DY (%)	2,0%			2,4%			3,7%		

Wskaźniki rynkowe	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
P/E (x)	8,0	6,6	6,3	5,4	5,7
P/E skor. (x)	8,0	6,6	6,3	5,4	5,7
P/BV (x)	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	6,6	5,7	4,8	4,6	4,5
EV/EBITDA skor. (x)	6,6	5,7	4,8	4,6	4,5
EV/Sprzedaż (x)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF Yield (%)	-18,9%	-2,5%	10,6%	10,0%	12,4%
DY (%)	0,7%	1,6%	2,0%	2,4%	3,7%

Wskaźniki finansowe	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
EPS (PLN)	7,6	9,3	9,7	11,3	10,8
EPS skor. (PLN)	7,6	9,3	9,7	11,3	10,8
DPS (PLN)	0,4	1,0	1,2	1,5	2,3
BVPS (PLN)	61,3	70,7	79,1	89,0	97,6

Wskaźniki operacyjne	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
marża brutto na sprzedaży (%)	3,6%	3,8%	3,9%	3,8%	3,8%
marża EBITDA skor. (%)	1,4%	1,6%	2,0%	1,7%	1,6%
marża EBIT (%)	1,3%	1,5%	1,8%	1,6%	1,4%
marża netto skor. (%)	0,9%	1,1%	1,0%	1,1%	1,0%
ROE (%)	13,4%	14,1%	12,9%	13,5%	11,6%
ROA (%)	4,7%	4,9%	4,5%	5,1%	4,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	1,3	1,0	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	1,2	1,4	1,5	1,0	0,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	21	27	31	32	31
Cykl rotacji zapasów (dni)	32	39	42	40	39
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	29	30	33	32	32
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	39	41	43	40	40

Rachunek wyników (mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Przychody	**10 207**	**13 074**	**14 031**	**15 056**	**16 007**	**16 801**
Koszty wytworzenia	9 836	12 602	13 501	14 471	15 403	16 167
Zysk brutto ze sprzedaży	**371**	**473**	**529**	**585**	**604**	**634**
Koszty ogólnego zarządu	49	64	64	70	77	82
Koszty sprzedaży	209	229	255	252	276	299
Zysk ze sprzedaży	113	180	211	263	250	253
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-17	-14	2	7	0	-10
EBITDA	**112**	**183**	**231**	**295**	**276**	**270**
EBITDA skor.	**112**	**183**	**231**	**295**	**276**	**270**
Amortyzacja	16	17	19	24	26	27
EBIT	**96**	**166**	**212**	**270**	**250**	**243**
Wynik na działalności finansowej	-10	-15	-23	-75	-22	-25
Zysk brutto	**86**	**151**	**189**	**196**	**228**	**218**
Podatek dochodowy	19	27	38	39	45	43
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	1
Zysk netto	**67**	**124**	**151**	**157**	**183**	**176**
Zysk netto skor.	**67**	**124**	**151**	**157**	**183**	**176**

Bilans (mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Aktywa trwałe	**277**	**301**	**378**	**384**	**390**	**396**
Aktywa obrotowe	**2 337**	**2 388**	**3 044**	**3 189**	**3 263**	**3 378**
Zapasy	970	1 313	1 681	1 747	1 775	1 819
Należności handlowe	1 081	981	1 306	1 385	1 429	1 499
Gotówka	278	89	51	51	52	53
Aktywa	**2 614**	**2 688**	**3 422**	**3 573**	**3 653**	**3 774**
Kapitał własny	**850**	**993**	**1 144**	**1 281**	**1 441**	**1 580**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**157**	**205**	**175**	**224**	**156**	**128**
Zobowiązania oprocentowane	142	192	118	166	98	70
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 608**	**1 491**	**2 103**	**2 069**	**2 056**	**2 067**
Zobowiązania oprocentowane	98	101	206	265	182	148
Zobowiązania handlowe	1 478	1 343	1 825	1 731	1 801	1 846
Pasywa	**2 614**	**2 688**	**3 422**	**3 573**	**3 653**	**3 774**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Przepływy z działalności operacyjnej	**287**	**-212**	**-5**	**17**	**229**	**158**
Zysk (strata) brutto	86	151	189	196	228	218
Amortyzacja	16	17	19	24	26	27
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-4**	**-11**	**-24**	**-23**	**-24**	**-26**
CAPEX	-5	-12	-24	-23	-24	-26
Przepływy z działalności finansowej	**-93**	**33**	**-11**	**6**	**-203**	**-132**
Dywidenda	0	-7	-16	-20	-23	-37
Przepływy pieniężne netto	190	-190	-39	0	2	1
Środki pieniężne na początek okresu	88	278	89	51	51	52
Środki pieniężne na koniec okresu	278	89	51	51	52	53

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Asbis

Wysoka dynamika wzrostu sprzedaży dzięki globalnej sile Apple i niskiej bazie

Bez rekomendacji

Szacunki 2Q'23: Wzrost sprzedaży o 30% r/r pozwolił na powrót do poziomu przychodów z 2Q'21 (680mln USD).

#Sprzedaż: Spółka przedstawiła dane sprzedażowe za 3 miesiące 2Q'23 na poziomie 674mln PLN (+30,5% r/r). Spodziewamy się, że głównymi motorami wzrostu pozostała Azja Środkowa, Ukraina, i państwa CEE (szczególnie Słowacja, w mniejszym stopniu Polska). W WE oczekujemy, że Asbis dalej zyskuje na konsolidacji rynku dostawców poszerzając swoją ofertę. Najlepiej sprzedającymi się kategoriami produktów były smartfony (szczególnie IPhone), procesory i laptopy (w szczególności MacBooki). Spółce udało się zwiększyć udziały w rynku dzięki m.in. rosnącemu udziałowi Apple na rynku smartfonów i komputerów. Asbis jest na dobrej drodze, żeby osiągnąć zapowiadane 1,7-1,8mld sprzedaży produktów Apple w 2023 roku (~60% sprzedaży).

#EBITDA: Oczekujemy wyższej dynamiki sprzedaży produktów Apple, niż pozostałych produktów, w tym marek własnych, co będzie naszym zdaniem obniżało MBnS spółki. Zakładamy w 2Q'23 spadek MBnS z rekordowego poziomu 9,4% do 8,2% (-1,2p.p. r/r). Z uwagi na utworzenie i rozszerzenia zespołów sprzedażowych na nowych rynkach prognozujemy wzrost kosztów sprzedaży o 18% r/r, kosztów zarządu +30% r/r. EBIT w 2Q'23 na poziomie 19,5mln PLN (0% r/r), marża EBIT 2,9% (-0,9 p.p. r/r).

#Zysk netto: Wyższe zadłużenie r/r podwyższy według naszych prognoz koszty finansowe w 2Q'23 o 34% r/r do ~9mln USD. Oczekujemy, że spółka wygeneruje zysk netto na poziomie 9,7mln PLN (-12,5% r/r).

#OCF: Zakładamy zbliżony poziom zapasów kw/kw z uwagi na zrealizowanie dużego kontraktu z Apple pod koniec ubiegłego roku, OCF w 2Q'23 lekko ujemny. Oczekujemy generacji dodatniego OCF od 3Q'23 wraz z redukcją poziomu zapasów oraz poprawą cyklu konwersji gotówki.

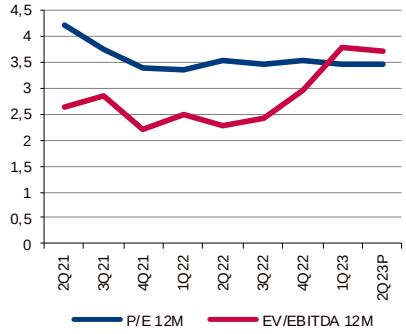
Raport za II kw.'23
10.08.2023

Cena bieżąca: 29,7 PLN

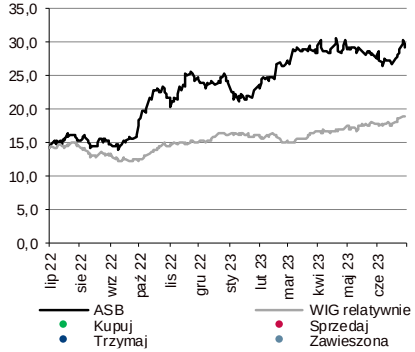
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ASB
Sektor			Handel hurtowy
Kurs (PLN)			29,7
52 tyg. min/max (PLN)			13,89 / 30,6
Liczba akcji (mln szt.)			55,5
Kapitalizacja (mln PLN)			1648
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			3,27
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,0%	-0,5%	106,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ASB NA TLE WIG



mln USD	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	680	717	948	695	516	699	780	722	674	31%	-7%
EBITDA	24	29	42	26	21	31	40	31	21	1%	-32%
EBIT	23	27	41	24	19	29	38	29	20	0%	-32%
Zysk netto	15	18	29	16	11	20	29	17	10	-13%	-44%
P/E12M trailing	4,2	3,7	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5		
EV/EBITDA 12M trailing	2,6	2,8	2,2	2,5	2,3	2,4	3,0	3,8	3,7		
zmiana przychodów r./r.	79%	16%	9%	-5%	-24%	-2%	-18%	4%	31%		
marża EBITDA	3,5%	4,0%	4,5%	3,7%	4,0%	4,4%	5,1%	4,2%	3,1%		
marża EBIT	3,3%	3,8%	4,3%	3,5%	3,8%	4,2%	4,9%	4,0%	2,9%		
marża netto	2,2%	2,5%	3,0%	2,3%	2,1%	2,9%	3,7%	2,4%	1,4%		

mln USD	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 366	3 078	2 690	3 105	3 492	3 738
EBITDA	62	119	117	118	126	131
EBIT	57	114	111	112	118	123
Zysk netto	37	77	76	67	75	79
EPS (PLN)	0,66	1,4	1,4	1,2	1,3	1,4
DPS (PLN)	0,1	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6
P/E (x)	7,2	3,4	3,5	3,9	3,5	3,3
EV/EBITDA (x)	4,3	2,2	2,9	2,3	1,9	1,4
P/BV (x)	1,9	1,4	1,1	0,9	0,8	0,7
DY (%)	2,9%	8,5%	6,3%	10,3%	11,4%	12,1%

Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln USD	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3105	2996	4%	3492	3363	4%	3738	3560	5%
EBITDA	118	114	3%	126	119	6%	131	124	6%
EBIT	112	108	4%	118	113	5%	123	116	6%
Zysk netto	67	70	-4%	75	76	-2%	79	79	0%
P/E (x)	3,9	5,5		3,5	5,1		-	4,9	
EV/EBITDA (x)	2,3	3,5		1,9	3,0		-	2,4	
P/BV (x)	1,4			0,8			-		
DY (%)	10,3%			11,4%			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	3,4	3,5	3,9	3,5	3,3
P/E skor. (x)	3,4	3,5	3,9	3,5	3,3
P/BV (x)	1,4	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (x)	2,2	2,9	2,3	1,9	1,4
EV/EBITDA skor. (x)	2,2	2,9	2,3	1,9	1,4
EV/Sprzedaż (x)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF Yield (%)	1,5%	-4,0%	6,9%	4,3%	5,9%
DY (%)	8,5%	6,3%	10,3%	11,4%	12,1%
					-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,4	1,4	1,2	1,3	1,4
EPS skor. (PLN)	1,4	1,4	1,2	1,3	1,4
DPS (PLN)	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6
BVPS (PLN)	3,4	4,4	5,1	5,9	6,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	7,1%	8,5%	8,2%	7,9%	7,8%
marża EBITDA skor. (%)	3,9%	4,3%	3,8%	3,6%	3,5%
marża EBIT (%)	3,7%	4,1%	3,6%	3,4%	3,3%
marża netto skor. (%)	2,5%	2,8%	2,2%	2,1%	2,1%
ROE (%)	47,3%	35,0%	25,4%	24,3%	22,5%
ROA (%)	9,0%	7,6%	6,3%	6,8%	6,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,8	2,0	1,3	1,2	1,2
Dług netto/kapitał własny (x)	0,0	0,3	0,1	-0,1	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,0	0,7	0,1	-0,2	-0,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	31	49	49	42	39
Cykl rotacji zapasów (dni)	36	57	58	49	47
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	38	46	42	42	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	43	55	51	49	51

Rachunek wyników (mln USD)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**2 366**	**3 078**	**2 690**	**3 105**	**3 492**	**3 738**
Koszty wytworzenia	2 228	2 859	2 462	2 850	3 215	3 446
Zysk brutto ze sprzedaży	**138**	**219**	**228**	**255**	**277**	**292**
Koszty ogólnego zarządu	33	42	48	59	62	65
Koszty sprzedaży	49	62	69	84	96	104
Zysk ze sprzedaży	57	114	111	112	118	123
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	0	0	0	0	0
EBITDA	**62**	**119**	**117**	**118**	**126**	**131**
EBITDA skor.	**62**	**119**	**117**	**118**	**126**	**131**
Amortyzacja	6	5	6	6	7	8
EBIT	**57**	**114**	**111**	**112**	**118**	**123**
Wynik na działalności finansowej	-12	-20	-20	-30	-27	-26
Zysk brutto	**45**	**94**	**91**	**81**	**91**	**97**
Podatek dochodowy	8	17	15	14	16	17
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**37**	**77**	**76**	**67**	**75**	**79**
Zysk netto skor.	**37**	**77**	**76**	**67**	**75**	**79**

Bilans (mln USD)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**37**	**48**	**60**	**62**	**63**	**65**
Aktywa obrotowe	**752**	**875**	**1 004**	**1 005**	**1 068**	**1 147**
Zapasy	278	325	515	465	480	477
Należności handlowe	296	352	329	380	427	457
Gotówka	159	185	135	135	136	188
Aktywa	**789**	**923**	**1 064**	**1 067**	**1 132**	**1 212**
Kapitał własny	**136**	**189**	**244**	**284**	**329**	**377**
Kapitały mniejszości	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Zobowiązania długoterminowe	**7**	**6**	**10**	**15**	**11**	**11**
Zobowiązania oprocentowane	6	6	10	15	11	10
Zobowiązania krótkoterminowe	**647**	**727**	**809**	**768**	**792**	**825**
Zobowiązania oprocentowane	161	179	205	135	98	94
Zobowiązania handlowe	336	386	418	445	502	538
Pasywa	**789**	**923**	**1 064**	**1 067**	**1 132**	**1 212**

Rachunek przepływów (mln USD)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**42**	**41**	**-56**	**101**	**79**	**98**
Zysk (strata) brutto	45	94	91	81	91	97
Amortyzacja	4	5	6	5	7	8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-5**	**-15**	**-11**	**-8**	**-9**	**-9**
CAPEX	-4	-14	-12	-8	-9	-9
Przepływy z działalności finansowej	**0**	**11**	**9**	**-93**	**-70**	**-37**
Dywidenda	-7	-22	-17	-27	-30	-32
Przepływy pieniężne netto	38	37	-59	1	0	52
Środki pieniężne na początek okresu	78	114	151	135	135	136
Środki pieniężne na koniec okresu	161	185	135	135	136	188

Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

Allegro.eu

Większy udział merchantów w kosztach dostaw i przyspieszenie dynamiki GMV oczekiwane w drugim półroczu

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 44 PLN)

Cena docelowa: 44 PLN
Cena bieżąca: 32,5 PLN
Potencjał wzrostu: 35%

Raport za II kw.'23
28.09.2023

Nadchodzi lepsze otoczenie rynkowe dla e-commerce. Pomimo wciąż negatywnych dla konsumentów odczytów bieżącej inflacji w lipcu obserwujemy dalszą poprawę nastrojów konsumenckich. Gospodarstwa domowe oczekują korzystnych zmian sytuacji w nadchodzących 12 miesiącach. Ponadto zwraca uwagę dalsza poprawa oceny sytuacji na rynku pracy, nienotowana od wybuchu pandemii Covid-19. Dezinflacja powinna na przełomie obecnego i przyszłego kwartału pozwolić na powrót do realnego wzrostu wynagrodzeń. Dodatkowo waloryzacja płacy minimalnej, rent i emerytur oraz świadczeń socjalnych będą wspierać konsumpcję prywatną w przyszłym roku. W rezultacie zakładamy przyspieszenie dynamiki GMV z 13% r/r w pierwszym półroczu do 14% w 3Q23 i 17% w 4Q23 oraz do 19% w 2024 roku.

Prognoza 2Q23. Sądzimy, że wyniki będą zbliżone do górnej granicy przedziału prognozy ALE z maja. Kwiecień, jedyny cały miesiąc uwzględniany w danych, w momencie kiedy spółka publikowała guidance, był najsłabszym okresem kwartału, dlatego sądzimy, że prognoza mogła być dość konserwatywna. Zakładamy wzrost EBITDA skor. o 16% r/r w Polsce do 641mln PLN, a po uwzględnieniu straty w Mall wzrost do 533mln PLN.

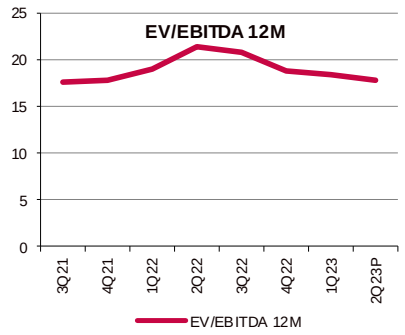
Dobry outlook na kolejny kwartał w Polsce. Sądzimy, że ALE poda optymistyczny outlook na rentowność na rynku polskim w 3Q23: 1) liczymy na przyspieszenie dynamiki GMV względem 2Q wraz z poprawą nastrojów konsumenta, 2) będzie to pierwszy kwartał według nowych zasad podziału kosztów dostaw z merchantami, co oznacza według naszych szacunków 40-50mln PLN oszczędności dla ALE. Jednocześnie podwyżki kosztów dostaw w kontrakcie z Inpostem będą widoczne dopiero w kolejnym kwartale, 3) w spółce nadal obowiązuje mocna dyscyplina odnośnie kosztów, co było widać już w pierwszym kwartale i nie sądzimy, że nastąpi tu poluzowanie w drugim półroczu, szczególnie, że nadal wynik obciąża biznes w Czechach. Co do perspektyw dla rynku Mall oczekujemy nadal wysokiej straty w drugim półroczu, a na poziomie EBIT negatywny wpływ Malla w tym roku może być zbliżony do 0,5mld PLN.

Wycena i zmiany prognoz. Obniżamy nasze prognozy skor. EBITDA w latach 2023-25 o odpowiednio 5%/3%/2%, co wynika z uwzględnienia wyższej straty w Mall. W tym roku zakładamy o 110mln PLN większą niż poprzednio stratę w Mall (-280mln PLN), natomiast nadal prognozujemy break-even na rok 2026 i nie zmieniamy prognoz w długim okresie. W Polsce nie zmieniamy istotnie naszych prognoz skor. EBITDA, gdzie po wzroście o 18% i 12% w latach 2021 i 2022, zakładamy 22% dynamiki w 1H23, 20% wzrostu w całym roku 2023 oraz odpowiednio +20% i +16% r/r w latach 2024-25. Nie zmieniamy naszej ceny docelowej 44 PLN i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

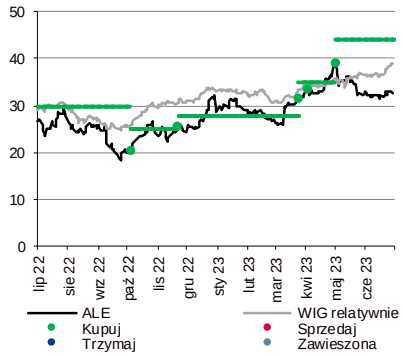
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ALE
Sektor			E-commerce
Kurs (PLN)			32,5
52 tyg. min/max (PLN)			17,9 / 38,99
Liczba akcji (mln szt.)			1 056,9
Kapitalizacja (mln PLN)			34349
S&P Global ESG Scores			94
Śr. obroty 3M (mln PLN)			103,70
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,2%	-1,1%	22,2%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	22.05.2023	44
Kupuj	24.04.2023	35
Kupuj	14.04.2023	35
Kupuj	12.12.2022	28
Kupuj	24.10.2022	25
Kupuj	21.07.2022	30
Trzymaj	22.04.2022	28
Trzymaj	13.04.2022	28

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ALE NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1308	1234	1601	1393	2210	2319	3083	2322	2444	11%	5%
EBITDA skor.	560	472	501	463	484	537	668	531	533	10%	0%
EBIT	422	323	322	281	209	-2045	373	251	257	23%	3%
Zysk netto	295	324	200	167	-63	-2200	180	157	166	-	5%
P/E12M trailing	49,5	29,9	31,5	34,8	54,7	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	18,3	17,7	17,9	19,1	21,4	20,7	18,9	18,3	17,8		
zmiana przychodów r./r.	28%	33%	23%	15%	69%	88%	93%	67%	11%		
marża EBITDA	42,8%	38,2%	31,3%	33,2%	21,9%	23,2%	21,7%	22,9%	21,8%		
marża EBIT	32,2%	26,2%	20,1%	20,2%	9,5%	-	12,1%	10,8%	10,5%		
marża netto	22,6%	26,3%	12,5%	12,0%	-	-	5,8%	6,8%	6,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 998	5 353	9 005	10 988	12 968	14 827
EBITDA skor.	1 750	2 068	2 153	2 493	3 175	3 789
EBIT	1 123	1 473	-1 182	1 391	2 118	2 734
Zysk netto	419	1 090	-1 917	890	1 514	2 102
EPS (PLN)	0,41	1,1	-1,8	0,8	1,4	2,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	79,4	30,5	-	38,6	22,7	16,3
EV/EBITDA (x)	23,7	18,5	20,3	16,3	12,1	9,5
P/BV (x)	4,1	3,5	3,8	3,5	3,0	2,5
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl
Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	43,8	100%	43,9	100%	0%
Wycena porównawcza	38,0	0%	37,3	0%	2%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	10988	11210	-2%	12968	13226	-2%	14827	15115	-2%
EBITDA skor.	2 493	2 613	-5%	3 175	3 280	-3%	3 789	3 870	-2%
EBIT	1 391	1 554	-10%	2 118	2 248	-6%	2 734	2 831	-3%
Zysk netto	890	1 007	-12%	1 514	1 607	-6%	2 102	2 166	-3%
P/E (x)	38,6	34,1		22,7	21,4		16,3	15,9	
EV/EBITDA (x)	15,8	15,1		11,9	11,5		9,4	9,2	
P/BV (x)	3,5			3,0			2,5		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	30,5	-	38,6	22,7	16,3
P/E skor. (x)	26,2	42,2	29,9	19,4	14,7
P/BV (x)	3,5	3,8	3,5	3,0	2,5
EV/EBITDA (x)	18,5	20,3	16,3	12,1	9,5
EV/EBITDA skor. (x)	17,9	18,9	15,8	11,9	9,4
EV/Sprzedaż (x)	6,9	4,5	3,6	2,9	2,4
FCFF Yield (%)	2,5%	2,5%	3,9%	4,8%	6,3%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,1	-1,8	0,8	1,4	2,0
EPS skor. (PLN)	1,2	0,8	1,1	1,7	2,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	9,2	8,5	9,4	10,9	12,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	38,6%	23,9%	22,7%	24,5%	25,6%
marża EBIT (%)	27,5%	-13,1%	12,7%	16,3%	18,4%
marża netto skor. (%)	20,4%	-21,3%	8,1%	11,7%	14,2%
ROE (%)	14,5%	8,8%	12,2%	16,5%	18,7%
ROA (%)	6,8%	-10,6%	4,6%	7,4%	9,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	7,6%	8,0%	6,5%	6,2%	5,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	0,2	0,7	0,8	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,7	0,5	0,3	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	3,1	2,1	1,1	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	5	-2	-6	-8	-8
Cykl rotacji zapasów (dni)	2	11	14	10	10
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	53	46	48	46	45
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	50	59	68	64	63

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**3 998**	**5 353**	**9 005**	**10 988**	**12 968**	**14 827**
Przychody Polska	3 998	5 353	6 645	8 062	9 825	11 425
Przychody Mall Group	0	0	2 366	2 926	3 143	3 402
EBITDA Polska	1 587	1 994	2 199	2 701	3 276	3 817
EBITDA Mall Group	0	0	-198	-283	-141	-68
EBITDA skor. Polska	1 750	2 068	2 309	2 773	3 316	3 857
EBITDA skor. Mall Group	0	0	-157	-280	-141	-68
EBITDA	**1 587**	**1 994**	**2 001**	**2 418**	**3 135**	**3 749**
EBITDA skor.	**1 750**	**2 068**	**2 153**	**2 493**	**3 175**	**3 789**
Amortyzacja	-464	-521	-3 183	-1 027	-1 016	-1 015
EBIT	**1 123**	**1 473**	**-1 182**	**1 391**	**2 118**	**2 734**
Wynik na działalności finansowej	-506	-115	-457	-289	-243	-130
Zysk brutto	**617**	**1 358**	**-1 639**	**1 102**	**1 876**	**2 604**
Podatek dochodowy	-198	-269	-277	-212	-361	-502
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**419**	**1 090**	**-1 917**	**890**	**1 514**	**2 102**
Zysk netto skor.	**932**	**1 268**	**814**	**1 148**	**1 768**	**2 342**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**13 202**	**13 609**	**16 054**	**15 863**	**15 779**	**15 744**
Aktywa obrotowe	**1 945**	**3 261**	**3 179**	**3 983**	**5 531**	**7 573**
Zapasy	25	44	497	323	362	410
Należności handlowe	683	873	1 398	1 505	1 741	1 950
Gotówka	1 185	1 957	878	1 680	2 860	4 568
Aktywa	**15 148**	**16 870**	**19 233**	**19 846**	**21 309**	**23 316**
Kapitał własny	**8 090**	**9 454**	**8 981**	**9 913**	**11 468**	**13 610**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**6 168**	**6 188**	**7 939**	**7 539**	**7 139**	**6 739**
Zobowiązania oprocentowane	5 580	5 569	7 020	6 620	6 220	5 820
Zobowiązania krótkoterminowe	**890**	**1 228**	**2 313**	**2 394**	**2 703**	**2 968**
Zobowiązania oprocentowane	28	61	124	124	124	124
Zobowiązania handlowe	558	909	1 981	2 107	2 416	2 681
Pasywa	**15 148**	**16 870**	**19 233**	**19 846**	**21 309**	**23 316**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**1 510**	**1 406**	**1 855**	**2 369**	**2 755**	**3 219**
Zysk (strata) netto	419	1 090	-1 917	890	1 514	2 102
Amortyzacja	464	521	3 183	1 027	1 016	1 015
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-218**	**-430**	**-3 076**	**-710**	**-802**	**-845**
CAPEX	-231	-407	-722	-710	-802	-845
Przepływy z działalności finansowej	**-511**	**-205**	**141**	**-857**	**-773**	**-665**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	781	772	-1 080	803	1 180	1 708
Środki pieniężne na początek okresu	404	1 185	1 957	878	1 680	2 860
Środki pieniężne na koniec okresu	1 185	1 957	878	1 680	2 860	4 568

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

AmRest

Obniżająca się presja kosztowa z opóźnionym wpływem na rentowność

Zawieszona
(Poprzednia: Zawieszona)

Szacunki 2Q'23: Relatywnie niska elastyczność popytu pozwala przenosić podwyżki cen na klientów

Cena bieżąca: 26,05 PLN

#Sprzedaż: Oczekujemy dobrych wyników kwartalnych z dynamiką przychodów +21% r/r (bez Rosji). Uważamy, że spółka efektywnie przenosi podwyżki cen na klientów jednocześnie zwiększając wolumeny sprzedaży (SST), szczególnie w regionie CEE, co w rezultacie pozwoli osiągnąć Grupie średnio ~15% LFL r/r.
#CEE Wsparciem dla wyników AmRest jest umocnienie walut CEE względem EUR r/r. Według naszych założeń efekt waluty doda kolejne 4-5% wzrostu w danych sprzedażowych w krajach regionu. Oczekujemy wzrostu przychodów w CEE do 360mln EUR (+29% r/r), co będzie odpowiadać za 57% sprzedaży Grupy w 2Q'23. **#WE** W Europie Zachodniej spodziewamy się niższej dynamiki wzrostu (~10% r/r) z uwagi na gorszą pozycję rynkową AmRest, mniejsze pole do podwyżek cenowych oraz protesty we Francji negatywnie oddziaływujące na całą branżę restauracyjną.

#EBITDA: Obniżająca się presja po stronie kosztowej będzie miała naszym zdaniem opóźniony wpływ na poprawę rentowności ze względu m.in. na długoterminowe kontrakty z dostawcami. Spodziewamy się spadku marży EBITDA (wył. Rosję) o 1,3p.p. r/r, EBITDA ~90mln (+11% r/r, wył. Rosję).

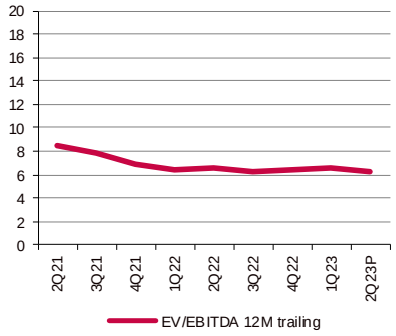
#Zysk netto: Według komunikacji spółki sprzedaż biznesu w Rosji podwyższy zysk netto o 4mln EUR. W rezultacie oczekujemy ~17mln EUR zysku netto w 2Q'23 (vs -36 w 2Q'22), P/E 22,0x, EV/EBITDA 6,7x, ND/EBITDA 3,1x.

#FCF: Oczekujemy, że EAT w 2Q'23 wygeneruje OCF na poziomie ~86mln EUR (-15% r/r), FCF ~8mln EUR (-80% r/r) z uwagi na znacznie wyższe nakłady inwestycyjne (Capex'23 >200mln EUR).

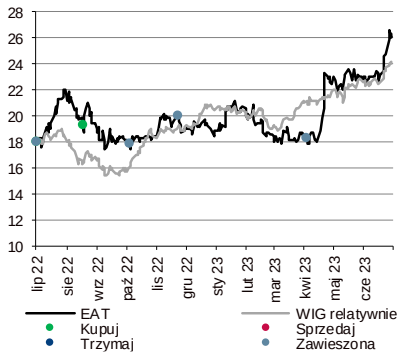
DANE SPÓŁKI			
Ticker			EAT
Sektor			Handel detaliczny
Kurs (PLN)			26,1
52 tyg. min/max (PLN)			317,15 / 470,5
Liczba akcji (mln szt.)			221,6
Kapitalizacja (mln EUR)			1197
S&P Global ESG Scores			80
Śr. obroty 3M (mln PLN)			2,43
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	14,3%	42,9%	46,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Zawieszona	24.04.2023	
Zawieszona	12.12.2022	
Zawieszona	24.10.2022	
Zawieszona	21.07.2022	
Zawieszona	22.04.2022	
Zawieszona	09.12.2021	
Zawieszona	21.10.2021	
Zawieszona	20.07.2021	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES EAT NA TLE WIG



mln EUR	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	464	534	539	507	606	658	651	621	635	5%	2%
EBITDA	104	107	98	75	101	114	94	80	91	-10%	14%
EBIT	38	47	28	14	-14	49	26	17	29	-	72%
Zysk netto	22	27	4	0	-36	34	3	2	17	-	910%
P/E12M trailing	-	237,3	36,1	22,4	-	370,8	912,8	409,2	21,3		
EV/EBITDA 12M trailing	8,6	7,9	6,9	6,5	6,5	6,3	6,5	6,5	6,3		
zmiana przychodów r./r.	71%	21%	36%	33%	30%	23%	21%	23%	5%		
marża EBITDA	22,4%	20,1%	18,2%	14,9%	16,6%	17,3%	14,5%	12,8%	14,3%		
marża EBIT	8,1%	8,8%	5,2%	2,7%	-	7,4%	3,9%	2,7%	4,6%		
marża netto	4,7%	5,0%	0,8%	0,0%	-	5,2%	0,4%	0,3%	2,7%		

mln EUR	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 523	1 917	2 422	2 603	2 987	3 379
EBITDA	202	359	384	362	427	467
EBIT	-143	103	74	115	156	184
Zysk netto	-182	33	1	52	86	125
EPS (EUR)	-0,08	0,0	0,0	0,2	0,4	0,6
DPS (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
P/E (x)	-	36,4	997,8	23,1	13,9	9,6
EV/EBITDA (x)	12,5	6,9	6,5	6,5	5,4	4,7
P/BV (x)	4,5	3,9	3,6	2,4	2,1	1,8
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl
Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln EUR	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	2603	2540	2%	2987	2813	6%	3379	2997	13%
EBITDA	362	373	-3%	427	398	7%	467	417	12%
EBIT	115	109	5%	156	112	39%	184	123	50%
Zysk netto	52	34	52%	86	44	96%	125	55	127%
P/E (x)	23,1	35,2		13,9	27,2		9,6	21,8	
EV/EBITDA (x)	6,5	4,1		5,4	3,6		4,7	3,1	
P/BV (x)	2,4			2,1			2,1		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	36,4	997,8	23,1	13,9	9,6
P/E skor. (x)	278,5	30,1	23,9	13,9	8,6
P/BV (x)	3,9	3,6	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA (x)	6,9	6,5	6,5	5,4	4,7
EV/EBITDA skor. (x)	6,9	6,5	6,5	5,4	4,7
EV/Sprzedaż (x)	1,3	1,0	0,9	2,3	2,0
FCF Yield (%)	-2,7%	7,0%	3,8%	-2,4%	6,5%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (EUR)	0,0	0,0	0,2	0,4	0,6
EPS skor. (EUR)	0,0	0,2	0,2	0,4	0,6
DPS (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
BVPS (EUR)	0,1	1,5	2,2	2,6	3,1

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	24,0%	22,2%	22,1%	22,0%	21,7%
marża EBITDA skor. (%)	18,7%	15,9%	13,9%	14,3%	13,8%
marża EBIT (%)	5,4%	3,1%	4,4%	5,2%	5,5%
marża netto skor. (%)	0,2%	1,6%	1,9%	2,9%	4,1%
ROE (%)	11,5%	0,4%	12,6%	16,2%	19,9%
ROA (%)	1,5%	0,1%	2,2%	3,6%	5,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,1%	5,7%	7,8%	5,3%	4,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,4	0,5	0,8	0,6	0,5
Dług netto/EBITDA (x)	4,2	3,9	2,4	1,9	1,4
Dług netto/EBITDA skor. (x)	4,2	3,9	3,2	2,6	2,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	-33	-21	-22	-24	-27
Cykl rotacji zapasów (dni)	22	19	18	16	16
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	12	12	12	11	10
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	66	52	52	51	53

Rachunek wyników (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 523**	**1 917**	**2 422**	**2 603**	**2 987**	**3 379**
Koszty artykułów żywnościowych	413	503	682	746	851	963
Koszty wynagrodzeń	**410**	**460**	**539**	**576**	**656**	**735**
Koszty opłat licencyjnych	68	86	113	121	139	157
Koszty najmu oraz pozostałe koszty operacyjne	517	583	698	746	854	963
Koszty działalności franczyzowej	55	72	122	131	142	154
Koszty zarządu	143	138	156	170	189	214
EBITDA	**202**	**359**	**384**	**362**	**427**	**467**
EBITDA skor.	**202**	**359**	**384**	**362**	**427**	**467**
Amortyzacja	253	237	252	244	267	278
EBIT	**-143**	**103**	**74**	**115**	**156**	**184**
Wynik na działalności finansowej	-59	-45	-47	-46	-45	-24
Zysk brutto	**-201**	**58**	**27**	**69**	**111**	**160**
Podatek dochodowy	-18	23	21	16	24	35
Zysk mniejszości	-2	3	5	1	0	0
Zysk netto	**-182**	**33**	**1**	**52**	**86**	**125**
Zysk netto skor.	**-163**	**4**	**40**	**50**	**86**	**139**

Bilans (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 803**	**1 859**	**1 908**	**1 933**	**2 009**	**2 041**
Aktywa obrotowe	**312**	**316**	**373**	**410**	**402**	**528**
Zapasy	27	33	38	35	39	45
Należności handlowe	60	68	89	81	91	103
Gotówka	205	199	230	277	256	364
Aktywa	**2 114**	**2 175**	**2 280**	**2 343**	**2 412**	**2 570**
Kapitał własny	**265**	**308**	**331**	**490**	**576**	**676**
Kapitały mniejszości	**7**	**9**	**11**	**11**	**11**	**11**
Zobowiązania długoterminowe	**1 372**	**1 288**	**1 323**	**1 249**	**1 178**	**1 169**
Zobowiązania oprocentowane	677	542	552	527	424	395
Zobowiązania krótkoterminowe	**478**	**579**	**626**	**604**	**657**	**725**
Zobowiązania oprocentowane	94	123	102	98	79	73
Zobowiązania handlowe	94	89	104	109	129	151
Pasywa	**2 114**	**2 175**	**2 280**	**2 343**	**2 412**	**2 570**

Rachunek przepływów (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**179**	**357**	**363**	**355**	**436**	**472**
Zysk (strata) brutto	-184	35	7	52	86	125
Amortyzacja	253	237	252	244	267	278
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**12**	**-97**	**-138**	**-104**	**-160**	**-138**
CAPEX	-91	-98	-138	-204	-160	-138
Przepływy z działalności finansowej	**-95**	**-270**	**-192**	**-204**	**-297**	**-226**
Dywidenda	0	0	0	0	0	-26
Przepływy pieniężne netto	96	-10	32	48	-21	108
Środki pieniężne na początek okresu	106	205	199	230	277	256
Środki pieniężne na koniec okresu	205	199	230	277	256	364

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl

Benefit Systems

Coraz więcej sygnałów utrzymania mocnej rentowności w przyszłym roku

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 1500 PLN)

Cena docelowa: 2000 PLN

Cena bieżąca: 1700 PLN

Potencjał wzrostu: 18%

Raport za II kw.'23

16.08.2023

 # Szacunki 2Q'23: Polska: (1) MultiSport. Przychody w kartach szacujemy na 390mln PLN (+50% r/r, ARPU 98,5 PLN, tj. +11% r/r). Obok 30% wzrostu aktywnych kart r/r dynamikę przychodów wspierały podwyżki przeprowadzone w 2Q (średnio 11% r/r). Podwyżki przewyższyły naszym zdaniem inflację kosztów u kontrahentów. Dodatkowo zakładamy, że aktywność w 2Q się stabilizowała. Oba te czynniki z kolei wspierały MBNS (oczekujemy 3p.p. wzrostu r/r). Równolegle oczekujemy efektu rozwadniania kosztów OPEX (wsk. SG&A -0,4p.p. r/r), co wspierać będzie poprawę rentowności r/r na niższych liniach. W rezultacie oczekujemy 95mln PLN EBIT (marża EBIT 24%, tj. +3,5p.p. r/r). **(2) Fitness**. W segmencie fitness oczekujemy 145mln PLN przychodów (+50% r/r), co naszym zdaniem pozwoli na osiągnięcie podobnie jak w 1Q dodatniego wyniku EBIT (10mln PLN). **Zagranica: (1) MultiSport**. Przychody w kartach szacujemy na 185mln PLN (+55% r/r, ARPU 132 PLN, tj. +12% r/r). Przychody są po części pod wpływem tegorocznych podwyżek, dodatkowo spółka korzysta na zmianach w VAT na Słowacji, ale z kolei nie pomaga im umocnienie złotego względem walut regionu. Niemniej jednak podobnie jak w PL oczekujemy poprawy MBNS r/r. EBIT tego obszaru szacujemy na 19mln PLN (marża EBIT 10%, tj. +4,5p.p. r/r). **(2) Fitness**. W klubach zagranicą oczekujemy 30mln PLN przychodów oraz lekko dodatniego wyniku EBIT.

 # Inne zdarzenia / FCF. W wynikach 2Q oczekujemy 4mln PLN kosztów ESOP (zeszłoroczna pula bonusowa akcji). Nie zakładamy z kolei odwrócenia części odpisów na Calypso (powinno to nastąpić w tym roku). Jednocześnie umocnienie PLN względem EUR wpłynie na ~25mln PLN zysku na wycenie zobowiązań leasingowych (50% przepływów z umów najmu w EUR, zysk netto skor. 95mln PLN). Ponadto FCF będzie obciążony płatnościami na udziały przejętych sieci siłowni (trzecia, finalna transza płatności za Total Fitness 14mln PLN, pierwsza, główna transza płatności za Saturn 28mln PLN). FCF w 2Q wyniesie naszym zdaniem 60mln PLN (20 PLN na akcję). Podsumowując mocny kwartał wsparty oprócz znacznie wyższymi wolumenami podwyżkami cennikowymi na wszystkich rynkach, które z nawiązką zrekompensowały wzrost kosztów u dostawców. Dodatkowo pozytywna kontrybucja sieci klubów fitness zarówno w PL jak i za granicą. Widzimy miejsce na rewizję naszych całorocznych prognoz. Całoroczny EBIT skor. może mieścić się w przedziale 430-450mln PLN.

 # Korzystne dla branży zmiany w ZFŚŚ. W czerwcu Premier zapowiedział zwiększenie kwoty ZFŚS (LINK). Obecnie roczna kwota tworzonego funduszu na pracownika to 37,5% przeciętnego wynagrodzenia za 2H'19 (1663 PLN). Porozumienie Rządu z NZSS „Solidarność" zakłada zmianę podstawy do 1914 PLN (podstawa z 2021), a w 2024 rokiem odniesienia byłby rok 2022 (2169 PLN). Powyższe zwiększyłoby znacząco poziom środków Funduszu. Link do procesu legislacji (LINK).

Liczba aktywnych kart na koniec 2Q'23: 1800 tys. (+31% r./r., +2% kw./kw.)

Karty (tys. sztuk)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	Y/Y	Q/Q
Razem	**798**	**985**	**1 127**	**1 257**	**1 371**	**1 444**	**1 618**	**1 771**	**1 800**	**31%**	**2%**
Polska	548	709	842	941	1 013	1 065	1 187	1 309	1 330	31%	2%
Zagranica	250	276	285	316	358	379	431	462	471	31%	2%

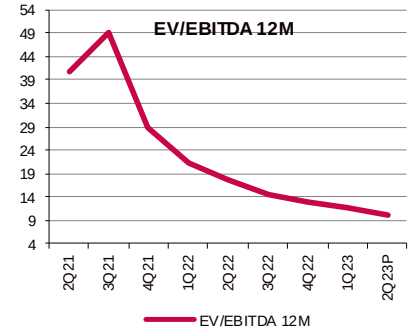
Źródło: Dane spółki, Trigon DM

Względem ostatniej rekomendacji podwyższyliśmy oczekiwaną rentowność biznesu zarówno B2B (podwyżki cennikowe powyżej dynamiki kosztów u kontrahentów, dalszy wzrost udziału wizyt we własnych klubach) jak i B2C (dynamiczny wzrost liczby członków klubów pomimo podwyżek rozwadniający koszty). W tym roku oczekujemy 15,5% marży EBIT vs. 12,5% poprzednio. Ponadto przyszłoroczne otoczenie rynkowe w CEE będzie wspierała rentowność biznesu również w przyszłym roku. Spółka może jednocześnie śmielej eksplorować rynek turecki (brak obecnie impaktu na naszą wycenę). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

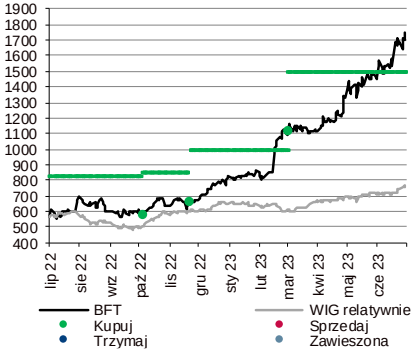
DANE SPÓŁKI			
Ticker			BFT
Sektor			Usługi
Kurs (PLN)			1700,0
52 tyg. min/max (PLN)			548 / 1750
Liczba akcji (mln szt.)			2,9
Kapitalizacja (mln PLN)			4987
S&P Global ESG Scores			72
Śr. obroty 3M (mln PLN)			2,37
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	15,1%	50,0%	194,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2024	1500
Kupuj	22.03.2023	1500
Kupuj	12.12.2022	1000
Kupuj	24.10.2022	850
Kupuj	21.07.2022	825
Kupuj	22.04.2022	840
Kupuj	09.12.2021	850
Trzymaj	21.10.2021	840

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES BFT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	181	297	379	402	460	485	562	625	705	53%	13%
EBITDA	52	57	94	75	107	127	136	129	182	70%	41%
EBIT	1	6	38	19	50	69	74	66	119	136%	81%
Zysk netto	10	-9	23	8	32	38	60	52	109	242%	109%
P/E12M trailing	-50,0	-	-	156,4	93,2	49,8	36,2	27,4	19,2		
EV/EBITDA 12M trailing	40,6	49,0	28,7	21,4	17,7	14,7	13,1	11,6	10,0		
zmiana przychodów r./r.	12%	-5%	119%	308%	155%	63%	49%	56%	53%		
marża EBITDA	28,7%	19,3%	24,8%	18,6%	23,3%	26,2%	24,2%	20,6%	25,8%		
marża EBIT	0,7%	2,1%	10,0%	4,8%	11,0%	14,2%	13,2%	10,5%	16,9%		
marża netto	5,7%	-	6,0%	2,0%	7,0%	7,7%	10,7%	8,4%	15,5%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 034	955	1 909	2 754	3 320	3 769
EBITDA	208	205	445	722	780	869
EBIT	-3	-4	213	422	490	556
Zysk netto	-100	-25	138	300	370	424
EPS (PLN)	-34,11	-8,6	46,9	102,3	126,2	144,5
DPS (PLN)	0,5	1,2	0,2	36,5	71,6	88,3
P/E (x)	-	-	36,2	16,6	13,5	11,8
EV/EBITDA (x)	28,8	28,7	13,1	8,1	7,5	6,7
P/BV (x)	6,9	8,3	6,9	5,6	4,8	4,3
DY (%) / Skup akcji (%)	0,0%	0,1%	0,0%	2,1%	4,2%	5,2%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	2000	100%	1500	100%	33%
Wycena porównawcza	2426	0%	2049	0%	18%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	zm.	Nowa	Stara	zm.	Nowa	Stara	zm.
Przychody	2754	2753	0%	3320	3305	0%	3769	3765	0%
EBITDA	722	595	21%	780	684	14%	869	777	12%
EBIT	422	345	22%	490	400	22%	556	470	18%
Zysk netto	300	253	19%	370	298	24%	424	353	20%
P/E (x)	16,6	19,7		13,5	16,7		11,8	14,1	
EV/EBITDA (x)	8,1	9,8		7,5	8,6		6,7	7,5	
P/BV (x)	5,6			4,8			4,3		
DY (%)	2,1%			4,2%			5,2%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	36,2	16,6	13,5	11,8
P/E skor. (x)	-	36,2	16,6	13,5	11,8
P/BV (x)	8,3	6,9	5,6	4,8	4,3
EV/EBITDA (x)	28,7	13,1	8,1	7,5	6,7
EV/EBITDA skor. (x)	28,7	13,1	8,1	7,5	6,7
EV/Sprzedaż (x)	6,2	3,0	2,1	1,8	1,6
FCF Yield (%)	-0,1%	2,5%	3,1%	4,8%	6,0%
DY (%)	0,1%	0,0%	2,1%	4,2%	5,2%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-8,6	46,9	102,3	126,2	144,5
EPS skor. (PLN)	-8,6	46,9	102,3	126,2	144,5
DPS (PLN)	1,2	0,2	36,5	71,6	88,3
BVPS (PLN)	205,1	247,3	305,4	351,7	399,1

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	18,9%	27,1%	29,0%	28,2%	28,3%
marża EBITDA (%)	21,5%	23,3%	26,2%	23,5%	23,1%
marża EBIT (%)	-0,4%	11,1%	15,3%	14,7%	14,8%
marża netto skor. (%)	-2,6%	7,2%	10,9%	11,1%	11,2%
ROE (%)	-4,5%	20,7%	37,0%	38,4%	38,5%
ROA (%)	-1,2%	6,2%	12,2%	13,2%	14,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	13,9%	8,3%	7,7%	5,3%	5,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6
Dług netto/EBITDA (x)	4,4	1,8	1,2	1,1	1,0
Dług netto/EBITDA skor. (x)	4,4	1,8	1,2	1,1	1,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	57	20	15	19	22
Cykl rotacji zapasów (dni)	72	41	39	42	43
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	91	45	34	35	34
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	106	66	58	58	55

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 034**	**955**	**1 909**	**2 754**	**3 320**	**3 769**
Koszty wytworzenia	815	774	1 392	1 954	2 384	2 704
Zysk brutto ze sprzedaży	**219**	**181**	**517**	**800**	**936**	**1 065**
Koszty sprzedaży	80	82	134	190	229	260
Koszty ogólnego zarządu	112	122	156	186	217	249
Zysk ze sprzedaży	26	-23	226	424	490	556
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-29	19	-13	-1	0	0
EBITDA	**208**	**205**	**445**	**722**	**780**	**869**
EBITDA skor.	**208**	**205**	**445**	**722**	**780**	**869**
Amortyzacja	211	209	232	253	290	313
EBIT	**-3**	**-4**	**213**	**422**	**490**	**556**
Wynik na działalności finansowej	-87	-13	-37	1	-29	-28
Zysk brutto	**-91**	**-17**	**176**	**423**	**461**	**528**
Podatek dochodowy	8	7	37	81	90	103
Zysk mniejszości	1	1	1	1	1	1
Zysk netto	**-100**	**-25**	**138**	**300**	**370**	**424**
Zysk netto skor.	**-100**	**-25**	**138**	**300**	**370**	**424**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 621**	**1 728**	**1 768**	**2 033**	**2 157**	**2 280**
Aktywa obrotowe	**424**	**453**	**466**	**655**	**770**	**861**
Należności handlowe	184	193	237	345	415	474
Gotówka	224	253	218	298	341	371
Pozostałe	36	41	37	37	37	37
Aktywa	**2 044**	**2 181**	**2 234**	**2 688**	**2 928**	**3 141**
Kapitał własny	**523**	**602**	**725**	**896**	**1 032**	**1 171**
Kapitał zakładowy	**897**	**1 033**	**727**	**897**	**1 033**	**1 172**
Zobowiązania długoterminowe	**969**	**895**	**897**	**995**	**1 042**	**1 080**
Zobowiązania oprocentowane	188	91	61	32	25	14
Zobowiązania krótkoterminowe	**552**	**684**	**612**	**797**	**854**	**891**
Zobowiązania oprocentowane	73	130	24	54	46	33
Zobowiązania handlowe	235	322	370	499	552	591
Pasywa	**2 044**	**2 181**	**2 234**	**2 688**	**2 928**	**3 141**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**222**	**241**	**440**	**668**	**671**	**746**
Zysk (strata) netto	-91	-17	177	423	461	528
Amortyzacja	211	209	232	253	290	313
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-34**	**-126**	**-155**	**-216**	**-180**	**-196**
CAPEX	-54	-133	-159	-213	-177	-193
Przepływy z działalności finansowej	**-36**	**-86**	**-319**	**-372**	**-448**	**-520**
Dywidenda	-2	-3	-1	-107	-210	-259
Przepływy pieniężne netto	152	29	-35	79	43	30
Środki pieniężne na początek okresu	72	224	253	218	298	341
Środki pieniężne na koniec okresu	224	253	218	298	341	371

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Dadelo

Mocna sprzedaż na przekór trudniejszego otoczenia rynkowego

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 19 PLN)

Cena docelowa: 20 PLN
Cena bieżąca: 15,6 PLN
Potencjał wzrostu: 28%

Raport za II kw.'23
17.08.2023

 # Szacunki 2Q'23: (1) Spółka zaraportowała w 2Q przychody na poziomie 70mln PLN (+69% r/r, YTD +62% r/r). Zakładamy, że sprzedaż offline sięgnęła 10mln PLN, a dynamika sprzedaży online przekroczyła 45% r/r. Średnia wartość koszyka była naszym zdaniem napędzana poszerzeniem oferty rowerowej i mogła w 2Q wzrosnąć o 20% r/r. **(2)** Podobnie jak w 1Q, w 2Q zakładamy erozję MBNS, ale płytszą rzędu 1,5p.p. r/r. **(3)** Pomimo bardzo wysokiej dynamiki sprzedaży, nie zakładamy istotnego pozytywnego efektu dźwigni (wskaźnik SG&A -0,2p.p. r/r) z racji dynamicznego rozwoju struktury organizacyjnej, wzrostu kosztów marketingu, logistyki i kosztów sklepu stacjonarnego. **(4)** W rezultacie EBITDA w 2Q'23 naszym zdaniem mogła sięgnąć 4mln PLN (+39% r/r, rentowność EBITDA 4%, tj. -1,5p.p. r/r). **(5)** Podsumowując, kluczowe z punktu widzenia budowy wartości spółki jest obecnie przeskalowanie biznesu DAD. Wyniki sprzedażowe 2Q wpisują się w ten scenariusz, a w całym roku widzimy obecnie miejsce na przekroczenie 180mln PLN przychodów (+55% r/r). **(6)** Ponadto zakładamy, że DAD selektywnie korzystał na przetowarowaniu rynku „odbierając" nawis towaru u dystrybutorów i producentów z atrakcyjnym dyskontem. W rezultacie w kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego wzrostu zapasów, jednocześnie wysoka dynamika sprzedaży nie powinna pogarszać rotacji magazynu.

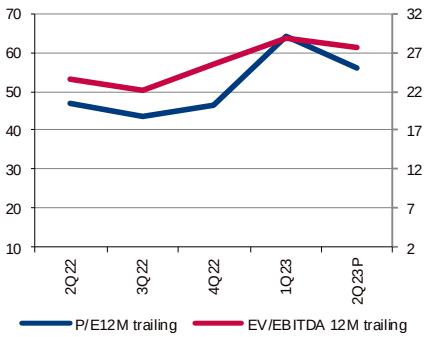
 # Obniżenie guidance'u wynikowego Bike24 potwierdza m.in. trudniejsze otoczenie rynkowe. (1) W 2Q Bike24 zaraportował 6% spadek przychodów r/r oraz znaczący spadek rentowności EBITDA (-4,7p.p. r/r do 0,9%). (2) Wiodąca platforma w WE obniżyła również całoroczny guidance przychodów (-10 do -5% r/r vs. 0 do 10% r/r wcześniej) oraz rentowności EBITDA (-1 do 1% vs. 0 do 3,5% wcześniej). Oprócz trudniejszego otoczenia rynkowego wyniki najbliższych kwartałów będą pod presją znaczącego wzrostu, gorzej rotujących zapasów oraz ekspansji SG&A.

Po zaraportowaniu wyższej od naszych oczekiwań dynamiki sprzedaży w 2Q podwyższamy trajektorię wzrostu przychodów w najbliższych latach, która obecnie zbliżona jest do średnioterminowego guidance'u Spółki (5-letni CAGR przychodów 26 vs. 30% w komunikacji CEO). Jednocześnie obniżamy oczekiwaną w kolejnych latach rentowność (niższa MBNS z racji wzrostu udziału rowerów w mix sprzedaży, wyższe koszty wsparcia sprzedaży i rozwoju omnichannel'u). W rezultacie wprowadzonych zmian w modelu TP wzrosła o 5% względem poprzedniej rekomendacji (22.05.23). Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.

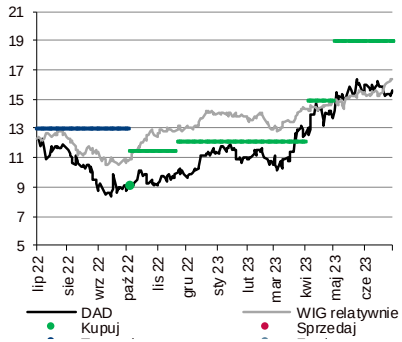
DANE SPÓŁKI			
Ticker			DAD
Sektor			Dystrybucja
Kurs (PLN)			15,6
52 tyg. min/max (PLN)			8,32 / 16,6
Liczba akcji (mln szt.)			11,7
Kapitalizacja (mln PLN)			182
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,06
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-0,3%	23,1%	26,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	22.05.2023	19,0
Kupuj	24.04.2023	15,0
Kupuj	12.12.2022	12,1
Kupuj	24.10.2022	11,5
Trzymaj	21.07.2022	13,1
Trzymaj	22.04.2022	14,8
Trzymaj	17.02.2022	17,0
Kupuj	09.12.2021	17,5

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES DAD NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	30	23	17	19	41	34	22	29	71	71%	146%
EBITDA	5	2	1	1	3	3	1	0	4	37%	-
EBIT	4	2	0	0	2	2	0	-1	3	24%	-
Zysk netto	3	2	0	0	2	2	0	-1	2	20%	-
P/E12M trailing	-	-	-	34,5	46,8	43,7	46,5	64,1	56,0		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	20,0	23,5	22,2	25,4	28,8	27,7		
zmiana przychodów r./r.	25%	18%	37%	49%	37%	51%	30%	49%	71%		
marża EBITDA	15,6%	9,2%	6,4%	3,0%	7,3%	7,8%	2,6%	-	5,8%		
marża EBIT	14,3%	7,1%	2,8%	-	5,9%	6,1%	-	-	4,3%		
marża netto	11,4%	6,7%	1,6%	0,4%	4,9%	5,2%	0,1%	-	3,5%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	65	83	117	185	252	331
EBITDA	7	9	7	7	14	18
EBIT	6	7	4	3	8	12
Zysk netto	5	6	4	2	6	10
EPS (PLN)	0,44	0,5	0,3	0,2	0,5	0,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2
P/E (x)	35,6	30,1	46,2	82,2	28,5	18,7
EV/EBITDA (x)	25,3	17,4	25,4	28,0	15,2	12,0
P/BV (x)	10,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5
DY (%)	0,0%	0,0%	1,0%	0,2%	0,5%	1,4%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	20,0	100%	19,0	100%	5%
Wycena porównawcza	10,0	0%	10,5	0%	-4%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	185	168	10%	252	222	14%	331	291	14%
EBITDA	7	9	-22%	14	14	-1%	18	18	-1%
EBIT	3	4	-24%	8	8	-2%	12	12	0%
Zysk netto	2	3	-27%	6	6	6%	10	9	8%
P/E (x)	82,2	60,7		28,5	30,4		18,7	20,2	
EV/EBITDA (x)	28,0	20,2		15,2	13,0		12,0	10,1	
P/BV (x)	1,7			1,6			1,5		
DY (%)	0,2%			0,5%			1,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	30,1	46,2	82,2	28,5	18,7
P/E skor. (x)	30,1	46,2	82,2	28,5	18,7
P/BV (x)	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (x)	17,4	25,4	28,0	15,2	12,0
EV/EBITDA skor. (x)	17,4	25,4	28,0	15,2	12,0
EV/Sprzedaż (x)	1,9	1,5	1,1	0,8	0,6
FCF Yield (%)	-1,6%	-20,6%	-9,2%	2,0%	-2,8%
DY (%)	0,0%	1,0%	0,2%	0,5%	1,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,5	0,3	0,2	0,5	0,8
EPS skor. (PLN)	0,5	0,3	0,2	0,5	0,8
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2
BVPS (PLN)	8,9	9,1	9,3	9,8	10,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	32,4%	30,5%	28,5%	28,9%	29,4%
marża EBITDA skor. (%)	10,8%	5,9%	3,8%	5,5%	5,4%
marża EBIT (%)	8,6%	3,8%	1,6%	3,1%	3,6%
marża netto skor. (%)	7,3%	3,3%	1,2%	2,5%	2,9%
ROE (%)	5,8%	3,7%	2,0%	5,6%	8,0%
ROA (%)	5,5%	3,3%	1,5%	3,8%	5,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,3%	2,4%	3,5%	1,2%	1,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,4	1,2	1,6	0,5	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,3
Dług netto/EBITDA (x)	-2,9	-0,9	2,3	2,2	1,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	226	310	252	230	202
Cykl rotacji zapasów (dni)	226	291	259	243	215
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	37	48	27	23	23
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	36	29	34	36	36

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**65**	**83**	**117**	**185**	**252**	**331**
KWS	46	56	81	132	180	234
Zysk brutto ze sprzedaży	**19**	**27**	**36**	**53**	**73**	**98**
Koszty sprzedaży	11	16	27	42	55	74
Koszty ogólnego zarządu	2	3	4	7	9	11
Zysk ze sprzedaży	6	7	5	4	9	13
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	0	0	-1	-1	-1
EBITDA	**7**	**9**	**7**	**7**	**14**	**18**
EBITDA skor.	**8**	**9**	**7**	**7**	**14**	**18**
Amortyzacja	1	2	2	4	6	6
EBIT	**6**	**7**	**4**	**3**	**8**	**12**
Wynik na działalności finansowej	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	**6**	**8**	**5**	**3**	**8**	**12**
Podatek dochodowy	1	1	1	1	1	2
Zyski mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**5**	**6**	**4**	**2**	**6**	**10**
Zysk netto skor.	**5**	**6**	**4**	**2**	**6**	**10**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**5**	**14**	**16**	**18**	**15**	**12**
Aktywa obrotowe	**20**	**96**	**104**	**125**	**153**	**170**
Zapasy	18	51	78	109	131	144
Należności handlowe	1	16	15	12	19	23
Gotówka	1	29	10	3	3	3
Aktywa	**25**	**110**	**120**	**143**	**168**	**183**
Kapitał własny	**17**	**104**	**106**	**108**	**113**	**120**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**0**	**2**	**3**	**5**	**10**	**11**
Zobowiązania oprocentowane	0	2	3	5	10	11
Zobowiązania krótkoterminowe	**8**	**4**	**11**	**30**	**44**	**51**
Zobowiązania oprocentowane	0	1	1	15	24	25
Zobowiązania handlowe	8	3	10	15	20	26
Pasywa	**25**	**110**	**120**	**143**	**168**	**183**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-2**	**-28**	**-13**	**-16**	**-10**	**3**
Zysk (strata) netto	5	6	4	2	6	10
Amortyzacja	1	2	2	4	6	6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-1**	**-17**	**-3**	**-6**	**-3**	**-3**
CAPEX	-1	-4	-3	-6	-3	-3
Przepływy z działalności finansowej	**4**	**72**	**-2**	**16**	**13**	**-1**
Dywidenda	0	0	-2	0	-1	-3
Przepływy pieniężne netto	1	28	-19	-7	0	0
Środki pieniężne na początek okresu	0	1	29	10	3	3
Środki pieniężne na koniec okresu	1	29	10	3	3	3

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Neuca

Ostatni kwartał wysokiej bazy w hurcie, w oczekiwaniu na efekty integracji spółek z obszaru CRO/SMO

Kupuj
(Poprzednia: Trzymaj; 700 PLN)

Cena docelowa: 950 PLN
Cena bieżąca: 796 PLN
Potencjał wzrostu: 19%

Raport za II kw.'23
29.08.2023

 # Hurt. (1) Rynek apteczny (sell-out) w 2Q wzrósł o 8% r/r. Niższej dynamiki oczekujemy w hurcie. Ponadto naszym zdaniem rośnie udział aptek sieciowych w rynku, które zaopatrują się przede wszystkim na bazie własnych hurtowni. **(2)** Ponadto bazując na danym PEX PharmaSequence podobnie jak w 1Q obserwujemy nieco szybszy wzrost sprzedaży leków RX (wzrost głównie wolumenowy), kosztem OTC (spadek wolumenów & wzrost cen). **(2)** Presja kosztowa jest mniejsza niż w poprzednich kwartałach. Niemniej jednak 2Q będzie ostatnim w tym roku kwartałem spadku rentowności EBITDA r/r w segmencie hurtu (marża EBITDA 2,4%, tj. – 0,1p.p. r/r).

 # Biznesy pacjenckie. **(1) Badania kliniczne**. Przejęcie OncoBay przeskalowało przychody w obszarze. W 2Q oczekujemy 113mln PLN sprzedaży CEO/SMO, 12mln EBITDA oraz 6mln PLN EBIT w tym obszarze. W rezultacie wyniki byłyby płaskie r/r. Zeszłoroczna baza (14mln PLN pozytywnego one-offa z tyt. przeszacowania zobowiązań warunkowych) zaburza porównywalność wyników tego obszaru r/r. **(2) Przychodnie / działalność ubezpieczeniowa.** Kolejny rozwój poprzez akwizycje wpływają na utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży w segmencie przychodni. Łącznie z działalnością ubezpieczeniową oczekujemy 115mln PLN przychodów oraz 5mln PLN EBITDA i 3,5mln PLN EBIT z tych działalności.

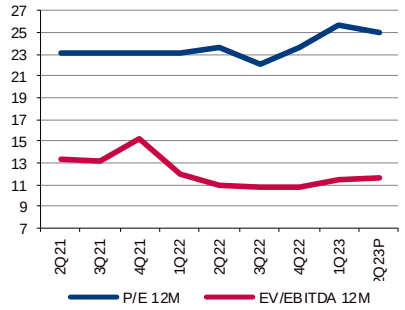
 # Wycena obszaru badań klinicznych. Perspektyw tego obszaru biznesowego NEU nie można oceniać przez pryzmat ich bieżących wyników. Efekty rozwoju kompetencji CRO/SMO przez NEU będą stopniowo uwalniane w nadchodzących latach. W Grupie trwa obecnie integracja przejętych na przestrzeni ostatnich lat spółek. Do tego bieżący rok jest okresem spowolnienia globalnych inwestycji w badania kliniczne. Bazując na podejściu porównawczym obszar badań klinicznych NEU wyceniamy obecnie na ~925mln PLN (200 PLN na akcję).

Względem ostatniej rekomendacji: (1) podwyższyliśmy wycenę obszaru badań klinicznych (+125 PLN na akcję), (2) ponieśliśmy oczekiwania dot. wzrostu rynku hurtu i poprawy marżowości mix sprzedaży (+45 PLN) oraz (3) obniżyliśmy WACC (efekt niższego o 0,5p.p. RFR, +40 PLN na akcję). W rezultacie podnosimy zalecenie inwestycyjne z TRZYMAJ do KUPUJ.

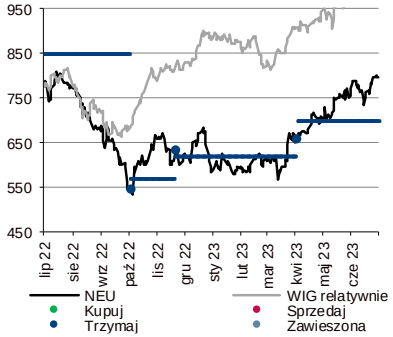
DANE SPÓŁKI			
Ticker			NEU
Sektor			Hurt farmaceutyczny
Kurs (PLN)			796,0
52 tyg. min/max (PLN)			527 / 820
Liczba akcji (mln szt.)			4,4
Kapitalizacja (mln PLN)			3518
S&P Global ESG Scores			76
Śr. obroty 3M (mln PLN)			2,37
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,1%	21,2%	1,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	700
Trzymaj	12.12.2022	620
Trzymaj	24.10.2022	570
Trzymaj	21.07.2022	850
Trzymaj	22.04.2022	830
Kupuj	09.12.2021	900
Trzymaj	21.10.2021	955

P/E 12M* vs EV/EBITDA 12M*



WYKRES NEU NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	2331	2552	2681	2816	2655	2809	2952	3002	2968	12%	-1%
EBITDA	56	79	60	107	97	77	60	98	85	-12%	-13%
EBIT	37	59	38	85	74	53	32	70	57	-22%	-18%
Zysk netto	36	41	26	63	41	29	16	52	44	8%	-14%
P/E12M trailing	23,1	23,1	23,1	23,1	23,6	22,1	23,6	25,6	25,0		
EV/EBITDA 12M trailing	13,4	13,1	15,1	12,0	11,0	10,8	10,8	11,4	11,7		
zmiana przychodów r./r.	22%	11%	12%	22%	14%	10%	10%	7%	12%		
marża EBITDA	2,4%	3,1%	2,2%	3,8%	3,6%	2,7%	2,0%	3,3%	2,9%		
marża EBIT	1,6%	2,3%	1,4%	3,0%	2,8%	1,9%	1,1%	2,3%	1,9%		
marża netto	1,5%	1,6%	1,0%	2,2%	1,5%	1,0%	0,5%	1,7%	1,5%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	9 245	9 864	11 232	12 356	13 440	14 329
EBITDA	277	278	341	348	395	432
EBIT	212	198	243	235	270	309
Zysk netto	143	153	149	169	190	221
EPS (PLN)	28,53	30,4	33,8	36,4	40,8	47,7
DPS (PLN)	11,0	19,7	28,3	12,8	14,6	36,7
P/E (x)	27,9	23,1	23,6	20,8	18,6	15,9
EV/EBITDA (x)	15,0	15,1	11,1	11,4	9,7	8,8
P/BV (x)	4,5	4,7	4,0	3,7	3,3	3,2
DY (%)	1,4%	2,5%	3,6%	1,6%	1,8%	4,6%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	950	100%	700	100%	36%
Wycena porównawcza	534	0%	447	0%	19%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	12356	12240	1%	13440	12943	4%	14329	13525	6%
EBITDA	348	335	4%	395	371	6%	432	392	10%
EBIT	235	222	6%	270	246	10%	309	269	15%
Zysk netto	169	155	9%	190	177	7%	221	196	13%
P/E (x)	20,8	22,7		18,6	19,9		15,9	17,9	
EV/EBITDA (x)	11,4	11,3		9,7	9,9		8,8	9,2	
P/BV (x)	3,6			3,2			3,0		
DY (%)	1,6%			1,8%			4,6%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	23,1	23,6	20,8	18,6	15,9
P/E skor. (x)	23,4	25,7	22,8	20,0	17,0
P/BV (x)	4,7	4,0	3,7	3,3	3,2
EV/EBITDA (x)	15,1	11,1	11,4	9,7	8,8
EV/EBITDA skor. (x)	15,1	11,1	11,4	9,7	8,8
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF Yield (%)	5,9%	6,2%	6,3%	4,8%	5,1%
DY (%)	2,5%	3,6%	1,6%	1,8%	4,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	30,4	33,8	36,4	40,8	47,7
EPS skor. (PLN)	30,0	31,1	33,2	37,8	44,6
DPS (PLN)	19,7	28,3	12,8	14,6	36,7
BVPS (PLN)	167,6	199,8	213,1	239,4	250,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	10,4%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%
marża EBITDA skor. (%)	2,8%	3,0%	2,8%	2,9%	3,0%
marża EBIT (%)	2,0%	2,2%	1,9%	2,0%	2,2%
marża netto skor. (%)	1,5%	1,2%	1,2%	1,3%	1,4%
ROE (%)	19,0%	17,3%	18,1%	18,0%	19,5%
ROA (%)	4,0%	3,3%	3,4%	3,7%	4,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,5%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8
Dług netto/EBITDA (x)	0,7	0,8	0,8	0,4	0,2
Dług netto/EBITDA skor. (x)	0,7	0,8	0,8	0,4	0,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	-3	-4	-4	-4	-4
Cykl rotacji zapasów (dni)	44	41	41	42	42
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	46	48	47	44	45
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	93	93	92	89	91

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**9 245**	**9 864**	**11 232**	**12 356**	**13 440**	**14 329**
Koszty wytworzenia	8 306	8 842	9 999	10 981	11 930	12 705
Zysk brutto ze sprzedaży	**938**	**1 023**	**1 233**	**1 375**	**1 509**	**1 624**
Koszty sprzedaży	482	530	638	720	784	835
Koszty ogólnego zarządu	206	241	363	391	417	438
Zysk ze sprzedaży	251	252	232	264	309	351
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-38	-54	11	-29	-39	-42
EBITDA	**277**	**278**	**341**	**348**	**395**	**432**
EBITDA skor.	**277**	**278**	**341**	**348**	**395**	**432**
Amortyzacja	65	80	98	112	124	123
EBIT	**212**	**198**	**243**	**235**	**270**	**309**
Wynik na działalności finansowej	-19	4	-39	-20	-27	-25
Zysk brutto	**194**	**202**	**204**	**216**	**243**	**284**
Podatek dochodowy	50	50	55	47	53	62
Zysk mniejszości	2	2	12	15	14	14
Zysk netto	**143**	**153**	**149**	**169**	**190**	**221**
Zysk netto skor.	**142**	**151**	**137**	**154**	**176**	**207**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 179**	**1 497**	**1 574**	**1 719**	**1 712**	**1 711**
Aktywa obrotowe	**2 427**	**2 620**	**3 266**	**3 262**	**3 684**	**3 997**
Zapasy	1 192	1 198	1 303	1 465	1 594	1 699
Należności handlowe	1 201	1 289	1 683	1 523	1 689	1 846
Gotówka	23	65	208	202	331	382
Aktywa	**3 606**	**4 117**	**4 840**	**4 981**	**5 396**	**5 709**
Kapitał własny	**766**	**842**	**880**	**990**	**1 112**	**1 162**
Kapitały mniejszości	**11**	**37**	**50**	**50**	**50**	**50**
Zobowiązania długoterminowe	**283**	**390**	**341**	**344**	**344**	**344**
Zobowiązania oprocentowane	140	225	239	241	241	241
Zobowiązania krótkoterminowe	**2 547**	**2 848**	**3 568**	**3 597**	**3 890**	**4 153**
Zobowiązania oprocentowane	34	44	230	235	235	235
Zobowiązania handlowe	2 433	2 597	3 110	3 134	3 428	3 690
Pasywa	**3 606**	**4 117**	**4 840**	**4 981**	**5 396**	**5 709**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**325**	**300**	**336**	**289**	**299**	**330**
Zysk (strata) netto	143	153	149	169	190	221
Amortyzacja	65	80	98	112	124	123
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-147**	**-145**	**-180**	**-231**	**-90**	**-95**
CAPEX	-85	-53	-81	-80	-90	-95
Przepływy z działalności finansowej	**-234**	**-113**	**-7**	**-66**	**-95**	**-199**
Dywidenda	-55	-99	-125	-60	-68	-171
Przepływy pieniężne netto	-56	42	149	-8	115	37
Środki pieniężne na początek okresu	79	23	65	208	201	315
Środki pieniężne na koniec okresu	23	65	208	201	315	352

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Rainbow Tours

Wzrost wyników napędzany pozycją lidera na rynku wycieczek objazdowych i FX

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 65 PLN)

Cena docelowa: 65 PLN
Cena bieżąca: 43,9 PLN
Potencjał wzrostu: 48%

Raport za II kw.'23
29.09.2023

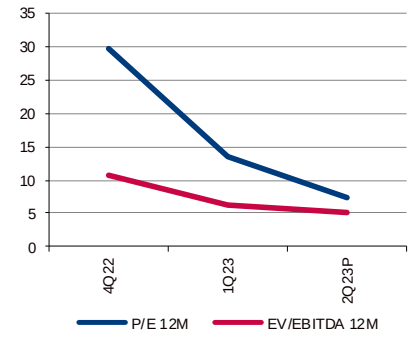
 # Mocny trading update sprzedaży oferty Lato 2023 będzie widoczny w wynikach 2Q. (1) Przedsprzedaż imprez spółki na sezon Lato 2023 na 30.06 na poziomie 366tys. rezerwacji (+29% r/r). **(2)** Średnia cena sprzedaży imprez turystycznych wzrosła na 30.06 o 16,5% r/r, co oznacza szacowany wzrost przychodów o 50,5% r/r. Szacujemy, że do końca czerwca spółka sprzedała 71% tzw. „programu letniego", który realizowany jest w okresie kwiecień-październik vs. 70% przed rokiem. W rezultacie podobnie jak przed rokiem nie zakładamy w okresie last minute istotnych przecen w RBW, co obok FX będzie naszym zdaniem wspierać rentowność w sezonowo kluczowym okresie. Poza wolumenami RBW podzieliła się wzrostem średniej ceny sprzedanych wycieczek w programie letnim (+16,5% r/r).

 # Przychody +50% r/r, znacząca poprawa MBNS i skokowa poprawa bottom line. Mając na uwadze, że dynamika sprzedaży poza głównym sezonem jest relatywnie szybsza, w 2Q wzrost przychodów sięgnie naszym zdaniem 50% r/r (wolumen +34% r/r, cena per PAX +17% r/r). Jednocześnie MBNS w segmencie touroperatorskim przewyższy naszym zdaniem zeszłoroczny jej poziom o 7p.p. (15,5%, -0,6p.p. kw/kw). Spółka bez wątpienia korzysta na umocnieniu złotego. Przyjmując, że modelowa struktura kosztów wycieczki to 35% kosztów w USD, a spółka zabezpiecza połowę ekspozycji netto, każdy 1p.p. spadku USD/PLN oznacza wzrost MBNS w segmencie touroperatorskim o ~0,1p.p. Wskaźnik SG&A pozostanie płaski r/r (zmienna część wynagrodzeń oraz ekstrapolowanie mocnego 3Q, które będzie odzwierciedlone w strukturze czasowej kosztów), EBIT wyniesie 42mln PLN, a wynik netto 33,5mln PLN vs. -5mln PLN przed rokiem. Jednocześnie tegoroczny zysk netto patrząc na ewolucję popytu, cen i kursów walut powinien sięgnąć 125mln PLN. Spółka nie przyjęła w prawdzie polityki dywidendowej, ale z przekazu głównych akcjonariuszy wynika, że ich intencją jest płatność kwartalnych zaliczek na poczet dywidendy. Tym samym łączna wartość DPS, która jeszcze w tym roku może trafić do akcjonariuszy wynosi 4,5 PLN (DY 10%, 50% zysku jednostkowego za 1-3Q).

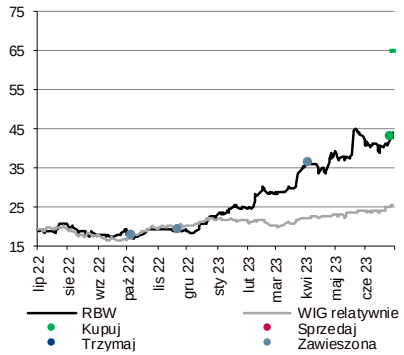
DANE SPÓŁKI			
Ticker			RBW
Sektor			Turystyka
Kurs (PLN)			43,9
52 tyg. min/max (PLN)			16,18 / 46,4
Liczba akcji (mln szt.)			14,6
Kapitalizacja (mln PLN)			639
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,77
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	5,2%	18,9%	125,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	17.07.2023	65
Zawieszona	24.04.2023	
Zawieszona	12.12.2022	
Zawieszona	24.10.2022	
Zawieszona	21.07.2022	
Zawieszona	22.04.2022	
Zawieszona	09.12.2021	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES RBW NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	244	688	272	316	505	1113	460	556	761	51%	37%
EBITDA	-1	62	-17	-1	1	69	-15	31	49	3328%	62%
EBIT	-6	58	-22	-8	-5	62	-16	24	42	-	74%
Zysk netto	-5	49	-17	-6	-5	50	-16	20	34	-	69%
P/E12M trailing	-15,3	-	-	-	-	31,3	29,7	13,4	7,4		
EV/EBITDA 12M trailing	-31,9	-	-	-	-	13,5	10,7	6,2	5,0		
zmiana przychodów r./r.	3198%	401%	1592%	319%	107%	62%	69%	76%	51%		
marża EBITDA	-	9,1%	-	-	0,3%	6,2%	-	5,5%	6,5%		
marża EBIT	-	8,4%	-	-	-	5,6%	-	4,4%	5,5%		
marża netto	-	7,2%	-	-	-	4,4%	-	3,6%	4,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	434	1 279	2 393	3 242	3 545	3 869
EBITDA	-29	39	54	189	143	148
EBIT	-46	20	33	160	112	114
Zysk netto	-56	16	22	127	88	91
EPS (PLN)	-3,87	1,1	1,5	8,7	6,0	6,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	1,5	4,9	3,6	3,8
P/E (x)	-	38,8	28,6	5,0	7,3	7,0
EV/EBITDA (x)	-	18,2	12,5	3,6	5,1	4,8
P/BV (x)	4,2	4,3	4,2	3,0	2,6	2,3
DY (%)	0,0%	0,0%	3,4%	11,0%	8,3%	8,5%

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	65,0	100%	65,0	100%	0%
Wycena porównawcza	51,4	0%	51,0	0%	1%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3242	3242	0%	3545	3545	0%	3869	3869	0%
EBITDA	189	189	0%	143	143	0%	148	148	0%
EBIT	160	160	0%	112	112	0%	114	114	0%
Zysk netto	127	127	0%	88	88	0%	91	91	0%
P/E (x)	5,0	5,0		-	7,3		-	7,0	
EV/EBITDA (x)	3,6	3,2		5,1	4,5		-	4,2	
P/BV (x)	3,0			2,6			2,6		
DY (%)	11,0%			8,3%			8,5%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	38,8	28,6	5,0	7,3	7,0
P/E MSR 17 (x)	38,8	28,6	5,0	7,3	7,0
P/BV (x)	4,3	4,2	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA (x)	18,2	12,5	3,6	5,1	4,8
EV/EBITDA skor. (x)	18,2	12,5	3,6	5,1	4,8
EV/Sprzedaż (x)	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2
FCF Yield (%)	-17,3%	14,2%	-3,6%	20,8%	10,2%
DY (%)	0,0%	3,4%	11,0%	8,3%	8,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,1	1,5	8,7	6,0	6,3
EPS MSR 17 (PLN)	1,1	1,5	8,7	6,0	6,3
DPS (PLN)	0,0	1,5	4,9	3,6	3,8
BVPS (PLN)	10,3	10,6	14,4	16,8	19,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	11,4%	10,6%	14,9%	13,0%	12,8%
marża EBITDA (%)	3,1%	2,3%	5,8%	4,0%	3,8%
marża EBIT (%)	1,6%	1,4%	4,9%	3,2%	2,9%
marża netto skor. (%)	1,3%	0,9%	3,9%	2,5%	2,4%
ROE (%)	13,6%	14,7%	69,6%	38,6%	34,6%
ROA (%)	3,2%	3,5%	17,1%	10,9%	10,2%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,5%	1,1%	1,2%	1,1%	0,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,3	1,2	1,4	1,3	0,9
Dług netto/EBITDA (x)	2,0	0,8	0,2	0,6	0,4
Dług netto/EBITDA skor. (x)	2,0	0,8	0,2	0,6	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	-3	-14	-9	-6	-5
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	29	29	32	33
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	51	43	38	38	38

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**434**	**1 279**	**2 393**	**3 242**	**3 545**	**3 869**
Koszty wytworzenia	388	1 134	2 138	2 758	3 085	3 374
Zysk brutto ze sprzedaży	**47**	**145**	**255**	**484**	**459**	**495**
Koszty sprzedaży	69	120	172	261	282	312
Koszty ogólnego zarządu	25	35	49	64	64	69
Zysk ze sprzedaży	-47	-10	34	160	112	114
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	30	-1	0	0	0
EBITDA	**-29**	**39**	**54**	**189**	**143**	**148**
EBITDA skor.	**-29**	**39**	**54**	**189**	**143**	**148**
Amortyzacja	17	19	22	29	31	34
EBIT	**-46**	**20**	**33**	**160**	**112**	**114**
Wynik na działalności finansowej	-4	-3	-4	-4	-3	-2
Zysk brutto	**-49**	**17**	**29**	**156**	**109**	**112**
Podatek dochodowy	7	0	6	30	21	21
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-56**	**16**	**22**	**127**	**88**	**91**
Zysk netto skor.	**-56**	**16**	**22**	**127**	**88**	**91**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**475**	**555**	**726**	**753**	**860**	**917**
Aktywa obrotowe	**235**	**280**	**439**	**441**	**524**	**570**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	187	152	230	286	335	366
Gotówka	29	84	142	89	123	138
Aktywa	**475**	**555**	**726**	**753**	**860**	**917**
Kapitał własny	**93**	**149**	**154**	**210**	**245**	**281**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**112**	**118**	**134**	**103**	**136**	**133**
Zobowiązania oprocentowane	27	36	59	26	105	102
Zobowiązania krótkoterminowe	**270**	**288**	**439**	**440**	**478**	**502**
Zobowiązania oprocentowane	145	38	44	19	19	13
Zobowiązania handlowe	121	238	326	353	392	422
Pasywa	**475**	**555**	**726**	**753**	**860**	**917**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-92**	**145**	**83**	**130**	**111**	**125**
Zysk (strata) netto	-56	16	22	127	88	91
Amortyzacja	17	19	22	29	31	34
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-29**	**-44**	**-20**	**-34**	**-38**	**-28**
CAPEX	-33	-44	-26	-40	-40	-30
Przepływy z działalności finansowej	**82**	**-46**	**-4**	**-149**	**-40**	**-82**
Dywidenda	0	0	-22	-71	-53	-55
Przepływy pieniężne netto	-38	55	58	-53	34	15
Środki pieniężne na początek okresu	67	29	84	142	89	123
Środki pieniężne na koniec okresu	29	84	142	89	123	138

Grzegorz Kujawski +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl

Deweloperzy i budownictwo

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
DEWELOPERZY I BUDOWNICTWO																					
Budownictwo																					
Budimex	2 395	2 399	0%	1 939	23%	187,5	214,4	-13%	141,3	33%	148,2	177,3	-16%	102,3	45%	153,5	144,9	6%	106,3	44%	**31.08.2023**
Erbud	930	1 026	-9%	721	29%	20,8	16,6	25%	1,0	2059%	12,0	7,7	57%	-7,8	-	0,1	-2,0	-	-13,4	-	**06.09.2023**
Mirbud	802	849	-6%	515	56%	50,4	44,5	13%	30,1	67%	45,8	40,5	13%	25,6	79%	27,0	24,3	11%	13,1	106%	**29.08.2023**
Torpol	216	254	-15%	213	2%	36,0	56,9	-37%	18,8	92%	29,7	51,0	-42%	12,3	141%	25,4	45,0	-44%	14,4	76%	**01.09.2023**
Deweloperzy																					
Atal	341	469	-27%	189	80%	101,7	85,3	19%	65,3	56%	100,9	84,6	19%	64,5	57%	80,7	76,3	6%	54,1	49%	**07.09.2023**
Archicom	123	74	67%	83	48%	25,9	8,9	191%	19,8	31%	25,1	8,2	208%	19,0	32%	16,3	9,3	75%	17,2	-5%	**21.09.2023**
Dom Development	446	602	-26%	822	-46%	78,6	113,0	-30%	201,7	-61%	74,3	108,6	-32%	197,3	-62%	58,7	94,0	-38%	158,8	-63%	**29.08.2023**
Develia	136	22	512%	257	-47%	6,0	-6,6	-	70,8	-91%	5,5	-7,1	-	70,3	-92%	4,5	2,7	66%	58,4	-92%	**13.09.2023**
Echo Investment	217	315	-31%	210	3%	-28,1	58,2	-	28,9	-	-32,1	54,6	-	25,3	-	-28,0	10,4	-	11,5	-	**21.09.2023**
GTC	44	43	4%	43	4%	-16,0	40,7	-	21,9	-	-16,1	40,5	-	21,7	-	-19,4	25,0	-	11,2	-	**24.08.2023**
MLP Group	88	61	46%	95	-7%	-167,8	518,9	-	37,6	-	-167,9	518,8	-	37,5	-	-80,3	404,3	-	26,1	-	**23.08.2023**
Materiały budowlane																					
Ferro	185	224	-18%	207	-11%	24,6	30,4	-19%	28,9	-15%	20,2	26,6	-24%	24,9	-19%	13,4	18,6	-28%	17,5	-23%	**27.09.2023**
Pekabex	399	426	-6%	387	3%	37,3	29,1	28%	42,8	-13%	30,2	22,2	36%	35,8	-16%	21,8	15,0	46%	24,7	-12%	**14.09.2023**
Śnieżka	222	213	4%	201	10%	37,5	33,8	11%	37,5	0%	28,0	24,5	14%	27,5	2%	17,6	8,9	99%	16,3	8%	**19.09.2023**
Toya	173	179	-3%	175	-1%	21,4	28,0	-23%	22,9	-7%	17,5	24,3	-28%	19,0	-8%	13,0	17,4	-26%	13,6	-5%	**24.08.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
DEWELOPERZY I BUDOWNICTWO																				
Budownictwo																				
Budimex	440,0	11 233	9 061	9 109	9 762	778	870	807	572	616	557	19,6	18,2	20,2	9,9	8,7	9,4	4,1%	4,3%	4,7%
Erbud	43,2	515	3 454	3 864	4 146	92	129	136	28	46	53	18,5	11,2	9,7	10,2	9,1	8,8	1,9%	0,0%	4,4%
Mirbud	7,5	685	3 203	3 593	3 345	213	215	204	139	142	134	4,9	4,8	5,1	2,6	2,8	2,6	3,5%	4,0%	5,2%
Torpol	17,9	411	988	1 156	1 632	94	58	97	60	33	59	6,9	12,4	6,9	0,4	1,5	1,8	0,0%	0,0%	0,0%
Deweloperzy																				
Atal	57,4	2 222	1 506	1 383	1 917	401	342	466	306	268	365	7,3	8,3	6,1	5,8	7,1	4,8	8,7%	6,2%	7,6%
Archicom	22,4	575	836	1 060	1 533	204	221	303	160	164	234	3,6	3,5	2,5	3,9	3,1	2,3	5,0%	10,3%	10,6%
Dom Development	150,0	3 855	2 556	2 247	2 739	493	404	582	379	304	444	10,2	12,7	8,7	8,0	9,9	6,4	7,4%	7,4%	7,1%
Develia	4,8	2 142	1 172	1 369	1 570	275	308	340	212	224	256	10,1	9,6	8,4	9,2	7,5	6,6	8,4%	7,1%	9,4%
Echo Investment	4,4	1 816	1 399	1 256	1 791	271	245	332	171	197	184	10,6	9,2	9,8	10,0	10,5	8,3	11,8%	11,4%	11,4%
GTC	6,2	3 549	176	192	211	108	117	129	61	71	78	58,4	50,2	45,5	43,9	41,3	37,4	0,8%	0,9%	1,0%
MLP Group	84,0	2 016	349	443	549	346	553	669	307	403	488	6,6	5,0	4,1	11,6	8,0	7,5	0,0%	0,0%	3,7%
Materiały budowlane																				
Ferro	31,4	667	818	1 043	1 134	107	134	144	59	83	91	11,2	8,0	7,4	7,6	6,1	5,8	4,9%	4,4%	8,1%
Pekabex	23,9	593	1 669	1 771	1 927	132	135	136	71	77	81	8,3	7,7	7,3	4,9	4,5	4,1	1,7%	2,4%	2,6%
Śnieżka	72,0	908	821	861	947	137	143	164	59	73	89	15,5	12,5	10,2	8,7	8,0	6,7	2,8%	3,2%	4,0%
Toya	6,0	450	761	810	859	105	109	115	67	74	80	6,7	6,0	5,7	4,6	4,6	4,2	0,0%	6,7%	7,4%

Budimex

Świetne wyniki są już w cenie

2Q'23. #Budownictwo. Spodziewamy się niższego przerobu r./r. oraz poprawy MBnS w ujęciu kw./kw. – spodziewamy się, że Spółka korzystając z wyjątkowego momentum rynkowego (niższe ceny surowców i materiałów oraz bardziej marżowa struktura przychodów) będzie efektywnie zarządzać rezerwami i równomiernie rozpozna (wygładzi) wyniki w poszczególne kwartałach, przesuwając w ten sposób część wyniku na 2H'23. Ponadto, dynamiki r./r. będą obciążone wymagającą bazę ub.r., kiedy to Spółka realizowała wysokomarżowy kontrakt na budowę muru na granicy z Białorusią. Dodatkowym wsparciem dla zysku netto będzie działalność finansowa – Spółka praktycznie całość gotówki lokuje na lokatach bankowych, w związku z czym zakładamy 55mln PLN przychodów finansowych, analogicznie jak w 1Q'23. **#FBSerwis**. Oczekujemy kolejnego kwartału solidnych wyników, dodatkowo wspieranych waloryzacją kontraktów na utrzymanie sieci drogowej zawartych z GDDKiA.

Outlook. Momentum wynikowe, naszym zdaniem, przesunie się na drugie półrocze – wtedy też może nastąpić materializacja upsidów związanych z budowlanką (kontrakty zagraniczne, Harmony Link, rozstrzygnięte postępowania przez PKP PLK) oraz FBSerwisem (poprawa rentowności w newralgicznym 4Q'23). Szacujemy również, że kontraktacja w 1H'23 była wyższa r./r. o ok. 2mld PLN, a w poczekalni na koniec czerwca znajdowały się kontrakty o wartości ok. 4mld PLN – plan GDDKiA jest bardzo ambitny, natomiast na postępowaniach przetargowych widoczna jest coraz mocniejsza prezencja spółek chińskich, kazachskim czy tureckich, co wydłuża proces przetargowy. Spodziewamy się, że w całym roku BDX pozyska ok. 8mld PLN nowych kontraktów. Jednocześnie, nasze założenia implikują EV/EBITDA '23 9,9x, w związku z czym w obecnym momencie upside wycenowy jest już relatywnie ograniczony.

Wycena. W związku z obniżką RFR i zmianą założeń **podnosimy cenę docelową o 11%,** natomiast z uwagi na wzrost kursu **zmieniamy zalecenie inwestycyjne z KUPUJ na TRZYMAJ.**

Trzymaj

(Poprzednia: Kupuj; 395 PLN)

Cena docelowa: 440 PLN
Cena bieżąca: 440 PLN
Potencjał wzrostu: 0%

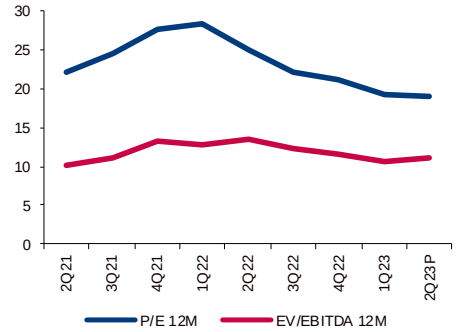
Raport za II kw.'23
31.08.2023

DANE SPÓŁKI	
Ticker	BDX
Sektor	Budownictwo
Kurs (PLN)	440,0
52 tyg. min/max (PLN)	214,5 / 415,5
Liczba akcji (mln szt.)	25,5
Kapitalizacja (mln PLN)	11233
S&P Global ESG Scores	65
Śr. obroty 3M (mln PLN)	5,71

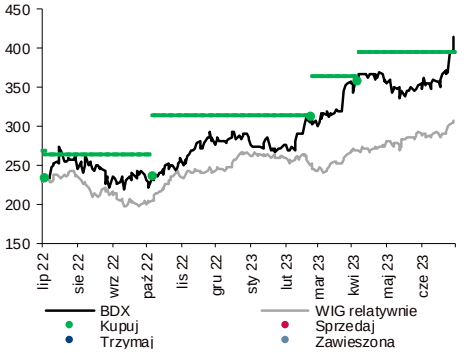
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	17,2%	17,2%	80,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	395
Kupuj	14.03.2023	365
Kupuj	12.12.2012	315
Kupuj	24.10.2022	270
Kupuj	21.07.2022	265
Kupuj	22.04.2022	270
Kupuj	07.12.2021	320
Kupuj	21.10.2021	330

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES BDX NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1996	2293	2377	1599	2399	2370	2251	1939	2395	0%	23%
EBITDA	182	178	206	94	214	219	187	141	188	-13%	33%
EBIT	146	140	171	57	177	182	146	102	148	-16%	45%
Zysk netto	90	101	149	56	145	157	176	106	153	6%	44%
P/E12M trailing	22,2	24,4	27,5	28,3	24,9	22,1	21,0	19,2	18,9		
EV/EBITDA 12M trailing	10,2	11,1	13,2	12,7	13,5	12,4	11,5	10,6	11,0		
zmiana przychodów r./r.	-12%	-6%	7%	28%	20%	3%	-5%	21%	0%		
marża EBITDA	9,1%	7,8%	8,7%	5,9%	8,9%	9,2%	8,3%	7,3%	7,8%		
marża EBIT	7,3%	6,1%	7,2%	3,6%	7,4%	7,7%	6,5%	5,3%	6,2%		
marża netto	4,5%	4,4%	6,3%	3,5%	6,0%	6,6%	7,8%	5,5%	6,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	8 382	7 911	8 619	9 061	9 109	9 762
EBITDA	776	734	715	778	870	807
EBIT	639	519	562	620	707	640
Zysk netto	459	972	534	572	616	557
EPS (PLN)	18,00	38,1	20,9	22,4	24,1	21,8
DPS (PLN)	4,7	32,0	24,0	18,0	19,0	20,5
P/E (x)	24,4	11,6	21,0	19,6	18,2	20,2
EV/EBITDA (x)	12,0	11,9	11,5	9,9	8,7	9,4
P/BV (x)	9,5	8,3	8,6	8,0	7,3	7,1
DY (%)	1,1%	7,3%	5,5%	4,1%	4,3%	4,7%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	440,0	100%	395,0	100%	11%
Wycena porównawcza	453,9	0%	369,2	0%	23%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	9061	9221	-2%	9109	9247	-1%	9762	9950	-2%
EBITDA	778	817	-5%	870	837	4%	807	851	-5%
EBIT	620	660	-6%	707	675	5%	640	694	-8%
Zysk netto	572	578	-1%	616	566	9%	557	581	-4%
P/E (x)	19,6	19,4		18,2	19,8		20,2	19,3	
EV/EBITDA (x)	9,9	9,4		8,7	9,1		9,4	8,9	
P/BV (x)	8,0			7,3			7,1		
DY (%)	4,1%			4,3%			4,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,6	21,0	19,6	18,2	20,2
P/E skor. (x)	28,5	21,0	19,6	18,2	20,2
P/BV (x)	8,3	8,6	8,0	7,3	7,1
EV/EBITDA (x)	11,9	11,5	9,9	8,7	9,4
EV/EBITDA skor. (x)	13,2	11,5	9,9	8,7	9,4
EV/Sprzedaż (x)	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
FCF Yield (%)	5,9%	11,3%	6,8%	4,6%	3,3%
DY (%)	7,3%	5,5%	4,1%	4,3%	4,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	38,1	20,9	22,4	24,1	21,8
EPS skor. (PLN)	15,4	20,9	22,4	24,1	21,8
DPS (PLN)	32,0	24,0	18,0	19,0	20,5
BVPS (PLN)	53,3	50,9	55,3	60,4	61,7

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	10,5%	10,1%	10,7%	11,8%	10,5%
marża EBITDA skor. (%)	8,4%	8,3%	8,6%	9,5%	8,3%
marża EBIT (%)	6,6%	6,5%	6,8%	7,8%	6,6%
marża netto skor. (%)	12,3%	6,2%	6,3%	6,8%	5,7%
ROE (%)	30,9%	40,2%	42,2%	41,7%	35,7%
ROA (%)	13,6%	7,5%	7,3%	7,4%	6,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,3%	1,8%	2,2%	2,2%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	1,0	1,3	1,2	1,4
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,8	-2,3	-2,5	-2,4	-2,3
Dług netto/EBITDA (x)	-3,4	-4,2	-4,5	-4,2	-4,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	41	9	4	2	4
Cykl rotacji zapasów (dni)	56	25	28	25	25
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	49	46	39	42	42
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	64	62	63	66	64

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**8 382**	**7 911**	**8 619**	**9 061**	**9 109**	**9 762**
Koszty wytworzenia	7 445	7 077	7 747	8 093	8 036	8 742
Zysk brutto ze sprzedaży	**937**	**834**	**872**	**968**	**1 073**	**1 021**
Koszty sprzedaży	31	12	14	16	16	17
Koszty ogólnego zarządu	277	269	317	346	365	378
Zysk ze sprzedaży	629	553	542	605	692	625
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	10	34	21	15	15	15
EBITDA	**776**	**734**	**715**	**778**	**870**	**807**
EBITDA skor.	**726**	**666**	**715**	**778**	**870**	**807**
Amortyzacja	138	147	152	157	162	167
EBIT skor.	**639**	**519**	**562**	**620**	**707**	**640**
Wynik na działalności finansowej	-17	-33	87	103	72	67
Zysk brutto	**622**	**555**	**649**	**724**	**780**	**707**
Podatek dochodowy	151	89	101	138	148	134
Zysk mniejszości	12	15	14	14	15	16
Zysk netto	**459**	**972**	**534**	**572**	**616**	**557**
Zysk netto skor.	**434**	**394**	**534**	**572**	**616**	**557**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 536**	**1 672**	**1 818**	**1 866**	**1 908**	**1 946**
Aktywa obrotowe	**5 926**	**5 191**	**5 569**	**6 373**	**6 589**	**6 752**
Zapasy	1 998	429	744	634	638	683
Należności handlowe	918	1 218	953	997	1 093	1 171
Gotówka	2 384	2 716	3 249	3 756	3 853	3 892
Aktywa	**7 462**	**6 863**	**7 387**	**8 239**	**8 497**	**8 698**
Kapitał własny	**1 187**	**1 361**	**1 299**	**1 412**	**1 542**	**1 575**
Kapitały mniejszości	**38**	**42**	**41**	**41**	**41**	**41**
Zobowiązania długoterminowe	**1 140**	**1 024**	**1 029**	**1 099**	**1 149**	**1 199**
Zobowiązania oprocentowane	262	155	149	149	149	149
Zobowiązania krótkoterminowe	**5 135**	**4 478**	**5 059**	**5 727**	**5 806**	**5 924**
Zobowiązania oprocentowane	189	84	76	76	76	76
Zobowiązania handlowe	1 372	1 396	1 517	1 631	1 640	1 757
Pasywa	**7 462**	**6 863**	**7 387**	**8 239**	**8 497**	**8 698**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**888**	**765**	**1 428**	**968**	**722**	**599**
Zysk (strata) brutto	459	972	534	572	616	557
Amortyzacja	275	293	305	315	325	335
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**96**	**827**	**-170**	**-200**	**-200**	**-230**
CAPEX	-61	-105	-158	-200	-200	-230
Przepływy z działalności finansowej	**-244**	**-988**	**-721**	**-446**	**-504**	**-547**
Dywidenda	-119	-818	-613	-459	-486	-524
Przepływy pieniężne netto	740	604	537	322	18	-178
Środki pieniężne na początek okresu	1 340	2 081	2 685	3 221	3 756	3 853
Środki pieniężne na koniec okresu	2 081	2 685	3 221	3 756	3 853	3 892

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Erbud

Pierwsze oznaki optymizmu

2Q'23. Szacujemy, że niższy backlog znalazł swoje odzwierciedlenie w niższych przychodach (-7% r./r. z wyłączeniem Onde), a MBnS utrzymała się na niskim, 6,0% poziomie. Dużym wsparciem dla wyników będzie rozpoznanie zysku na sprzedaży Cyranki w Onde, co powinno podnieść wyniki o ok. 11mln PLN – oczyszczony o to zdarzenie EBIT wyniósłby ok. 0mln PLN na poziomie całej Grupy. Spodziewamy się, że 2Q był ostatnim kwartałem rekordowo niskiej rentowności w kubaturze, a 2H'23, wraz z rozpoczęciem przerobu kontraktów podpisanych na lepszych warunkach cenowych, przyniesie poprawę marży.

2023. Drugie półrocze, a w rezultacie cały rok, mogą wyglądać relatywnie dobrze – sprzedaż Cyranki przez Onde waliduje pipeline projektów w developmencie należącym do Spółki, co naszym zdaniem mityguje ryzyko niepowodzenia sprzedaży innych projektów w kolejnych latach. W kolejnych kwartałach spodziewamy się również poprawy wyników w MOD21, który w całym '23 powinien wypracować ok. 150mln PLN i osiągnąć break even na poziomie operacyjnym. Dostrzegamy pierwsze sygnały poprawy kondycji segmentu kubaturowego, m.in. Z uwagi na wejście na P&L bardziej marżowych kontraktów pozyskiwanych w otoczeniu wyższych cen surowców. Struktura portfela zamówień również coraz bardziej się nam podoba – Spółka skutecznie ogranicza swoją ekspozycję na segment mieszkaniowy jednocześnie częściowo rekompensując ubytek backlogu kontraktami z bardziej marżowych sektorów budownictwa, m.in. z wojskowego. Pozytywnie oceniamy również zawarcie umowy partnerskiej Daewoo, co w naszym odczuciu może otworzyć przed Spółka nową podaż projektów energetycznych czy infrastrukturalnych.

Wycena. Rewidujemy nieznacznie nasze założenia dotyczące MOD21, Onde i kubatury. **Podnosimy naszą cenę docelową o 11% i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.**

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 45 PLN)

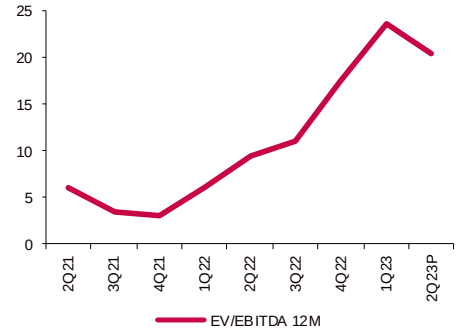
Cena docelowa: 50 PLN
Cena bieżąca: 43,2 PLN
Potencjał wzrostu: 16%

Raport za II kw.'23
06.09.2023

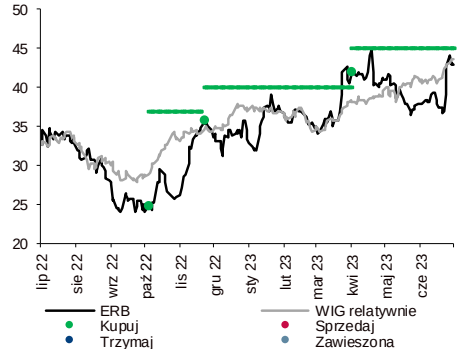
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ERB
Sektor			Budownictwo
Kurs (PLN)			43,2
52 tyg. min/max (PLN)			23,45 / 45
Liczba akcji (mln szt.)			11,9
Kapitalizacja (mln PLN)			515
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,16
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	13,5%	2,6%	31,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	45
Kupuj	12.12.2022	40
Kupuj	24.10.2022	37
Kupuj	20.07.2020	54
Kupuj	22.04.2022	62
Kupuj	09.12.2021	93
Kupuj	30.11.2021	93
Kupuj	21.10.2021	120

EV/EBITDA 12M



WYKRES ERB NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	754	881	930	764	1026	1005	1060	721	930	-9%	29%
EBITDA	38	32	44	12	17	16	10	1	21	25%	2059%
EBIT	31	26	35	5	8	8	0	-8	12	57%	-
Zysk netto	21	-24	19	0	-2	3	7	-13	0	-	-
P/E 12M trailing	10,4	159,0	56,6	30,8	-	25,5	62,2	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	6,1	3,6	3,2	6,0	9,4	10,9	17,4	23,5	20,3		
zmiana przychodów r./r.	17%	69%	50%	42%	36%	14%	14%	-6%	-9%		
marża EBITDA	5,0%	3,6%	4,7%	1,6%	1,6%	1,5%	0,9%	0,1%	2,2%		
marża EBIT	4,1%	2,9%	3,8%	0,6%	0,7%	0,8%	0,0%	-	1,3%		
marża netto	2,8%	-	2,0%	0,0%	-	0,3%	0,7%	-	0,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 228	3 102	3 856	3 454	3 864	4 146
EBITDA	94	118	54	92	129	136
EBIT	71	130	21	57	92	96
Zysk netto	47	9	8	28	46	53
EPS (PLN)	3,7	0,7	0,7	2,3	3,8	4,4
DPS (PLN)	1,4	6,0	2,6	0,8	0,0	1,9
P/E (x)	11,8	60,5	63,2	18,9	11,4	9,8
EV/EBITDA (x)	4,1	3,2	17,4	10,3	9,1	8,9
P/BV (x)	1,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
DY (%)	3,4%	13,8%	6,0%	1,9%	0,0%	4,4%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	50,0	100%	45,0	100%	11%
Wycena porównawcza	50,0	0%	44,8	0%	12%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3454	3546	-3%	3864	4052	-5%	4146	4189	-1%
EBITDA	92	90	3%	129	133	-3%	136	127	7%
EBIT	57	55	4%	92	96	-4%	96	88	10%
Zysk netto	28	21	32%	46	51	-10%	53	48	10%
P/E (x)	18,5	24,5		11,2	10,1		9,7	10,6	
EV/EBITDA (x)	10,2	10,4		9,1	8,8		8,8	9,4	
P/BV (x)	0,8			0,7			0,7		
DY (%)	1,9%			0,0%			4,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	60,5	63,2	18,9	11,4	9,8
P/E skor. (x)	6,2	63,2	18,9	11,4	9,8
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (x)	3,2	17,4	10,3	9,1	8,9
EV/EBITDA skor. (x)	2,4	17,4	10,3	9,1	8,9
EV/Sprzedaż (x)	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
FCF Yield (%)	-50,7%	-36,8%	4,2%	-40,1%	3,4%
DY (%)	13,8%	6,0%	1,9%	0,0%	4,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,7	0,7	2,3	3,8	4,4
EPS skor. (PLN)	7,0	0,7	2,3	3,8	4,4
DPS (PLN)	6,0	2,6	0,8	0,0	1,9
BVPS (PLN)	55,7	54,8	56,5	61,0	63,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	9,5%	5,8%	7,4%	8,5%	8,6%
marża EBITDA skor. (%)	5,1%	1,4%	2,7%	3,3%	3,3%
marża EBIT (%)	4,2%	0,5%	1,7%	2,4%	2,3%
marża netto skor. (%)	0,3%	0,2%	0,8%	1,2%	1,3%
ROE (%)	17,3%	1,2%	4,1%	6,4%	7,0%
ROA (%)	0,6%	0,4%	1,4%	2,2%	2,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,8%	1,4%	1,0%	5,8%	1,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3,2	1,6	1,0	6,0	1,7
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	0,6	0,6	0,9	0,9
Dług netto/EBITDA (x)	-1,3	7,7	4,6	5,1	5,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	25	32	40	42	45
Cykl rotacji zapasów (dni)	5	11	15	12	11
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	57	59	67	62	64
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	37	38	42	32	31

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**2 228**	**3 102**	**3 856**	**3 454**	**3 864**	**4 146**
Koszty wytworzenia	2 035	2 809	3 634	3 198	3 534	3 789
Zysk brutto ze sprzedaży	**194**	**293**	**222**	**256**	**330**	**357**
Koszty sprzedaży	9	11	13	14	14	15
Koszty ogólnego zarządu	119	186	181	195	224	245
Zysk ze sprzedaży	66	97	28	47	92	96
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	5	-6	-7	11	0	0
EBITDA	**94**	**118**	**54**	**92**	**129**	**136**
EBITDA skor.	**94**	**158**	**54**	**92**	**129**	**136**
Amortyzacja	23	28	33	35	37	39
EBIT skor.	**71**	**130**	**21**	**57**	**92**	**96**
Wynik na działalności finansowej	-6	-5	-22	-18	-24	-23
Zysk brutto	**64**	**85**	**-2**	**39**	**68**	**73**
Podatek dochodowy	14	64	-13	8	14	15
Zysk mniejszości	4	13	3	3	8	5
Zysk netto	**47**	**9**	**8**	**28**	**46**	**53**
Zysk netto skor.	**47**	**86**	**8**	**28**	**46**	**53**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**210**	**329**	**443**	**443**	**630**	**658**
Aktywa obrotowe	**990**	**1 504**	**1 574**	**1 497**	**1 601**	**1 632**
Zapasy	26	67	160	127	128	125
Należności handlowe	367	595	652	615	699	761
Gotówka	293	363	164	157	177	148
Aktywa	**1 200**	**1 833**	**2 016**	**1 940**	**2 232**	**2 291**
Kapitał własny	**310**	**685**	**665**	**686**	**740**	**775**
Kapitały mniejszości	**9**	**132**	**125**	**125**	**125**	**125**
Zobowiązania długoterminowe	**76**	**208**	**244**	**244**	**494**	**494**
Zobowiązania oprocentowane	36	155	189	189	439	439
Zobowiązania krótkoterminowe	**814**	**940**	**1 107**	**1 010**	**998**	**1 022**
Zobowiązania oprocentowane	92	59	123	123	123	123
Zobowiązania handlowe	259	363	443	346	334	359
Pasywa	**1 200**	**1 833**	**2 016**	**1 940**	**2 232**	**2 291**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**304**	**-173**	**-136**	**57**	**19**	**85**
Zysk (strata) brutto	64	85	-2	39	68	73
Amortyzacja	23	28	33	35	37	39
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-23**	**-144**	**-52**	**-35**	**-225**	**-68**
CAPEX	-13	-88	-54	-35	-225	-68
Przepływy z działalności finansowej	**-137**	**388**	**-11**	**-28**	**226**	**-46**
Dywidenda / skup akcji	-19	-73	-31	-10	0	-23
Przepływy pieniężne netto	144	71	-199	-7	20	-29
Środki pieniężne na początek okresu	148	293	363	164	157	177
Środki pieniężne na koniec okresu	293	363	164	157	177	148

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Mirbud

Wycena pozostaje niewymagająca

2Q'23. #Budownictwo: Spodziewamy się, że spółka pokaże niższe przychody r./r. – część zakontraktowanych projektów magazynowych finalnie będzie quasi-etapowane (część inwestorów ma problemy ze znalezieniem najemców), a brak uzyskania ZRID na niektórych projektach (m.in. obwodnica Gostynia czy Trójmiasta) przesunie część przychodów w segmencie drogowym na dalszą część roku. Jednocześnie zakładamy poprawę MBnS w ujęciu kw./kw. Co istotne, Spółka posiada w poczekalnie obecnie dwa duże kontrakty – S19 (1,4mld PLN, najniższa oferta) oraz S16 (0,45mld PLN, Kobylarnia wraz z chińskim partnerem Stecolem, najniższa oferta) – które materialnie zwiększą wartość backlogu w 2H'23. **#Deweloperka**: JHM Development przekazał w 2Q'23 jedynie 12 lokali, natomiast spodziewamy się, że podwyższona MBnS będzie widoczna również w wynikach tego okresu. Problemy administracyjne związane z projektem w Zakopanem zostały już w większości rozwiązane, a wydania (prawie 200 lokali) zostaną zrealizowane w 3-4Q'23. W całym roku spodziewamy się, że JHM przekaże 300 lokali. **#Najem:** Oczekujemy kwartału bez większej historii – większy efekt indeksacji stawek czynszowych powinien być widoczny w drugiej części roku. Komercjalizacja poszczególnych obiektów należących do Grupy utrzymywała się na wysokim poziomie (CH Marywilska 44 95%, PH Marywilska 87%, Park Ostróda 86%, Galeria Janowo 100%). Nie zakładamy ujemnych rewaluacji w tym kwartale.

Outlook. Kluczowa, z punktu widzenia wyceny i sentymentu do Spółki, będzie jednak naszym zdaniem sierpniowa konferencja wynikowa, na której Grupa przedstawi guidance, w zakresie przerobu i marży, na drugą połowę roku. Spodziewamy się również, że 2H'23 przyniesie rozstrzygnięcie wielu postępowań prowadzonych przez GDDKiA, co jest szczególnie istotne w kontekście mniejszego wolumenu robót w branży magazynowo-logistycznej (budowa powierzchni magazynowo-logistycznej w Polsce na koniec 1Q'23 wynosiła 2,2mln m2 vs. 3,4mln m2 na koniec '22 i vs. 4,2mln m2 na koniec '21).

Wycena. Naszą wycenę akcji MRB opieramy w 100% na wycenie DCF – przyjmujemy RFR 6,0% i premię rynkową 6,0%. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 10 PLN. **Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.**

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 10 PLN)

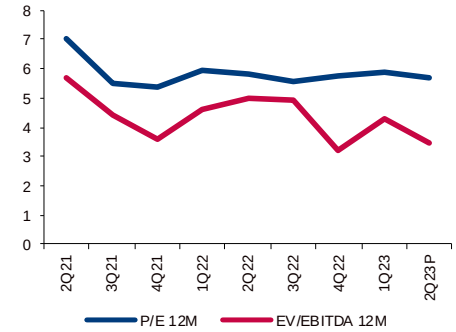
Cena docelowa: 10 PLN
Cena bieżąca: 7,47 PLN
Potencjał wzrostu: 34%

Raport za II kw.'23
29.08.2023

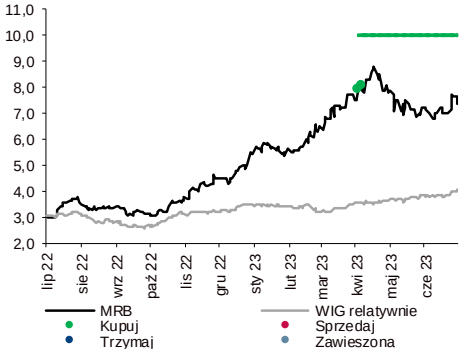
DANE SPÓŁKI			
Ticker			MRB
Sektor			Budownictwo
Kurs (PLN)			7,5
52 tyg. min/max (PLN)			2,95 / 8,94
Liczba akcji (mln szt.)			91,7
Kapitalizacja (mln PLN)			685
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,76
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	2,5%	-2,0%	143,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	10
Kupuj	21.04.2023	10

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES MRB NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	574	775	858	502	849	952	1016	515	802	-6%	56%
EBITDA	37	60	51	29	44	66	55	30	50	13%	67%
EBIT	33	56	48	25	41	62	51	26	46	13%	79%
Zysk netto	22	43	36	15	24	48	31	13	27	11%	106%
P/E12M trailing	7,1	5,5	5,4	5,9	5,8	5,6	5,7	5,9	5,7		
EV/EBITDA 12M trailing	5,7	4,4	3,6	4,6	5,0	4,9	3,2	4,3	3,5		
zmiana przychodów r./r.	137%	134%	80%	68%	48%	23%	18%	3%	-6%		
marża EBITDA	6,4%	7,7%	6,0%	5,7%	5,2%	7,0%	5,4%	5,8%	6,3%		
marża EBIT	5,8%	7,3%	5,6%	5,0%	4,8%	6,5%	5,0%	5,0%	5,7%		
marża netto	3,9%	5,5%	4,1%	3,0%	2,9%	5,1%	3,1%	2,5%	3,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 243	2 506	3 319	3 203	3 593	3 345
EBITDA	98	188	194	213	215	204
EBIT	84	174	178	195	196	185
Zysk netto	58	128	119	139	142	134
EPS (PLN)	0,63	1,4	1,3	1,5	1,6	1,5
DPS (PLN)	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
P/E (x)	11,8	5,4	5,7	4,9	4,8	5,1
EV/EBITDA (x)	7,8	3,6	3,2	2,6	2,8	2,6
P/BV (x)	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
DY (%)	0,3%	1,1%	2,7%	3,5%	4,0%	5,2%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	10	100%	10	100%	0%
Wycena porównawcza	16	0%	17	0%	-5%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3203	3383	-5%	3593	3479	3%	3345	3554	-6%
EBITDA	213	216	-1%	215	198	8%	204	195	5%
EBIT	195	201	-3%	196	183	7%	185	179	3%
Zysk netto	139	142	-2%	142	135	5%	134	134	0%
P/E (x)	4,9	4,8		4,8	5,1		5,1	5,1	
EV/EBITDA (x)	2,6	2,6		2,8	3,1		2,6	2,7	
P/BV (x)	0,9			0,8			0,7		
DY (%)	3,5%			4,0%			5,2%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,4	5,7	4,9	4,8	5,1
P/E skor. (x)	5,2	5,2	4,9	4,8	5,1
P/BV (x)	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (x)	3,6	3,2	2,6	2,8	2,6
EV/EBITDA skor. (x)	3,5	3,0	2,6	2,8	2,6
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF Yield (%)	29,5%	18,4%	22,6%	2,8%	22,5%
DY (%)	1,1%	2,7%	3,5%	4,0%	5,2%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,4	1,3	1,5	1,6	1,5
EPS skor. (PLN)	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5
DPS (PLN)	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
BVPS (PLN)	6,3	7,4	8,7	9,9	11,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	9,2%	8,1%	8,7%	7,8%	8,2%
marża EBITDA skor. (%)	7,7%	6,4%	6,7%	6,0%	6,1%
marża EBIT (%)	7,0%	5,4%	6,1%	5,4%	5,5%
marża netto skor. (%)	5,1%	3,6%	4,3%	4,0%	4,0%
ROE (%)	25,4%	20,9%	19,0%	16,7%	14,0%
ROA (%)	7,2%	5,6%	6,2%	6,1%	5,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,1%	0,2%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,2	0,4	1,0	1,2	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	-0,1	-0,3	-0,6	-0,4	-0,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	26	15	14	20	29
Cykl rotacji zapasów (dni)	44	39	41	40	53
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	57	59	65	61	67
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	75	84	92	82	91

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 243**	**2 506**	**3 319**	**3 203**	**3 593**	**3 345**
Koszty wytworzenia	1 106	2 274	3 049	2 925	3 311	3 070
Zysk brutto ze sprzedaży	**137**	**232**	**270**	**278**	**282**	**276**
Koszty sprzedaży	5	7	6	8	9	10
Koszty ogólnego zarządu	55	59	67	73	76	80
Zysk ze sprzedaży	79	161	181	196	197	186
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	6	14	-2	-1	-1	-1
EBITDA	**98**	**188**	**194**	**213**	**215**	**204**
EBITDA skor.	**98**	**193**	**211**	**215**	**215**	**204**
Amortyzacja	14	13	16	18	19	20
EBIT	**84**	**174**	**178**	**195**	**196**	**185**
Wynik na działalności finansowej	-14	-18	-27	-23	-20	-19
Zysk brutto	**70**	**156**	**151**	**171**	**176**	**165**
Podatek dochodowy	12	28	32	33	33	31
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**58**	**128**	**119**	**139**	**142**	**134**
Zysk netto skor.	**58**	**132**	**132**	**140**	**142**	**134**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**678**	**715**	**730**	**774**	**792**	**807**
Aktywa obrotowe	**861**	**1 326**	**1 518**	**1 449**	**1 634**	**1 697**
Zapasy	283	316	393	318	478	500
Należności handlowe	288	502	578	570	640	596
Gotówka	289	468	508	520	477	561
Aktywa	**1 539**	**2 041**	**2 248**	**2 223**	**2 426**	**2 504**
Kapitał własny	**462**	**582**	**682**	**797**	**911**	**1 010**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**606**	**668**	**649**	**599**	**599**	**599**
Zobowiązania oprocentowane	294	367	395	345	345	345
Zobowiązania krótkoterminowe	**472**	**790**	**917**	**827**	**916**	**896**
Zobowiązania oprocentowane	79	90	53	53	53	53
Zobowiązania handlowe	359	674	848	758	847	827
Pasywa	**1 539**	**2 041**	**2 248**	**2 223**	**2 426**	**2 504**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**248**	**205**	**133**	**174**	**42**	**174**
Zysk (strata) brutto	70	156	151	171	176	165
Amortyzacja	14	13	16	18	19	20
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**0**	**-54**	**-4**	**-49**	**-23**	**-20**
CAPEX	-10	-3	-7	-19	-23	-20
Przepływy z działalności finansowej	**-67**	**28**	**-89**	**-112**	**-63**	**-70**
Dywidenda	-2	-7	-18	-24	-28	-36
Przepływy pieniężne netto	181	179	40	13	-44	84
Środki pieniężne na początek okresu	108	289	468	508	520	477
Środki pieniężne na koniec okresu	289	468	508	520	477	561

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Torpol

Ostatni kwartał świetnych wyników… na jakiś czas

2Q'23. Oczekujemy mocnego kwartału, z prawie 3 cyfrową dynamiką EBITDA kw./kw. Niski portfel zamówień i brak noworozpoczynanych kontraktów sprawia, że efekt rozwiązania rezerw związanych z finalizowanymi w 2Q'23 kontraktami pomorskimi (Świnoujście, Szczecin) zauważalnie podbije MBnS tego okresu – będzie to, naszym zdaniem, ostatni kwartał z dwucyfrową MBnS przez przynajmniej 5-6 kwartałów.

Outlook / 2023. Rewidujemy nasze założenia – po mocnym 1H'23 spodziewamy się, że zysk netto w '23 może wynieść 60mln PLN (+16% vs. ostatnia prognoza), co implikuje ~7,0x P/E. Największym problemem dla Spółki nadal pozostaje kontraktacja – pomimo kontraktów w poczekalni o wartości prawie 2mld PLN (obwodnica Poznania, Giżycko – Korsze) tegoroczna kontraktacja może być ograniczona ze względu na trudności PKP PLK z zabezpieczeniem finansowania – niezbędne wydaje się być odblokowanie funduszy unijnych. Pomimo kilkunastu mld PLN finansowania pomostowego podstawionego przez PFR aktywność PKP PLK w zakresie podpisywania umów na rozstrzygniętych już przetarg nie uległa zmianie w ostatnim czasie – w rezultacie rewidujemy nasze założenia dotyczące harmonogramu podpisania kontraktów znajdujących się w poczekalni Torpolu (zakładamy połowę '24), a co za tym idzie, materialnie ścinamy naszą prognozę przychodów na '24.

Sprzedaż TOG. W naszych prognozach nie uwzględniamy sprzedaży TOG (w kwietniu Spółka informowała o rozpoczęciu negocjacji w sprawie sprzedaży udziałów TOG TF Silesii). Co ważne jednak, wartość księgowa TOG to ok. 5mln PLN, w związku z czym potencjalna sprzedaż TOG powyżej tego poziomu stanowi upside dla tegorocznych prognoz. Zakładamy, że TOG wypracuje w tym roku ok. 150mln PLN i EBIT w okolicach zera.

Wycena. Naszą wycenę akcji TOR opieramy w 100% na wycenie DCF – przyjmujemy RFR 6,0% i premię rynkową 6,0%. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 18 PLN. **Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne TRZYMAJ.**

Trzymaj

(Poprzednia: Trzymaj; 20 PLN)

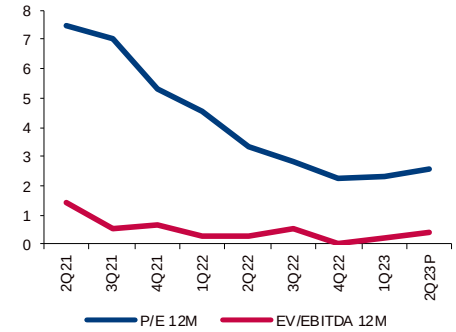
Cena docelowa: 18 PLN
Cena bieżąca: 17,9 PLN
Potencjał wzrostu: 1%

Raport za II kw.'23
01.09.2023

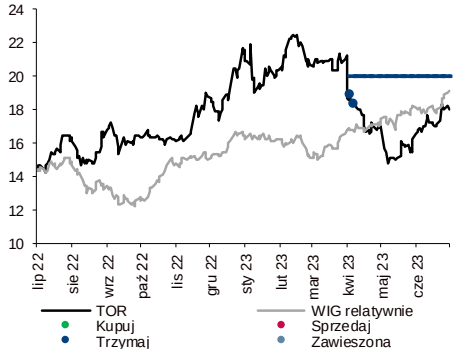
DANE SPÓŁKI			
Ticker			TOR
Sektor			Budownictwo
Kurs (PLN)			17,9
52 tyg. min/max (PLN)			13,98 / 24,15
Liczba akcji (mln szt.)			23,0
Kapitalizacja (mln PLN)			411
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,81
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	8,8%	-3,7%	25,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	20
Trzymaj	21.04.2023	20

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES TOR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	271	282	349	207	254	270	354	213	216	-15%	2%
EBITDA	24	26	63	29	57	54	104	19	36	-37%	92%
EBIT	19	20	58	23	51	48	98	12	30	-42%	141%
Zysk netto	14	16	41	20	45	41	78	14	25	-44%	76%
P/E12M trailing	7,5	7,1	5,3	4,5	3,4	2,8	2,2	2,3	2,6		
EV/EBITDA 12M trailing	1,4	0,5	0,7	0,3	0,3	0,5	0,0	0,2	0,4		
zmiana przychodów r./r.	-20%	-29%	-14%	-6%	-6%	-4%	2%	3%	-15%		
marża EBITDA	8,8%	9,2%	18,1%	14,1%	22,4%	20,2%	29,5%	8,8%	16,7%		
marża EBIT	7,0%	7,1%	16,5%	11,1%	20,1%	18,0%	27,7%	5,8%	13,8%		
marża netto	5,1%	5,6%	11,8%	9,8%	17,7%	15,1%	22,0%	6,8%	11,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 392	1 121	1 085	988	1 156	1 632
EBITDA	86	127	245	94	58	97
EBIT	64	105	221	69	31	70
Zysk netto	49	77	184	60	33	59
EPS (PLN)	2,12	3,4	8,0	2,6	1,4	2,6
DPS (PLN)	0,9	1,5	3,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	8,5	5,3	2,2	6,9	12,4	6,9
EV/EBITDA (x)	1,6	0,7	0,0	0,4	1,5	1,8
P/BV (x)	1,6	1,4	1,0	0,9	0,8	0,7
DY (%)	5,0%	8,5%	16,8%	0,0%	0,0%	0,0%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	18,0	100%	20,0	100%	-10%
Wycena porównawcza	32,0	0%	31,7	0%	1%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	988	948	4%	1156	1465	-21%	1632	1716	-5%
EBITDA	94	84	12%	58	86	-33%	97	107	-9%
EBIT	69	59	17%	31	60	-48%	70	80	-13%
Zysk netto	60	52	16%	33	56	-41%	59	66	-10%
P/E (x)	6,9	7,9		12,4	7,3		6,9	6,2	
EV/EBITDA (x)	0,4	0,4		1,5	1,0		1,8	1,7	
P/BV (x)	0,9			0,8			0,7		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,3	2,2	6,9	12,4	6,9
P/E skor. (x)	5,3	2,2	6,9	12,4	6,9
P/BV (x)	1,4	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (x)	0,7	0,0	0,4	1,5	1,8
EV/EBITDA skor. (x)	0,7	0,0	0,4	1,5	1,8
EV/Sprzedaż (x)	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
FCF Yield (%)	30,9%	38,1%	-5,9%	-9,5%	-18,6%
DY (%)	8,5%	16,8%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	3,4	8,0	2,6	1,4	2,6
EPS skor. (PLN)	3,4	8,0	2,6	1,4	2,6
DPS (PLN)	1,5	3,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	12,7	17,7	20,3	21,8	24,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	13,0%	23,9%	11,1%	6,5%	7,2%
marża EBITDA skor. (%)	11,4%	22,6%	9,5%	5,0%	5,9%
marża EBIT (%)	9,4%	20,3%	7,0%	2,7%	4,3%
marża netto skor. (%)	6,9%	16,9%	6,1%	2,9%	3,6%
ROE (%)	28,4%	52,6%	13,7%	6,8%	11,2%
ROA (%)	7,7%	18,5%	5,9%	3,2%	5,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,7%	1,4%	1,1%	1,0%	0,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,3	0,6	0,4	0,4	0,5
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7	-0,4
Dług netto/EBITDA (x)	-2,6	-1,7	-4,0	-5,7	-2,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	48	34	47	53	48
Cykl rotacji zapasów (dni)	17	20	26	22	17
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	74	46	53	60	56
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	42	32	32	30	25

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 392**	**1 121**	**1 085**	**988**	**1 156**	**1 632**
Koszty wytworzenia	1 292	976	825	879	1 081	1 514
Zysk brutto ze sprzedaży	**100**	**145**	**259**	**109**	**75**	**118**
Koszty sprzedaży	2	2	1	1	2	2
Koszty ogólnego zarządu	33	37	37	39	42	45
Zysk ze sprzedaży	135	184	298	150	119	165
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1	-2	0	0	0	0
EBITDA	**86**	**127**	**245**	**94**	**58**	**97**
EBITDA skor.	**86**	**127**	**245**	**94**	**58**	**97**
Amortyzacja	23	22	24	25	26	27
EBIT	**64**	**105**	**221**	**69**	**31**	**70**
Wynik na działalności finansowej	-5	-4	11	5	9	4
Zysk brutto	**59**	**101**	**232**	**74**	**41**	**73**
Podatek dochodowy	10	24	48	14	8	14
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**49**	**77**	**184**	**60**	**33**	**59**
Zysk netto skor.	**49**	**77**	**184**	**60**	**33**	**59**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**228**	**256**	**221**	**224**	**229**	**233**
Aktywa obrotowe	**815**	**703**	**808**	**779**	**837**	**915**
Zapasy	57	47	69	74	65	91
Należności handlowe	288	165	111	176	206	291
Gotówka	405	432	493	431	418	325
Aktywa	**1 044**	**959**	**1 028**	**1 003**	**1 065**	**1 149**
Kapitał własny	**251**	**292**	**408**	**467**	**501**	**560**
Kapitały mniejszości	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
Zobowiązania długoterminowe	**103**	**112**	**119**	**94**	**129**	**129**
Zobowiązania oprocentowane	70	76	63	38	73	73
Zobowiązania krótkoterminowe	**690**	**555**	**502**	**441**	**436**	**459**
Zobowiązania oprocentowane	58	30	19	19	19	19
Zobowiązania handlowe	160	101	88	87	101	124
Pasywa	**1 044**	**959**	**1 028**	**1 003**	**1 065**	**1 149**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**289**	**134**	**172**	**-13**	**-27**	**-64**
Zysk (strata) brutto	59	101	232	74	41	73
Amortyzacja	23	22	24	25	26	27
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-8**	**-8**	**-3**	**4**	**1**	**-4**
CAPEX	-6	-8	-15	-11	-12	-12
Przepływy z działalności finansowej	**-77**	**-99**	**-108**	**-53**	**13**	**-24**
Dywidenda	-21	-35	-69	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	204	27	61	-62	-13	-92
Środki pieniężne na początek okresu	201	405	432	493	431	418
Środki pieniężne na koniec okresu	405	432	493	431	418	325

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Archicom

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 35 PLN)

Cena docelowa: 35 PLN
Cena bieżąca: 22,4 PLN
Potencjał wzrostu: 56%

Ścisła czołówka

Raport za II kw.'23
21.09.2023

2Q'23. Spółka przekazała 209 lokali, ponad dwukrotnie więcej r./r., natomiast po wyjątkowym 1Q'23 (MBnS 46%, średnia cena przekazywanego lokalu 644 tys. PLN) spodziewamy się normalizacji zarówno jednostkowej ceny mieszkania (590 tys. PLN, -8% kw./kw.) jak i MBnS (34%), głównie z uwagi na rozwodnienie struktury przekazań o inne projekty niż Browary Wrocławskie. W segmencie komercyjnym spodziewamy się 3mln PLN straty z działalności zaniechanej (efekt spadku EUR/PLN w tym okresie).

Zmiana prognoz. Podnosimy nasze założenia dotyczące wolumenów przekazań na lata '23/'24/'25 o 86%/131%/127% do 1493/1732/2378 lokali – modelowo zakładamy konsolidację wyników części mieszkaniowej Echo Investment od sierpnia. Spodziewamy się również, że odbicie sprzedaży w segmencie podwyższonym i premium, historycznie opierającym się na transakcjach gotówkowych i powracających klientach, będzie mniejsze niż w przypadku niższych punktów cenowych, natomiast szeroka poprawa sentymentu do sektora oraz coraz odważniejsze ruchy cenowe większości deweloperów, dadzą Archicomowi przestrzeń do agresywniejszego zarządzania cennikiem. Dodatkowym wsparciem dla wyników kolejnych okresów wydaje się być strona kosztowa – koszty budowy od dłuższego czasu znajdują się na relatywnie niskich poziomach, a deweloperzy z coraz większym optymizmem wypowiadają się o poziomach marż w kolejnych 2-3 latach. Względem wcześniejszych prognoz podnosimy MBnS w '23/'24/'25 o 1,0%/5,7%/6,1%.

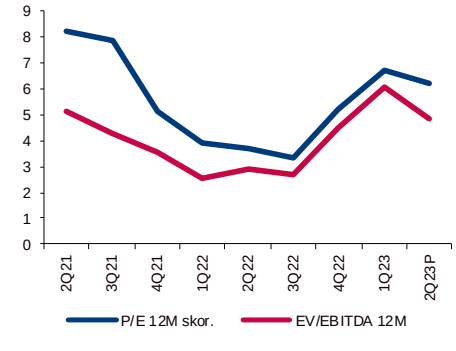
Parametry transakcji. W ramach reorganizacji Grupy Kapitałowej, Echo Investment wniesie do Archicomu całość swojej działalności mieszkaniowej, obejmując w zamian akcje nowej emisji (22,8mln akcji po cenie 36,34 PLN). Po sfinalizowaniu transakcji, udział ECH w kapitale zakładowym ARH wzrośnie do 89,3% - uważamy jednak, że Echo Investment nie będzie dążyć do delistingu Archicomu.

Wycena. Naszą wycenę ARH opieramy w 100% na modelu DCF – przyjmujemy RFR 6,0% i premię rynkową 7,5%. W okresie rezydualnym zakładamy 2600 przekazań rocznie (vs. 1000 poprzednio) oraz MBnS na poziomie 29,0% (vs. 27,0% poprzednio). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 1 akcji na poziomie 35 PLN.

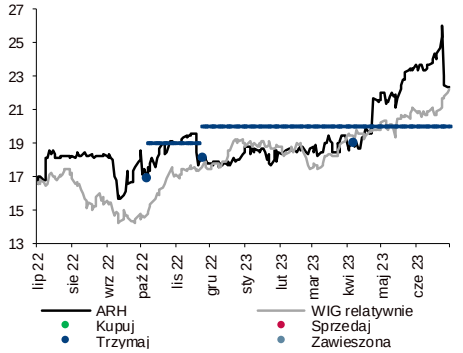
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ARH
Sektor	Deweloperzy Mieszk. - Komer.		
Kurs (PLN)			22,4
52 tyg. min/max (PLN)			15,2 / 26
Liczba akcji (mln szt.)			25,7
Kapitalizacja (mln PLN)			575
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,09
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-5,5%	17,9%	35,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.07.2023	35
Trzymaj	24.04.2023	20
Trzymaj	12.12.2022	20
Trzymaj	24.10.2022	19

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ARH NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	76	118	317	152	74	160	114	83	123	67%	48%
EBITDA	13	31	96	54	9	54	2	20	26	191%	31%
EBIT	12	30	96	53	8	53	1	19	25	208%	32%
Zysk netto	3	25	79	41	9	43	17	17	16	75%	-5%
P/E12M trailing	8,2	7,9	5,1	3,9	3,7	3,3	5,2	6,7	6,2		
EV/EBITDA 12M trailing	5,1	4,3	3,5	2,6	2,9	2,6	4,5	6,1	4,9		
zmiana przychodów r./r.	-10%	-5%	16%	78%	-3%	36%	-64%	-45%	67%		
marża EBITDA	16,9%	26,0%	30,4%	35,4%	12,0%	33,9%	1,3%	23,8%	21,0%		
marża EBIT	15,9%	25,4%	30,2%	35,0%	11,0%	33,4%	0,6%	22,9%	20,4%		
marża netto	3,7%	21,0%	25,0%	27,3%	12,6%	26,8%	14,5%	20,7%	13,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	670	596	500	836	1 060	1 533
EBITDA skor.	151	146	117	204	221	303
EBIT skor.	148	143	114	201	218	300
Zysk netto skor.	100	109	110	160	164	234
EPS (PLN)	5,2	4,4	4,3	3,3	3,4	4,8
DPS (PLN)	2,5	2,4	1,2	1,1	2,3	2,4
P/E (x)	5,7	5,3	5,3	6,8	6,6	4,6
EV/EBITDA (x)	4,9	3,6	4,5	6,4	5,4	3,9
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	0,9
DY (%)	11,3%	10,8%	5,5%	5,0%	10,3%	10,6%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	35,0	100%	35,0	100%	0%
Wycena porównawcza	35,2	0%	35,2	0%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	836	836	0%	1060	1060	0%	1533	1533	0%
EBITDA	204	204	0%	221	221	0%	303	303	0%
EBIT	201	201	0%	218	218	0%	300	300	0%
Zysk netto	160	160	0%	164	164	0%	234	234	0%
P/E (x)	3,6	3,6		3,5	3,5		2,5	2,5	
EV/EBITDA (x)	5,2	5,2		4,3	4,3		3,1	3,1	
P/BV (x)	0,5			0,5			0,5		
DY (%)	5,0%			10,3%			10,6%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,1	5,2	6,8	6,6	4,6
P/E skor. (x)	5,3	5,3	6,8	6,6	4,6
P/BV (x)	0,9	0,8	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA (x)	3,5	4,5	6,4	5,4	3,9
EV/EBITDA skor. (x)	3,6	4,5	6,4	5,4	3,9
EV/Sprzedaż (x)	0,9	1,1	1,6	1,1	0,8
FCF Yield (%)	37,7%	12,6%	11,5%	17,6%	19,6%
DY (%)	10,8%	5,5%	5,0%	10,3%	10,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	4,4	4,3	3,3	3,4	4,8
EPS skor. (PLN)	4,2	4,3	3,3	3,4	4,8
DPS (PLN)	2,4	1,2	1,1	2,3	2,4
BVPS (PLN)	24,6	28,5	22,1	23,2	25,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	34,5%	35,9%	33,6%	34,1%	33,0%
marża EBITDA skor. (%)	24,5%	23,5%	24,4%	20,9%	19,8%
marża EBIT (%)	24,0%	22,9%	24,1%	20,6%	19,5%
marża netto skor. (%)	18,8%	22,1%	19,1%	15,4%	15,3%
ROE (%)	17,5%	16,1%	17,7%	14,9%	19,8%
ROA (%)	8,0%	8,2%	8,9%	7,1%	9,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,9%	1,4%	0,4%	0,3%	0,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	4,3	2,3	1,0	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,4	1,1	0,5	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	306	309	338	384	289
Cykl rotacji zapasów (dni)	503	484	444	509	393
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	50	90	111	125	90
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	247	265	218	250	194

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**670**	**596**	**500**	**836**	**1 060**	**1 533**
Koszty wytworzenia	466	391	321	555	699	1 027
Zysk brutto ze sprzedaży	**204**	**206**	**179**	**281**	**361**	**507**
Rewaluacje	43	4	1	0	0	0
SG&A	64	63	64	79	143	207
Zysk ze sprzedaży	183	147	116	201	218	300
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	8	0	0	0	0	0
EBITDA	**194**	**150**	**118**	**204**	**221**	**303**
EBITDA skor.	**151**	**146**	**117**	**204**	**221**	**303**
Amortyzacja	3	3	3	3	3	3
EBIT skor.	**148**	**143**	**114**	**201**	**218**	**300**
Wynik na działalności finansowej	-12	1	5	-1	-11	-3
Zysk brutto	**178**	**148**	**120**	**200**	**207**	**296**
Podatek dochodowy	43	35	25	42	44	62
Zysk mniejszości	2	1	0	0	0	0
Zysk netto	**133**	**112**	**110**	**160**	**164**	**234**
Zysk netto skor.	**100**	**109**	**110**	**160**	**164**	**234**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**217**	**274**	**97**	**97**	**104**	**104**
Aktywa obrotowe	**1 232**	**1 079**	**1 081**	**2 014**	**2 231**	**2 456**
Zapasy	965	678	646	1 390	1 566	1 733
Należności handlowe	47	117	130	379	349	412
Gotówka	213	280	264	205	276	271
Aktywa	**1 460**	**1 353**	**1 327**	**2 260**	**2 334**	**2 559**
Kapitał własny	**614**	**631**	**732**	**1 072**	**1 124**	**1 243**
Kapitały mniejszości	**32**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**384**	**144**	**176**	**311**	**311**	**311**
Zobowiązania oprocentowane	332	102	127	262	262	262
Zobowiązania krótkoterminowe	**460**	**577**	**419**	**877**	**899**	**1 005**
Zobowiązania oprocentowane	373	236	220	430	380	380
Zobowiązania handlowe	390	417	308	691	763	869
Pasywa	**1 460**	**1 353**	**1 327**	**2 260**	**2 334**	**2 559**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**5**	**228**	**80**	**69**	**104**	**116**
Zysk (strata) brutto	178	148	138	202	207	296
Amortyzacja	3	3	3	3	3	3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**102**	**-9**	**-8**	**-3**	**139**	**-3**
CAPEX	-45	-12	-7	-3	-3	-3
Przepływy z działalności finansowej	**-24**	**-152**	**-72**	**-126**	**-173**	**-118**
Dywidenda	-65	-62	-32	-54	-112	-115
Przepływy pieniężne netto	82	68	0	-59	71	-5
Środki pieniężne na początek okresu	130	213	264	264	205	276
Środki pieniężne na koniec okresu	213	280	264	205	276	271

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Atal

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 55 PLN)

Cena docelowa: 65 PLN
Cena bieżąca: 57,4 PLN
Potencjał wzrostu: 13%

Drugie półrocze może jeszcze pozytywnie zaskoczyć

Raport za II kw.'23
07.09.2023

2Q'23. Spółka sprzedała 740 mieszkania, co oznacza wzrost wolumenu sprzedażowego aż o 84% kw./kw., a naszym daniem kolejne kwartały mogą przynieść miesięczną sprzedaż na poziomie nawet 300 lokali – szacujemy, że Atal sprzeda w tym roku 2,8-3,0 tys. lokali. Ponadto, Spółka wydała 626 lokale, większość we Trójmieście (222 lokale), co istotne jednak Atal wydał klucze również w Warszawie (114 lokali) czy Krakowie (121 lokali), w związku z czym spodziewamy się utrzymania się wysokiej jednostkowej ceny wydawanego lokalu (545 tys. PLN) oraz MBnS (33%, +13p.p. r./r.).

2023 / Outlook. Oferta na koniec marca wynosiła 5,0 tys. lokali vs. 2,7 tys. przed rokiem i naszym zdaniem jej wielkość będzie procentować w kolejnych miesiącach wraz z jeszcze szybszym odbudowaniem popytu ze strony klientów kredytowych. Zdaniem Zarządu rządowy program „Bezpieczny kredyt" jest dobrze skonstruowany i powinien materialnie wpłynąć na rynek pierwotnym. Spółka planuje w tym roku oddać do użytkowania aż 2,7 tys. mieszkań na 15 projektach, dodatkowo posiada 349 mieszkania gotowe, ale nie wydane, w związku z czym czujemy się komfortowo z naszą roczną prognozą zakładającą wydanie w '23 2810 mieszkań.

Wycena. W związku z aktualizacją naszych prognoz sprzedażowych podnosimy prognozy na kolejne lata oraz cenę docelową o 18% do 65 PLN. **Wydajemy rekomendację KUPUJ.**

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	Y/Y	Q/Q
Mieszkania przekazane	1 065	833	763	333	626	-41%	88%
Mieszkania sprzedane	587	376	374	402	740	26%	84%

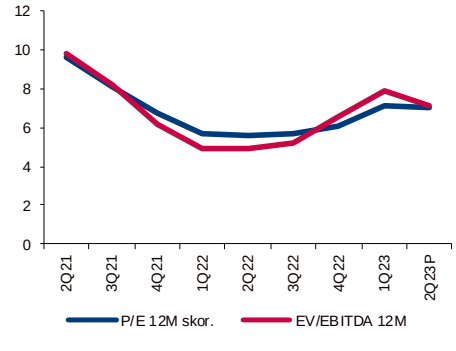
Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

Nasze prognozy uwzględniają emisję 4,5mln akcji zwykłych serii F.

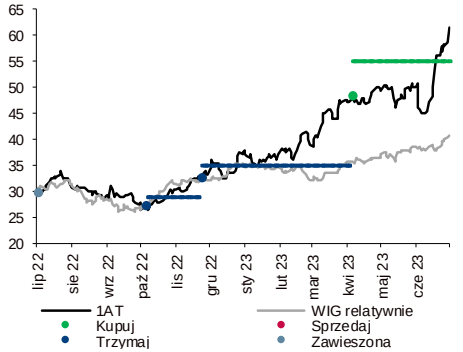
DANE SPÓŁKI			
Ticker			1AT
Sektor			Deweloperzy Mieszkaniowi
Kurs (PLN)			57,4
52 tyg. min/max (PLN)			26,1 / 64
Liczba akcji (mln szt.)			38,7
Kapitalizacja (mln PLN)			2222
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,43
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	22,7%	30,2%	102,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	55
Trzymaj	12.12.2022	35
Trzymaj	24.10.2022	29
Zawieszona	21.07.2022	
Zawieszona	22.04.2022	
Zawieszona	09.12.2021	
Zawieszona	21.10.2021	
Zawieszona	20.07.2021	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES 1AT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	364	379	649	406	469	378	404	189	341	-27%	80%
EBITDA	86	93	182	125	85	89	140	65	102	19%	56%
EBIT	86	92	181	124	85	88	139	64	101	19%	57%
Zysk netto	68	73	141	109	76	67	116	54	81	6%	49%
P/E12M trailing	9,6	8,1	6,7	5,7	5,6	5,6	6,0	7,1	7,0		
EV/EBITDA 12M trailing	9,8	8,2	6,1	4,9	4,9	5,2	6,5	7,8	7,1		
zmiana przychodów r./r.	35%	76%	31%	41%	29%	0%	-38%	-53%	-27%		
marża EBITDA	23,7%	24,6%	28,0%	30,7%	18,2%	23,6%	34,7%	34,5%	29,8%		
marża EBIT	23,5%	24,4%	27,9%	30,5%	18,0%	23,4%	34,5%	34,0%	29,6%		
marża netto	18,6%	19,3%	21,8%	26,8%	16,3%	17,8%	28,7%	28,6%	23,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 167	1 679	1 658	1 506	1 383	1 917
EBITDA	211	420	439	401	342	466
EBIT	209	417	436	398	338	462
Zysk netto	167	331	368	306	268	365
EPS (PLN)	4,32	8,6	9,5	7,1	6,2	8,4
DPS (PLN)	0,0	3,0	6,0	5,0	3,5	4,3
P/E (x)	13,3	6,7	6,0	8,1	9,3	6,8
EV/EBITDA (x)	14,4	6,1	6,0	6,4	7,8	5,3
P/BV (x)	2,3	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3
DY (%)	0,0%	5,3%	10,5%	8,7%	6,2%	7,6%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	65,0	100%	55,0	100%	18%
Wycena porównawcza	61,9	0%	53,8	0%	15%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1506	1492	1%	1383	1357	2%	1917	1520	26%
EBITDA	401	352	14%	342	305	12%	466	339	37%
EBIT	398	349	14%	338	302	12%	462	335	38%
Zysk netto	306	266	15%	268	233	15%	365	259	41%
P/E (x)	7,3	8,4		8,3	9,5		6,1	8,6	
EV/EBITDA (x)	4,8	5,5		5,9	6,6		4,0	5,4	
P/BV (x)	1,4			1,3			1,1		
DY (%)	8,7%			6,2%			7,6%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	6,7	6,0	8,1	9,3	6,8
P/E skor. (x)	6,7	6,0	8,1	9,3	6,8
P/BV (x)	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA (x)	6,1	6,0	6,4	7,8	5,3
EV/EBITDA skor. (x)	6,1	6,0	6,4	7,8	5,3
EV/Sprzedaż (x)	1,5	1,6	1,7	1,9	1,3
FCF Yield (%)	30,7%	9,9%	11,9%	3,8%	17,5%
DY (%)	5,3%	10,5%	8,7%	6,2%	7,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	8,6	9,5	7,1	6,2	8,4
EPS skor. (PLN)	8,6	9,5	7,1	6,2	8,4
DPS (PLN)	3,0	6,0	5,0	3,5	4,3
BVPS (PLN)	30,1	33,6	38,0	40,7	44,8

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	27,0%	28,4%	29,6%	27,7%	27,3%
marża EBITDA skor. (%)	25,0%	26,5%	26,6%	24,7%	24,3%
marża EBIT (%)	24,8%	26,3%	26,4%	24,5%	24,1%
marża netto skor. (%)	19,7%	22,2%	20,3%	19,3%	19,0%
ROE (%)	31,2%	29,8%	20,8%	15,7%	19,7%
ROA (%)	11,2%	11,7%	9,0%	7,3%	9,4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,3	0,6	0,6	0,6	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,9	0,3	0,6	0,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	495	523	613	722	551
Cykl rotacji zapasów (dni)	506	530	628	743	569
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	14	19	16	13	10
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	24	27	31	34	28

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 167**	**1 679**	**1 658**	**1 506**	**1 383**	**1 917**
Koszty wytworzenia	930	1 226	1 188	1 060	1 000	1 393
Zysk brutto ze sprzedaży	**237**	**453**	**470**	**446**	**383**	**524**
Koszty sprzedaży	14	16	17	18	17	23
Koszty ogólnego zarządu	19	21	25	30	28	38
Zysk ze sprzedaży	205	416	429	398	338	462
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	4	1	7	0	0	0
EBITDA	**211**	**420**	**439**	**401**	**342**	**466**
EBITDA skor.	**211**	**420**	**439**	**401**	**342**	**466**
Amortyzacja	2	3	3	3	3	3
EBIT	**209**	**417**	**436**	**398**	**338**	**462**
Wynik na działalności finansowej	-8	-1	27	-14	-2	-4
Zysk brutto	**200**	**416**	**463**	**384**	**336**	**458**
Podatek dochodowy	33	85	95	79	69	94
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**167**	**331**	**368**	**306**	**268**	**365**
Zysk netto skor.	**167**	**331**	**368**	**306**	**268**	**365**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**186**	**203**	**202**	**201**	**200**	**200**
Aktywa obrotowe	**2 607**	**2 912**	**2 976**	**3 381**	**3 548**	**3 846**
Zapasy	2 328	2 324	2 495	2 686	2 942	3 036
Należności handlowe	37	94	81	50	45	63
Gotówka	242	495	398	643	559	745
Aktywa	**2 793**	**3 115**	**3 178**	**3 581**	**3 748**	**4 046**
Kapitał własny	**956**	**1 166**	**1 302**	**1 643**	**1 758**	**1 935**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**698**	**894**	**607**	**567**	**567**	**567**
Zobowiązania oprocentowane	541	600	402	362	362	362
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 139**	**1 056**	**1 269**	**1 371**	**1 423**	**1 543**
Zobowiązania oprocentowane	133	45	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe	107	118	123	131	123	172
Pasywa	**2 793**	**3 115**	**3 178**	**3 581**	**3 748**	**4 046**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**56**	**684**	**222**	**267**	**86**	**391**
Zysk (strata) netto	167	331	368	306	268	365
Amortyzacja	2	3	3	3	3	3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**1**	**-1**	**16**	**-2**	**-2**	**-3**
CAPEX	-2	-1	-2	-2	-2	-3
Przepływy z działalności finansowej	**34**	**-430**	**-335**	**-20**	**-168**	**-202**
Dywidenda	0	-117	-232	-216	-153	-187
Przepływy pieniężne netto	91	253	-96	245	-84	186
Środki pieniężne na początek okresu	151	242	495	398	643	559
Środki pieniężne na koniec okresu	242	495	398	643	559	745

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Develia

Nexity jeszcze nieuwzględnione w wycenie

2Q'23. #Mieszkania: Spółka przekazała 225 lokali, z czego większość w Warszawie (Aleje Praskie), we Wrocławiu (Kaskady Różanki) i w Gdańsku (Marinus). Rewidujemy nasze założenia dotyczące średniej jednostkowej wartości mieszkania w backlogu Spółki i spodziewamy się, że średnia cena w 2Q'23 wyniosła 570 tys. PLN, +3% kw./kw. Spodziewamy się również utrzymania, ponad 30% MBnS. **#Komercja:** Po sprzedaży Woli Retro potencjał przychodowy Spółki znacznie spadł. Jednocześnie, z uwagi na umocnienie się PLN względem EUR zakładamy 18mln PLN ujemnych rewaluacji, które częściowo zostaną zoffsetowane dodatnią rewaluacją kredytów denominowanych w EUR (8mln PLN). Nie spodziewamy się dalszej dekompresji stóp kapitalizacji.

Nexity. Zakładamy, że Develia skonsoliduje 150 przekazanych lokali w '23, 500 w '24 i '25, a począwszy od '26 Nexity będzie przekazywać rocznie 700 lokali. Szacujemy również, że z uwagi na wysoki udział projektów ekonomicznych w strukturze banku ziemi Nexity, rentowność biznesu jest niższa niż w Develii – zakładamy 27% MBnS w latach '23-'25. Nasze założenia implikują NPV przejmowanego biznesu Nexity na poziomie 0,7PLN na akcję.

Wycena. Naszą wycenę DVL opieramy w 100% na modelu DCF – przyjmujemy RFR 6,0% i premię rynkową 5,5%. W okresie rezydualnym zakładamy 2700 przekazań rocznie (vs. 2000 poprzednio) oraz MBnS na poziomie 26,0% (vs. 25,0% poprzednio). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 1 akcji na poziomie 5,5PLN. Wycena porównawcza, oparta o polskich i zagranicznych deweloperów mieszkaniowych, zwraca wartość 4,5PLN, a sama Develia wyceniana jest z dyskontem na P/E do grupy porównawczej.

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	Y/Y	Q/Q
Mieszkania przekazane	20	420	1 390	441	225	1025%	-49%
Mieszkania sprzedane	363	261	407	533	651	79%	22%

Źródło: dane Spółki, Trigon DM

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	200	220	316	98	22	200	748	257	136	512%	-47%
EBITDA	20	50	102	32	-7	51	215	71	6	-	-91%
EBIT	20	50	102	31	-7	51	215	70	6	-	-92%
Zysk netto	21	29	69	13	3	35	182	58	4	66%	-92%
P/E12M trailing	-	-	13,9	16,2	18,8	17,9	9,2	7,7	7,6		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	12,4	10,5	14,7	14,5	8,4	8,4	6,8		
zmiana przychodów r./r.	401%	123%	59%	-45%	-89%	-9%	137%	164%	512%		
marża EBITDA	10,2%	22,8%	32,5%	32,3%	-	25,6%	28,8%	27,5%	4,4%		
marża EBIT	10,0%	22,6%	32,3%	31,8%	-	25,3%	28,7%	27,3%	4,1%		
marża netto	10,5%	13,3%	21,9%	13,4%	12,1%	17,3%	24,4%	22,7%	3,3%		

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 5,5 PLN)

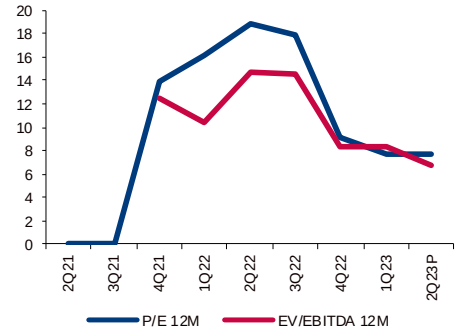
Cena docelowa: 5,5 PLN
Cena bieżąca: 4,785 PLN
Potencjał wzrostu: 15%

Raport za II kw.'23
13.09.2023

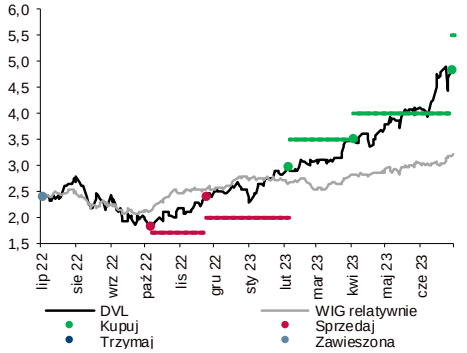
DANE SPÓŁKI			
Ticker			DVL
Sektor			Deweloperzy Mieszk. - Komer.
Kurs (PLN)			4,8
52 tyg. min/max (PLN)			1,79 / 5
Liczba akcji (mln szt.)			447,6
Kapitalizacja (mln PLN)			2142
S&P Global ESG Scores			5
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,68
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	18,6%	38,1%	103,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	17.07.2023	5,5
Kupuj	21.04.2023	4,0
Kupuj	23.02.2023	3,5
Sprzedaj	12.12.2022	2,0
Sprzedaj	24.10.2022	1,7
Zawieszona	21.07.2022	
Zawieszona	22.04.2022	
Zawieszona	09.12.2021	

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES DVL NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	517	913	1 068	1 172	1 369	1 570
EBITDA	-71	221	291	275	308	340
EBIT	-72	220	289	273	306	338
Zysk netto	-139	154	233	212	224	256
EPS (PLN)	-0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6
DPS (PLN)	0,1	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4
P/E (x)	-	13,9	9,2	10,1	9,6	8,4
EV/EBITDA (x)	-	12,4	8,4	9,2	7,5	6,6
P/BV (x)	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
DY (%)	2,1%	3,6%	9,4%	8,4%	7,1%	9,4%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	5,5	100%	5,5	100%	0%
Wycena porównawcza	4,5	0%	4,5	0%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1172	1172	0%	1369	1369	0%	1570	1570	0%
EBITDA	275	275	0%	308	308	0%	340	340	0%
EBIT	273	273	0%	306	306	0%	338	338	0%
Zysk netto	212	212	0%	224	224	0%	256	256	0%
P/E (x)	10,1	10,1		9,6	9,6		8,4	8,4	
EV/EBITDA (x)	8,9	8,9		7,3	7,3		6,4	6,4	
P/BV (x)	1,5			1,4			1,3		
DY (%)	8,4%			7,1%			9,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	13,9	9,2	10,1	9,6	8,4
P/E skor. (x)	14,1	9,0	9,9	9,6	8,4
P/BV (x)	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA (x)	12,4	8,4	9,2	7,5	6,6
EV/EBITDA skor. (x)	12,6	8,3	8,8	7,5	6,6
EV/Sprzedaż (x)	3,0	2,3	2,2	1,7	1,4
FCF Yield (%)	-2,4%	4,1%	13,2%	9,9%	13,1%
DY (%)	3,6%	9,4%	8,4%	7,1%	9,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6
EPS skor. (PLN)	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6
DPS (PLN)	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4
BVPS (PLN)	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	30,8%	33,8%	32,5%	29,6%	28,7%
marża EBITDA skor. (%)	23,9%	27,4%	24,6%	22,5%	21,7%
marża EBIT (%)	24,1%	27,1%	23,3%	22,3%	21,5%
marża netto skor. (%)	16,9%	21,8%	18,0%	16,3%	16,3%
ROE (%)	11,1%	16,8%	14,9%	14,9%	16,4%
ROA (%)	5,1%	7,5%	6,8%	6,8%	7,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	15,1%	7,8%	2,0%	1,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	88,4	41,0	11,6	11,6	5,6
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,2	0,3	0,1	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	2,8	1,0	1,4	0,6	0,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	312	307	355	358	314
Cykl rotacji zapasów (dni)	563	551	593	594	543
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	26	22	15	20	20
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	277	266	252	255	249

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**517**	**913**	**1 068**	**1 172**	**1 369**	**1 570**
Koszty wytworzenia	333	631	706	791	963	1 119
Zysk brutto ze sprzedaży	**184**	**281**	**361**	**381**	**406**	**451**
Koszty sprzedaży	14	19	23	28	37	42
Koszty ogólnego zarządu	29	47	51	67	63	71
Zysk ze sprzedaży	140	215	287	286	306	338
Rewaluacje	-213	-54	-1	-13	0	0
EBITDA	**-71**	**221**	**291**	**275**	**308**	**340**
EBITDA skor.	**143**	**218**	**293**	**288**	**308**	**340**
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2
EBIT	**-72**	**220**	**289**	**273**	**306**	**338**
Wynik na działalności finansowej	-62	-18	-15	-12	-30	-22
Zysk brutto	**-134**	**202**	**274**	**261**	**276**	**316**
Podatek dochodowy	4	48	41	50	52	60
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-139**	**154**	**233**	**212**	**224**	**256**
Zysk netto skor.	**99**	**151**	**239**	**217**	**224**	**256**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 054**	**525**	**247**	**301**	**322**	**332**
Aktywa obrotowe	**1 763**	**2 156**	**2 167**	**2 762**	**3 025**	**3 105**
Zapasy	1 246	1 570	1 657	2 149	2 306	2 366
Należności handlowe	26	103	25	68	79	90
Gotówka	377	333	352	412	507	516
Aktywa	**2 816**	**3 250**	**2 949**	**3 245**	**3 347**	**3 436**
Kapitał własny	**1 318**	**1 400**	**1 435**	**1 467**	**1 539**	**1 594**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**662**	**574**	**481**	**595**	**479**	**429**
Zobowiązania oprocentowane	599	498	391	505	389	339
Zobowiązania krótkoterminowe	**837**	**1 261**	**1 005**	**1 182**	**1 330**	**1 413**
Zobowiązania oprocentowane	169	351	193	221	221	221
Zobowiązania handlowe	561	824	734	883	1 030	1 113
Pasywa	**2 816**	**3 250**	**2 949**	**3 245**	**3 347**	**3 436**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**60**	**87**	**170**	**305**	**235**	**293**
Zysk (strata) brutto	-134	202	273	261	276	316
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**326**	**-110**	**369**	**-169**	**159**	**-11**
CAPEX	-35	-137	-83	-23	-23	-11
Przepływy z działalności finansowej	**-350**	**-21**	**-519**	**-76**	**-298**	**-273**
Dywidenda	45	76	201	179	152	201
Przepływy pieniężne netto	36	-44	19	60	95	9
Środki pieniężne na początek okresu	341	377	333	352	412	507
Środki pieniężne na koniec okresu	377	333	352	412	507	516

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Dom Development

Deweloper klasy premium, wycena - również

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 160 PLN)

Cena docelowa: 165 PLN
Cena bieżąca: 150 PLN
Potencjał wzrostu: 10%

Raport za II kw.'23
29.08.2023

2Q'23. Spodziewamy się dobrego kwartału pomimo przejściowo niższego wolumenu – Grupa wydała 648 lokali, z czego 375 w Trójmieście (Doki, Osiedle Dynamika, Osiedle Przy Błoniach), 181 w Warszawie (Osiedle Ceramiczna, Osiedle Bokserska 71, Metro Zachód), 59 we Wrocławiu (Osiedle Komedy) i 33 w Krakowie (Górka Narodowa). Analizując strukturę przekazań dochodzimy do wniosku, że wyniki 2Q'23 powinny charakteryzować się wyższą średnią ceną przekazywanego lokalu (średnio 650 tys. PLN) oraz zbliżoną MBnS kw./kw. (31%). Dodatkowo szacujemy, że Spółka rozpozna 25mln PLN przychodów z tytułu realizacji usług budowlanych związanych ze sprzedanym projektem PRS.

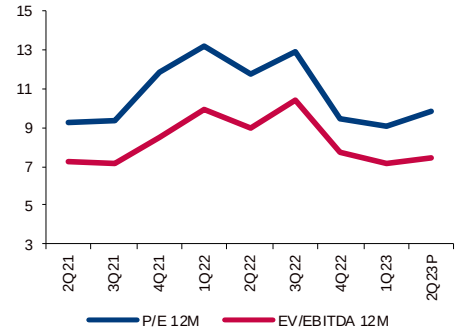
Outlook. Na koniec marca Spółka posiadała backlog 4119 mieszkań do rozpoznania w wyniku, z czego ok. 8% stanowiły lokale gotowe, a budowa kolejnych 2755 mieszkań powinna zakończyć się w '23. W związku z tym zakładamy, że tegoroczny wolumen wydań może wynieść 3807 lokali (+4% r./r.) Dodatkowym wsparciem dla wyników Grupy powinno być wewnętrzne GW i związana z tym elastyczność przenoszenia niższych cen materiałów i surowców na marże – zakładamy 30,6% (+0,5p.p. r./r.) MBnS w segmencie mieszkaniowym w '23. Jesteśmy również zdania, że Spółka jest obecnie świetnie spozycjonowana pod powrót zamożniejszych klientów na rynek pierwotnych – potencjalne obniżenie stóp procentowych pod koniec roku stanowiłoby, w naszym odczuciu, dodatkowy impuls do sprzedaży DOM, co w połączeniu z efektywnym zarządzaniem cennikiem, znalazło odzwierciedlenie w naszych prognozach finansowych – podnosimy prognozę EBITDA w '25 o 41%.

Wycena. Po mocniejszych od naszych założeń danych sprzedażowych za 2Q'23 rewidujemy nasze założenia dotyczące przekazań w kolejnych latach i podnosimy nasz TP (pomimo odcięcia dywidendy od publikacji ostatniej rekomendacji) o 6%. **Podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ.**

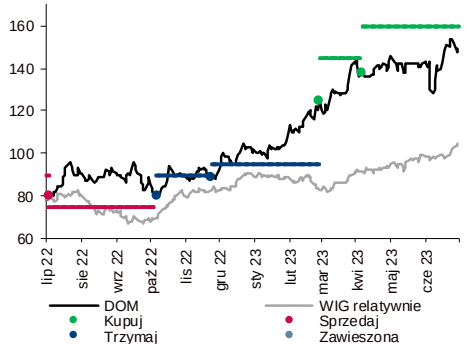
DANE SPÓŁKI			
Ticker			DOM
Sektor			Deweloperzy Mieszkaniowi
Kurs (PLN)			150,0
52 tyg. min/max (PLN)			77,5 / 154,6
Liczba akcji (mln szt.)			25,7
Kapitalizacja (mln PLN)			3855
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,01
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,3%	3,6%	91,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	160
Kupuj	17.03.2023	145
Trzymaj	12.12.2022	95
Trzymaj	24.10.2022	90
Sprzedaj	21.07.2022	75
Sprzedaj	22.04.2022	90
Sprzedaj	07.12.2021	115
Trzymaj	21.10.2021	150

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES DOM NA TLE WIG



	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	Y/Y	Q/Q
Mieszkania przekazane	1 084	420	1 068	1 350	648	-40%	-52%
Mieszkania sprzedane	801	703	831	914	931	16%	2%

Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	337	331	422	727	602	320	770	822	446	-26%	-46%
EBITDA	78	73	59	178	113	32	195	202	79	-30%	-61%
EBIT	74	69	55	174	109	27	192	197	74	-32%	-62%
Zysk netto	58	53	41	142	94	24	151	159	59	-38%	-63%
P/E12M trailing	9,2	9,3	11,8	13,1	11,7	12,8	9,4	9,0	9,8		
EV/EBITDA 12M trailing	7,3	7,1	8,5	9,9	9,0	10,4	7,7	7,2	7,5		
zmiana przychodów r./r.	-27%	-9%	-38%	-10%	79%	-3%	83%	13%	-26%		
marża EBITDA	23,1%	21,9%	13,9%	24,5%	18,8%	9,8%	25,4%	24,5%	17,6%		
marża EBIT	21,9%	20,7%	13,0%	23,9%	18,1%	8,6%	24,9%	24,0%	16,7%		
marża netto	17,2%	16,1%	9,7%	19,5%	15,6%	7,4%	19,6%	19,3%	13,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 815	1 897	2 419	2 556	2 247	2 739
EBITDA	401	428	518	493	404	582
EBIT	386	413	502	476	386	564
Zysk netto	302	327	410	379	304	444
EPS (PLN)	11,99	12,9	16,1	14,8	11,9	17,3
DPS (PLN)	9,5	10,0	10,5	11,0	11,0	10,7
P/E (x)	12,5	11,6	9,3	10,1	12,6	8,6
EV/EBITDA (x)	9,1	8,5	7,6	8,0	9,8	6,4
P/BV (x)	3,3	3,0	2,7	2,5	2,5	2,3
DY (%)	6,3%	6,7%	7,0%	7,4%	7,4%	7,1%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	165,0	100%	160,0	100%	3%
Wycena porównawcza	108,5	0%	98,9	0%	10%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	2556	2587	-1%	2247	2360	-5%	2739	2575	6%
EBITDA	493	459	7%	404	382	6%	582	413	41%
EBIT	476	442	8%	386	364	6%	564	395	43%
Zysk netto	379	352	8%	304	291	5%	444	313	42%
P/E (x)	10,1	10,9		12,6	13,2		8,7	12,3	
EV/EBITDA (x)	8,0	8,6		9,8	10,4		6,4	9,0	
P/BV (x)	2,6			2,5			2,3		
DY (%)	7,4%			7,4%			7,1%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,6	9,3	10,1	12,6	8,6
P/E skor. (x)	11,6	9,3	10,1	12,6	8,6
P/BV (x)	3,0	2,7	2,5	2,5	2,3
EV/EBITDA (x)	8,5	7,6	8,0	9,8	6,4
EV/EBITDA skor. (x)	8,5	7,6	8,0	9,8	6,4
EV/Sprzedaż (x)	1,9	1,6	1,5	1,8	1,4
FCF Yield (%)	8,7%	-1,0%	6,7%	6,8%	13,6%
DY (%)	6,7%	7,0%	7,4%	7,4%	7,1%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	12,9	16,1	14,8	11,9	17,3
EPS skor. (PLN)	12,9	16,1	14,8	11,9	17,3
DPS (PLN)	10,0	10,5	11,0	11,0	10,7
BVPS (PLN)	49,2	55,3	59,0	59,8	66,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	32,9%	31,2%	30,1%	30,1%	32,8%
marża EBITDA skor. (%)	22,6%	21,4%	19,3%	18,0%	21,3%
marża EBIT (%)	21,8%	20,7%	18,6%	17,2%	20,6%
marża netto skor. (%)	17,2%	17,0%	14,8%	13,5%	16,2%
ROE (%)	27,2%	30,8%	26,0%	20,0%	27,5%
ROA (%)	9,2%	10,3%	9,1%	7,0%	9,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,0%	10,0%	0,6%	0,7%	0,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3,7	14,7	0,9	0,9	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	0,2	0,2	0,3	-0,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	475	443	454	551	478
Cykl rotacji zapasów (dni)	524	488	498	598	517
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	15	12	12	13	11
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	64	57	57	60	50

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 815**	**1 897**	**2 419**	**2 556**	**2 247**	**2 739**
Koszty wytworzenia	1 236	1 272	1 664	1 786	1 571	1 839
Zysk brutto ze sprzedaży	**579**	**625**	**756**	**770**	**676**	**899**
Koszty sprzedaży	61	67	77	89	90	110
Koszty ogólnego zarządu	111	127	157	184	180	205
Zysk ze sprzedaży	407	431	522	497	407	584
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-20	-18	-20	-20	-20	-20
EBITDA	**401**	**428**	**518**	**493**	**404**	**582**
EBITDA skor.	**401**	**428**	**518**	**493**	**404**	**582**
Amortyzacja	15	15	17	17	18	18
EBIT	**386**	**413**	**502**	**476**	**386**	**564**
Wynik na działalności finansowej	-8	-8	11	-2	-6	-9
Zysk brutto	**379**	**405**	**513**	**474**	**380**	**555**
Podatek dochodowy	76	80	102	95	76	111
Zysk mniejszości	0	-2	0	0	0	0
Zysk netto	**302**	**327**	**410**	**379**	**304**	**444**
Zysk netto skor.	**302**	**327**	**410**	**379**	**304**	**444**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**71**	**110**	**175**	**173**	**171**	**170**
Aktywa obrotowe	**3 182**	**3 767**	**3 937**	**4 052**	**4 263**	**4 531**
Zapasy	2 424	3 025	3 443	3 538	3 827	3 930
Należności handlowe	90	67	88	84	74	90
Gotówka	586	607	304	329	260	409
Aktywa	**3 253**	**3 878**	**4 112**	**4 225**	**4 434**	**4 700**
Kapitał własny	**1 157**	**1 249**	**1 413**	**1 510**	**1 532**	**1 702**
Kapitały mniejszości	**0**	**9**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**431**	**523**	**440**	**490**	**440**	**340**
Zobowiązania oprocentowane	260	342	260	310	260	160
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 665**	**2 106**	**2 258**	**2 225**	**2 462**	**2 658**
Zobowiązania oprocentowane	110	51	109	109	109	109
Zobowiązania handlowe	320	345	408	391	344	403
Pasywa	**3 253**	**3 878**	**4 112**	**4 225**	**4 434**	**4 700**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**679**	**394**	**204**	**272**	**279**	**539**
Zysk (strata) netto	379	405	513	474	380	555
Amortyzacja	15	15	17	17	18	18
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-38**	**-66**	**-216**	**-15**	**-16**	**-16**
CAPEX	-15	-57	-242	-15	-16	-16
Przepływy z działalności finansowej	**-309**	**-306**	**-291**	**-233**	**-333**	**-374**
Dywidenda	-240	-254	-268	-283	-283	-274
Przepływy pieniężne netto	332	21	-303	25	-69	149
Środki pieniężne na początek okresu	253	586	607	304	329	260
Środki pieniężne na koniec okresu	586	607	304	329	260	409

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Echo Investment

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 4,5 PLN)

Cena docelowa: 5,5 PLN
Cena bieżąca: 4,4 PLN
Potencjał wzrostu: 25%

Transakcja z Archicomem urealni wycenę Grupy

Raport za II kw.'23
21.09.2023

2Q'23. #Mieszkania. Grupa przekazała 319 lokali, a z uwagi na strukturę wydań zarówno w Archicomie jak i w Echo (projekty w Łodzi takie jak Fuzja czy Zenit) spodziewamy się wzrostu średniej ceny przekazywanego lokalu kw./kw. do 570 tys. PLN. Jednocześnie, po uwzględnieniu wpływu PPA, spodziewamy się normalizacji rentowności i 28% MBnS. **#Komercja.** Z uwagi na coraz mniejszą liczbę yieldujących projektów oraz niekorzystne otoczenie FX, spodziewamy się spadku przychodów w segmencie komercyjnym o 60% r./r. do 30mln PLN. Dodatkowo, zakładamy, że Spółka nie zdecydowała się na zmianę wyceny swoich projektów, zarówno tych gotowych jak i tych w budowie, a negatywne rewaluacje (-43mln PLN) były głównie efektem osłabienia się kursu EUR względem PLN. **#JV.** Nie zakładamy materialnej kontrybucji Resi4Rent (brak przekazań w 2Q) i Galerii Młociny do wyników tego kwartału.

Outlook. Z naszego punktu widzenia, przeniesienie całego segmentu R4S Grupy Echo do Archicomu tworzy unikalną okazję do błyskawicznego przeskalowania lokalnego lidera do statusu ogólnopolskiego potentata, co wydaje się być szczególnie istotne w kontekście rosnącej konkurencyjności i konsolidacji polskiej branży deweloperskiej. Dodatkowo jesteśmy zdania, że mocne brandy (Archicom i Echo Residential) oraz track-record w segmencie podwyższonym pozwolą Spółce na szybsze zaistnienie w świadomości klientów na nowych rynkach, a rozdzielenie działalności mieszkaniowej i komercyjnej pomiędzy ARH i ECH przełoży się na wzrost transparentności wyników i urealnienie wyceny obu Spółek.

Wycena. Rewidujemy cenę docelową (SOTP) ze względu na zmianę założeń w segmencie mieszkaniowym (wycena Archicomu) oraz wzrost wartości bilansowej udziałów ECH w JV (Resi4Rent, Galeria Młociny, Towarowa 22). **Podnosimy TP o 22% i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.**

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	Y/Y	Q/Q
Mieszkania przekazane	356	760	654	293	319	-10%	9%
Echo Investment	256	467	401	164	110	-57%	-33%
Archicom	100	293	253	129	209	109%	62%
Mieszkania sprzedane	324	175	313	374	448	38%	20%
Echo Investment	126	62	131	116	138	10%	19%
Archicom	198	113	182	258	310	57%	20%

Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

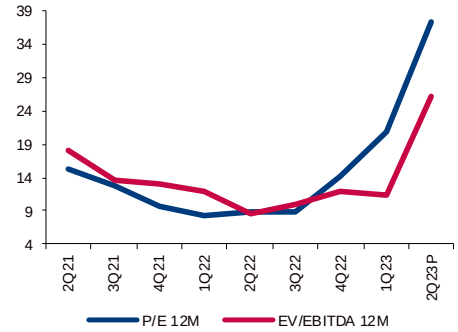
DANE SPÓŁKI

Ticker			ECH
Sektor			Deweloperzy Mieszk. - Komer.
Kurs (PLN)			4,4
52 tyg. min/max (PLN)			2,86 / 4,54
Liczba akcji (mln szt.)			412,7
Kapitalizacja (mln PLN)			1816
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,19
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	3,7%	12,1%	43,4%

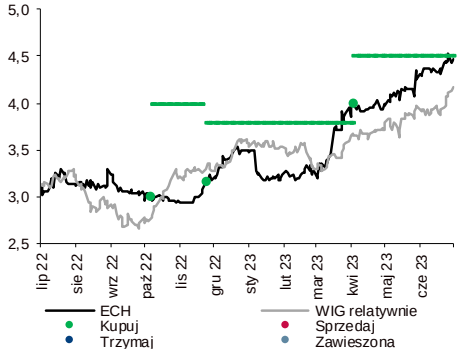
HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	4,5
Kupuj	12.12.2022	3,8
Kupuj	24.10.2022	4,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ECH NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	266	399	713	284	315	426	371	210	217	-31%	3%
EBITDA	-9	128	131	112	58	120	0	29	-28	-	-
EBIT	-12	125	127	108	55	117	-4	25	-32	-	-
Zysk netto	23	61	81	51	10	63	2	12	-28	-	-
P/E12M trailing	15,4	12,7	9,6	8,4	8,9	8,8	14,3	20,8	37,2		
EV/EBITDA 12M trailing	18,0	13,5	12,9	11,9	8,7	10,0	11,8	11,4	26,0		
zmiana przychodów r./r.	7%	17%	53%	83%	18%	7%	-48%	-26%	-31%		
marża EBITDA	-	32,1%	18,3%	39,5%	18,5%	28,3%	0,0%	13,7%	-		
marża EBIT	-	31,3%	17,9%	38,1%	17,4%	27,5%	-	12,0%	-		
marża netto	8,6%	15,3%	11,3%	18,1%	3,3%	14,8%	0,6%	5,5%	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 213	1 533	1 394	1 399	1 256	1 791
EBITDA skor.	121	197	302	271	245	332
EBIT skor.	109	185	287	256	228	315
Zysk netto skor.	-42	91	135	171	197	184
EPS (PLN)	0,30	0,5	0,3	0,4	0,7	0,9
DPS (PLN)	0,0	0,5	0,2	0,5	0,5	0,5
P/E (x)	-	19,9	13,4	11,1	6,0	5,1
EV/EBITDA (x)	36,0	21,4	11,4	10,3	6,8	5,1
P/BV (x)	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
DY (%)	0,0%	11,8%	5,5%	11,8%	11,4%	11,4%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena SOTP	5,5	100%	4,5	100%	22%
Wycena porównawcza	6,0	0%	5,5	0%	9%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1399	1421	-2%	1256	1314	-4%	1791	1762	2%
EBITDA skor.	271	255	6%	245	204	20%	332	278	19%
EBIT skor.	256	239	7%	228	188	22%	315	261	21%
Zysk netto skor.	171	162	6%	197	189	4%	184	181	2%
P/E (x)	10,6	11,2		9,2	9,6		9,8	10,0	
EV/EBITDA (x)	10,0	10,6		10,5	12,6		8,3	9,9	
P/BV (x)	1,0			0,9			0,9		
DY (%)	11,8%			11,4%			11,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	9,6	14,3	11,1	6,0	5,1
P/E skor. (x)	19,9	13,4	10,6	9,2	9,8
P/BV (x)	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (x)	12,9	11,8	10,3	6,8	5,1
EV/EBITDA skor. (x)	21,4	11,4	10,0	10,5	8,3
EV/Sprzedaż (x)	2,8	2,5	1,9	2,0	1,5
FCF Yield (%)	17,1%	17,2%	37,0%	13,5%	4,1%
DY (%)	11,8%	5,5%	11,8%	11,4%	11,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,5	0,3	0,4	0,7	0,9
EPS skor. (PLN)	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4
DPS (PLN)	0,5	0,2	0,5	0,5	0,5
BVPS (PLN)	4,5	4,4	4,5	4,7	5,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	26,1%	35,3%	33,6%	35,5%	34,4%
marża EBITDA skor. (%)	12,9%	21,7%	19,4%	19,5%	18,5%
marża EBIT (%)	12,0%	20,6%	18,3%	18,2%	17,6%
marża netto skor. (%)	12,3%	9,1%	11,7%	24,1%	19,7%
ROE (%)	5,1%	7,4%	9,4%	10,5%	9,2%
ROA (%)	3,1%	2,0%	2,9%	5,6%	6,2%
CAPEX/Sprzedaż (%)	26,9%	22,9%	25,6%	35,6%	27,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	32,9	20,9	22,7	27,6	29,1
Dług netto/kapitał własny (x)	1,3	0,9	0,5	0,4	0,5
Dług netto/EBITDA (x)	7,4	5,6	3,4	2,0	1,7
Cykl konwersji gotówki (dni)	297	441	475	547	417
Cykl rotacji zapasów (dni)	307	425	415	471	354
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	28	59	96	111	89
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	38	43	36	35	27

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 213**	**1 533**	**1 394**	**1 399**	**1 256**	**1 791**
Koszty wytworzenia	969	1 133	902	929	811	1 174
Zysk brutto ze sprzedaży	**244**	**400**	**492**	**470**	**445**	**616**
Rewaluacje	229	80	-11	-9	130	209
SG&A	132	207	206	214	217	301
Zysk ze sprzedaży	341	274	275	247	358	524
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-2	40	0	0	0	0
EBITDA	**350**	**326**	**291**	**263**	**375**	**541**
EBITDA skor.	**121**	**197**	**302**	**271**	**245**	**332**
Amortyzacja	12	13	15	16	16	17
EBIT skor.	**109**	**185**	**287**	**256**	**228**	**315**
Wynik na działalności finansowej i JV	-162	-52	-56	-24	37	-56
Zysk brutto	**177**	**262**	**219**	**222**	**396**	**468**
Podatek dochodowy	55	56	62	42	75	89
Zysk mniejszości	0	17	29	16	18	26
Zysk netto	**122**	**189**	**127**	**164**	**302**	**354**
Zysk netto skor.	**-42**	**91**	**135**	**171**	**197**	**184**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**2 765**	**2 470**	**2 662**	**2 231**	**2 208**	**2 377**
Aktywa obrotowe	**1 596**	**2 583**	**3 070**	**3 080**	**3 237**	**3 639**
Zapasy	925	1 650	1 593	1 591	1 654	1 821
Należności handlowe	112	120	334	402	361	515
Gotówka	327	589	942	885	1 020	1 102
Aktywa	**5 631**	**6 435**	**6 087**	**5 311**	**5 445**	**6 016**
Kapitał własny	**1 685**	**1 864**	**1 806**	**1 837**	**1 933**	**2 081**
Kapitały mniejszości	**0**	**184**	**163**	**153**	**153**	**153**
Zobowiązania długoterminowe	**1 939**	**2 099**	**1 962**	**1 172**	**1 166**	**1 437**
Zobowiązania oprocentowane	1 466	1 589	1 609	819	813	1 084
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 963**	**2 404**	**2 274**	**2 256**	**2 300**	**2 453**
Zobowiązania oprocentowane	1 343	1 263	810	810	810	810
Zobowiązania handlowe	130	187	143	134	106	154
Pasywa	**5 631**	**6 435**	**6 087**	**5 311**	**5 445**	**6 016**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-71**	**119**	**9**	**304**	**209**	**89**
Zysk (strata) brutto	177	262	219	222	396	468
Amortyzacja	12	13	15	16	16	17
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-753**	**604**	**585**	**701**	**137**	**23**
CAPEX	-666	-412	-319	-358	-447	-487
Przepływy z działalności finansowej	**658**	**-462**	**-241**	**-1 062**	**-211**	**-31**
Dywidenda	0	-215	-100	-215	-206	-206
Przepływy pieniężne netto	-165	262	353	-57	135	82
Środki pieniężne na początek okresu	492	327	589	942	885	1 020
Środki pieniężne na koniec okresu	327	589	942	885	1 020	1 102

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

GTC

Niska dynamika wzrostu + niezrozumiałe przejęcie = dyskonto

Sprzedaj
(Poprzednia: Sprzedaj; 6 PLN)

Cena docelowa: 5,5 PLN
Cena bieżąca: 6,18 PLN
Potencjał wzrostu: -11%

Raport za II kw.'23
24.08.2023

2Q'23. Spodziewamy się wzrostu przychodów z najmu o 4% (niewymagająca baza + efekt indeksacji czynszów) i płaskiego NOI r./r. (31mln EUR). Dodatkowo prognozujemy, że w kontekście dekompresji yieldów w CEE i SEE ujemne rewaluacje w 2Q'23 mogą wynieść nawet 43mln EUR, co implikowałoby dekompresję o kolejne 25bps. Zakładamy, że GTC zamknie pierwsze półrocze z 34mln EUR FFO (płasko r./r.).

2023. Kontrybucja Matrix C (1,6mln EUR NOI, 10,5tys. m2 GLA), wraz z indeksacją czynszów, powinny wspierać tegoroczne przychody, w związku z czym spodziewamy się 6% dynamiki. Biorąc pod uwagę obecną strukturę długu (średnie oprocentowania 2,16%, 95% zafixowane realnie na stałą stopę) tegoroczna dynamika FFO powinna być dodatnia – zakładamy wzrost o 5% do 71mln EUR. Obecnie możliwości pozyskania finansowania są jednak trudniejsze, dodatkowo nie widzimy dużej przestrzeni na bilansie do pozyskania dodatkowego długu (LTV 45%).

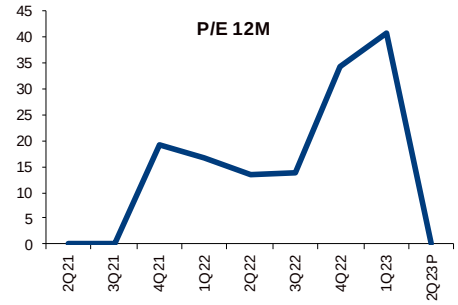
Przejecie Ultima Capital. Decyzja o przejęciu Ultima Capital wydaje się nam nie zrozumiała, dodatkowo swoje uwagi co do transakcji zgłaszał również największy bondholder GTC (Schroders). Przejęcie Ultimy znacząco powyżej ceny rynkowej (która i tak implikuje ponad 20% premię do BV Ultimy) oceniamy negatywnie – biorąc pod uwagę, że GTC handlowane jest obecnie z prawie 40% dyskontem do BV, przejęcie spółki z portfolio zlokalizowanym w Europie Zachodniej (gdzie sentyment do aktywów komercyjnych jest zdecydowanie słabszy niż w CEE) za 1,38x P/BV (w momencie ogłoszenia przejęcia) wydaje się ryzykowną decyzją Zarządu. Grupa historycznie specjalizowała się w zarządzaniu aktywami biurowymi i handlowymi, zakładamy, ze know-how wymagany w segmencie 'hospitality' jest Spółce obecnie relatywnie nieznany, co zwiększa ryzyko operacyjne. Materializacja tegorocznego planu Ultima Capital (36mln EUR przychodów) przełożyłaby się na zwiększenie, pro-forma, top line'u GTC o 20%, przy praktycznie zerowym wpływie na FFO, co naszym zdaniem nie uzasadniałoby tak wysokiego potencjalnego rozwodnienia obecnych akcjonariuszy

Wycena. W związku z rewizją założeń obniżamy cenę docelową do 5,5PLN oraz utrzymujemy **rekomendację SPREDAJ.**

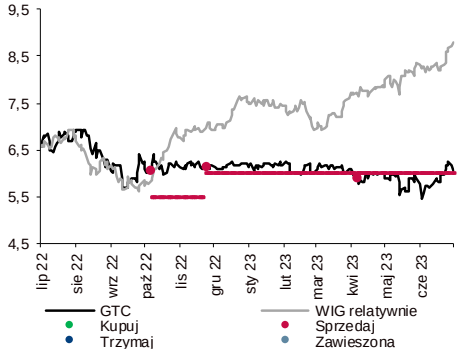
DANE SPÓŁKI		
Ticker		GTC
Sektor		Deweloperzy Komercyjni
Kurs (PLN)		6,2
52 tyg. min/max (PLN)		5,36 / 6,94
Liczba akcji (mln szt.)		574,3
Kapitalizacja (mln PLN)		3549
S&P Global ESG Scores		53
Śr. obroty 3M (mln PLN)		0,45
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	5,2%	-0,3%	-7,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Sprzedaj	24.04.2023	6,0
Sprzedaj	12.12.2022	6,0
Sprzedaj	24.10.2022	5,5

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES GTC NA TLE WIG



mln EUR	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	42	46	48	42	43	42	40	43	44	4%	4%
EBITDA	30	29	20	29	41	22	-20	22	-16	-	-
EBIT	30	29	19	29	41	22	-20	22	-16	-	-
Zysk netto	13	11	9	15	25	8	-25	11	-19	-	-
P/E12M trailing	-	-	19,2	16,6	13,3	13,9	34,2	40,7	-		
zmiana przychodów r./r.	10,5%	6,3%	23,3%	12,2%	2,1%	-8,2%	-14,9%	2,3%	4,0%		
marża EBITDA	72,1%	63,1%	41,1%	70,0%	95,7%	53,2%	-	51,2%	-		
marża EBIT	71,7%	62,8%	40,7%	69,7%	95,3%	52,9%	-	50,8%	-		
marża netto	31,7%	23,3%	19,7%	35,7%	58,9%	20,0%	-	26,1%	-		

mln EUR	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	160	172	167	176	192	211
EBITDA skor.	105	113	101	108	117	129
EBIT skor.	105	112	101	108	117	129
Zysk netto skor.	63	51	54	61	71	78
EPS (EUR)	0,13	0,11	0,09	0,05	0,15	0,14
DPS (EUR)	0,00	0,00	0,06	0,05	0,06	0,06
P/E (x)	47,5	13,2	14,9	13,2	11,3	10,2
P/BV (x)	3,1	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6
DY (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
DCF FCFE	6,6	50%	6,0	-	10%
TAR	4,4	50%	4,8	-	-8%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln EUR	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	176	193	-9%	192	216	-11%	211	240	-12%
EBITDA	108	121	-11%	117	131	-10%	129	145	-11%
EBIT	108	120	-10%	117	130	-10%	129	144	-11%
Zysk netto	61	68	-11%	71	79	-11%	78	90	-13%
P/E (x)	13,2	11,8		11,3	10,1		10,2	8,9	
P/BV (x)	0,7			0,7			0,6		
DY (%)	3,7%			4,0%			4,5%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	16,3	34,2	26,9	9,5	9,7
P/E skor. (x)	13,2	14,9	13,2	11,3	10,2
P/BV (x)	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6
FCF Yield (%)	-1,6%	-0,4%	-0,1%	-0,3%	0,6%
DY (%)	0,0%	4,2%	3,7%	4,0%	4,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (EUR)	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
EPS skor. (EUR)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS (EUR)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS (EUR)	2,3	2,0	2,0	2,1	2,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	74,2%	71,6%	72,0%	72,0%	72,0%
marża EBITDA skor. (%)	65,6%	60,9%	61,3%	61,2%	61,2%
marża EBIT (%)	65,2%	60,6%	60,9%	60,9%	60,9%
marża netto skor. (%)	24,2%	14,1%	16,9%	44,0%	39,2%
ROE (%)	4,9%	4,8%	5,3%	6,1%	6,4%
ROA (%)	1,6%	0,8%	1,1%	3,0%	2,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	206,9%	86,1%	69,8%	79,9%	15,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	544,7	263,7	219,7	265,3	54,5
Dług netto/kapitał własny (x)	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0
Dług netto/EBITDA (x)	12,4	16,2	17,0	9,9	9,7

Rachunek wyników (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**160**	**172**	**167**	**176**	**192**	**211**
Koszty wytworzenia	42	44	47	49	54	59
Zysk brutto ze sprzedaży	**119**	**128**	**119**	**127**	**138**	**152**
Rewaluacje	-143	-13	-29	-38	14	3
SG&A	13	16	17	20	21	23
Zysk ze sprzedaży	-37	99	73	70	131	131
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1	0	-2	0	0	0
EBITDA	**-37**	**100**	**72**	**70**	**131**	**132**
EBITDA skor.	**105**	**113**	**101**	**108**	**117**	**129**
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
EBIT skor.	**105**	**112**	**101**	**108**	**117**	**129**
Wynik na działalności finansowej	-38	-43	-34	-32	-29	-32
Zysk brutto	**-76**	**57**	**38**	**38**	**101**	**99**
Podatek dochodowy	-5	14	13	7	18	18
Zysk mniejszości	-1	1	1	1	1	1
Zysk netto	**-70**	**42**	**23**	**30**	**84**	**83**
Zysk netto skor.	**63**	**51**	**54**	**61**	**71**	**78**

Bilans (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**2 166**	**2 302**	**2 455**	**2 540**	**2 706**	**2 741**
Aktywa obrotowe	**313**	**259**	**163**	**207**	**253**	**274**
Przedpłaty	27	14	13	13	13	13
Należności handlowe	6	6	8	8	9	10
Gotówka	272	97	115	159	204	224
Aktywa	**2 481**	**2 844**	**2 670**	**2 747**	**2 959**	**3 015**
Kapitał własny	**974**	**1 117**	**1 136**	**1 136**	**1 188**	**1 235**
Kapitały mniejszości	**17**	**16**	**23**	**23**	**23**	**23**
Zobowiązania długoterminowe	**1 274**	**1 488**	**1 434**	**1 510**	**1 667**	**1 671**
Zobowiązania oprocentowane	1 068	1 255	1 189	1 264	1 414	1 414
Zobowiązania krótkoterminowe	**232**	**84**	**100**	**102**	**104**	**109**
Zobowiązania oprocentowane	195	46	50	50	50	50
Zobowiązania handlowe	27	31	41	42	45	50
Pasywa	**2 481**	**2 844**	**2 670**	**2 747**	**2 959**	**3 015**

Rachunek przepływów (mln EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**100**	**106**	**88**	**102**	**109**	**121**
Zysk (strata) brutto	-76	57	38	38	101	99
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-30**	**-367**	**-78**	**-71**	**-153**	**-32**
CAPEX	-100	-356	-143	-123	-153	-32
Przepływy z działalności finansowej	**28**	**85**	**11**	**14**	**89**	**-68**
Dywidenda	0	0	-33	-30	-32	-36
Przepływy pieniężne netto	98	-175	21	44	45	20
Środki pieniężne na początek okresu	180	272	97	115	159	204
Środki pieniężne na koniec okresu	272	97	115	159	204	224

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

MLP Group

Dyskonto do grupy porównawczej i BV nieuzasadnione

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 120 PLN)

Cena docelowa: 120 PLN
Cena bieżąca: 84 PLN
Potencjał wzrostu: 43%

Raport za II kw.'23
23.08.2023

2Q'23. Spodziewamy się, że przychody z najmu wzrosły o 40% r./r. do 65mln PLN, a pozostałe przychody (refaktura, service chargé) wzrosły o 65% do 23mln PLN. W rezultacie oczekujemy świetnych wyników gotówkowych: **47mln PLN EBITDA skor.** i **22mln PLN FFO.** Jednocześnie zwracamy uwagę, że wyniki raportowane będą obciążone: 1) spadkiem kursu EUR/PLN o 5% oraz 2) wzrostem średniego yieldu na portfelu MLP o 25bps. Zakładamy 215mln ujemnych rewaluacji, które częściowo będą offsetowane przeliczeniem kredytów denominowanych w EUR (zakładamy ok. 80PLN pozytywnego wpływu).

Ambitny pipeline projektów. Powierzchnia w zarządzaniu MLP w ostatnich 3 latach wzrosła o 57% przekraczając próg 1mln m2. Oprócz mocnego rozwoju portfela aktywów w Polsce, Spółka coraz śmielej rozwija projekty zagranicą, głównie w Niemczech (m.in. istniejące już MLP Unna czy MLP Business Park Berlin). Szacujemy, że obecny bank ziemi, umożliwiający wybudowanie kolejnych ~900tys. m2 powierzchni magazynowej, daje Spółce komfort rozbudowy portfela aktywów na kolejne 2 lata – spodziewamy się, że powierzchnia w zarządzaniu MLP wzrośnie na przestrzeni 3 kolejnych lat o kolejne 66%.

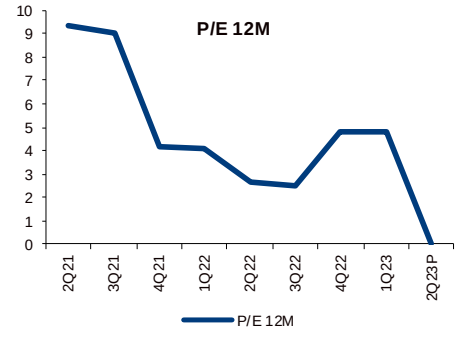
Outlook. Wysoka inflacja oraz wzrost stawek ERV w całej Europie (wg JLL średnie stawki czynszowe wzrosły w '22 o ok. 15%) przełożą się, naszym zdaniem, na kolejny rok rekordowych wyników. Spodziewamy się więc, że pomimo zauważalnego spadku kursu EUR/PLN vs. '22 (zakładamy średnio 4,55 w '23 i 4,40 w '24) średnioroczny wzrost przychodów w latach '23-'25 wyniesie 25% przy płaskiej marży NOI wynoszącej 63%. Zakładamy, że pomimo wzrostu kosztu nowo pozyskiwanego finansowania, FFO w latach '23-'25 wzrośnie odpowiednio o 33%/29%/23%. Biorąc pod uwagę cel strategiczny MLP, zakładający 50% wartościowy udział projektów typu MLP Business Park w portfelu, wartość nieruchomości inwestycyjnych należących do Grupy może rosnąć w kolejnych 3 latach średniorocznie o nawet ~1mld PLN - szacujemy, że CAGR NAV na akcję w latach '23-'25 wyniesie 13%.

Wycena. Naszą wycenę MLP Group opieramy w 50% na modelu TAR (Total Accounting Return) i w 50% na wycenie DCF FCFE – przyjmujemy RFR 6,0% i premię rynkową 6,0%. Z uwagi na coroczną indeksację czynszów, zakładamy rezydualną stopę wzrostu na poziomie celu inflacyjnego – 2,5%. **Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 120 PLN i zalecenie inwestycyjne KUPUJ.**

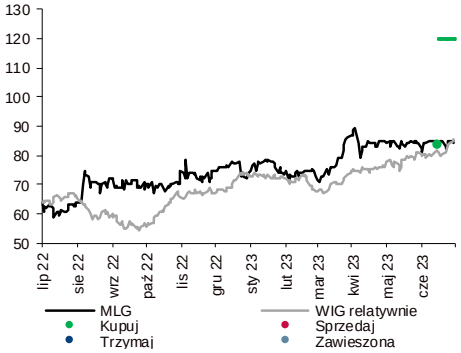
DANE SPÓŁKI			
Ticker			MLG
Sektor			Deweloperzy Komercyjni
Kurs (PLN)			84,0
52 tyg. min/max (PLN)			58,4 / 90,2
Liczba akcji (mln szt.)			24,0
Kapitalizacja (mln PLN)			2016
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,06
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,4%	-3,2%	32,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	04.07.2023	120

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES MLG NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	48	48	55	63	61	74	82	95	88	46%	-7%
EBITDA	169	78	348	58	519	173	-160	38	-168	-	-
EBIT	169	78	348	58	519	173	-160	37	-168	-	-
Zysk netto	150	36	278	30	404	92	-104	26	-80	-	-
P/E12M trailing	9,3	9,0	4,2	4,1	2,7	2,5	4,8	4,8	-		
zmiana przychodów r./r.	15,0%	-7,8%	1,1%	25,3%	27,4%	52,7%	50,0%	51,3%	45,8%		
marża EBITDA	354,7%	162,7%	635,1%	93,5%	855,2%	235,2%	-	39,7%	-		
marża EBIT	354,5%	162,6%	635,3%	93,3%	855,1%	235,0%	-	39,6%	-		
marża netto	315,8%	74,1%	507,4%	47,4%	666,3%	125,4%	-	27,6%	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	191	201	279	349	443	549
EBITDA	299	632	591	346	553	669
EBIT	298	632	590	346	552	668
Zysk netto	170	480	422	307	403	488
EPS (PLN)	8,64	22,5	17,6	12,8	16,8	20,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1
P/E (x)	9,7	3,7	4,8	6,6	5,0	4,1
P/BV (x)	1,4	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,7%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
DCF FCFE	118	50%	118	50%	0%
TAR	122	50%	122	50%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	349	349	0%	443	443	0%	549	549	0%
EBITDA	179	179	0%	222	222	0%	275	275	0%
EBIT	346	346	0%	552	552	0%	668	668	0%
Zysk netto	307	307	0%	403	403	0%	488	488	0%
P/E (x)	6,6	6,6		5,0	5,0		4,1	4,1	
P/BV (x)	0,7			0,6			0,6		
DY (%)	0,0%			0,0%			3,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	3,7	4,8	6,6	5,0	4,1
P/E skor. (x)	37,8	29,3	19,7	14,9	11,9
P/BV (x)	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6
FCF Yield (%)	-18%	-21%	-18%	-19%	-22%
DY (%)	0%	0%	0%	0%	4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	22,5	17,6	12,8	16,8	20,4
EPS skor. (PLN)	2,2	2,9	4,3	5,6	7,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1
BVPS (PLN)	85,4	104,1	116,9	133,7	151,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
marża EBITDA skor. (%)	45,9%	48,4%	51,2%	50,1%	50,1%
marża EBIT (%)	315,2%	211,5%	99,1%	124,7%	121,7%
marża netto skor. (%)	239,5%	151,4%	88,0%	91,1%	89,0%
ROE (%)	3,1%	3,2%	3,9%	4,5%	5,0%
ROA (%)	14,9%	9,6%	5,8%	6,6%	6,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	265,9%	208,3%	162,5%	138,1%	130,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3508,5	1367,8	945,0	1019,5	1196,5
Dług netto/kapitał własny (x)	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8
Dług netto/EBITDA (x)	2,1	2,7	5,8	4,4	4,5

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**191**	**201**	**279**	**349**	**443**	**549**
Rewaluacje	213	540	456	168	331	394
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	29	29	35	45	58	71
Zysk ze sprzedaży	296	633	598	346	552	668
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2	0	-8	0	0	0
EBITDA	**299**	**632**	**591**	**346**	**553**	**669**
EBITDA skor.	**85**	**92**	**135**	**179**	**222**	**275**
Amortyzacja	1	0	0	1	1	1
EBIT	**298**	**632**	**590**	**346**	**552**	**668**
Wynik na działalności finansowej	-88	-33	-61	33	-55	-65
Zysk brutto	**210**	**599**	**529**	**379**	**498**	**603**
Podatek dochodowy	40	119	107	72	95	115
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**170**	**480**	**422**	**307**	**403**	**488**
Zysk netto skor.	**50**	**48**	**69**	**102**	**135**	**170**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**2 392**	**3 457**	**4 575**	**5 395**	**6 337**	**7 448**
Aktywa obrotowe	**291**	**328**	**415**	**227**	**225**	**237**
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	82	74	92	98	124	154
Gotówka	163	177	315	122	94	75
Aktywa	**2 683**	**3 786**	**4 990**	**5 622**	**6 562**	**7 684**
Kapitał własny	**1 212**	**1 825**	**2 498**	**2 805**	**3 208**	**3 623**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**1 375**	**1 722**	**2 220**	**2 502**	**2 983**	**3 626**
Zobowiązania oprocentowane	1 132	1 370	1 764	1 987	2 392	2 949
Zobowiązania krótkoterminowe	**96**	**239**	**272**	**314**	**371**	**435**
Zobowiązania oprocentowane	36	127	94	94	94	94
Zobowiązania handlowe	57	108	168	210	267	331
Pasywa	**2 683**	**3 786**	**4 990**	**5 622**	**6 562**	**7 684**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**93**	**165**	**165**	**203**	**233**	**282**
Zysk (strata) brutto	210	599	529	379	498	603
Amortyzacja	1	0	0	1	1	1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-393**	**-570**	**-509**	**-565**	**-611**	**-717**
CAPEX	-353	-533	-581	-567	-612	-718
Przepływy z działalności finansowej	**355**	**421**	**477**	**169**	**350**	**417**
Dywidenda	0	0	0	0	0	-74
Przepływy pieniężne netto	54	16	133	-193	-28	-19
Środki pieniężne na początek okresu	102	163	177	315	122	94
Środki pieniężne na koniec okresu	163	177	315	122	94	75

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Ferro

Poprawa otoczenia widoczna w wynikach 2H'23

2Q'23. Spodziewamy się kolejnego rozczarowującego kwartału – spadku sprzedaży o prawie 20% r./r., głównie za sprawą słabego performance'u źródeł ciepła (-25% r./r.) oraz utrzymania się słabej koniunktury w core businessie. Zakładamy również, że sprzedaż spadała na wszystkich rynkach geograficznych, a najmocniej w Polsce (-32% r./r.) i na Węgrzech (-20% r./r.). Jednocześnie Spółka z powodzeniem utrzymuje dyscyplinę kosztową, co pozwoli na ograniczenie erozji marży EBITDA – zakładamy spadek EBITDA 19% r./r..

2023. Najważniejszym wydarzeniem tego roku było otwarcie nowego magazynu w Rumunii (szacujemy 33mln PLN CAPEXu w tym roku) oraz rozpoczęcie sprzedaży wyrobów Termetu na rynkach zagranicznych. Dodatkowym, naszym zdaniem, wsparciem dla wyników Grupy jest otoczenie kosztowo-surowcowe, umocnienie się PLN vs. USD i spadek cen frachtu – wydaje się jednak, ze z uwagi na prawie 200 dniowy cykl rotacji zapasów, wpływ ten będzie widoczny bardziej w 3-4Q'23.

Outlook. Problemy z rozdysponowaniem środków z programów wspierających termomodernizację (np. Czyste Powietrze) oraz niejasność dotyczącą regulacji związanych z pompami ciepła i generalnie gazem wpływają na odroczenie zakupów pomp ciepła przez polskich konsumentów. Uderza to najmocniej biznes w Termetu, który już w 2H'22 notował ujemną dynamikę przychodów. Ekspansja zagraniczną jest szansą zmitygowanie ubytku na rynku polskim, szczególnie w '24 i '25 roku, bo z uwagi na charakter produktów Termetu (wysoka cena jednostkowa, zbudowanie sieci instalatorów i ich przeszkolenie) od momentu rozpoczęcia sprzedaży zagranicznej do materialnego przełożenia na wyniki minie kilka kwartałów.

Wycena. Podnosimy cenę docelową o 18% i **utrzymujemy naszą rekomendację TRZYMAJ.**

Trzymaj

(Poprzednia: Trzymaj; 28 PLN)

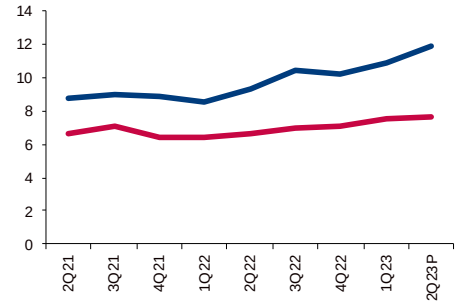
Cena docelowa: 33 PLN
Cena bieżąca: 31,4 PLN
Potencjał wzrostu: 5%

Raport za II kw.'23
27.09.2023

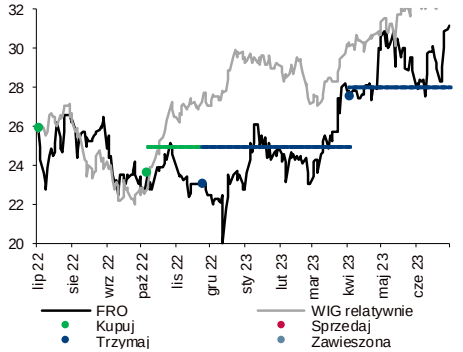
DANE SPÓŁKI			
Ticker			FRO
Sektor			Materiały budowlane
Kurs (PLN)			31,4
52 tyg. min/max (PLN)			20 / 31,9
Liczba akcji (mln szt.)			21,2
Kapitalizacja (mln PLN)			667
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,28
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	11,0%	12,2%	21,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	21.04.2023	28
Trzymaj	12.12.2022	25
Kupuj	24.10.2022	25
Kupuj	20.07.2022	35
Kupuj	22.04.2022	37

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES FRO NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	219	226	222	256	224	226	210	207	185	-18%	-11%
EBITDA	35	34	25	36	30	31	23	29	25	-19%	-15%
EBIT	31	30	22	32	27	28	19	25	20	-24%	-19%
Zysk netto	25	22	11	21	19	14	12	17	13	-28%	-23%
P/E12M trailing	8,8	9,0	8,9	8,5	9,2	10,4	10,2	10,8	11,8		
EV/EBITDA 12M trailing	6,7	7,1	6,5	6,4	6,6	7,0	7,0	7,5	7,6		
zmiana przychodów r./r.	96%	53%	65%	57%	2%	0%	-5%	-19%	-18%		
marża EBITDA	15,8%	14,8%	11,4%	14,1%	13,6%	13,9%	10,8%	13,9%	13,3%		
marża EBIT	14,2%	13,3%	9,8%	12,6%	11,8%	12,2%	9,2%	12,0%	10,9%		
marża netto	11,4%	9,6%	4,8%	8,3%	8,3%	6,1%	5,6%	8,4%	7,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	519	831	915	818	1 043	1 134
EBITDA	83	119	121	107	134	144
EBIT	76	107	106	90	115	124
Zysk netto	62	108	66	59	83	91
EPS (PLN)	2,92	5,1	3,1	2,8	3,9	4,3
DPS (PLN)	0,4	2,2	1,5	1,5	1,4	2,5
P/E (x)	10,7	6,2	10,0	11,2	8,0	7,4
EV/EBITDA (x)	8,4	6,5	7,0	7,6	6,1	5,8
P/BV (x)	2,1	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
DY (%)	1,3%	7,0%	4,8%	4,9%	4,4%	8,1%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	33,0	100%	28,0	100%	18%
Wycena porównawcza	26,7	0%	28,0	0%	-5%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	818	914	-11%	1043	1008	3%	1134	1089	4%
EBITDA	107	102	5%	134	128	5%	144	137	5%
EBIT	90	84	7%	115	109	6%	124	116	7%
Zysk netto	59	52	14%	83	78	6%	91	85	7%
P/E (x)	11,2	12,8		8,0	8,6		7,4	7,8	
EV/EBITDA (x)	7,6	7,9		6,1	6,5		5,8	6,1	
P/BV (x)	1,4			1,3			1,2		
DY (%)	4,9%			4,4%			8,1%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	6,2	10,0	11,2	8,0	7,4
P/E skor. (x)	8,9	10,0	11,2	8,0	7,4
P/BV (x)	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (x)	6,5	7,0	7,6	6,1	5,8
EV/EBITDA skor. (x)	6,5	7,0	7,6	6,1	5,8
EV/Sprzedaż (x)	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7
FCF Yield (%)	-2,2%	-4,5%	13,9%	4,5%	9,8%
DY (%)	7,0%	4,8%	4,9%	4,4%	8,1%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	5,1	3,1	2,8	3,9	4,3
EPS skor. (PLN)	3,5	3,1	2,8	3,9	4,3
DPS (PLN)	2,2	1,5	1,5	1,4	2,5
BVPS (PLN)	18,8	21,0	22,2	24,7	26,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	33,3%	32,9%	33,9%	32,3%	32,2%
marża EBITDA skor. (%)	14,4%	13,2%	13,0%	12,9%	12,7%
marża EBIT (%)	12,8%	11,5%	10,9%	11,0%	10,9%
marża netto skor. (%)	13,0%	7,3%	7,3%	8,0%	8,0%
ROE (%)	21,0%	15,7%	12,9%	16,6%	16,7%
ROA (%)	17,6%	9,1%	7,7%	10,0%	10,2%
CAPEX/Sprzedaż (%)	8,8%	2,9%	4,0%	2,3%	2,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	5,7	1,8	1,9	1,2	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	1,5	1,3	1,2	1,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	88	115	140	114	120
Cykl rotacji zapasów (dni)	89	110	122	101	109
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	40	45	54	44	44
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	41	35	31	32

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**519**	**831**	**915**	**818**	**1 043**	**1 134**
Koszty wytworzenia	341	554	617	540	706	769
Zysk brutto ze sprzedaży	**178**	**276**	**301**	**278**	**337**	**365**
SG&A	62	93	115	117	136	147
Zysk ze sprzedaży	117	183	185	161	202	218
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-41	-77	-80	-71	-87	-94
EBITDA	**83**	**119**	**121**	**107**	**134**	**144**
EBITDA skor.	**83**	**119**	**121**	**107**	**134**	**144**
Amortyzacja	7	13	15	17	19	20
EBIT	**76**	**107**	**106**	**90**	**115**	**124**
Wynik na działalności finansowej	1	3	-27	-15	-12	-11
Zysk brutto	**76**	**110**	**79**	**74**	**103**	**113**
Podatek dochodowy	14	0	12	15	20	22
Zysk mniejszości	0	2	0	0	0	0
Zysk netto	**62**	**108**	**66**	**59**	**83**	**91**
Zysk netto skor.	**62**	**75**	**66**	**59**	**83**	**91**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**215**	**292**	**314**	**334**	**344**	**352**
Aktywa obrotowe	**296**	**419**	**442**	**457**	**519**	**556**
Zapasy	143	260	293	252	325	350
Należności handlowe	75	109	117	123	129	146
Gotówka	77	47	24	73	57	52
Aktywa	**511**	**711**	**755**	**791**	**863**	**908**
Kapitał własny	**313**	**400**	**445**	**472**	**525**	**562**
Kapitały mniejszości	**0**	**14**	**6**	**6**	**6**	**6**
Zobowiązania długoterminowe	**30**	**82**	**103**	**113**	**113**	**113**
Zobowiązania oprocentowane	22	67	89	99	99	99
Zobowiązania krótkoterminowe	**167**	**229**	**207**	**206**	**224**	**233**
Zobowiązania oprocentowane	87	84	116	116	116	116
Zobowiązania handlowe	63	125	79	78	97	105
Pasywa	**511**	**711**	**755**	**791**	**863**	**908**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**63**	**58**	**-4**	**126**	**54**	**88**
Zysk (strata) brutto	76	110	79	74	103	113
Amortyzacja	7	13	15	17	19	20
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-4**	**-73**	**-26**	**-33**	**-24**	**-23**
CAPEX	-5	-73	-27	-33	-24	-23
Przepływy z działalności finansowej	**7**	**-35**	**-27**	**-43**	**-47**	**-70**
Dywidenda	-8	-47	-32	-33	-30	-54
Przepływy pieniężne netto	65	-50	-56	50	-17	-5
Środki pieniężne na początek okresu	20	77	47	24	73	57
Środki pieniężne na koniec okresu	77	47	24	73	57	52

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Pekabex

Bez rekomendacji

Kolejny kwartał dobrych wyników

2Q'23. Produkcja w pierwszych trzech miesiącach roku wyniosła 49,6 tys. m3 (-27% r./r.), co biorąc pod uwagę materialny spadek portfela zamówień w ostatnim czasie (backlog na koniec marca 972mln PLN, -28% r./r., -14% kw./kw.). Jednocześnie już wyniki ostatnich 3-4 kwartałów pokazały, że generalna dekoniunktura i spadek przerobu w całej gospodarce ma pozytywne przełożenie na rentowności osiągane przez PBX, szczególnie w segmencie budowlanym i prefabrykacyjnym. W rezultacie spodziewamy się utrzymania relatywnie wysokiej marży w prefabrykacji (13%) i budowlance (8%), przy znacząco niższym przerobie (odpowiednio -5% i -10% r./r.). W segmencie deweloperskim nie zakładamy przekazań w 2Q'23.

2023. Spodziewamy się poprawy wyników w całym roku, pomimo spadku wolumenu produkcji o 10% (238 tys. m3) – Spółka zwraca uwagę, że ostatnie tygodnie przyniosły widoczny wzrost nowych zapytań i zamówień, co naszym zdaniem znajdzie odzwierciedlenie w produkcji w 2H'23, która może być płaska r./r.. Dodatkowo poprawie uległo otoczenie konkurencyjne, co naszym zdaniem powinno przełożyć się na utrzymanie podwyższonych rentowności w 2H'23. Oprócz utrzymania relatywnie dobrej marży w prefabrykatach (12%) i budowlance (7,5%) dużym wsparciem dla wyników będzie segment deweloperski. Po roku przerwy Spółka powinna w '23 wydać mieszkania na projektach Casa Fiore (Hafciarska w Warszawie, do wydania pozostało jeszcze kilka lokali) i Casa Baia (Hel) – szacujemy, że PBX będzie wydać w tym roku 80 lokali, a wynik segmentu deweloperskiego wyniesie 11mln PLN. Uwolnienie kapitału obrotowego powinien przełożyć się na dobrą generację FCF (9% yield). Perspektywy dla Spółki pozostają dobre, a istotnym elementem equity story w kolejnych latach będzie tegoroczna kontraktacja, która naszym zdaniem powinna umożliwić Spółce odbudowanie backlogu do poziomu ponad 1,3mld PLN na koniec 3-4Q'23.

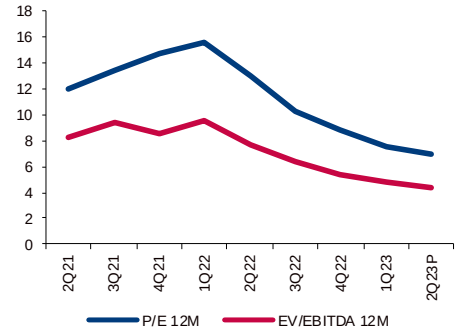
Raport za II kw.'23
14.09.2023

Cena bieżąca: 23,9 PLN

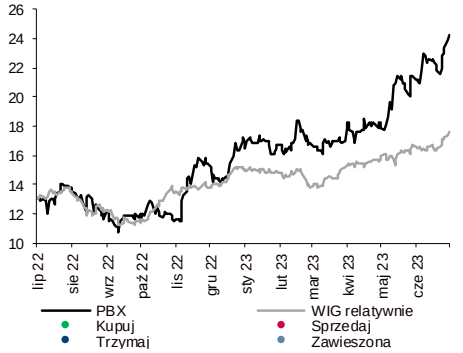
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PBX
Sektor			Materiały budowlane
Kurs (PLN)			23,9
52 tyg. min/max (PLN)			10,7 / 24,3
Liczba akcji (mln szt.)			24,8
Kapitalizacja (mln PLN)			593
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,28
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	14,6%	33,2%	85,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES PBX NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	393	413	453	412	426	418	422	387	399	-6%	3%
EBITDA	19	18	22	27	29	34	37	43	37	28%	-13%
EBIT	12	11	15	20	22	27	30	36	30	36%	-16%
Zysk netto	8	8	10	13	15	20	19	25	22	46%	-12%
P/E12M trailing	11,9	13,4	14,7	15,5	13,0	10,3	8,9	7,5	6,9		
EV/EBITDA 12M trailing	8,3	9,4	8,5	9,6	7,6	6,4	5,3	4,8	4,4		
zmiana przychodów r./r.	71%	100%	69%	68%	8%	1%	-7%	-6%	-6%		
marża EBITDA	4,8%	4,4%	4,8%	6,5%	6,8%	8,2%	8,9%	11,1%	9,3%		
marża EBIT	3,1%	2,8%	3,3%	4,9%	5,2%	6,6%	7,2%	9,3%	7,6%		
marża netto	1,9%	2,0%	2,2%	3,1%	3,5%	4,8%	4,5%	6,4%	5,5%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	952	1 505	1 678	1 669	1 771	1 927
EBITDA	89	84	128	132	135	136
EBIT	69	58	100	104	108	107
Zysk netto	58	40	67	71	77	81
EPS (PLN)	2,33	1,6	2,7	2,9	3,1	3,3
DPS (PLN)	0,2	0,4	0,2	0,4	0,6	0,6
P/E (x)	10,2	14,7	8,9	8,3	7,7	7,3
EV/EBITDA (x)	7,5	8,5	5,3	4,9	4,5	4,1
P/BV (x)	1,6	1,5	1,2	1,1	1,0	0,9
DY (%)	0,7%	1,7%	0,8%	1,7%	2,4%	2,6%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF			
Wycena porównawcza			

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1669	1746	-4%	1771	-	-	1927	-	-
EBITDA	132	129	2%	135	-	-	136	-	-
EBIT	104	103	1%	108	-	-	107	-	-
Zysk netto	71	71	1%	77	-	-	81	-	-
P/E (x)	8,3	8,4		7,7	-		7,3	-	
EV/EBITDA (x)	4,9	5,0		4,5	-		4,1	-	
P/BV (x)	1,1			1,0			0,9		
DY (%)	1,7%			2,4%			2,6%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	14,7	8,9	8,3	7,7	7,3
P/E skor. (x)	14,7	8,9	8,3	7,7	7,3
P/BV (x)	1,5	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (x)	8,5	5,3	4,9	4,5	4,1
EV/EBITDA skor. (x)	8,5	5,3	4,9	4,5	4,1
EV/Sprzedaż (x)	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
FCF Yield (%)	5,4%	10,4%	11,7%	14,0%	13,1%
DY (%)	1,7%	0,8%	1,7%	2,4%	2,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,6	2,7	2,9	3,1	3,3
EPS skor. (PLN)	1,6	2,7	2,9	3,1	3,3
DPS (PLN)	0,4	0,2	0,4	0,6	0,6
BVPS (PLN)	16,3	19,4	21,9	24,5	27,1

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	12,9%	16,8%	17,4%	17,2%	16,5%
marża EBITDA skor. (%)	5,6%	7,6%	7,9%	7,6%	7,1%
marża EBIT (%)	3,8%	6,0%	6,2%	6,1%	5,6%
marża netto skor. (%)	2,7%	4,0%	4,3%	4,4%	4,2%
ROE (%)	10,5%	15,1%	13,9%	13,4%	12,7%
ROA (%)	3,8%	5,3%	5,3%	5,4%	5,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,3%	1,2%	1,5%	1,4%	1,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	0,7	0,4	0,1	-0,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	24	24	35	36	35
Cykl rotacji zapasów (dni)	36	48	60	56	52
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	67	75	77	79	82
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	80	100	102	99	98

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**952**	**1 505**	**1 678**	**1 669**	**1 771**	**1 927**
Koszty wytworzenia	785	1 311	1 397	1 379	1 467	1 609
Zysk brutto ze sprzedaży	**167**	**194**	**281**	**290**	**304**	**318**
Koszty sprzedaży	61	85	112	111	118	129
Koszty ogólnego zarządu	38	53	68	75	78	82
Zysk ze sprzedaży	68	57	101	104	108	107
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	1	-1	0	0	0
EBITDA	**89**	**84**	**128**	**132**	**135**	**136**
EBITDA skor.	**89**	**84**	**128**	**132**	**135**	**136**
Amortyzacja	20	27	28	28	27	29
EBIT	**69**	**58**	**100**	**104**	**108**	**107**
Wynik na działalności finansowej	2	-8	-18	-15	-12	-7
Zysk brutto	**71**	**49**	**82**	**89**	**96**	**101**
Podatek dochodowy	14	9	15	17	18	19
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**58**	**40**	**67**	**71**	**77**	**81**
Zysk netto skor.	**58**	**40**	**67**	**71**	**77**	**81**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**420**	**453**	**461**	**468**	**478**	**488**
Aktywa obrotowe	**485**	**768**	**864**	**912**	**995**	**1 099**
Zapasy	122	176	266	283	261	287
Należności handlowe	217	339	354	353	412	449
Gotówka	105	115	119	152	197	240
Aktywa	**905**	**1 220**	**1 325**	**1 381**	**1 473**	**1 587**
Kapitał własny	**362**	**406**	**482**	**544**	**607**	**674**
Kapitały mniejszości	**17**	**25**	**30**	**30**	**30**	**31**
Zobowiązania długoterminowe	**198**	**210**	**201**	**201**	**201**	**201**
Zobowiązania oprocentowane	150	154	141	141	141	141
Zobowiązania krótkoterminowe	**345**	**605**	**642**	**636**	**665**	**713**
Zobowiązania oprocentowane	35	81	66	66	66	66
Zobowiązania handlowe	211	449	470	465	494	542
Pasywa	**905**	**1 220**	**1 325**	**1 381**	**1 473**	**1 587**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**86**	**52**	**81**	**94**	**108**	**104**
Zysk (strata) brutto	71	49	82	89	96	101
Amortyzacja	20	27	28	28	27	29
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-69**	**-45**	**-20**	**-24**	**-25**	**-26**
CAPEX	-20	-20	-19	-24	-25	-26
Przepływy z działalności finansowej	**-19**	**3**	**-56**	**-37**	**-38**	**-35**
Dywidenda	-4	-10	-5	-10	-14	-15
Przepływy pieniężne netto	-2	10	5	33	45	43
Środki pieniężne na początek okresu	107	105	115	119	152	197
Środki pieniężne na koniec okresu	105	115	119	152	197	240

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Śnieżka

Tempo poprawy rentowności może przebić oczekiwania

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 80 PLN)

Cena docelowa: 85 PLN
Cena bieżąca: 72 PLN
Potencjał wzrostu: 18%

Raport za II kw.'23
19.09.2023

2Q'23. Spodziewamy się, że spadek wolumenów sprzedażowych będzie częściowo rekompensowany wyższymi cenami. Niewymagająca baza na rynku ukraińskim (-16% r./r.) również będzie sprzyjała pokazaniu dodatniej dynamiki przychodów (zakładamy +10% r./r.). Z punktu widzenia rentowności, jesteśmy zdania, że pozytywne otoczenie widoczne od kilku miesięcy przełoży się na poprawę MBnS do 42,0% (+1,9p.p. r./r.).

2023. Otoczenie rynkowe uległo częściowej poprawie – AkzoNobel wskazuje na utrzymujący się słaby popyt w segmencie farb w regionie EMEA, a wg prognoz zarządu wolumen sprzedaży powinien odbić w 2H'23, co zmityguje erozję widoczną w pierwszym półroczu. Jednocześnie momentum wynikowe w samej Śnieżce powinno być relatywnie dobre – podwyżki cen połączone z wejściem na P&L tańszego zapasu powinny pozwolić Spółce odbudować rentowność. Spodziewamy się, że ceny bieli tytanowej, rozpuszczalników czy stali powinny utrzymywać się na stabilnym poziomie w najbliższych 3-4 kwartałach.

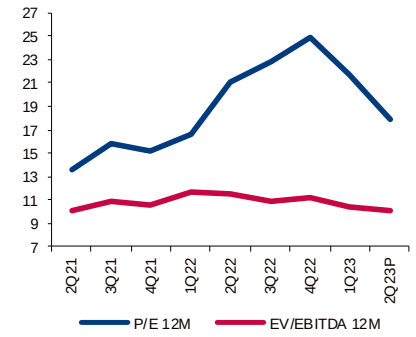
Outlook. 80% produktów Śnieżki trafia na rynek wtórny/remontowy, w związku z czym nie bagatelizowalibyśmy wpływu programu 'Bezpieczny Kredyt', szczególnie na rynku wtórnym, na biznes Spółki. Biorąc pod uwagę jak spozycjonowana jest oferta produktowa SKA (od premium po VFM) przechodzenie konsumenta pomiędzy różnymi kategoriami i punktami cenowymi nie powinno mieć negatywnego wpływu na wolumeny. Sytuacja Poli-Farbe jest wprawdzie gorsza (słabszy konsument na Węgrzech) natomiast odbudowanie rentowności w Polsce powinno zrekompensować ubytek z tytułu słabszego performance'u na rynku węgierskim. Ograniczenie nakładów inwestycyjnych i utrzymanie cyklu konwersji gotówki na stabilnym poziomie 40-50 dni powinno przełożyć się na poprawę generacji FCF.

Wycena. W związku z rewizją prognozy wyników w kolejnych latach podnosimy cenę docelową o 6% i **podnosimy rekomendację do KUPUJ.**

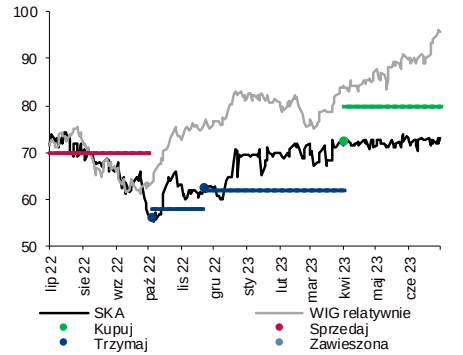
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SKA
Sektor			Materiały budowlane
Kurs (PLN)			72,0
52 tyg. min/max (PLN)			54,4 / 74,4
Liczba akcji (mln szt.)			12,6
Kapitalizacja (mln PLN)			908
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,02
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,1%	0,0%	0,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	80
Trzymaj	12.12.2022	62
Trzymaj	24.10.2022	58
Sprzedaj	20.07.2022	70
Sprzedaj	22.04.2022	58
Sprzedaj	09.12.2021	64

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SKA NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	227	241	145	190	213	248	141	201	222	4%	10%
EBITDA	33	40	8	27	34	41	5	37	37	11%	0%
EBIT	24	31	-1	18	25	32	-5	28	28	14%	2%
Zysk netto	20	23	0	11	9	20	-3	16	18	99%	8%
P/E12M trailing	13,6	15,9	15,2	16,7	21,0	22,8	24,8	21,7	18,0		
EV/EBITDA 12M trailing	10,1	10,9	10,6	11,8	11,5	10,9	11,2	10,5	10,2		
zmiana przychodów r./r.	-14%	-4%	4%	4%	-6%	3%	-3%	6%	4%		
marża EBITDA	14,4%	16,5%	5,6%	14,0%	15,8%	16,5%	3,4%	18,6%	16,9%		
marża EBIT	10,6%	12,7%	-	9,4%	11,5%	12,8%	-	13,7%	12,6%		
marża netto	8,9%	9,7%	-	5,8%	4,2%	8,0%	-	8,1%	8,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	821	795	792	821	861	947
EBITDA	136	111	106	137	143	164
EBIT	103	75	69	99	104	124
Zysk netto	78	60	37	59	73	89
EPS (PLN)	6,18	4,7	2,9	4,7	5,8	7,0
DPS (PLN)	3,0	4,2	2,7	2,0	2,3	2,9
P/E (x)	11,7	15,2	24,8	15,5	12,5	10,2
EV/EBITDA (x)	8,4	10,6	11,2	8,7	8,0	6,7
P/BV (x)	2,8	2,7	2,8	2,5	2,2	1,9
DY (%)	4,2%	5,9%	3,8%	2,8%	3,2%	4,0%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	85,0	100%	80,0	100%	6%
Wycena porównawcza	99,2	0%	83,4	0%	19%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	821	818	0%	861	858	0%	947	945	0%
EBITDA	137	118	16%	143	132	8%	164	151	8%
EBIT	99	80	24%	104	93	12%	124	111	11%
Zysk netto	59	46	28%	73	62	18%	89	76	17%
P/E (x)	15,5	19,7		12,5	14,7		10,2	12,0	
EV/EBITDA (x)	8,7	9,7		8,0	8,3		6,7	6,0	
P/BV (x)	2,5			2,2			1,9		
DY (%)	2,8%			3,2%			4,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	15,2	24,8	15,5	12,5	10,2
P/E skor. (x)	15,2	24,8	15,5	12,5	10,2
P/BV (x)	2,7	2,8	2,5	2,2	1,9
EV/EBITDA (x)	10,6	11,2	8,7	8,0	6,7
EV/EBITDA skor. (x)	10,6	11,2	8,7	8,0	6,7
EV/Sprzedaż (x)	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
FCF Yield (%)	1,1%	3,8%	4,3%	6,0%	9,1%
DY (%)	5,9%	3,8%	2,8%	3,2%	4,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	4,7	2,9	4,7	5,8	7,0
EPS skor. (PLN)	4,7	2,9	4,7	5,8	7,0
DPS (PLN)	4,2	2,7	2,0	2,3	2,9
BVPS (PLN)	26,5	25,5	28,5	32,6	37,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	39,7%	38,4%	41,8%	42,1%	43,1%
marża EBITDA skor. (%)	14,0%	13,4%	16,7%	16,6%	17,3%
marża EBIT (%)	9,5%	8,8%	12,0%	12,1%	13,0%
marża netto skor. (%)	7,5%	4,6%	7,2%	8,5%	9,4%
ROE (%)	18,1%	11,2%	17,2%	18,9%	20,1%
ROA (%)	7,9%	4,6%	7,2%	8,6%	9,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	13,9%	6,7%	5,5%	4,5%	4,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	3,1	1,4	1,2	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,8	0,9	0,8	0,6	0,4
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,7	2,0	1,7	1,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	51	42	44	51	50
Cykl rotacji zapasów (dni)	55	60	58	62	62
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	36	30	32	34	32
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	40	48	46	45	44

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**821**	**795**	**792**	**821**	**861**	**947**
Koszty wytworzenia	476	480	487	478	498	539
Zysk brutto ze sprzedaży	**346**	**315**	**304**	**343**	**363**	**408**
Koszty sprzedaży	156	152	143	146	155	171
Koszty ogólnego zarządu	85	88	93	99	104	114
Zysk ze sprzedaży	105	75	69	98	104	124
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-2	0	1	0	0	0
EBITDA	**136**	**111**	**106**	**137**	**143**	**164**
EBITDA skor.	**136**	**111**	**106**	**137**	**143**	**164**
Amortyzacja	34	36	37	38	39	40
EBIT	**103**	**75**	**69**	**99**	**104**	**124**
Wynik na działalności finansowej	1	1	-16	-19	-6	-6
Zysk brutto	**104**	**77**	**53**	**80**	**98**	**118**
Podatek dochodowy	18	12	12	16	18	22
Zysk mniejszości	8	5	5	5	7	7
Zysk netto	**78**	**60**	**37**	**59**	**73**	**89**
Zysk netto skor.	**78**	**60**	**37**	**59**	**73**	**89**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**492**	**577**	**573**	**580**	**580**	**580**
Aktywa obrotowe	**217**	**226**	**221**	**254**	**285**	**353**
Zapasy	104	136	125	137	157	162
Należności handlowe	95	63	65	79	80	86
Gotówka	16	16	20	27	36	94
Aktywa	**710**	**803**	**794**	**834**	**865**	**934**
Kapitał własny	**326**	**334**	**321**	**360**	**411**	**471**
Kapitały mniejszości	**33**	**30**	**28**	**28**	**28**	**28**
Zobowiązania długoterminowe	**119**	**271**	**245**	**245**	**220**	**220**
Zobowiązania oprocentowane	101	253	230	230	205	205
Zobowiązania krótkoterminowe	**264**	**198**	**228**	**229**	**234**	**243**
Zobowiązania oprocentowane	148	40	72	72	72	72
Zobowiązania handlowe	72	103	103	105	109	118
Pasywa	**710**	**803**	**794**	**834**	**865**	**934**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**121**	**124**	**98**	**96**	**108**	**140**
Zysk (strata) brutto	104	77	53	80	98	118
Amortyzacja	34	36	37	38	39	40
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-125**	**-109**	**-47**	**-45**	**-39**	**-40**
CAPEX	-127	-110	-53	-45	-39	-40
Przepływy z działalności finansowej	**-13**	**-16**	**-44**	**-44**	**-60**	**-42**
Dywidenda	-38	-53	-34	-25	-29	-36
Przepływy pieniężne netto	-17	-1	7	7	9	58
Środki pieniężne na początek okresu	36	16	16	20	27	36
Środki pieniężne na koniec okresu	16	16	20	27	36	94

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Toya

W oczekiwaniu na odbicie popytu w kanale DIY

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 8,5 PLN)

Cena docelowa: 8 PLN
Cena bieżąca: 6 PLN
Potencjał wzrostu: 33%

Raport za II kw.'23
24.08.2023

2Q'23. Wyniki 1Q'23 były rozczarowujące pod względem wolumenów sprzedażowych i spodziewamy się, że całe w wynikach całego półrocza będzie widoczny pewien marazm wynikowy. Uważamy jednak, że dołek popytu faktycznie mamy za sobą, a widoczne ożywienie na rynku wtórnym, które powinno jeszcze przyspieszyć w 2H'23, może pozwolić Spółce mitygować erozję wolumenów r./r. Spodziewamy się, że przychody 2Q'23 wyniosły 173mln PLN, 3% mniej niż przed rokiem pomimo niewymagającej bazy (płasko r./r.). Uważamy natomiast, że Spółka umiejętnie zarządza rentownością, nawet kosztem wolumenów i 2Q'23 może być kolejnym kwartałem z dobrą marżą (MBnS 32,1%), a drugie półrocze, z uwagi na wejście na P&L zapasu kupowanego w korzystniejszym otoczeniu cenowym, może przynieść dalszą poprawę.

2023. Spodziewamy się lekkiego pogorszenia wyników w tym roku. Cykl rotacji zapasów, standardowo dla spółki, przekracza 200 dni i spodziewamy się, że w obecnym otoczeniu Spółka nie będzie zwiększać zaangażowania w kapitał obrotowy (CCC 201 dni vs. 243 dni w '22). Poprawa generacji FCF umożliwi też, w naszym odczuciu, wypłatę dywidendy w '24 po dwóch latach przerwy.

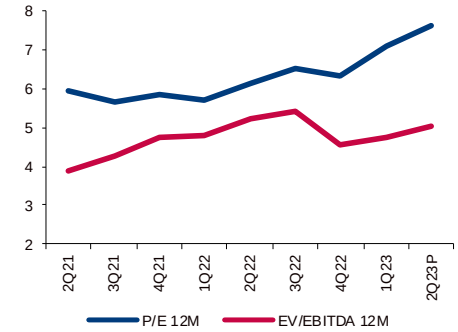
Outlook. Naszym zdaniem Spółka jest dobrze spozycjonowana pod hipotetyczne odbicie aktywności remontowej czy generalnego popytu w kanale DIY. Przenoszenie inflacji na klientów nie następuje tak łatwo jak jeszcze w '21-'22, natomiast dużym wsparciem są spadki kosztów frachtu, które obecnie stanowią jedynie kilka procent wartości zamówienia vs. kilkanaście we wspomnianych ostatnich dwóch latach. Pewną szansą na wzrost wolumenów w tym roku jest relatywnie stabilny popyt w takich kategoriach produktowych jak motoryzacja, home&garden czy gastronomia.

Wycena. W związku z rewizją prognoz (obniżamy zarówno wolumen sprzedażowy jak i marże w kolejnych latach) obniżamy naszą cenę docelową o 6% i **podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.**

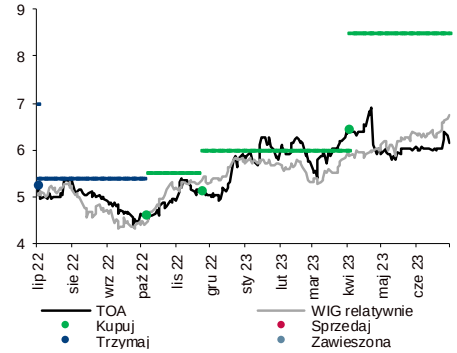
DANE SPÓŁKI			
Ticker			TOA
Sektor			Materiały budowlane
Kurs (PLN)			6,0
52 tyg. min/max (PLN)			4,33 / 6,9
Liczba akcji (mln szt.)			75,0
Kapitalizacja (mln PLN)			450
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,27
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	1,8%	-3,0%	22,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.04.2023	8,5
Kupuj	12.12.2022	6,0
Kupuj	24.10.2022	5,5
Trzymaj	20.07.2022	5,4
Trzymaj	22.04.2022	7,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES TOA NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	177	169	175	188	179	180	215	175	173	-3%	-1%
EBITDA	32	27	26	32	28	24	30	23	21	-23%	-7%
EBIT	29	24	22	28	24	20	26	19	18	-28%	-8%
Zysk netto	23	19	17	21	17	14	19	14	13	-26%	-5%
P/E12M trailing	5,9	5,7	5,8	5,7	6,1	6,5	6,3	7,1	7,6		
EV/EBITDA 12M trailing	3,9	4,3	4,7	4,8	5,2	5,4	4,6	4,7	5,0		
zmiana przychodów r./r.	29%	31%	11%	14%	1%	6%	23%	-7%	-3%		
marża EBITDA	18,2%	16,1%	14,7%	16,8%	15,6%	13,3%	14,1%	13,1%	12,3%		
marża EBIT	16,2%	13,9%	12,6%	14,7%	13,5%	11,2%	12,3%	10,9%	10,1%		
marża netto	12,9%	10,9%	9,7%	11,1%	9,7%	7,6%	8,9%	7,8%	7,5%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	541	687	763	761	810	859
EBITDA	94	113	114	105	109	115
EBIT	82	99	99	89	92	99
Zysk netto	65	77	71	67	74	80
EPS (PLN)	0,87	1,0	0,9	0,9	1,0	1,1
DPS (PLN)	0,8	0,3	0,0	0,0	0,4	0,4
P/E (x)	6,9	5,8	6,3	6,7	6,0	5,7
EV/EBITDA (x)	5,1	4,7	4,6	4,6	4,6	4,2
P/BV (x)	1,9	1,5	1,2	1,0	0,9	0,9
DY (%)	13,3%	4,8%	0,0%	0,0%	6,7%	7,4%

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	8,0	100%	8,5	100%	-6%
Wycena porównawcza	7,8	0%	9,1	0%	-14%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	761	805	-5%	810	857	-5%	859	908	-5%
EBITDA	105	110	-4%	109	117	-7%	115	119	-3%
EBIT	89	94	-5%	92	101	-8%	99	103	-4%
Zysk netto	67	71	-6%	74	82	-9%	80	83	-4%
P/E (x)	6,7	6,3		6,0	5,5		5,7	5,4	
EV/EBITDA (x)	4,6	4,4		4,6	4,3		4,2	4,1	
P/BV (x)	1,0			0,9			0,9		
DY (%)	0,0%			6,7%			7,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,8	6,3	6,7	6,0	5,7
P/E skor. (x)	5,8	6,3	6,7	6,0	5,7
P/BV (x)	1,5	1,2	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (x)	4,7	4,6	4,6	4,6	4,2
EV/EBITDA skor. (x)	4,7	4,6	4,6	4,6	4,2
EV/Sprzedaż (x)	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
FCF Yield (%)	-6,8%	7,5%	11,7%	5,3%	11,5%
DY (%)	4,8%	0,0%	0,0%	6,7%	7,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,0	0,9	0,9	1,0	1,1
EPS skor. (PLN)	1,0	0,9	0,9	1,0	1,1
DPS (PLN)	0,3	0,0	0,0	0,4	0,4
BVPS (PLN)	4,0	4,9	5,8	6,4	7,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	33,7%	31,8%	32,4%	31,2%	31,3%
marża EBITDA skor. (%)	16,5%	14,9%	13,8%	13,4%	13,4%
marża EBIT (%)	14,4%	12,9%	11,8%	11,4%	11,5%
marża netto skor. (%)	11,3%	9,3%	8,8%	9,2%	9,3%
ROE (%)	28,7%	21,2%	16,5%	16,2%	15,7%
ROA (%)	15,5%	11,9%	10,9%	11,6%	11,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,2%	2,9%	2,5%	1,9%	1,9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2,0	1,4	1,2	0,9	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,6	0,3	0,4	0,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	143	161	173	178	184
Cykl rotacji zapasów (dni)	156	170	160	154	158
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	51	55	58	58
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	62	60	42	34	31

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**541**	**687**	**763**	**761**	**810**	**859**
Koszty wytworzenia	352	455	520	514	558	590
Zysk brutto ze sprzedaży	**189**	**231**	**243**	**246**	**253**	**269**
Koszty sprzedaży	84	93	109	114	114	122
Koszty ogólnego zarządu	24	38	41	43	46	49
Zysk ze sprzedaży	80	101	93	90	92	99
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	-2	5	0	0	0
EBITDA	**94**	**113**	**114**	**105**	**109**	**115**
EBITDA skor.	**94**	**113**	**114**	**105**	**109**	**115**
Amortyzacja	11	14	15	16	16	17
EBIT	**82**	**99**	**99**	**89**	**92**	**99**
Wynik na działalności finansowej	-2	-2	-9	-6	0	0
Zysk brutto	**81**	**97**	**89**	**84**	**92**	**99**
Podatek dochodowy	16	20	18	17	18	19
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**65**	**77**	**71**	**67**	**74**	**80**
Zysk netto skor.	**65**	**77**	**71**	**67**	**74**	**80**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**69**	**86**	**105**	**117**	**126**	**135**
Aktywa obrotowe	**326**	**517**	**486**	**515**	**523**	**563**
Zapasy	219	369	341	324	359	383
Należności handlowe	73	109	106	125	133	141
Gotówka	34	39	39	66	30	39
Aktywa	**395**	**602**	**591**	**633**	**648**	**699**
Kapitał własny	**238**	**301**	**371**	**438**	**482**	**528**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**28**	**30**	**36**	**26**	**6**	**6**
Zobowiązania oprocentowane	27	28	34	24	4	4
Zobowiązania krótkoterminowe	**129**	**272**	**185**	**169**	**161**	**165**
Zobowiązania oprocentowane	35	96	74	74	74	74
Zobowiązania handlowe	77	156	96	80	72	76
Pasywa	**395**	**602**	**591**	**633**	**648**	**699**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**117**	**-2**	**56**	**72**	**39**	**68**
Zysk (strata) brutto	81	97	88	84	92	99
Amortyzacja	11	14	15	16	16	17
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-9**	**-29**	**-21**	**-19**	**-15**	**-17**
CAPEX	-9	-29	-22	-19	-15	-17
Przepływy z działalności finansowej	**-95**	**33**	**-34**	**-25**	**-59**	**-43**
Dywidenda	-60	-22	0	0	-30	-34
Przepływy pieniężne netto	13	3	1	27	-36	9
Środki pieniężne na początek okresu	17	34	39	39	66	30
Środki pieniężne na koniec okresu	34	39	39	66	30	39

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl

Przemysł

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
PRZEMYSŁ																					
Przemysł metalowy																					
Boryszew	1 558	1 834	-15%	1 682	-7%	89,5	171,8	-48%	100,4	-11%	43,0	127,8	-66%	57,6	-25%	38,0	76,7	-50%	46,0	-18%	**17.08.2023**
Cognor	787	1 032	-24%	887	-11%	78,2	234,9	-67%	100,8	-22%	64,3	224,0	-71%	88,6	-27%	41,9	180,0	-77%	169,0	-75%	**18.08.2023**
Kęty	1 349	1 653	-18%	1 378	-2%	235,7	350,3	-33%	200,6	18%	192,0	309,6	-38%	156,8	22%	142,5	246,0	-42%	135,8	5%	**02.08.2023**
Mangata	249	271	-8%	277	-10%	35,4	47,6	-26%	40,8	-13%	24,7	37,8	-35%	30,1	-18%	14,8	27,6	-46%	21,7	-32%	**12.09.2023**
MFO	143	295	-51%	152	-6%	5,8	37,0	-84%	5,7	2%	4,0	35,4	-89%	3,6	11%	2,2	28,5	-92%	1,4	54%	**21.09.2023**
Rawlplug	321	318	1%	313	2%	47,9	58,9	-19%	39,2	22%	35,3	48,9	-28%	26,9	31%	19,7	39,6	-50%	8,7	126%	**25.08.2023**
Stalprodukt	1 075	1 578	-32%	1 298	-17%	133,9	210,8	-37%	183,7	-27%	89,4	166,2	-46%	138,2	-35%	69,3	117,5	-41%	112,5	-38%	**31.08.2023**
Pozostałe																					
AC Autogaz	60	63	-4%	66	-9%	10,9	13,2	-17%	12,4	-12%	7,9	10,1	-22%	9,3	-16%	5,9	8,7	-32%	7,6	-22%	**11.08.2023**
Ambra	195	180	9%	159	23%	18,5	17,0	9%	14,4	29%	11,4	10,7	7%	6,9	67%	6,3	6,6	-5%	2,6	140%	**b.d.**
Amica	726	796	-9%	717	1%	38,8	-2,5	-	31,3	24%	25,7	-20,0	-	18,3	40%	15,3	-7,2	-	-0,5	-	**22.09.2023**
Apator	272	258	6%	289	-6%	25,2	27,1	-7%	31,6	-20%	11,3	12,9	-13%	17,7	-36%	6,2	4,8	29%	8,5	-28%	**30.08.2023**
Arctic Paper	903	1 296	-30%	1 032	-13%	96,6	330,1	-71%	185,5	-48%	67,1	298,1	-77%	155,6	-57%	44,3	215,9	-79%	107,9	-59%	**10.08.2023**
Grenevia	391	290	35%	370	6%	108,9	98,0	11%	104,0	5%	64,2	60,0	7%	62,0	3%	52,6	-2,0	-	60,0	-12%	**28.08.2023**
Forte	304	333	-9%	324	-6%	18,6	77,3	-76%	24,1	-23%	4,9	22,6	-79%	10,2	-53%	0,6	8,5	-93%	-1,4	-	**22.08.2023**
Mercator Medical	105	149	-30%	113	-7%	-15,0	-14,3	-	-25,1	-	-22,5	-20,6	-	-32,6	-	-7,5	-11,1	-	-17,7	-	**29.09.2023**
Mo-Bruk	60	62	-3%	55	9%	28,8	34,0	-15%	25,8	12%	27,0	32,7	-17%	23,9	13%	22,2	26,7	-17%	19,6	13%	**17.08.2023**
Newag	124	163	-24%	276	-55%	10,6	11,6	-8%	50,9	-79%	-0,2	0,7	-	40,0	-	-6,4	-7,8	-	25,9	-	**15.09.2023**
Selena	494	499	-1%	412	20%	35,5	38,8	-8%	9,9	257%	25,8	27,2	-5%	0,4	6111%	18,4	23,4	-21%	-5,1	-	**15.09.2023**
Vigo Photonics	18	19	-3%	19	-1%	6,5	5,0	31%	6,5	-1%	3,6	1,7	109%	3,7	-2%	3,2	2,5	25%	2,5	27%	**19.09.2023**
Wielton	871	822	6%	849	3%	48,5	61,1	-21%	45,8	6%	29,7	43,8	-32%	26,4	12%	13,9	75,0	-81%	13,7	2%	**14.09.2023**
XTPL	3	3	-6%	4	-17%	-1,0	0,2	-	0,1	-	-1,3	0,0	-	-0,2	-	-1,4	-0,1	-	-0,3	-	**20.09.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
PRZEMYSŁ																				
Przemysł metalowy																				
Boryszew	6,5	1 570	6 239	6 371	b.d.	366	385	b.d.	118	96	b.d.	13,4	16,3	-	6,7	6,2	-	11,3%	3,1%	-
Cognor	7,8	1 342	2 586	2 885	2 930	307	279	315	270	126	177	5,0	10,7	7,6	5,2	5,8	4,7	15,6%	0,0%	4,6%
Kęty	708,5	6 837	5 098	5 145	5 589	805	845	891	476	485	524	14,4	14,1	13,1	10,0	9,6	9,2	8,8%	7,1%	6,7%
Mangata	98,0	-	1 007	1 076	1 121	137	158	163	60	75	87	10,8	8,7	7,5	6,2	5,4	5,1	12,0%	5,6%	5,9%
MFO	34,8	230	612	720	810	32	52	60	16	31	42	14,1	7,5	5,4	7,9	5,8	5,2	0,0%	0,0%	5,5%
Rawlplug	14,9	484	1 228	1 320	1 412	168	185	200	56	85	92	8,7	5,7	5,3	5,2	4,8	4,3	5,4%	5,9%	6,5%
Stalprodukt	265,0	1 479	4 365	4 310	4 294	576	487	409	313	233	161	4,7	6,3	9,2	1,0	1,1	1,2	5,7%	5,7%	7,5%
Pozostałe																				
AC Autogaz	31,0	312	253	265	275	46	50	52	27	32	34	11,6	9,7	9,2	7,3	6,8	6,5	0,0%	11,3%	9,7%
Ambra	26,2	660	879	979	1 024	125	139	143	58	66	72	11,4	10,0	9,2	5,7	4,9	4,4	3,8%	4,6%	4,8%
Amica	78,7	612	3 116	3 206	3 302	162	189	196	56	88	102	10,9	7,0	6,0	4,4	3,7	3,3	0,0%	0,0%	3,8%
Apator	17,2	562	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Arctic Paper	18,3	1 268	3 650	3 623	3 524	506	441	428	283	214	191	4,5	5,9	6,6	3,0	3,3	3,3	14,8%	6,7%	5,1%
Grenevia	3,4	1 960	1 543	1 670	1 747	424	469	567	215	191	240	9,1	10,3	8,2	6,0	6,4	4,8	0,0%	0,0%	0,0%
Forte	28,6	684	1 304	1 599	1 782	138	200	233	52	103	135	13,1	6,7	5,1	7,6	5,0	3,9	0,0%	0,0%	0,0%
Mercator Medical	42,3	450	438	485	688	-55	16	44	-33	17	33	-	26,2	13,8	-	7,0	3,2	5,8%	6,0%	6,0%
Mo-Bruk	267,0	938	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Newag	18,5	830	1 043	1 156	1 231	174	177	212	77	88	123	10,8	9,5	6,8	6,9	6,3	5,1	1,4%	5,4%	7,4%
Selena	23,4	534	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vigo Photonics	530,0	386	83	102	120	30	41	48	16	26	24	24,3	15,0	15,8	14,6	11,1	9,9	0,0%	0,0%	0,0%
Wielton	8,7	525	3 480	3 757	3 938	179	204	245	44	61	92	11,8	8,6	5,7	6,0	5,7	4,7	4,6%	3,8%	5,8%
XTPL	192,0	390	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Boryszew

Bez rekomendacji

#Prognoza Q2'23. Zakładamy, że EBITDA w Q2'23 wyniesie ok. 90mln PLN, przy czym względem Q1'23 spodziewamy się zmiany struktury generowania wyniku w poszczególnych segmentach. Biorąc pod uwagę słaby popyt w sektorze budowlanym, oczekujemy większej presji na wyniki segmentu metali oraz lepszej kontrybucji segmentu automtoive, gdzie do stabilnych wyników Maflow Polska (w Maflow Francja prowadzony jest program odpraw, który obciąża wyniki kwartalne) powinien dołożyć się także BAP, który wynegocjował częściowe podwyżki cen od VW. Środowisko spadających cen oraz dużego importu stali z Azji (spadek cen frachtu) będzie naszym zdaniem ciążyć wynikom **Alchemii. ZM Silesia (Katowice)** z uwagi na ograniczony dostęp do kapitału obrotowego (spory sądowe z US) utracił część udziałów rynkowych i obecnie rozpoczyna dopiero proces odbudowy sprzedaży, w czym nie pomaga trudna sytuacja na rynku budowlanym. Lepiej radzi sobie z kolei oddział w Oławie, który odpowiada za generowanie wyników w spółce Lepie wygląda sytuacja w pozostałych spółkach: 1) **NPA Skawina** korzysta z wysokich premii rocznych podpisanych w Q4'22 oraz spadku cen nośników energii, dodatkowo dobrze idzie sprzedaż przewodów napowietrznych (certyfikaty na rynek polski, czeski i niemiecki), gdzie podjęto budowę o inwestycji za 45mln PLN w nową linię pod przewody napowietrzne (podwojenie mocy od Q4'24, +10mln PLN EBITDA); 2) **Baterpol** uzyskał zgody na import akumulatorów spoza Polski, co pozwala lepiej zarządzać kosztem zakupów; 3) w **WM Dziedzice** utrzymuje się wysoki popyt na rury kondensatorowe, które pomimo niskiego wolumenu sprzedaży mają relatywnie wysoki udział w generowanej marży, co kompensuje spadek popytu na kształtowniki mosiężne. Na pozimie działalności finansowej spodziewamy się dodatniej wyceny różnic kursowych z tytułu kontraktów forward na EURPLN (szacujemy +25mln PLN).

#Inwestycje. Tegoroczne nakłady inwestycyjne wyniosą ok. 250mln PLN, z czego 150mln PLN przypadnie na segment motoryzacyjny (nowa fabryka Maflow w Meksyku i rozbudowa zakładów w Polsce oraz Chinach). Z kolei w segmencie NPA Skawina trwa inwestycja w zakresie zwiększenia produkcji drutów i przewodów napowietrznych o wartości 50mln PLN (40% dofinansowania), co pozwoli zwiększyć potencjał generowanej EBITDY z 60 do 70mln PLN (inwestycja zakończy się w Q4'24). Decyzja związana z inwestycją w rozbudowę ZUO została na razie wstrzymana. Spółka podtrzymuje chęć sprzedaży aktywów niestrategicznych (Maflow Francja, BAP Prenzlau, WRA, Kuźnia Batory). W perspektywie tego roku możliwe są dezinwestycje w Maflow Francja oraz WRA.

#Zadłużenie. Szacujemy nieznaczny wzrost poziomu zadłużenia netto na koniec Q2'23 rzędu 30mln PLN do 780mln PLN. W Q2'23 wypłacono 0,74 PLN dywidendy na akcję (~150mln PLN) oraz sprzedano nieruchomość przy ulicy Foksal 6 w Warszawie - cena sprzedaży została ustalona na 72,1mln PLN, a płatność dokonana będzie w dwóch ratach, 1-sza w cze'23 (35mln PLN), 2-ga do końca 15 cze'24. WSA w Gliwicach uchylił zaskarżona decyzję US i umorzył postępowanie podatkowe wobec ZM Silesia na kwotę 97,3mln PLN, stronom przysługuje prawo do złożenia skargi kasacyjnej do NSA. W Q2'23 spółka.

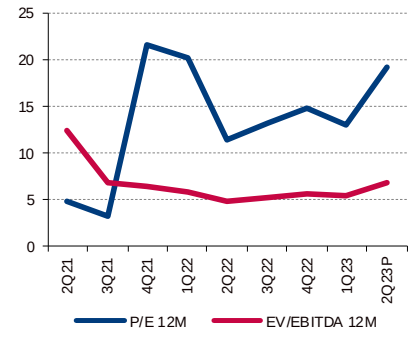
Raport za II kw.'23
17.08.2023

Cena bieżąca: 6,54 PLN

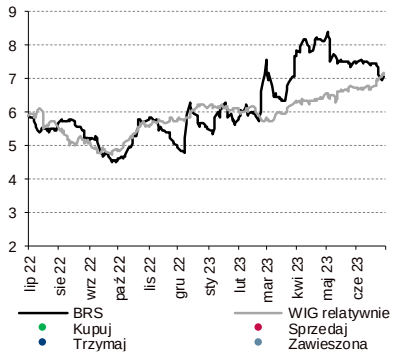
DANE SPÓŁKI			
Ticker		BRS	
Sektor		Przemysł metalowy	
Kurs (PLN)		6,5	
52 tyg. min/max (PLN)		3,8 / 7,95	
Liczba akcji (mln szt.)		240,0	
Kapitalizacja (mln PLN)		1570	
S&P Global ESG Scores		-	
Śr. obroty 3M (mln PLN)		0,40	
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-5,5%	-10,7%	21,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES BRS NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1606	1600	1607	1703	1834	1707	1548	1682	1558	-15%	-7%
EBITDA	78	102	73	100	172	85	38	100	89	-48%	-11%
EBIT	36	59	26	56	128	41	-8	58	43	-66%	-25%
Zysk netto	17	41	-12	32	77	23	-25	46	38	-50%	-18%
P/E12M trailing	4,9	3,3	21,6	20,2	11,4	13,1	14,7	13,0	19,1		
EV/EBITDA 12M trailing	12,3	6,9	6,4	5,9	4,7	5,2	5,6	5,4	6,8		
zmiana przychodów r./r.	30%	14%	20%	17%	14%	7%	-4%	-1%	-15%		
marża EBITDA	4,8%	6,4%	4,5%	5,9%	9,4%	5,0%	2,4%	6,0%	5,7%		
marża EBIT	2,2%	3,7%	1,6%	3,3%	7,0%	2,4%	-	3,4%	2,8%		
marża netto	1,0%	2,6%	-	1,9%	4,2%	1,3%	-	2,7%	2,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	5 555	6 264	6 791	6 239	6 371	b.d.
EBITDA	199	344	395	366	385	b.d.
EBIT	4	170	217	185	199	b.d.
Zysk netto	279	73	107	118	96	b.d.
EPS (PLN)	1,28	0,4	0,5	0,6	0,5	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,9	0,7	0,2	b.d.
P/E (x)	5,1	18,4	12,6	11,4	13,9	-
EV/EBITDA (x)	12,5	6,4	5,6	6,1	5,6	-
P/BV (x)	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	-
DY (%)	0,0%	0,0%	14,2%	11,3%	3,1%	-

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	6239	6275	-1%	6371	6255	2%	b.d.	b.d.	-
EBITDA	366	364	0%	385	401	-4%	b.d.	b.d.	-
EBIT	185	182	2%	199	211	-6%	b.d.	b.d.	-
Zysk netto	121	83	45%	96	103	-6%	b.d.	b.d.	-
P/E (x)	13,0	18,9		16,3	15,3		-	-	
EV/EBITDA (x)	6,6	6,6		6,1	5,9		-	-	
P/BV (x)	1,0			0,9			-		
DY (%)	11,3%			3,1%			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	18,4	12,6	11,1	13,9	-
P/E skor. (x)	18,4	12,6	11,4	13,9	-
P/BV (x)	0,8	0,8	0,8	0,8	-
EV/EBITDA (x)	6,4	5,6	6,1	5,6	-
EV/EBITDA skor. (x)	7,1	6,2	6,6	5,6	-
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,3	0,4	0,3	-
FCF Yield (%)	-0,1%	0,5%	-0,8%	-0,4%	-
DY (%)	0,0%	14,2%	11,3%	3,1%	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,4	0,5	0,6	0,5	-
EPS skor. (PLN)	0,4	0,5	0,6	0,5	-
DPS (PLN)	0,0	0,9	0,7	0,2	b.d.
BVPS (PLN)	8,4	8,1	8,0	8,3	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	5,0%	5,2%	5,4%	6,0%	-
marża EBIT (%)	2,7%	3,2%	3,0%	3,1%	-
marża netto skor. (%)	1,2%	1,6%	1,9%	1,5%	-
ROE (%)	4,4%	6,3%	7,1%	5,8%	-
ROA (%)	1,8%	2,6%	3,0%	2,4%	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,6%	3,8%	4,0%	3,1%	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,9	1,5	1,4	1,1	-
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	-'
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,2	2,4	2,1	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	61	56	56	53	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	57	54	57	53	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	50	47	48	52	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	47	45	49	52	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**5 555**	**6 264**	**6 791**	**6 239**	**6 371**	**b.d.**
Koszty wytworzenia	5 042	5 698	6 190	5 679	5 773	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**512**	**566**	**600**	**560**	**598**	**b.d.**
Koszty sprzedaży	146	147	135	123	119	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	298	280	290	280	280	b.d.
Zysk ze sprzedaży	69	138	176	156	199	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-65	32	41	29	0	b.d.
EBITDA	**199**	**344**	**395**	**366**	**385**	**b.d.**
EBITDA skor.	**264**	**312**	**354**	**337**	**385**	**b.d.**
Amortyzacja	195	174	178	181	186	b.d.
EBIT	**4**	**170**	**217**	**185**	**199**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	332	-18	-32	-33	-75	b.d.
Zysk brutto	**336**	**152**	**184**	**152**	**124**	**b.d.**
Podatek dochodowy	53	73	73	42	27	b.d.
Zysk mniejszości	2	9	7	2	0	b.d.
Zysk netto	**279**	**73**	**107**	**121**	**96**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**279**	**73**	**107**	**118**	**96**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 886**	**1 821**	**1 911**	**1 976**	**1 953**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**2 212**	**2 400**	**2 075**	**2 065**	**2 123**	**b.d.**
Zapasy	981	992	1 035	919	938	b.d.
Należności handlowe	731	977	756	894	931	b.d.
Gotówka	185	188	164	125	127	b.d.
Aktywa	**4 099**	**4 221**	**3 986**	**4 041**	**4 076**	**b.d.**
Kapitał własny	**1 613**	**1 720**	**1 660**	**1 643**	**1 698**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**21**	**26**	**29**	**31**	**31**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**635**	**527**	**609**	**600**	**577**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	422	319	403	396	373	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**1 830**	**1 947**	**1 688**	**1 767**	**1 770**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	811	704	599	578	545	b.d.
Zobowiązania handlowe	698	899	790	894	931	b.d.
Pasywa	**4 099**	**4 221**	**3 986**	**4 041**	**4 076**	**b.d.**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**-11**	**153**	**286**	**411**	**339**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	279	73	107	121	96	b.d.
Amortyzacja	195	174	178	181	186	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**114**	**105**	**-30**	**-211**	**-163**	**b.d.**
CAPEX	-175	-162	-259	-251	-200	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**-115**	**-223**	**-281**	**-239**	**-173**	**b.d.**
Dywidenda	0	0	-190	-152	-41	b.d.
Przepływy pieniężne netto	-13	35	-25	-39	3	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	146	134	168	144	104	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	134	168	144	104	107	b.d.

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Cognor

Bez rekomendacji

#Prognoza Q2'23. FERR w dalszym ciągu działał na obniżonym wolumenie produkcyjnym co związane jest z remontem i rozbudową walcowni w Krakowie (240 tys. ton > 400 tys. ton; zatrudnienie z 300 > 200; mniejsze zużycie gazu), która rozpoczeła się w styczniu i zakończy się w Q3'23. Słaby popyt na wyroby długie dla branży budowlanej powoduje problemy z ulokowaniem na rynku kęsów, co przekłada się na ograniczoną produkcje w hucie FERR, zakładamy wolumen sprzedaży na poziomie 40 tys. ton (kęsy 15kt, finalne 25kt) vs. 48 tys. ton w Q1'23 (kęsy 17kt, finalne 31kt). Popyt na kształtowniku utrzymuje się na przyzwoitym poziomie, aczkolwiek tutaj także widać schłodzenie popytu. Lepiej wygląda sytuacja w HSJ, gdzie produkcja trafia głównie do kuźni dedykowanych do sektora motoryzacyjnego. Zakładamy tutaj utrzymanie wolumenów z Q1'23 (73 tys. ton). Zakładamy pogorszenie marży w związku z tendencją spadkową na cenach wyrobów gotowych w Q2'23. Spodziewamy się spadku cen wyrobów finalnych o ok. 500 PLN/t kw./kw. Zakładamy, że zbns spadnie do 96mln PLN z 104mln PLN w Q1'23. Na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych zakładamy ok. 13mln PLN zysku z tytułu rekompensat do energii elektrycznej. Zysk na transakcjach energia elektryczną i gazem szacujemy na 15mln PLN vs. 20mln PLN w Q1'23.

#Outlook 2023r. Zarząd widzi rosnący popyt w sektorze blach specjalnych dla sektora wojskowego, spodziewa się ok. 1 tys. ton miesięcznej produkcji (maks. Możliwości), wobec niespełna 1 tys. ton w całym '22r, przy jednostkowej cenie sprzedaży na poziomie >20 tys. PLN/t. Popyt na sq bary z sektora motoryzacyjnego (HDT) utrzymuje się na stabilnym wysokim poziomie, aczkolwiek widzimy tutaj ryzyko schłodzenia nastrojów pod koniec roku. Obecnie nie widzimy sygnałów na istotne odbicie popytu na pręt żebrowany w H2'23.

#Inwestycje. Szacujemy, że tegoroczny capex wyniesie ok. 300mln PLN (modernizacja walcowni w Krakowie, budowa nowego zakładu w Siemianowicach Śląskich). W ciągu dwóch lat moce produkcyjne wyrobów finalnych mają wzrosnąć z obecnych 615 tys. ton do ponad 1mln ton. Po zwiększeniu mocy w produktach finalnych zarząd z eksportera kęsów stanie się ich importerem w związku z czym docelowo planowana jest rozbudowa mocy stalowni (czwarta żyła do odlewu ciągłego w Ferrostalu) do ok. 1mln ton (+170 tys. ton). W planach jest także rozbudowa biznesu w obszarze złomowym, tak aby utrzymać pełną integrację pionową, w tym celu konieczna będzie zwiększenie bazy skupów złomu o przerobie rzędu ok. 200 tys. ton.

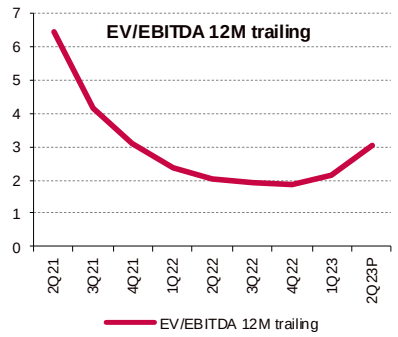
Raport za II kw.'23
18.08.2023

Cena bieżąca: 7,83 PLN

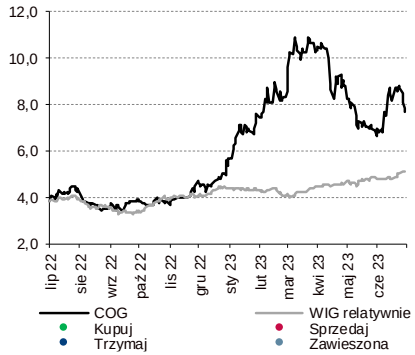
DANE SPÓŁKI			
Ticker	COG		
Sektor	Przemysł metalowy		
Kurs (PLN)	7,8		
52 tyg. min/max (PLN)	3,33 / 11,2		
Liczba akcji (mln szt.)	171,4		
Kapitalizacja (mln PLN)	1342		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	2,68		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	10,2%	-27,1%	100,5%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES COG NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	716	717	794	962	1032	749	923	887	787	-24%	-11%
EBITDA	114	162	164	192	235	183	156	101	78	-67%	-22%
EBIT	101	149	151	181	224	172	145	89	64	-71%	-27%
Zysk netto	74	107	118	148	180	123	127	169	42	-77%	-75%
P/E12M trailing	10,8	5,9	4,0	3,0	2,5	2,4	2,4	2,3	3,0		
EV/EBITDA 12M trailing	6,4	4,1	3,1	2,4	2,0	1,9	1,9	2,1	3,0		
zmiana przychodów r./r.	57%	93%	78%	65%	44%	5%	16%	-8%	-24%		
marża EBITDA	15,9%	22,5%	20,6%	20,0%	22,8%	24,5%	16,9%	11,4%	9,9%		
marża EBIT	14,1%	20,8%	19,0%	18,8%	21,7%	23,0%	15,7%	10,0%	8,2%		
marża netto	10,4%	14,9%	14,9%	15,4%	17,4%	16,4%	13,7%	19,0%	5,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 733	2 811	3 667	2 586	2 885	2 930
EBITDA	114	520	767	307	279	315
EBIT	67	468	723	250	206	239
Zysk netto	33	343	578	270	126	177
EPS (PLN)	0,19	2,0	3,3	1,5	0,7	1,0
DPS (PLN)	0,2	0,2	0,2	1,2	0,0	0,4
P/E (x)	41,7	4,0	2,4	5,1	10,8	7,7
EV/EBITDA (x)	13,9	3,2	2,0	5,2	5,8	4,7
P/BV (x)	4,7	2,3	1,2	1,1	1,1	1,0
DY (%)	2,4%	1,9%	1,9%	15,6%	0,0%	4,6%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	2586	2615	-1%	2885	3230	-11%	2930	3337	-12%
EBITDA	307	429	-28%	279	251	11%	315	277	14%
EBIT	250	368	-32%	206	183	12%	239	195	22%
Zysk netto	270	370	-27%	126	128	-1%	177	133	33%
P/E (x)	5,0	3,6		10,7	10,5		7,6	10,1	
EV/EBITDA (x)	4,7	3,4		5,2	5,8		4,2	4,8	
P/BV (x)	1,1			1,0			0,9		
DY (%)	15,6%			0,0%			4,6%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	4,0	2,4	5,1	10,8	7,7
P/E skor. (x)	4,9	2,9	8,7	10,8	7,7
P/BV (x)	2,3	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	3,2	2,0	5,2	5,8	4,7
EV/EBITDA skor. (x)	3,5	2,0	6,0	5,8	4,7
EV/Sprzedaż (x)	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5
FCF Yield (%)	1,3%	18,6%	9,8%	4,4%	13,0%
DY (%)	1,9%	1,9%	15,6%	0,0%	4,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,0	3,3	1,5	0,7	1,0
EPS skor. (PLN)	1,6	2,7	0,9	0,7	1,0
DPS (PLN)	0,2	0,2	1,2	0,0	0,4
BVPS (PLN)	3,5	6,6	7,0	7,4	8,1

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	20,9%	24,4%	14,5%	13,4%	15,0%
marża EBITDA skor. (%)	16,8%	21,4%	10,3%	9,7%	10,8%
marża EBIT (%)	16,6%	19,7%	9,7%	7,1%	8,2%
marża netto skor. (%)	12,2%	15,8%	10,4%	4,4%	6,0%
ROE (%)	63,0%	54,1%	13,1%	10,1%	13,1%
ROA (%)	27,0%	32,2%	12,6%	5,6%	7,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,5%	5,6%	11,9%	8,3%	2,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,9	4,6	5,4	3,3	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,1	0,2	0,2	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	0,2	0,8	0,9	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	22	44	67	51	51
Cykl rotacji zapasów (dni)	45	49	72	61	63
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	35	41	55	46	47
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	59	46	59	56	59

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 733**	**2 811**	**3 667**	**2 586**	**2 885**	**2 930**
Koszty wytworzenia	1 574	2 222	2 772	2 212	2 499	2 492
Zysk brutto ze sprzedaży	**159**	**589**	**894**	**375**	**385**	**439**
Koszty sprzedaży	82	101	129	123	145	154
Koszty ogólnego zarządu	47	65	88	73	87	91
Zysk ze sprzedaży	30	423	677	178	154	194
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	36	45	46	72	52	45
EBITDA	**114**	**520**	**767**	**307**	**279**	**315**
EBITDA skor.	**93**	**474**	**783**	**267**	**279**	**315**
Amortyzacja	48	52	44	57	73	76
EBIT	**67**	**468**	**723**	**250**	**206**	**239**
Wynik na działalności finansowej	-34	-15	6	84	-16	-20
Zysk brutto	**32**	**453**	**729**	**335**	**190**	**219**
Podatek dochodowy	1	-89	-118	-41	-36	-42
Zysk mniejszości	1	21	32	24	28	0
Zysk netto	**33**	**343**	**578**	**270**	**126**	**177**
Zysk netto skor.	**62**	**281**	**476**	**156**	**126**	**177**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**515**	**564**	**740**	**1 033**	**1 118**	**1 116**
Aktywa obrotowe	**517**	**941**	**1 343**	**1 148**	**1 190**	**1 208**
Zapasy	274	426	549	464	500	508
Należności handlowe	142	398	428	353	372	378
Gotówka	101	108	336	302	289	293
Aktywa	**1 031**	**1 505**	**2 083**	**2 181**	**2 308**	**2 325**
Kapitał własny	**288**	**604**	**1 156**	**1 217**	**1 282**	**1 416**
Kapitały mniejszości	**19**	**40**	**72**	**97**	**111**	**111**
Zobowiązania długoterminowe	**244**	**270**	**346**	**380**	**371**	**267**
Zobowiązania oprocentowane	208	250	328	346	338	234
Zobowiązania krótkoterminowe	**480**	**592**	**508**	**486**	**544**	**531**
Zobowiązania oprocentowane	57	88	70	68	66	46
Zobowiązania handlowe	412	491	431	410	469	476
Pasywa	**1 031**	**1 505**	**2 083**	**2 181**	**2 308**	**2 325**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**206**	**120**	**486**	**462**	**310**	**267**
Zysk (strata) netto	33	343	578	270	126	177
Amortyzacja	48	52	44	57	73	76
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-57**	**-92**	**-236**	**-274**	**-240**	**-75**
CAPEX	-56	-99	-205	-307	-240	-75
Przepływy z działalności finansowej	**-127**	**-38**	**-5**	**-223**	**-66**	**-188**
Dywidenda	-33	-26	-26	-214	0	-63
Przepływy pieniężne netto	22	-10	245	-34	4	4
Środki pieniężne na początek okresu	79	101	91	336	302	289
Środki pieniężne na koniec okresu	101	91	336	302	289	293

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Grupa Kęty

Sprzedaj
(Poprzednia: Sprzedaj; 542 PLN)

Cena docelowa: 603 PLN
Cena bieżąca: 708,5 PLN
Potencjał wzrostu: -15%

Raport za II kw.'23
02.08.2023

#Wstępne wyniki Q2'23. Wstępne wyniki odbieramy neutralnie, względem obecnej wyceny. W naszej prognozie rocznej szacowaliśmy EBITDAA na 766mln PLN, z czego na Q2'23 przypaść miało 210mln PLN vs. 200mln PLN w Q1'23. Biorąc pod uwagę wykonanie prognozy rocznej na poziomie 60% (najwyższe w historii) nie widzimy ryzyka dla realizacji prognozy zarządu (721mln PLN), która jest o 6% niższa od naszych prognoz. Biorąc pod uwagę, że w stabilnych popytowo latach wykonanie EBITDA po I pół. sięgało średnio ok. 50%, przy założeniu utrzymania stabilnego popytu w II pół.'23 spółka miałaby potencjał na wygenerowanie ok. 870mln PLN zysku EBITDA tj. 20% powyżej prognozy Zarządu. Jednak biorąc pod uwagę dużą niepewność w kontekście **1)** krótkiego horyzont zamówień na poziomie 2-4 tygodni oraz **2)** rosnącej presji cenowej w SSA, Zarząd wstrzymuje się obecnie z korektą prognozy. Zakładając, że z uwagi na ww. czynniki otoczenie makro będzie dla spółki bardziej wymagające (brak nowych projektów real estate, słaba aktywność na rynku CRE (dane z USA – podobny scenariusz dla Europy); -40% spadki udzielanych kredytów hipotecznych w Niemczech LINK oraz we Francji LINK) w II pół.'23 spodziewamy się, że ewentualna korekta prognozy rocznej nastąpi przy okazji publikacji ostatecznych wyników za Q2'23, a nowa prognoza zakładać będzie osiągnięcie ok. 790-800mln PLN zysku EBITDA. W SOG widoczny jest wzrost presji konkurencyjnej w BOPP z uwagi na pojawienie się na europejskim rynku nowych mocy produkcyjnych. SSA w związku z rosnącą presją konkurencyjną planuje od Q3'23 wdrożyć obniżki cen chcąc utrzymać obecne wolumeny sprzedaży, co zniweluje pozytywne efekty z Q2'23 (spadek cen aluminium i profili oraz osłabienie USD). Pomimo trudnej sytuacji w budownictwie gdzie ~45% sprzedaży kieruje SWW, wykorzystanie mocy jest na wysokim poziomie ok. 85%, przy czym miesięczna sprzedaż do SSA sięga ok. 2 tys. ton vs. 7,5-8 tys. ton produkcji miesięcznej. Przy ok. 800mln PLN EBITDA w '23, tegoroczne EV/EBITDA wynosi 9,5x, przy ciągle niepewnym outlooku w segmencie budownictwa. Obecna premia do sektora jest zatem naszym zdaniem zbyt duża i spodziewamy się, że kurs spółki będzie się zachowywał gorzej od rynku w kolejnych okresach z uwagi na spadki nowych projektów na rynku real estate.

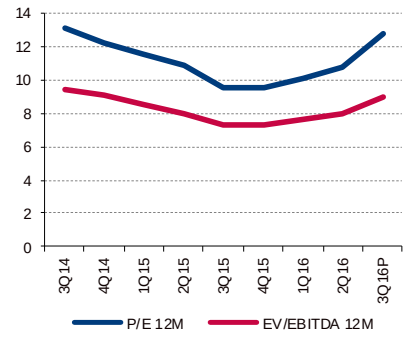
#Otoczenie rynkowe. Obecnie premie do wlewków aluminiowych kształtują się na pozioie 500-550 USD/t co stanowi najniższy poziom od początku 2021r. Największym odbiorcom aluminiowych wyrobów wyciskanych jest segment budownictwa, który znajduje się w recesji, kolejno jest segment motoryzacji, który ma za sobą bardzo dobre półrocze pod względem produkcji, ale gdzie obserwowany jest wolniejszy spływ zamówień (rynek niemiecki), wypłaszczenie backlogu może rodzić pewne obawy na H2'23.

#Wycena. Podnosimy naszą wycenę z uwagi na 1) obniżenie rfr z 6,5% do 6% (+35 PLN/akcję) oraz podniesienie prognozy EBIT długoterminowej o 3% względem wcześniejszych szacunków (+21 PLN/akcję)

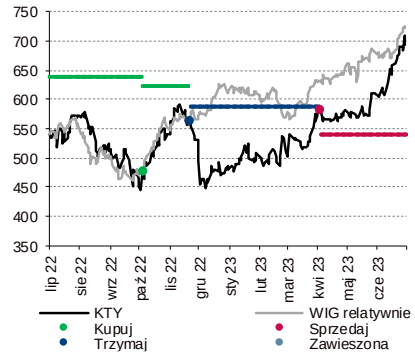
DANE SPÓŁKI			
Ticker	KTY		
Sektor	Przemysł metalowy		
Kurs (PLN)	708,5		
52 tyg. min/max (PLN)	433,5 / 713,5		
Liczba akcji (mln szt.)	9,7		
Kapitalizacja (mln PLN)	6837		
S&P Global ESG Scores	20		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	9,49		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	14,4%	20,7%	28,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Sprzedaj	24.04.2023	542
Trzymaj	12.12.2022	590
Kupuj	24.10.2022	622
Kupuj	21.07.2022	640
Kupuj	08.07.2022	698
Kupuj	22.04.2022	750
Kupuj	04.04.2022	766
Trzymaj	09.12.2021	637

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES KTY NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1154	1242	1227	1502	1653	1512	1284	1378	1349	-18%	-2%
EBITDA	252	245	203	268	350	253	160	201	236	-33%	18%
EBIT	214	207	163	229	310	212	115	157	192	-38%	22%
Zysk netto	162	167	128	175	246	171	87	136	142	-42%	5%
P/E12M trailing	13,0	12,1	11,5	10,8	9,5	9,5	10,1	10,7	12,8		
EV/EBITDA 12M trailing	9,4	9,1	8,5	8,0	7,2	7,3	7,6	8,0	9,0		
zmiana przychodów r./r.	29%	35%	36%	51%	43%	22%	5%	-8%	-18%		
marża EBITDA	21,8%	19,7%	16,5%	17,8%	21,2%	16,7%	12,5%	14,6%	17,5%		
marża EBIT	18,5%	16,7%	13,3%	15,3%	18,7%	14,0%	8,9%	11,4%	14,2%		
marża netto	14,0%	13,5%	10,5%	11,6%	14,9%	11,3%	6,8%	9,9%	10,6%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 549	4 616	5 952	5 098	5 145	5 589
EBITDA	672	900	1 031	805	845	891
EBIT	526	746	865	626	652	695
Zysk netto	430	595	678	476	485	524
EPS (PLN)	44,90	61,6	70,3	49,3	50,2	54,3
DPS (PLN)	35,1	44,6	52,6	62,5	50,0	47,7
P/E (x)	15,8	11,5	10,1	14,4	14,1	13,1
EV/EBITDA (x)	10,9	8,5	7,6	10,0	9,6	9,2
P/BV (x)	4,3	3,9	3,5	3,8	3,8	3,6
DY (%)	5,0%	6,3%	7,4%	8,8%	7,1%	6,7%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	603,0	100%	590,0	100%	2%
Wycena porównawcza	685,0	0%	633,0	0%	8%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	5098	5227	-2%	5145	5529	-7%	5589	5854	-5%
EBITDA	805	766	5%	845	832	2%	891	905	-1%
EBIT	626	587	7%	652	639	2%	695	708	-2%
Zysk netto	476	444	7%	485	471	3%	524	532	-2%
P/E (x)	14,4	15,4		14,1	14,5		13,1	12,8	
EV/EBITDA (x)	10,0	10,5		9,6	9,7		9,2	9,0	
P/BV (x)	3,8			3,8			3,6		
DY (%)	8,8%			7,1%			6,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,5	10,1	14,4	14,1	13,1
P/E skor. (x)	11,5	9,5	14,4	14,1	13,1
P/BV (x)	3,9	3,5	3,8	3,8	3,6
EV/EBITDA (x)	8,5	7,6	10,0	9,6	9,2
EV/EBITDA skor. (x)	8,5	7,5	10,0	9,6	9,2
EV/Sprzedaż (x)	1,7	1,3	1,6	1,6	1,5
FCF Yield (%)	2,0%	5,4%	6,1%	6,2%	5,1%
DY (%)	6,3%	7,4%	8,8%	7,1%	6,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	61,6	70,3	49,3	50,2	54,3
EPS skor. (PLN)	61,6	74,9	49,3	50,2	54,3
DPS (PLN)	44,6	52,6	62,5	50,0	47,7
BVPS (PLN)	183,3	201,1	188,2	188,5	195,0

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	43,2%	41,0%	43,1%	46,1%	47,9%
marża EBITDA skor. (%)	19,5%	17,7%	15,8%	16,4%	15,9%
marża EBIT (%)	16,2%	14,5%	12,3%	12,7%	12,4%
marża netto skor. (%)	12,9%	12,1%	9,3%	9,4%	9,4%
ROE (%)	35,5%	36,6%	25,3%	26,7%	28,3%
ROA (%)	18,5%	18,3%	12,1%	12,0%	12,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,7%	5,2%	7,3%	5,2%	4,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,4	1,9	2,1	1,4	1,3
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	1,0	1,5	1,5	1,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	74	77	91	85	80
Cykl rotacji zapasów (dni)	56	58	69	67	65
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	53	50	59	57	55
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	35	32	37	40	40

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**3 549**	**4 616**	**5 952**	**5 098**	**5 145**	**5 589**
Przychody: wyroby wyciskane	1 280	1 818	2 451	2 107	2 000	2 161
Przychody: systemu aluminiowe	**1 605**	**1 995**	**2 440**	**2 199**	**2 374**	**2 675**
Przychody: opakowania giętkie	938	1 170	1 517	1 220	1 171	1 178
EBITDA: wyroby wyciskane	172	286	329	309	316	321
EBITDA: systemu aluminiowe	283	349	378	336	372	419
EBITDA: opakowania giętkie	229	288	330	211	203	204
EBITDA	**672**	**900**	**1 031**	**805**	**845**	**891**
EBITDA skor.	**672**	**900**	**1 051**	**805**	**845**	**891**
Amortyzacja	147	154	166	179	192	196
EBIT	**526**	**746**	**865**	**626**	**652**	**695**
Wynik na działalności finansowej	-21	-13	-66	-65	-54	-48
Zysk brutto	**505**	**733**	**799**	**560**	**599**	**647**
Podatek dochodowy	-75	-138	-121	-84	-114	-123
Zysk mniejszości	0	1	1	0	0	0
Zysk netto	**430**	**595**	**678**	**476**	**485**	**524**
Zysk netto skor.	**430**	**595**	**722**	**476**	**485**	**524**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 672**	**1 723**	**1 903**	**2 089**	**2 166**	**2 220**
Aktywa obrotowe	**1 217**	**1 804**	**1 983**	**1 910**	**1 928**	**2 037**
Zapasy	517	901	985	944	952	1 035
Należności handlowe	541	790	852	805	812	883
Gotówka	151	104	139	153	154	112
Aktywa	**2 889**	**3 527**	**3 886**	**3 999**	**4 094**	**4 257**
Kapitał własny	**1 586**	**1 768**	**1 941**	**1 816**	**1 819**	**1 882**
Kapitały mniejszości	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Zobowiązania długoterminowe	**565**	**548**	**989**	**1 259**	**1 290**	**1 332**
Zobowiązania oprocentowane	440	422	854	1 124	1 155	1 197
Zobowiązania krótkoterminowe	**737**	**1 209**	**955**	**923**	**984**	**1 043**
Zobowiązania oprocentowane	273	535	295	223	229	237
Zobowiązania handlowe	353	526	504	531	586	637
Pasywa	**2 889**	**3 527**	**3 886**	**3 999**	**4 094**	**4 257**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**637**	**369**	**734**	**862**	**770**	**667**
Zysk (strata) netto	430	595	678	476	485	524
Amortyzacja	147	154	166	179	192	196
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-144**	**-217**	**-308**	**-373**	**-270**	**-250**
CAPEX	-146	-219	-310	-374	-270	-250
Przepływy z działalności finansowej	**-446**	**-199**	**-391**	**-476**	**-498**	**-459**
Dywidenda	-337	-430	-507	-603	-483	-460
Przepływy pieniężne netto	47	-47	36	13	2	-43
Środki pieniężne na początek okresu	103	150	104	139	153	154
Środki pieniężne na koniec okresu	150	104	139	153	154	112

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Mangata

#Prognoza Q2'23 i outlook na H2'23. Oczekujemy pogorszenia wyników zarówno r./r. jak i kw./kw., głównie za sprawą niekorzystnych trendów w otoczeniu walutowym (umocnienie PLN, wobec USD i EUR) oraz osłabienie koniunktury w przemyśle (PMI za czerwiec: Niemcy 40,6 vs 43,2 w maju; Polska 45 vs. 47,1 w maju). W rezultacie spodziewamy się spadku przychodów 249mln PLN (-8% r./r.), a zysku EBITDA do 35mln PLN (-25% r./r.). Na niższych liniach zakładamy także 3mln PLN negatywnego wpływu różnic kursowych. Zakładamy, że mocne pogorszenie PMI w europejskim sektorze przemysłowym w czerwcu, będzie także wywierać presję na wyniki Q3, który także sezonowo jest słabszy z uwagi na sierpniowe przestoje w europejskim przemyśle. Biorąc także pod uwagę silne umocnienie PLN (25mln sprzedaży w USD) obniżamy naszą tegoroczną prognozę zysku EBITDA z 164mln PLN do 137mln PLN (76mln PLN po H1'23). Zakładamy, że wydatki inwestycyjne w latach 2023-2024 wyniosą ok. 65-70mln PLN rocznie, wobec zakładanych wcześniej 80mln PLN i w dużej mierze skoncentrowane będą na automatyzacji produkcji.

#Wycena. Główny wpływ na obniżenie przez nas wyceny miała wypłata dywidendy (9 PLN/akcję) oraz obniżenie prognozy zysku EBIT średnio o 15% w latach 2023-2025 (-11 PLN/akcję). Obniżamy rfr z poziomu 6,5% poprzednio do poziomu 6% (+6 PLN/akcję).

#Wyroby dla motoryzacji i komponenty. Dane o produkcji segmentu motoryzacyjnego w Europie pozostają w dalszym ciągu bardzo silne (dane VDA cze23 +30%, ytd +32%). Niepokoić może natomiast spadek nowych zamówień (VDA -9% ytd). Przy obecnej relacji USD/PLN problemem może być także pozyskiwanie zamówień na rynku amerykańskim, który mocno dokładał do sprzedaży w poprzednich latach. Pod znakiem zapytania stoi popyt z segmentu rolniczego z uwagi na niskie ceny zbóż na globalnych rynkach. Trendy związane ESG będą wspierać długoterminowy popyt w obszarze HVAC, jednak krótkoterminowo przeważyć powinna słaba koniunktura w sektorze budownictwa. Patrząc przez pryzmat PMI spodziewamy się utrzymania 10-15% spadku zamówień z przemysłu maszynowego.

#Armatura i automatyka przemysłowa. Z kw./kw. widoczny jest spadek sprzedaży na rynku CIS. Dodatkowo wysoka dynamika sprzedaży na rynku zachodnie obserwowana w poprzednich kwartałach może świadczyć o wysokim zatowarowaniu klientów, co w połączeniu ze słabymi odczytami PMI sugeruje mocne wyhamowanie sprzedaży. Popyt na rynku krajowym utrzymuje się na stabilnym poziomie (duże inwestycje przemysłowe – Grupa Azoty, Orlen), jednak odpowiada on tylko za 25% sprzedaży. Trwa proces wdrażania zaworów bezpieczeństwa wg normy ASME, które będą istotnym wsparciem dla segmentu w kolejnych latach.

#Elementy złączne. Sprzedaż segmentu w ok. 50% trafia na rynek polski gdzie widzimy silny popyt z segmentu górniczego oraz kolejowego. Wyzwaniem w kolejnych kwartałach może być utrzymanie cen biorąc pod uwagi spadki cen stali.

#Koszty. Spółka ma zakontraktowane na br. ok. 60% zakupów energii po cenie 950 PLN/MWh, reszta zakupów realizowana jest po spocie (600 PLN/MWh). Wzrost kosztów wynagrodzeń wyniesie ok. 12% w br. Ceny złomów obserwują w br. nieznaczne wzrosty ytd, natomiast ceny wyrobów długich dedykowanych do automotive (SQ bars) utrzymują się na stabilnym poziomie, jednak widzimy szansę na ich spadek z uwagi na niższe koszty produkcji (głównie gaz/energia). Kontrakty forward na EUR na kwotę 21mln EUR po 4,98 (roczna sprzedaż 160mln EUR).

Trzymaj

(Poprzednia: Trzymaj; 116 PLN)

Cena docelowa: 100 PLN

Cena bieżąca: 98 PLN

Potencjał wzrostu: 2%

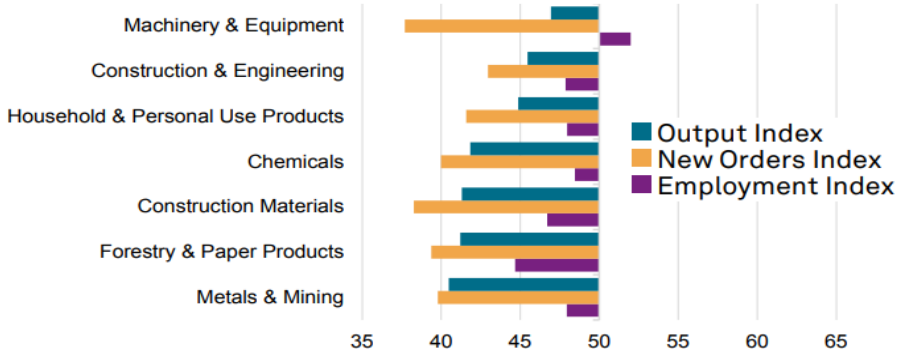
Raport za II kw.'23

12.09.2023

DANE SPÓŁKI			
Ticker			MGT
Sektor			Przemysł
Kurs (PLN)			98,0
52 tyg. min/max (PLN)			64,2 / 120
Liczba akcji (mln szt.)			6,7
Kapitalizacja (mln PLN)			654
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,07
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-3,1%	-19,6%	36,0%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	116
Kupuj	12.12.2022	103
Kupuj	24.10.2022	100
Kupuj	21.07.2022	94
Kupuj	22.04.2022	96
Kupuj	09.12.2021	100
Kupuj	21.10.2021	103
Trzymaj	21.07.2021	99

S&P Global Europe Sector PMI (June)



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	192	210	207	263	271	265	251	277	249	-8%	-10%
EBITDA	33	38	30	41	48	45	34	41	35	-26%	-13%
EBIT	23	28	21	32	38	35	24	30	25	-35%	-18%
Zysk netto	16	23	15	25	28	28	13	22	15	-46%	-32%
P/E12M trailing	13,7	10,4	9,3	8,3	7,3	6,9	7,0	7,2	8,4		
EV/EBITDA 12M trailing	8,1	6,8	6,1	5,7	5,4	5,2	4,9	4,9	5,4		
zmiana przychodów r./r.	58%	52%	43%	45%	41%	26%	21%	5%	-8%		
marża EBITDA	17,1%	18,1%	14,6%	15,6%	17,6%	17,0%	13,5%	14,7%	14,2%		
marża EBIT	12,2%	13,5%	10,0%	12,0%	14,0%	13,2%	9,5%	10,9%	9,9%		
marża netto	8,4%	11,1%	7,1%	9,4%	10,2%	10,4%	5,4%	7,8%	6,0%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	566	791	1 051	1 007	1 076	1 121
EBITDA	74	130	168	137	158	163
EBIT	40	92	128	93	111	115
Zysk netto	34	70	93	60	75	87
EPS (PLN)	5,07	10,5	14,0	9,0	11,3	13,0
DPS (PLN)	0,0	4,6	4,9	11,8	5,5	5,8
P/E (x)	19,3	9,3	7,0	10,8	8,7	7,5
EV/EBITDA (x)	10,4	6,1	4,9	6,2	5,4	5,1
P/BV (x)	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
DY (%)	0,0%	4,7%	5,0%	12,0%	5,6%	5,9%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	100,0	100%	116,0	100%	-14%
Wycena porównawcza	101,0	0%	114,9	0%	-12%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	1007	1062	-5%	1076	1114	-3%	1121	1159	-3%
EBITDA	137	164	-17%	158	172	-8%	163	177	-8%
EBIT	93	121	-23%	111	124	-10%	115	128	-10%
Zysk netto	60	85	-29%	75	86	-13%	87	98	-11%
P/E (x)	10,8	7,7		8,7	7,6		7,5	6,7	
EV/EBITDA (x)	6,2	5,1		5,4	5,0		5,1	4,7	
P/BV (x)	1,2			1,1			1,0		
DY (%)	5,0%			5,6%			5,9%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	9,3	7,0	10,8	8,7	7,5
P/E skor. (x)	9,3	7,0	10,8	8,7	7,5
P/BV (x)	1,4	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	6,1	4,9	6,2	5,4	5,1
EV/EBITDA skor. (x)	6,1	4,9	6,2	5,4	5,1
EV/Sprzedaż (x)	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
FCF Yield (%)	3,8%	6,1%	7,4%	5,4%	7,7%
DY (%)	4,7%	5,0%	12,0%	5,6%	5,9%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	10,5	14,0	9,0	11,3	13,0
EPS skor. (PLN)	10,5	14,0	9,0	11,3	13,0
DPS (PLN)	4,6	4,9	11,8	5,5	5,8
BVPS (PLN)	71,5	81,7	81,9	87,7	94,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	24,6%	24,3%	22,0%	23,2%	23,2%
marża EBITDA skor. (%)	16,4%	16,0%	13,6%	14,7%	14,5%
marża EBIT (%)	11,6%	12,2%	9,3%	10,3%	10,2%
marża netto skor. (%)	8,9%	8,9%	6,0%	7,0%	7,8%
ROE (%)	15,4%	18,3%	11,1%	13,3%	14,3%
ROA (%)	8,9%	10,4%	6,3%	7,4%	8,2%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,8%	4,2%	6,7%	6,3%	6,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	1,1	1,5	1,4	1,4
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Dług netto/EBITDA (x)	1,1	1,0	1,4	1,2	1,1
Cykl konwersji gotówki (dni)	75	83	100	99	102
Cykl rotacji zapasów (dni)	87	90	96	93	96
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	60	57	64	64	65
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	72	64	59	57	59

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**566**	**791**	**1 051**	**1 007**	**1 076**	**1 121**
Koszty wytworzenia	451	596	795	786	826	861
Zysk brutto ze sprzedaży	**115**	**195**	**256**	**221**	**250**	**260**
Koszty sprzedaży	32	41	54	49	54	56
Koszty ogólnego zarządu	48	62	71	79	85	89
Zysk ze sprzedaży	35	91	131	93	111	115
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	5	1	-2	0	0	0
EBITDA	**74**	**130**	**168**	**137**	**158**	**163**
EBITDA skor.	**74**	**130**	**168**	**137**	**158**	**163**
Amortyzacja	34	38	40	44	47	48
EBIT	**40**	**92**	**128**	**93**	**111**	**115**
Wynik na działalności finansowej	0	-4	-12	-18	-18	-7
Zysk brutto	**40**	**88**	**116**	**75**	**93**	**107**
Podatek dochodowy	5	16	21	14	18	20
Zysk mniejszości	1	1	1	0	0	0
Zysk netto	**34**	**70**	**93**	**60**	**75**	**87**
Zysk netto skor.	**34**	**70**	**93**	**60**	**75**	**87**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**485**	**490**	**524**	**546**	**567**	**586**
Aktywa obrotowe	**246**	**366**	**414**	**434**	**477**	**497**
Zapasy	104	180	212	200	221	230
Należności handlowe	108	154	173	178	197	205
Gotówka	33	31	24	50	54	56
Aktywa	**731**	**856**	**939**	**980**	**1 044**	**1 083**
Kapitał własny	**435**	**477**	**545**	**547**	**585**	**634**
Kapitały mniejszości	**6**	**6**	**7**	**8**	**8**	**8**
Zobowiązania długoterminowe	**146**	**129**	**169**	**208**	**217**	**206**
Zobowiązania oprocentowane	107	88	127	165	174	163
Zobowiązania krótkoterminowe	**145**	**243**	**217**	**217**	**234**	**235**
Zobowiązania oprocentowane	45	80	68	72	76	71
Zobowiązania handlowe	89	148	130	123	136	142
Pasywa	**731**	**856**	**939**	**980**	**1 044**	**1 083**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**76**	**60**	**95**	**129**	**114**	**131**
Zysk (strata) netto	34	70	93	60	75	87
Amortyzacja	34	38	40	44	47	48
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-45**	**-32**	**-42**	**-67**	**-68**	**-67**
CAPEX	-28	-30	-44	-67	-68	-67
Przepływy z działalności finansowej	**-36**	**-30**	**-42**	**-35**	**-43**	**-62**
Dywidenda	0	-31	-33	-79	-37	-39
Przepływy pieniężne netto	-5	-2	10	27	3	2
Środki pieniężne na początek okresu	38	33	31	41	51	54
Środki pieniężne na koniec okresu	33	31	41	68	54	56

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

MFO

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 45,6 PLN)

Cena docelowa: 48,9 PLN
Cena bieżąca: 34,8 PLN
Potencjał wzrostu: 41%

Raport za II kw.'23
21.09.2023

#Prognoza Q2'23. Zakładamy, zbliżony poziom zysk EBITDA względem Q1'23. Spodziewamy się, że wolumeny będą nieznacznie słabsze kw./kw. Formuły cenowe na sprzedaży eksportowej uwzględniają ceny stali obowiązujące w poprzednim kwartale co daje szanse na wyższą zrealizowaną średnią cenę sprzedaży. Największy spadek popytu dotyczy segmentu GK (tani import) oraz profili okiennych (recesja w branży budownictwa mieszkaniowego), gdzie spadki sięgają ok. 20%. Widoczny jest okres skrócenia cyklu zamówień (z 3msc do max 2msc), co utrudnia zarządzanie kapitałem obrotowym. Najlepiej zachowuje się sprzedaż w profilach specjalnych. W Q2'23 spółka realizowała pierwsze dostawy profili specjalnych dedykowanych pod PV.

#Nowy potencjał produkcyjny. W br. spółka rozpoczęła budowę hali produkcyjno-magazynowej w Sochaczewie o powierzchni 26 tys. m2. Szacujemy, że inwestycja pozwoli na docelowe zwiększenie potencjału wynikowego spółki o ok. 40% tj. 70 tys. ton profili stalowych rocznie. Koszt inwestycji w rozbudowę nowych mocy produkcyjnych wyniesie ok. 97mln PLN (2023-2024), z czego 40% stanowić będzie wsparcie w ramach SSE. Od 2025r miesięczne moce wzrosną z 15 do 20 tys. ton/msc.

#Ceny stali. Po wzroście cen stali obserwowanym w Q1'23 (z 750-800 EUR/t do 960 EUR/t), Q2'23 przyniósł wyraźną przecenę cena HGDC do poziomu 750-800 EUR/t (3350-3600 PLN/t). W związku z duża zmiennością i brakiem sygnałów popytowych (słabe PMI w europejskim przemyśle) wskazujących na odbicia cen stali w H2'23 (niektóre huty sygnalizują większą skalę remontów/wyłączeń w Q4'23 co może prowadzić do wzrostu cen pod koniec roku). Średnią marżę EBITDA/t sprzedanych profili w latach 2023-2027 zakładamy na poziomie 370 PLN/t, wobec 300 PLN/t w latach 2016-2020.

#Rynek okien. Dane GUS o wolumenie produkcji okien w Polsce, wskazują wyraźne pogorszenie dynamik w ostatnich miesiącach. W styczniu produkcja była o 2% wyższa r./r., w lut-mar spadki sięgały ok. 15%, natomiast w okresie kwi-maj spadki przekroczyły 20% r./r. Eko-Okna planują w latach 2022-2024 zainwestować 4mld PLN w rozbudowę mocy produkcyjnych, w tym celu podpisały już umowę kredytu konsorcjalnego na kwotę 1,6mld PLN. Zdaniem Prezesa Druexu tegoroczna sprzedaż okien na krajowym rynku może się zmniejszyć o 40%. Z kolei Prezes Oknoplastu zwraca uwagę na kilkudziesięcio procentowe spadki produkcji i sprzedaży okien na rynku francuskim, hiszpańskim, czy włoskim. W I pół.'23 Oknoplast odnotował wzrost sprzedaży, natomiast przychody Drutexu były minimalnie niższe r./r., co wskazuje że dużo gorsza sytuacja jest po stronie mniejszych producentów.

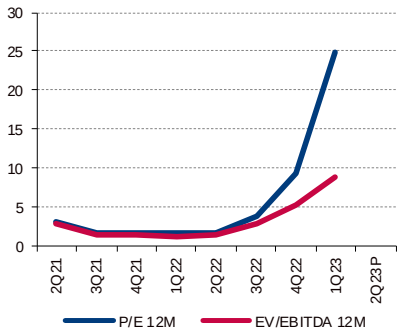
#Rynek budowlany w Polsce. W okresie sty-maj'23 rozpoczęto budowę mniej niż 30 tys. nowych domów jednorodzinnych oraz mniej niż 70 tys. mieszkań ogółem (-27% r./r.). W przypadku deweloperów spadki sięgają 30%, natomiast po stronie inwestorów indywidualnych 25%. Dane potwierdzają, że krajowe zamówienia na stolarkę będą o 30-40% niższe r./r., a tendencja ta przeciągnie się także na 2024r. W tym samym czasie w programie Czyste Powietrze zgłoszono wnioski o dopłaty do remontu ponad 76 tys. istniejących budynków, z czego duża część zawiera prace związane z wymianą stolarki okiennej i drzwiowej.

#Wycena. Podniesienie przez nas ceny docelowej, przy słabszych prognozowanych wynikach w latach 2023-2024 wynika z obniżenia rfr z 6,5% do 6% (+2,5 PLN/akcję) oraz obniżenia zapotrzebowania na kapitał obrotowy o 30mln PLN w związku ze słabszym niż poprzednio oczekiwaliśmy popytem oraz niższymi cenami stali (+4,5 PLN/akcję)

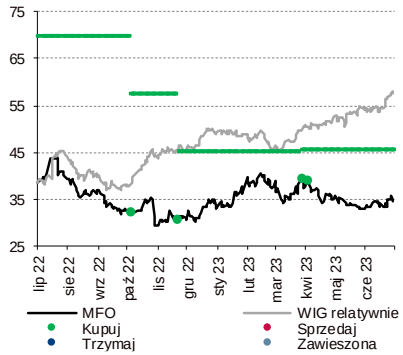
DANE SPÓŁKI			
Ticker	MFO		
Sektor	Przemysł metalowy		
Kurs (PLN)	34,8		
52 tyg. min/max (PLN)	29,1 / 45,2		
Liczba akcji (mln szt.)	6,6		
Kapitalizacja (mln PLN)	230		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,09		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,8%	-8,7%	-10,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	46
Kupuj	17.04.2023	46
Kupuj	12.12.2022	45
Kupuj	24.10.2022	57
Kupuj	21.07.2022	70
Kupuj	22.04.2022	79
Kupuj	09.12.2021	80,00

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES MFO NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	234	324	257	295	295	187	145	152	143	-51%	-6%
EBITDA	44	79	24	23	37	-5	-15	6	6	-84%	2%
EBIT	43	77	23	22	35	-7	-17	4	4	-89%	11%
Zysk netto	34	62	18	17	28	-4	-17	1	2	-92%	54%
P/E12M trailing	3,3	1,8	1,7	1,8	1,8	3,9	9,3	24,8	-		
EV/EBITDA 12M trailing	2,9	1,5	1,6	1,2	1,4	2,9	5,4	8,8	-		
zmiana przychodów r./r.	169%	213%	114%	67%	26%	-42%	-43%	-49%	-51%		
marża EBITDA	18,9%	24,3%	9,4%	7,9%	12,5%	-	-	3,8%	4,1%		
marża EBIT	18,3%	23,9%	8,8%	7,4%	12,0%	-	-	2,4%	2,8%		
marża netto	14,6%	19,1%	7,0%	5,7%	9,6%	-	-	0,9%	1,5%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	428	990	923	612	720	810
EBITDA	36	172	41	32	52	60
EBIT	31	167	34	24	42	49
Zysk netto	27	133	25	16	31	42
EPS (PLN)	4,08	20,1	3,7	2,5	4,6	6,4
DPS (PLN)	0,0	1,0	4,0	0,0	0,0	1,9
P/E (x)	8,5	1,7	9,3	14,1	7,5	5,4
EV/EBITDA (x)	6,8	1,6	5,4	7,9	5,8	5,2
P/BV (x)	1,2	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
DY (%)	0,0%	2,9%	11,5%	0,0%	0,0%	5,3%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	48,9	100%	45,6	100%	7%
Wycena porównawcza	33,5	0%	38,8	0%	-14%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	612	859	-29%	720	936	-23%	810	1015	-20%
EBITDA	32	55	-42%	52	59	-12%	60	65	-8%
EBIT	24	48	-49%	42	51	-17%	49	54	-9%
Zysk netto	16	35	-53%	31	44	-30%	42	48	-12%
P/E (x)	14,1	6,7		7,5	5,2		5,4	4,8	
EV/EBITDA (x)	7,9	4,6		5,8	5,1		5,2	4,8	
P/BV (x)	0,7			0,6			0,6		
DY (%)	0,0%			0,0%			5,5%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	1,7	9,3	14,1	7,5	5,4
P/E skor. (x)	1,7	9,3	14,1	7,5	5,4
P/BV (x)	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	1,6	5,4	7,9	5,8	5,2
EV/EBITDA skor. (x)	1,6	5,4	7,9	5,8	5,2
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4
FCF Yield (%)	-0,8%	6,0%	-8,1%	-3,3%	3,9%
DY (%)	2,9%	11,5%	0,0%	0,0%	5,3%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	20,1	3,7	2,5	4,6	6,4
EPS skor. (PLN)	20,1	3,7	2,5	4,6	6,4
DPS (PLN)	1,0	4,0	0,0	0,0	1,9
BVPS (PLN)	47,8	47,6	50,0	54,7	59,2

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	17,4%	4,4%	5,2%	7,2%	7,4%
marża EBIT (%)	16,8%	3,7%	4,0%	5,8%	6,0%
marża netto skor. (%)	13,4%	2,7%	2,7%	4,3%	5,2%
ROE (%)	52,8%	7,8%	5,0%	8,9%	11,2%
ROA (%)	30,6%	4,8%	3,4%	5,7%	6,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,4%	2,1%	7,3%	9,0%	3,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	4,5	2,9	5,8	6,7	2,7
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,3	0,7	1,3	1,3
Cykl konwersji gotówki (dni)	55	69	84	80	81
Cykl rotacji zapasów (dni)	59	67	64	61	62
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	24	31	48	55	55
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	28	29	28	36	36

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**428**	**990**	**923**	**612**	**720**	**810**
Profile okienne	229	573	516	274	341	377
Profile GK	**47**	**116**	**101**	**73**	**84**	**84**
Profile specjalne	94	166	172	171	187	221
Profile spawane	45	125	123	85	98	118
Zużycie materiałów i energii	336	804	743	506	577	650
Zysk brutto ze sprzedaży	63	225	86	76	103	116
EBITDA	**36**	**172**	**41**	**32**	**52**	**60**
EBITDA skor.	**36**	**172**	**41**	**32**	**52**	**60**
Amortyzacja	5	5	7	8	10	11
EBIT	**31**	**167**	**34**	**24**	**42**	**49**
Wynik na działalności finansowej	2	-3	-4	-4	-4	-4
Zysk brutto	**33**	**164**	**30**	**20**	**38**	**52**
Podatek dochodowy	6	31	6	4	7	10
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**27**	**133**	**25**	**16**	**31**	**42**
Zysk netto skor.	**27**	**133**	**25**	**16**	**31**	**42**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**160**	**169**	**206**	**243**	**299**	**317**
Aktywa obrotowe	**151**	**388**	**255**	**251**	**288**	**322**
Zapasy	84	239	102	112	129	145
Należności handlowe	34	94	61	100	115	130
Gotówka	33	36	85	32	37	41
Aktywa	**311**	**557**	**461**	**494**	**586**	**640**
Kapitał własny	**187**	**316**	**314**	**331**	**361**	**391**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**41**	**44**	**49**	**59**	**79**	**85**
Zobowiązania oprocentowane	6	7	12	22	43	48
Zobowiązania krótkoterminowe	**83**	**197**	**97**	**105**	**146**	**163**
Zobowiązania oprocentowane	45	67	63	32	63	71
Zobowiązania handlowe	34	119	27	66	76	86
Pasywa	**311**	**557**	**461**	**494**	**586**	**640**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**36**	**16**	**105**	**14**	**18**	**33**
Zysk (strata) netto	27	133	25	16	31	42
Amortyzacja	5	5	7	8	10	11
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-19**	**-24**	**-16**	**-45**	**-65**	**-30**
CAPEX	-19	-24	-20	-45	-65	-30
Przepływy z działalności finansowej	**-8**	**11**	**-40**	**-22**	**51**	**1**
Dywidenda	0	7	26	0	0	12
Przepływy pieniężne netto	9	3	49	-53	5	4
Środki pieniężne na początek okresu	24	32	36	85	32	37
Środki pieniężne na koniec okresu	32	36	85	32	37	41

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Rawlplug

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 22,7 PLN)

Cena docelowa: 19,1 PLN

Cena bieżąca: 14,9 PLN

Potencjał wzrostu: 29%

Raport za II kw.'23

25.08.2023

#Prognoza Q2'23. Po słabszych od naszych oczekiwań wynikach za Q1'23 obniżamy nasze oczekiwania na Q2'23 oraz cały 2023r. W Q2'23 zakładamy porównywalny poziom sprzedaży r./r. (320mln PLN) oraz stopniową odbudowę marży kw./kw. o 2.5pp, za czym przemawiają głównie niższe ceny tworzyw sztucznych, walcówki, czy cynku. Zakładany przez nas płaski poziom sprzedaży to głównie efekt wyższych cen sprzedaży r./r. (szacujemy, że średnio 10% r./r., przy dużym zróżnicowaniu w poszczególnych grupach produktowych), na przychody z kolei negatywnie wpływało umocnienie się PLN, wobec EUR o 4% kw./kw. oraz GBP o 2% kw./kw. Szacujemy, że wolumeny mogą być niższe o 8-9% r./r., przy czym spadki dotyczą głownie segmentu budowalnego (Wrocław), natomiast w Łańcucie (30% przychodów Grupy, 90% na eksport) sprzedaż naszym zdaniem może być porównywalna r./r. z uwagi na ekspozycje na segment transportowy/maszynowy (śruby) oraz budownictwo (zestawy HV)). W dalszym ciągu spodziewamy się bardziej dynamicznego wzrostu sprzedaży w kategorii towarów (mocno rozbudowa portfolio w ostatnich latach - elektronarzędzia, akcesoria do elektronarzędzi), gdzie przy osiągnięciu odpowiedniej skali w pojedynczych kategoriach spółka może próbować częściowo zintegrować się pionowo. Spółka dostrzega potencjał do dynamiczne go wzrostu w Azji, gdzie większość rynku zdominowana jest przez Hilti.

#Koszty. Koszty energii elektrycznej do końca roku będą na znacznie wyższym poziomie (+4,5mln PLN kwartalnie). Dalsza przecena tworzyw sztucznych (4 tys. ton) i walcówki stalowej (27 tys. ton) będzie dodatkowym wsparciem dla marży w kolejnych kwartałach, do momentu aż presja ze strony konkurencji zacznie wymuszać zwiększanie rabatów/upustów. Zwracamy uwagę na umocnienie PLN wobec USD i CNY, co powinno zwiększać marże na importowanych towarach z Azji.

#Inwestycje. Zakładamy, że inwestycje w latach 2023-2024 wyniosą ok. 190-200mln PLN. Kluczowe nakłady związane będą z inwestycją w magazyn w Kożuchowie (20 tys. m2; rozruch na przełomie Q2/Q3'24), rozbudową produkcji we Wrocławiu po przeniesieniu magazynu do Kożuchowa, rozbudową parku maszynowego w Łańcucie oraz w Wietnamie. Również obszarze cyfryzacji i IT planowane są zwiększone nakłady. Spółka przygotowuje się także do rozpoczęcia sprzedaży bezpośredniej w kanale internetowym (www.e.rawlplug.com)

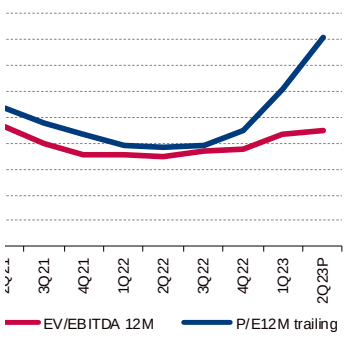
#Pozostałe. Spółka realizuje obecnie inwestycje mieszkaniową we Wrocławiu. W Q1'24 planowane jest przekazanie 62 mieszkań (PUM 4000m2). Pomimo spadku cen frachtu morskiego z Chin nie spodziewamy się gwałtownego wzrostu importu z tego kierunku z uwagi na wprowadzone w lutym ub.r. cła na import stalowych elementów złącznych z Chin w wysokości od 22,1 do 86,5%. W raporcie wielkość europejskiej produkcji elementów złącznych została ustalona na poziomie 1,06mln ton przy konsumpcji wynoszącej ok. 2mln ton, przy czym wielkość importu z Chin wynosi ponad 200 tys. ton. Niewykluczone jednak, że niższe koszty transportu morskiego przełożą się na większy import z innych kierunków azjatyckich (m.in. Indie, Malezja).

Konkurencja. StanleyBlack&Decker (DeWalt) – wyniki Q2'23: 1 sierpnia; Makita – 31 lipca (w kwietniu podano słaby forecast na rok obrotowy kwi'23-mar'24 m.in. Spadek sprzedaży do Europy o 7% i do USA o 40%; Bulten – dobre wyniki w Q2'23, mocny popyt na zamocowania z przemysłu, konieczność lokowania części produkcji poza Grupę.

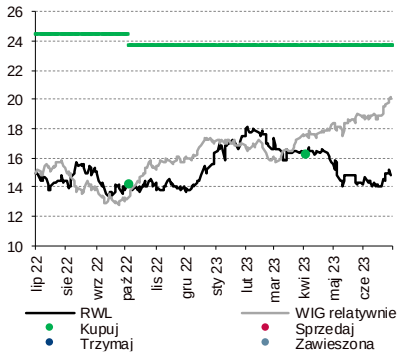
DANE SPÓŁKI			
Ticker			RWL
Sektor			Przemysł
Kurs (PLN)			14,9
52 tyg. min/max (PLN)			13,1 / 18,3
Liczba akcji (mln szt.)			32,6
Kapitalizacja (mln PLN)			484
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,04
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,2%	-10,3%	-1,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	22,7
Kupuj	12.12.2023	22,1
Kupuj	24.10.2022	23,8
Kupuj	21.07.2022	24,5
Kupuj	22.04.2022	28,3
Kupuj	09.12.2021	27,5
Kupuj	21.10.2021	25,6
Kupuj	20.07.2021	24,9

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES RWL NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	262	272	252	310	318	310	280	313	321	1%	2%
EBITDA	55	58	38	56	59	55	31	39	48	-19%	22%
EBIT	46	49	28	46	49	45	19	27	35	-28%	31%
Zysk netto	37	30	20	38	40	27	5	9	20	-50%	126%
P/E12M trailing	5,4	4,8	4,3	3,9	3,8	3,9	4,4	6,1	8,1		
EV/EBITDA 12M trailing	4,6	4,0	3,6	3,5	3,5	3,7	3,8	4,3	4,5		
zmiana przychodów r./r.	44%	30%	30%	38%	22%	14%	11%	1%	1%		
marża EBITDA	21,0%	21,4%	14,9%	18,1%	18,5%	17,9%	11,1%	12,5%	14,9%		
marża EBIT	17,5%	18,1%	11,3%	14,9%	15,4%	14,4%	6,9%	8,6%	11,0%		
marża netto	14,2%	11,0%	8,0%	12,2%	12,4%	8,7%	1,6%	2,8%	6,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	788	1 012	1 219	1 228	1 320	1 412
EBITDA	115	196	201	168	185	200
EBIT	80	160	159	116	130	140
Zysk netto skor.	50	112	109	56	85	92
EPS (PLN)	1,61	3,8	3,8	1,9	2,9	3,2
DPS (PLN)	0,0	0,4	0,6	0,8	0,9	1,0
P/E skor. (x)	9,2	3,9	4,0	7,7	5,1	4,7
EV/EBITDA (x)	6,2	3,5	3,7	4,9	4,5	4,0
P/BV (x)	1,0	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
DY (%)	0,0%	2,8%	4,3%	5,4%	5,9%	6,5%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	19,1	100%	22,7	100%	-16%
Wycena porównawcza	20,3	0%	24,2	0%	-16%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	1228	1308	-6%	1320	1348	-2%	1412	1388	2%
EBITDA	168	207	-19%	185	214	-13%	200	221	-9%
EBIT	116	156	-26%	130	159	-18%	140	159	-12%
Zysk netto	56	91	-39%	85	110	-23%	92	113	-19%
P/E (x)	8,7	5,3		5,7	4,4		5,3	4,3	
EV/EBITDA (x)	5,2	4,2		4,8	4,2		4,3	3,9	
P/BV (x)	0,7			0,7			0,6		
DY (%)	5,4%			5,9%			6,5%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	3,9	4,0	7,7	5,1	4,7
P/E skor. (x)	3,9	4,0	7,7	5,1	4,7
P/BV (x)	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	3,5	3,7	4,9	4,5	4,0
EV/EBITDA skor. (x)	3,5	3,7	4,9	4,5	4,0
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6
FCF Yield (%)	3,7%	2,4%	3,2%	3,0%	9,4%
DY (%)	2,8%	4,3%	5,4%	5,9%	6,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	3,8	3,8	1,9	2,9	3,2
EPS skor. (PLN)	3,8	3,8	1,9	2,9	3,2
DPS (PLN)	0,4	0,6	0,8	0,9	1,0
BVPS (PLN)	19,7	23,0	23,4	25,5	27,7

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	40,2%	36,7%	34,4%	35,0%	35,0%
marża EBITDA skor. (%)	19,4%	16,5%	13,7%	14,0%	14,2%
marża EBIT (%)	15,8%	13,0%	9,5%	9,9%	9,9%
marża netto skor. (%)	11,1%	8,9%	4,5%	6,4%	6,5%
ROE (%)	21,2%	17,4%	8,3%	12,0%	12,0%
ROA (%)	10,2%	8,3%	3,9%	5,6%	5,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,0%	5,4%	7,9%	7,6%	4,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,4	1,5	1,9	1,8	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5
Dług netto/EBITDA (x)	1,3	1,6	2,3	2,2	1,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	110	120	146	146	146
Cykl rotacji zapasów (dni)	111	123	138	138	138
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	57	58	69	69	69
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	58	60	61	61	61

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**788**	**1 012**	**1 219**	**1 228**	**1 320**	**1 412**
Koszty wytworzenia	503	605	772	806	858	918
Zysk brutto ze sprzedaży	**285**	**407**	**447**	**422**	**462**	**495**
Koszty sprzedaży	153	181	212	221	238	254
Koszty ogólnego zarządu	53	63	75	85	94	100
Zysk ze sprzedaży	79	163	161	116	130	140
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	-3	-2	0	0	0
EBITDA	**115**	**196**	**201**	**168**	**185**	**200**
EBITDA skor.	**115**	**196**	**201**	**168**	**185**	**200**
Amortyzacja	35	36	42	51	55	61
EBIT	**80**	**160**	**159**	**116**	**130**	**140**
Wynik na działalności finansowej	-11	-7	-5	-33	-18	-19
Zysk brutto	**69**	**154**	**154**	**83**	**112**	**121**
Podatek dochodowy	-11	-28	-27	-16	-21	-23
Zysk mniejszości	8	14	18	12	6	6
Zysk netto	**50**	**112**	**109**	**56**	**85**	**92**
Zysk netto skor.	**50**	**112**	**109**	**56**	**85**	**92**
	sty 00	sty 00	sty 00	sty 00	sty 00	sty 00
Bilans (mln PLN)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023P**	**2024P**	**2025P**
Aktywa trwałe	**542**	**568**	**646**	**702**	**747**	**747**
Aktywa obrotowe	**454**	**643**	**766**	**760**	**816**	**873**
Zapasy	257	358	462	464	499	534
Należności handlowe	141	175	210	231	249	266
Gotówka	54	106	92	61	66	71
Aktywa	**997**	**1 211**	**1 412**	**1 461**	**1 563**	**1 620**
Kapitał własny	**478**	**583**	**668**	**679**	**738**	**802**
Kapitały mniejszości	**49**	**61**	**75**	**90**	**96**	**102**
Zobowiązania długoterminowe	**207**	**102**	**323**	**278**	**290**	**274**
Zobowiązania oprocentowane	186	79	294	247	259	243
Zobowiązania krótkoterminowe	**263**	**465**	**345**	**414**	**438**	**441**
Zobowiązania oprocentowane	122	278	120	202	212	199
Zobowiązania handlowe	137	183	218	205	220	235
Pasywa	**997**	**1 211**	**1 412**	**1 461**	**1 563**	**1 620**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**106**	**77**	**85**	**125**	**127**	**141**
Zysk (strata) netto	50	112	109	56	85	92
Amortyzacja	35	36	42	51	55	61
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-47**	**-71**	**-79**	**-102**	**-100**	**-61**
CAPEX	-39	-50	-66	-97	-100	-61
Przepływy z działalności finansowej	**-60**	**11**	**-15**	**-28**	**-22**	**-75**
Dywidenda	0	-12	-19	-23	-26	-28
Przepływy pieniężne netto	-1	17	-9	-4	5	5
Środki pieniężne na początek okresu	48	47	64	55	51	54
Środki pieniężne na koniec okresu	47	64	55	51	54	59

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Stalprodukt

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 412 PLN)

Cena docelowa: 381 PLN
Cena bieżąca: 265 PLN
Potencjał wzrostu: 44%

Raport za II kw.'23
31.08.2023

#Segment cynku. Q2'23 przyniósł wyraźny spadek cen cynku do poziomu 2545 USD/t (-19% kw./kw.). Dodatkowo umocnienie PLN w relacji do USD o 5% przełożyło się na spadek średniej ceny cynku w PLN o 23% kw./kw. Średnie ceny nośników energii kształtowały się następująco: 1) ee 540 PLN/MWh (-100 PLN), 2) gaz 180 PLN (-100 PLN), 3) Koks 1650 PLN/t (bez zmian). Zakładamy podobny wolumen sprzedaży cynku co w Q1'23 (32 tys. ton), z uwagi na utrzymujący się słaby popyt z sektora talowego. Szacujemy że oszczędności na nośnikach energii wyniosą ok. 18mln PLN kw./kw. Szacujemy, że 1/3 wsadu dla hut pochodzi z własnego materiału (koncentrat lub tlenki/pyły), co implikuje, że spadek cen o 3000 PLN/t miał negatywny wpływ rzędu 30mln PLN. W przypadku zakupionego materiału ubytek zysku szacujemy na 10mln PLN. Wpływ hedgingu szacujemy na +7mln PLN (vs. -10mln PLN w Q1'23). Dodatkowo niższe premie do metalu implikują nam ubytek wyniku na poziomie 12mln PLN (-100 USD/t). Wzrost TC o 50 USD/t (benchmark TC) to dodatkowy zysk w kwocie 6mln PLN. ostatecznie zakładamy, że wynik segmentu będzie niższy o 20mln PLN kw./kw. nie uwzględniamy ewentualnego odpisu na zapasach), przy utrzymaniu podobnego poziomu rekompensat do energii elektrycznej na poziomie 23mln PLN.

#Segment GOES. Ceny GOES w Chinach spadły czerwcu o 250 USD/t względem kwietnia i maja, obecnie kształtują się na poziomie 2500 USD/t (~10000 PLN/t), a średnia za Q2'23 wyniosła 11500 PLN/t. W STP szacujemy, że zrealizowana cena w Q1'23 wyniosła 3300 USD/t (biorąc pod uwagę mix produkcyjny), na Q2'23 zakładamy spadek ceny o 5% z uwagi na wysokie zatowarowanie klientów materiałem z Rosji w Q4'22 oraz napływ surowca z Azji po spadku cen frachtu. Zbiorąc pod uwagę osłabienie USD wobec PLN zakładamy ok. 10% spadek przychodów. Biorąc pod uwagę niższe ceny gazu i płaskie ceny HRC spodziewamy się spadku wyniku o 30mln PLN kw./kw.

#Segment profili. Początkowo zakładaliśmy, że segment profili osiągnie zerowy wynik w Q2'23 jednak biorąc pod uwagę mocną tendencję spadkową na cenach stali oraz bardzo słaby wolumen sprzedaży w Q1'23 (-34% r./r.), zakładamy 8mln PLN straty w Q2'23 przy wolumenie sprzedaży rzędu 30 tys. Ton.

#Strategia. (1) Poprawa efektywności energetycznej: Budowa instalacji kogeneracyjnej o mocy 22 MW, Budowa własnych źródeł OZE (PV i farmy wiatrowe) o mocy ok. 110 MW, Obniżenie emisji CO2 o 72 tys. ton w segmencie stali oraz 362 tys. ton w segmencie cynku, Obniżenie zapotrzebowania na energię elektryczną o ok. 268 GWh/rok, co stanowi 40% aktualnego zużycia, Wartość rocznych oszczędności wyniesie ok. 290mln PLN. (**2) Blachy elektrotechniczne:** Wzrost udziału blach HiB w zakładzie w Bochni do co najmniej 50 tys. ton/rok, Potencjalne wprowadzenie do produkcji wysokich gatunków blach elektrotechnicznych o ziarnie niezorientowanym (NGO) z przeznaczeniem do produkcji samochodów elektrycznych. **(3) Inwestycje**: Nakłady związane z projektami poprawy efektywności energetycznej, budową własnych źródeł wytwórczych oraz inwestycjami w segmencie blach elektrotechnicznych wyniosą ok. 1mld PLN (125mln PLN/rocznie), po 50% w segmencie cynku i przetwórstwa stali
(4) Tischnera Green Town: Projekt budowy budynków komercyjnych tj. biurowca oraz lokali na wynajem w formule PRS przy ul. Wadowickiej/Tischnera w Krakowie na własnej nieruchomości gruntowej o powierzchni ok. 7,5ha Inwestycja ma się składać z dwóch etapów: 1 etap – budowa 38 tys. m2 powierzchni biurowej oraz ok. 90 tys. m2 powierzchni lokali na wynajem w formule PRS (2 tys. mieszkań); 2 etap – dodatkowe 45 tys. m2 powierzchni biurowej lub mieszkalnej, Łączne koszty budowy 1 etapu szacowane są na 1mld PLN, natomiast spodziewane przychody na min. 125mln PLN rocznie

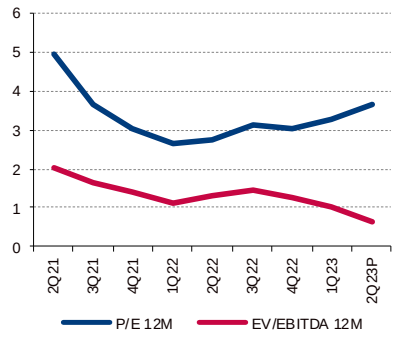
mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1132	1216	1315	1474	1578	1447	1406	1298	1075	-32%	-17%
EBITDA	204	240	189	224	211	162	194	184	134	-37%	-27%
EBIT	160	196	144	180	166	116	148	138	89	-46%	-35%
Zysk netto	136	153	122	148	118	89	120	113	69	-41%	-38%
P/E12M trailing	4,9	3,6	3,0	2,6	2,7	3,1	3,0	3,3	3,7		
EV/EBITDA 12M trailing	2,0	1,6	1,4	1,1	1,3	1,4	1,3	1,0	0,6		
zmiana przychodów r./r.	50%	51%	52%	46%	39%	19%	7%	-12%	-32%		
marża EBITDA	18,0%	19,8%	14,4%	15,2%	13,4%	11,2%	13,8%	14,2%	12,5%		
marża EBIT	14,1%	16,2%	11,0%	12,2%	10,5%	8,0%	10,6%	10,6%	8,3%		
marża netto	12,0%	12,6%	9,3%	10,1%	7,4%	6,1%	8,5%	8,7%	6,4%		

DANE SPÓŁKI	
Ticker	STP
Sektor	Przemysł metalowy
Kurs (PLN)	265,0
52 tyg. min/max (PLN)	206,5 / 319
Liczba akcji (mln szt.)	5,6
Kapitalizacja (mln PLN)	1479
S&P Global ESG Scores	33
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,40

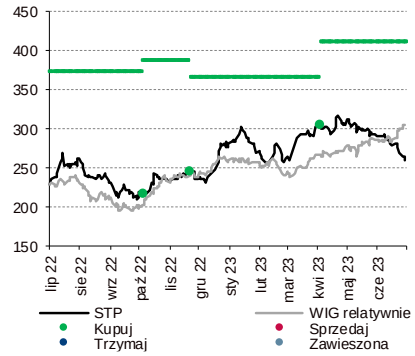
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-10,2%	-14,2%	14,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	412
Kupuj	12.12.2022	368
Kupuj	24.10.2022	389
Kupuj	21.07.2022	374
Kupuj	22.04.2022	427
Kupuj	09.12.2021	384
Trzymaj	21.10.2021	317
Trzymaj	20.07.2021	390

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES STP NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 320	4 674	5 904	4 365	4 310	4 294
EBITDA	378	785	791	576	487	409
EBIT	211	608	611	395	297	216
Zysk netto	163	489	474	313	233	161
EPS (PLN)	29,15	87,6	88,1	58,2	43,3	29,9
DPS (PLN)	0,0	6,0	22,3	15,0	15,0	20,0
P/E (x)	9,1	3,0	3,0	4,6	6,1	8,9
EV/EBITDA (x)	3,3	1,6	1,4	0,9	1,0	1,1
P/BV (x)	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
DY (%)	0,0%	2,3%	8,4%	5,7%	5,7%	7,5%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	381,0	100%	412,0	100%	-8%
Wycena porównawcza	545,0	0%	550,0	0%	-1%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	4365	5123	-15%	4310	5020	-14%	4294	4899	-12%
EBITDA	576	672	-14%	487	460	6%	409	434	-6%
EBIT	395	492	-20%	297	282	5%	216	257	-16%
Zysk netto	313	386	-19%	233	218	7%	161	190	-15%
P/E (x)	4,7	3,8		6,3	6,8		9,2	7,8	
EV/EBITDA (x)	0,8	0,6		0,9	0,9		0,9	0,8	
P/BV (x)	0,4			0,4			0,4		
DY (%)	5,7%			5,7%			7,5%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	3,0	3,0	4,6	6,1	8,9
P/E skor. (x)	3,0	3,0	4,6	6,1	8,9
P/BV (x)	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (x)	1,6	1,4	0,9	1,0	1,1
EV/EBITDA skor. (x)	1,5	1,2	0,9	1,1	1,1
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
FCF Yield (%)	9,1%	14,8%	47,0%	6,6%	11,2%
DY (%)	2,3%	8,4%	5,7%	5,7%	7,5%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	87,6	88,1	58,2	43,3	29,9
EPS skor. (PLN)	87,6	88,1	58,2	43,3	29,9
DPS (PLN)	6,0	22,3	15,0	15,0	20,0
BVPS (PLN)	578,9	691,9	739,3	767,6	777,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	17,5%	14,6%	15,4%	13,8%	12,0%
marża EBITDA skor. (%)	18,0%	16,4%	12,6%	10,7%	9,4%
marża EBIT (%)	13,0%	10,4%	9,0%	6,9%	5,0%
marża netto skor. (%)	10,5%	8,0%	7,2%	5,4%	3,8%
ROE (%)	16,3%	13,6%	8,1%	5,7%	3,9%
ROA (%)	10,7%	9,5%	6,0%	4,3%	2,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,9%	2,0%	6,2%	6,0%	4,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	0,7	1,5	1,4	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,4	-1,6	-1,9	-2,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	93	95	128	115	118
Cykl rotacji zapasów (dni)	70	69	95	88	90
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	51	54	70	61	62
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	28	28	36	34	35

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**3 320**	**4 674**	**5 904**	**4 365**	**4 310**	**4 294**
Koszty wytworzenia	2 894	3 854	5 043	3 693	3 716	3 781
Zysk brutto ze sprzedaży	**427**	**820**	**861**	**673**	**594**	**513**
Koszty sprzedaży	80	85	124	111	120	120
Koszty ogólnego zarządu	153	162	183	165	177	177
Zysk ze sprzedaży	194	573	554	397	297	216
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	18	35	57	-2	0	0
EBITDA	**378**	**785**	**791**	**576**	**487**	**409**
EBITDA skor.	**314**	**840**	**969**	**549**	**462**	**403**
Amortyzacja	167	177	179	181	190	193
EBIT	**211**	**608**	**611**	**395**	**297**	**216**
Wynik na działalności finansowej	3	-16	-13	-2	-1	8
Zysk brutto	**214**	**592**	**598**	**393**	**296**	**208**
Podatek dochodowy	40	91	118	70	56	40
Zysk mniejszości	11	13	6	10	7	8
Zysk netto	**163**	**489**	**474**	**313**	**233**	**161**
Zysk netto skor.	**163**	**489**	**474**	**313**	**233**	**161**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**2 425**	**2 378**	**2 321**	**2 381**	**2 451**	**2 451**
Aktywa obrotowe	**1 918**	**2 446**	**2 860**	**2 944**	**3 054**	**3 074**
Zapasy	817	987	1 253	1 009	1 066	1 062
Należności handlowe	512	786	973	697	736	733
Gotówka	549	604	633	1 237	1 253	1 279
Aktywa	**4 343**	**4 823**	**5 181**	**5 325**	**5 506**	**5 525**
Kapitał własny	**2 771**	**3 231**	**3 723**	**3 978**	**4 130**	**4 183**
Kapitały mniejszości	**112**	**108**	**114**	**125**	**132**	**139**
Zobowiązania długoterminowe	**710**	**559**	**437**	**419**	**419**	**391**
Zobowiązania oprocentowane	157	163	134	130	130	102
Zobowiązania krótkoterminowe	**750**	**925**	**908**	**804**	**826**	**811**
Zobowiązania oprocentowane	57	84	84	61	61	48
Zobowiązania handlowe	283	440	477	388	410	408
Pasywa	**4 343**	**4 823**	**5 181**	**5 325**	**5 506**	**5 525**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**350**	**269**	**340**	**966**	**357**	**358**
Zysk (strata) netto	163	489	474	313	233	161
Amortyzacja	167	177	179	181	190	193
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-241**	**-123**	**-32**	**-273**	**-260**	**-193**
CAPEX	-227	-135	-121	-271	-260	-193
Przepływy z działalności finansowej	**-78**	**-94**	**-185**	**-85**	**-82**	**-140**
Dywidenda	0	-36	-120	-81	-81	-108
Przepływy pieniężne netto	32	52	113	608	16	26
Środki pieniężne na początek okresu	405	436	489	602	1 210	1 226
Środki pieniężne na koniec okresu	436	489	602	1 210	1 226	1 252

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

AC Autogaz

Trzymaj
(Poprzednia: Trzymaj; 33 PLN)

Cena docelowa: 31 PLN
Cena bieżąca: 31 PLN
Potencjał wzrostu: 0%

Raport za II kw.'23
11.08.2023

#Prognoza Q2'23. Wstępne przychody ze sprzedaży wyniosły 60,4mln PLN, co stanowi spadek o 4% r./r. i 9% kw./kw. Wpływ na przychody w ujęciu kwartalnym miało m.in. umocnienie PLN wobec EUR (o 4%) oraz USD (o 5%). Oprócz tego zwracamy uwagę na zakończenie w Q2'23 sprzedaży do spółki NAFTAL, gdzie średnio kwartalny poziom wysyłek wynosił 4mln PLN, natomiast w samym Q2'23 mógł być już istotnie niższy. W przypadku systemów wtrysku gazu, spodziewamy się że mniejsza sprzedaż obserwowana jest na wszystkich rynkach w związku z ograniczeniem przez konsumentów wydatki na dobra trwałe (wydłużenie użytkowania starszych aut), w tym na rynku Uzbekistanu, który bardzo dobrze rozwijał się w 2022r (>10% przychodów). W przypadku rynku polskiego negatywne trendy w dalszym ciągu wykazuje import samochodów używanych do Polski. Lepszej dynamiki sprzedaży spodziewamy się natomiast w obszarze wiązek do haków holowniczych, z uwagi na słabszą sprzedaż w Q1'23, klient musiał się prawdopodobnie mocniej za owarować w ub. kwartale.
Pewne pozytywne zjawiska obserwujemy po stronie MBnS. Widzimy spadki cen stali/aluminium/miedzi i innych metali oraz tworzyw sztucznych. Biorąc pod uwagę umocnienie PLN implikuje to niższe ceny zakupów (50% EUR i 20% USD), co naszym daniem daje szanse na powrót MBnS do poziomu >30% w perspektywie końcówki br. Niewykluczone, że w najbliższym czasie dojdzie także do spadku cen elektroniki i układów scalonych co związane jest ze spowolnieniem rynku motoryzacyjnego i elektroniki użytkowej, aczkolwiek na chwilę obecną tendencje te nie są jeszcze widoczne.

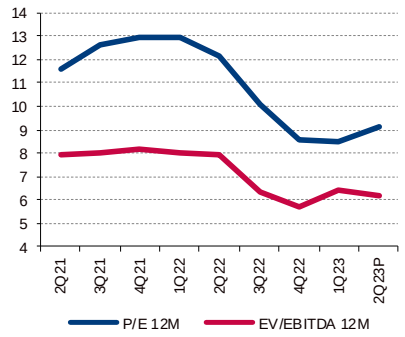
#Outlook. Wsparciem dla przyszłorocznej sprzedaży powinno być m.in. rozszerzenie współpracy w obszarze usług kontraktowych dla przemysłu motoryzacyjnego (Valmet-Mercedes, Toyota), w przyszłości planowany jest dalszy rozwój usługi kontraktowej, która ma szansę stanowić istotny udział w przychodach spółki (15-20%, pojedynczy kontrakt OEM szacujemy na kilka mln ER w perspektywie 5 lat). W Polsce priorytetem jest utrzymanie udziałów rynkowych, jednak cel ten może być trudny do osiągnięcia z uwagi na presję cenową konkurentów (Landi Renzo, Westport), którzy zwiększają skale udzielanych rabatów. Polskie ustawodawstwo nie uwzględniło homologacji dla ciągników rolniczych, konwertowanych na gaz. Biorąc pod uwagę planowane na ten rok wybory, odpowiednia ustawa mogłaby zostać przyjęta najwcześniej w przyszłym roku. Ustawa ta stanowiłaby dla spółki nowy rynek zbytu i bodziec pod dodatkowe wzrosty. Pod koniec roku NAFATL może rozpisać kolejny przetarg na dostawy systemów autogazu. Rameder rozważą obecnie rozszerzenie oferty w swoich warsztatach na rynku niemieckim także o systemy autogazu (dystrybucja), co byłoby pozytywnym sygnałem dla spółki z uwagi na wieloletnią współpracę.

#Projekty rozwojowe. Spółka prowadzi obecnie projekty w zakresie konwersji generatorów prądu z diesla na gaz, pierwsze konwersje zakończyły się sukcesem. Potencjał tego rynku dotyczy głównie Indii oraz krajów afrykańskich. Przychód z pojedynczej konwersji to ok. 500-1000 EUR/szt. Prowadzona jest obecnie walidacja nowych produktów systemu wtrysku gazu dla nowej generacji silników. Kolejny projekt związany jest z konwersją silników w diesla w samochodach ciężarowych, tak aby była możliwość dodatkowego wtrysku wodoru (obniżenie emisji CO2). Podobne projekty prowadzone są z biogazem, biometanem czy LNG. Zakończono również prace badawczo-rozwojowe w segmencie BMS dla małych pojazdów przemysłowych. Spółka przygląda się także segmentowi ładowarek wall box (22 kW)

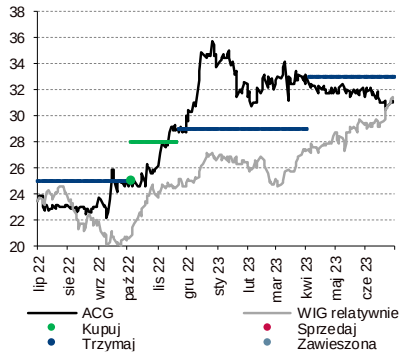
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ACG
Sektor			Przemysł
Kurs (PLN)			31,0
52 tyg. min/max (PLN)			22 / 36,6
Liczba akcji (mln szt.)			10,1
Kapitalizacja (mln PLN)			312
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,07
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,3%	-6,3%	32,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	33
Trzymaj	12.12.2022	29
Kupuj	24.10.2022	28
Trzymaj	21.07.2022	25
Trzymaj	22.04.2022	31
Trzymaj	09.12.2021	34
Trzymaj	21.10.2021	37
Kupuj	20.07.2021	42

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ACG NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	57,8	53,6	44,0	62,1	62,8	74,9	70,6	66,2	60,3	-4%	-9%
EBITDA	11,6	10,9	7,6	11,5	13,2	17,8	13,6	12,4	10,9	-17%	-12%
EBIT	8,7	7,9	4,7	8,4	10,1	14,6	10,3	9,3	7,9	-22%	-16%
Zysk netto	7,1	6,5	3,5	7,0	8,7	11,7	8,9	7,6	5,9	-32%	-22%
P/E 12M trailing	11,6	12,6	13,0	12,9	12,1	10,1	8,6	8,4	9,1		
EV/EBITDA 12M trailing	7,9	8,0	8,2	8,0	8,0	6,4	5,7	6,4	6,2		
zmiana przychodów r./r.	79%	3%	14%	22%	9%	40%	60%	6%	-4%		
marża EBITDA	20,2%	20,3%	17,2%	18,6%	21,1%	23,8%	19,2%	18,7%	18,2%		
marża EBIT	15,1%	14,8%	10,6%	13,6%	16,0%	19,5%	14,6%	14,1%	13,1%		
marża netto	12,3%	12,2%	8,0%	11,3%	13,8%	15,7%	12,6%	11,5%	9,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	185	206	270	253	265	275
EBITDA	48	41	56	46	50	52
EBIT	37	30	43	34	38	39
Zysk netto	31	24	36	27	32	34
EPS (PLN)	3,13	2,4	3,7	3,0	3,6	3,8
DPS (PLN)	1,9	2,2	2,0	0,0	3,5	3,0
P/E (x)	9,9	13,0	8,6	11,6	9,7	9,2
EV/EBITDA (x)	7,1	8,2	5,7	6,6	6,1	5,8
P/BV (x)	2,0	2,3	2,3	1,6	1,6	1,5
DY (%)	6,0%	7,2%	6,6%	0,0%	11,3%	9,7%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	31,1	100%	33,0	100%	-6%
Wycena porównawcza	26,5	0%	30,3	0%	-13%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	253	282	-10%	265	292	-9%	275	300	-8%
EBITDA	46	58	-21%	50	59	-15%	52	61	-14%
EBIT	34	45	-25%	38	46	-18%	39	48	-17%
Zysk netto	27	36	-26%	32	39	-17%	34	40	-15%
P/E (x)	11,6	8,6		9,7	8,1		9,2	7,8	
EV/EBITDA (x)	6,6	5,8		6,8	5,8		5,8	5,5	
P/BV (x)	1,6			1,6			1,5		
DY (%)	6,6%			11,3%			9,7%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	13,0	8,6	11,6	9,7	9,2
P/E skor. (x)	12,7	8,4	10,4	8,7	8,2
P/BV (x)	2,3	2,3	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA (x)	8,2	5,7	6,6	6,1	5,8
EV/EBITDA skor. (x)	8,2	5,7	6,6	6,1	5,8
EV/Sprzedaż (x)	1,6	1,2	1,2	1,2	1,1
FCF Yield (%)	10,8%	15,0%	17,4%	16,5%	17,4%
DY (%)	7,2%	6,6%	0,0%	11,3%	9,7%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,4	3,7	3,0	3,6	3,8
EPS skor. (PLN)	2,4	3,7	3,0	3,6	3,8
DPS (PLN)	2,2	2,0	0,0	3,5	3,0
BVPS (PLN)	13,6	13,4	19,7	19,8	20,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	32,4%	31,6%	29,3%	30,3%	30,4%
marża EBITDA skor. (%)	20,0%	20,8%	18,2%	18,9%	18,9%
marża EBIT (%)	14,4%	16,1%	13,3%	14,2%	14,3%
marża netto skor. (%)	11,7%	13,4%	10,6%	12,2%	12,3%
ROE (%)	18,1%	25,5%	16,4%	18,1%	18,7%
ROA (%)	12,0%	17,4%	11,4%	12,3%	12,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,6%	2,1%	5,9%	4,8%	4,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,8	0,4	1,2	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	0,3	0,5	0,5	0,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	125	105	137	139	139
Cykl rotacji zapasów (dni)	116	96	138	141	141
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	35	36	44	44	44
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	27	27	45	46	46

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**185**	**206**	**270**	**253**	**265**	**275**
Koszty wytworzenia	118	139	185	179	184	192
Zysk brutto ze sprzedaży	**68**	**67**	**85**	**74**	**80**	**84**
Koszty sprzedaży	19	23	21	21	22	23
Koszty ogólnego zarządu	17	17	21	20	20	21
Zysk ze sprzedaży	32	27	44	33	38	39
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	5	3	0	0	0	0
EBITDA	**48**	**41**	**56**	**46**	**50**	**52**
EBITDA skor.	**48**	**41**	**56**	**46**	**50**	**52**
Amortyzacja	11	12	13	12	13	13
EBIT	**37**	**30**	**43**	**34**	**38**	**39**
Wynik na działalności finansowej	0	-1	-1	-3	-2	-2
Zysk brutto	**37**	**29**	**42**	**30**	**40**	**42**
Podatek dochodowy	6	5	6	4	8	8
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**31**	**24**	**36**	**27**	**32**	**34**
Zysk netto skor.	**31**	**24**	**36**	**27**	**32**	**34**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**108**	**105**	**101**	**104**	**104**	**104**
Aktywa obrotowe	**89**	**100**	**113**	**154**	**159**	**164**
Zapasy	61	70	72	68	71	74
Należności handlowe	19	21	33	31	32	33
Gotówka	2	3	2	13	13	14
Aktywa	**197**	**206**	**213**	**258**	**263**	**268**
Kapitał własny	**132**	**134**	**151**	**177**	**178**	**185**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	**64**	**71**	**62**	**81**	**85**	**83**
Zobowiązania oprocentowane	34	35	17	37	41	38
Zobowiązania handlowe	14	16	24	22	23	24
Pasywa	**197**	**206**	**213**	**258**	**263**	**268**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**19**	**28**	**44**	**44**	**44**	**46**
Zysk (strata) netto	31	24	36	27	32	34
Amortyzacja	11	12	13	12	13	13
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-16**	**-9**	**-5**	**-15**	**-13**	**-13**
CAPEX	18	10	6	15	13	13
Przepływy z działalności finansowej	**-3**	**-18**	**-39**	**-18**	**-30**	**-33**
Dywidenda	18	22	20	0	32	27
Przepływy pieniężne netto	0	1	-1	11	1	1
Środki pieniężne na początek okresu	2	2	3	2	13	13
Środki pieniężne na koniec okresu	2	3	2	13	13	14

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Ambra

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 27,2 PLN)

Cena docelowa: 30,5 PLN
Cena bieżąca: 26,2 PLN
Potencjał wzrostu: 16%

#Prognoza Q4'22/23. Zakładamy przychody na poziomie 195ml PLN (+8,5% r./r.), na co składa się spadek wolumenu sprzedaży o 7,7% r./r. oraz 17,8% wzrost ceny sprzedanej butelki (utrzymanie średniej ceny z poprzedniego kwartału, tj. 9,9 PLN/butelkę). Zwracamy uwagę, że w Q3'22/23 wzrost sprzedanego wolumenu wyniósł 1,3% jednak był to częściowo efekt przesuniętych o tydzień Świąt Wielkanocnych. Analizując przychody r./r. warto także odnotować większe zatowarowanie klientów w Q2'22 z uwagi na sygnalizowane przez spółki podwyżki cen od lip'22. Spółka od 1 stycznia wprowadziła podwyżki cen o 10%, które dopiero od Q4'22/23 są widoczne na półce, stąd z trzeba jeszcze zaczekać z oceną zachowania konsumentów na wzrost cen. Słabsza dynamika obserwowana jest na rynku Czech i Słowacji, gdzie sprzedaż spółki skoncentrowana jest wokół kilku dużych podmiotów w związku z czym proces wprowadzania podwyżek jest bardziej wymagający. Dodatkowo konsument w Polsce i Rumunii radzi sobie wyraźnie lepiej z wysoką inflacją.

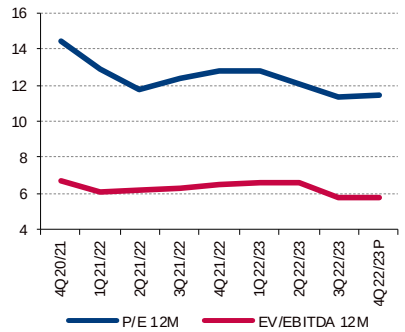
#Outlook 2023/24. Biorąc pod uwagę wysoką dynamikę wzrostu wynagrodzenie minimalnego w Polsce w 2024r, które bez wątpienia przełoży się na presję płacową w przedsiębiorstwach oraz mając na uwadze kolejny wzrost budżetów w programach socjalnych, uważamy że utrzymanie organicznego wzrostu przychodów na poziomie 8-10% w przyszłym roku jest jak najbardziej realne. Zwracamy także uwagę na zawarcie umowy nabycia 70% udziałów w spółkach produkujących wina w rumuńskim regionie Dealu Mare – Urlat, które zwiększą skalę przyszłorocznych przychodów o ok. 6mln EUR (27mln PLN), co stanowi dodatkowe 3% przychodów. Od strony kosztowej zwracamy uwagę na korzystną relację EUR/PLN, przed kluczowym dla spółki sezonem sprzedażowym (paź-gru). Na poprawę marży może także wpływać oczekiwany przez rynek spadek cen szkła, którego ceny są mocno zależne od cen gazu. Obecnie spółka utrzymuje wyższy zapas szkła i ma zabezpieczone ceny do końca roku. Kwestie cen towarów w kolejnym roku będą uzależnione od tegorocznych zbiorów (sie/wrz), które mimo początkowo dobrych prognoz mogą odczuć skutki pożarów na południu Europy. W obszarze kosztów wynagrodzeń spodziewamy się ok. 11% wzrostu w przyszłym roku, co związane jest z utrzymywaniem przez 2 ostatnie lata niższej dynamiki wzrostu wynagrodzeń vs. rynek, co przy dobrych wynikach w br. powinno wpłynąć na odwrócenie tego trendu. Spółka systematycznie rozszerza ofertę produktową i poprawą dostępność numeryczną swoich alkoholi (m.in. Cin Cin Free, Cin Cin Apertivo Free, Winiarnia Zamojska)

#Inwestycje. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu zakładamy, że capex w najbliższych latach wyniesie ok. 30mln PLN/rocznie i skierowany będzie na modernizację oraz rozbudowę własnych mocy produkcyjnych.

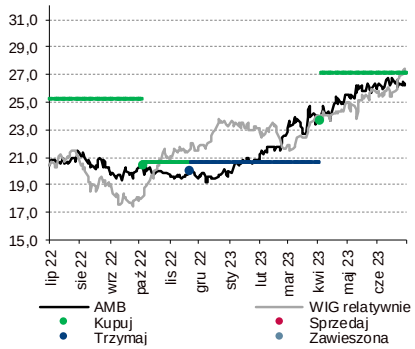
DANE SPÓŁKI			
Ticker			AMB
Sektor			Spożywczy
Kurs (PLN)			26,2
52 tyg. min/max (PLN)			18,7 / 26,9
Liczba akcji (mln szt.)			25,2
Kapitalizacja (mln PLN)			660
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,12
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0,8%	10,5%	28,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	27,2
Trzymaj	12.12.2022	20,7
Kupuj	24.10.2022	20,7
Kupuj	21.07.2022	25,3
Kupuj	22.04.2022	26,8
Kupuj	09.12.2021	30,0
Kupuj	21.10.2021	29,5
Kupuj	20.07.2021	25,5

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES AMB NA TLE WIG



mln PLN	4Q20/21	1Q21/22	2Q21/22	3Q21/22	4Q21/22	1Q22/23	2Q22/23	3Q22/23	4Q22/23P	y/y	q/q
Przychody	153,1	160,4	305,5	130,2	179,5	188,4	336,7	158,8	194,9	9%	23%
EBITDA	19,2	25,7	60,5	7,1	17,0	26,0	65,8	14,4	18,5	9%	29%
EBIT	13,0	19,8	54,5	1,1	10,7	19,2	59,2	6,9	11,4	7%	67%
Zysk netto	8,4	11,0	34,7	-0,5	6,6	11,0	37,8	2,6	6,3	-5%	140%
P/E12M trailing	14,5	12,9	11,7	12,3	12,7	12,7	12,0	11,4	11,4		
EV/EBITDA 12M trailing	6,6	6,1	6,2	6,3	6,5	6,6	6,6	5,8	5,7		
zmiana przychodów r./r.	29%	14%	24%	-2%	17%	17%	10%	22%	9%		
marża EBITDA	12,6%	16,0%	19,8%	5,4%	9,5%	13,8%	19,5%	9,0%	9,5%		
marża EBIT	8,5%	12,3%	17,8%	0,8%	5,9%	10,2%	17,6%	4,3%	5,9%		
marża netto	5,5%	6,9%	11,4%	-	3,7%	5,9%	11,2%	1,6%	3,2%		

mln PLN	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Przychody	591	673	776	879	979	1 024
EBITDA	79	101	110	125	139	143
EBIT	59	78	86	97	111	115
Zysk netto	35	46	52	58	66	72
EPS (PLN)	1,38	1,8	2,1	2,3	2,6	2,8
DPS (PLN)	0,7	0,7	1,0	1,0	1,2	1,3
P/E (x)	19,1	14,5	12,7	11,4	10,0	9,2
EV/EBITDA (x)	9,2	6,6	6,5	5,7	4,9	4,4
P/BV (x)	2,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4
DY (%)	2,7%	2,7%	3,6%	3,8%	4,6%	4,8%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	30,5	100%	27,2	100%	12%
Wycena porównawcza	24,7	0%	25,5	0%	0%

Zmiany prognoz	2022/23P			2023/24P			2024/25P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	879	874	1%	979	920	6%	1024	962	6%
EBITDA	125	122	2%	139	128	9%	143	135	6%
EBIT	97	95	1%	111	101	10%	115	108	7%
Zysk netto	58	57	1%	66	61	8%	72	68	6%
P/E (x)	11,4	11,5		10,0	10,8		9,2	9,8	
EV/EBITDA (x)	5,7	5,9		4,9	5,3		4,4	-	
P/BV (x)	1,7			1,5			1,4		
DY (%)	3,8%			4,6%			4,8%		

Wskaźniki rynkowe	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
P/E (x)	14,5	12,7	11,4	10,0	9,2
P/E skor. (x)	14,5	12,7	11,4	10,0	9,2
P/BV (x)	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (x)	6,6	6,5	5,7	4,9	4,4
EV/EBITDA skor. (x)	6,6	6,5	5,7	4,9	4,4
EV/Sprzedaż (x)	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
FCF Yield (%)	13,5%	0,9%	5,8%	10,3%	12,8%
DY (%)	2,7%	3,6%	3,8%	4,6%	4,8%

Wskaźniki finansowe	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
EPS (PLN)	1,8	2,1	2,3	2,6	2,8
EPS skor. (PLN)	1,8	2,1	2,3	2,6	2,8
DPS (PLN)	0,7	1,0	1,0	1,2	1,3
BVPS (PLN)	12,9	14,2	15,5	16,9	18,5

Wskaźniki operacyjne	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
marża brutto na sprzedaży (%)	42,2%	41,9%	41,3%	41,5%	41,5%
marża EBITDA skor. (%)	15,0%	14,2%	14,2%	14,2%	14,0%
marża EBIT (%)	11,6%	11,1%	11,0%	11,3%	11,3%
marża netto skor. (%)	6,8%	6,7%	6,6%	6,8%	7,0%
ROE (%)	14,6%	15,2%	15,4%	16,2%	16,0%
ROA (%)	7,9%	8,1%	7,9%	8,5%	8,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,5%	3,7%	2,8%	3,1%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	1,2	0,9	1,1	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,1	0,5	0,4	0,2	-0,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	95	89	97	97	98
Cykl rotacji zapasów (dni)	90	93	106	107	110
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	75	72	72	73	73
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	70	75	82	83	85

Rachunek wyników (mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Przychody	**591**	**673**	**776**	**879**	**979**	**1 024**
Koszty wytworzenia	339	389	451	516	573	599
Marża ze sprzedaży	**252**	**284**	**325**	**363**	**406**	**425**
Koszty marketingu, dystrybucji i prowizji	50	44	55	62	67	72
Zysk brutto ze sprzedaży	202	240	270	301	339	353
Pozostałe koszty działalności operacyjnej	38	42	50	59	67	70
Wynagrodzenia + amortyzacja	107	122	133	146	162	169
EBITDA	**79**	**101**	**110**	**125**	**139**	**143**
EBITDA skor.	**79**	**101**	**110**	**125**	**139**	**143**
Amortyzacja	20	23	24	28	28	28
EBIT	**59**	**78**	**86**	**97**	**111**	**115**
Wynik na działalności finansowej	-3	-2	-4	-7	-6	0
Zysk brutto	**55**	**76**	**82**	**89**	**106**	**115**
Podatek dochodowy	-11	-15	-16	-18	-22	-25
Zysk mniejszości	10	15	14	14	17	18
Zysk netto	**35**	**46**	**52**	**58**	**66**	**72**
Zysk netto skor.	**35**	**46**	**52**	**58**	**66**	**72**

Bilans (mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Aktywa trwałe	**242**	**243**	**265**	**271**	**273**	**270**
Aktywa obrotowe	**330**	**336**	**435**	**481**	**522**	**585**
Zapasy	175	156	238	272	302	316
Należności handlowe	128	148	158	191	201	210
Gotówka	25	31	30	10	11	51
Aktywa	**573**	**579**	**700**	**753**	**795**	**856**
Kapitał własny	**297**	**326**	**357**	**391**	**427**	**467**
Kapitały mniejszości	**48**	**56**	**62**	**73**	**90**	**108**
Zobowiązania długoterminowe	**37**	**30**	**30**	**28**	**18**	**14**
Zobowiązania oprocentowane	25	20	22	19	9	5
Zobowiązania krótkoterminowe	**191**	**166**	**251**	**261**	**260**	**267**
Zobowiązania oprocentowane	69	23	62	46	22	18
Zobowiązania handlowe	120	136	184	210	233	244
Pasywa	**573**	**579**	**700**	**753**	**795**	**856**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P
Przepływy z działalności operacyjnej	**17**	**107**	**35**	**66**	**100**	**106**
Zysk (strata) netto	35	46	52	58	66	72
Amortyzacja	20	23	24	28	28	28
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-30**	**-16**	**-28**	**-22**	**-30**	**-25**
CAPEX	-31	-17	-29	-25	-30	-25
Przepływy z działalności finansowej	**-1**	**-85**	**-10**	**-64**	**-69**	**-40**
Dywidenda	-18	-18	-24	-25	-30	-32
Przepływy pieniężne netto	-14	6	-2	-21	1	40
Środki pieniężne na początek okresu	39	25	31	29	10	11
Środki pieniężne na koniec okresu	25	31	29	10	11	51

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Amica

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj; 91 PLN)

Cena docelowa: 109 PLN
Cena bieżąca: 78,7 PLN
Potencjał wzrostu: 39%

Raport za II kw.'23
22.09.2023

#Prognoza Q2'23. Zakładamy ok. 9% spadek przychodów, wobec -15% w Q1'23, wg PSB ceny AGD w czerwcu były o ok. 8% wyższe r./r. Niższej dynamiki spadku sprzedaży spodziewamy się w segmencie towarów (-8%), w przypadku sprzętu grzejnego spadek wyniesie naszym zdaniem ok. 15% r./r. (słaba sprzedaż na rynki Europy Południowej oraz na Wschód (głównie Rosja) powoduje naszym zdaniem obłożenie mocy na poziomie (55-60% wykorzystania mocy z dostępnych 7000 szt./dziennie) Lepsza dynamika sprzedaży po stronie towarów wynika naszym zdaniem z korzystnej relacji CNY/PLN oraz z niższych cen frachtu morskiego, które pozwalają spółce agresywniej cenowo walczyć o rynek względem europejskich konkurentów (Q2'23 to sezonowo dobry okres dla sprzedaży lodówek). Historycznie sprzedaż spółki na rynku Europy Zachodniej w momencie spowolnienia marko zachowywała się lepiej od szerokiego rynku z uwagi na pozycjonowanie w niższym segmencie cenowym, podobny scenariusz ma naszym zdaniem miejsce także tym razem. Kolejny kwartał słabej sprzedaży na rynek Południa Europy, gdzie spółka wyraźnie traci udziały rynkowe, może naszym zdaniem skutkować zmianą modelu sprzedaży na tym rynku, gdzie obecnie wykorzystywany jest model agencyjny.

#Koszty. Od strony kosztów towarów zwracamy uwagę na 1) korzystne trendy po stronie frachtu morskiego 2) korzystną relację CNY/EUR i CNY/PLN, 3) biorąc pod uwagę ujemne dynamiki PPI w Chinach (oraz słaby popyt wewnętrzny) widzimy szansę na obniżki cen importowanych towarów– szczególnie biorąc pod uwagę udział stali w importowanych produktach (lodówki, okapy, zmywarki). W przypadku produktów zwracamy uwagę głównie na 1) niższe ceny stali (HRC + nierdzewna), które będą także wsparciem dla marży w H2'23, 2) stabilne ceny szkła dzięki zmianie kierunków zaopatrzenia (zakup szkła w Azji i in-housowe wykonanie nadruku), 3) szansa na normalizację cen elektroniki (uwagę zwracają słabe wyniki Samsunga). Nakłady związane z marketingiem nie będą naszym zdaniem odbiegać istotnie od ub.r. Stal, szkło oraz elektronika stanowią odpowiednio ok. 30%, 20% i 25% kosztów materiałów w produktach.

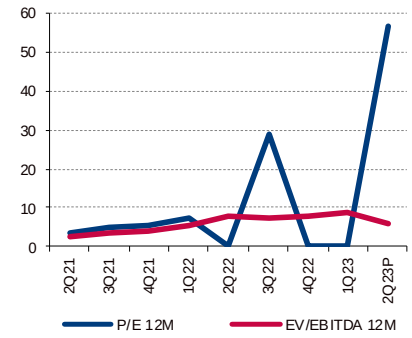
#Inwestycje. Tegoroczny capex szacujemy na ok. 70mln PLN. Z uwagi na obecne wykorzystanie mocy spółka zamroziła projekty inwestycyjne związane z rozbudową mocy we Wronkach i koncentruje się obecnie na inwestycjach w IT oraz automatyzację.

#Publikacja wyników przez konkurencję: Electrolux 20 lipca, Arcelik 21 lipca, Whirpool 25 lipca, Samsung 27 lipca.

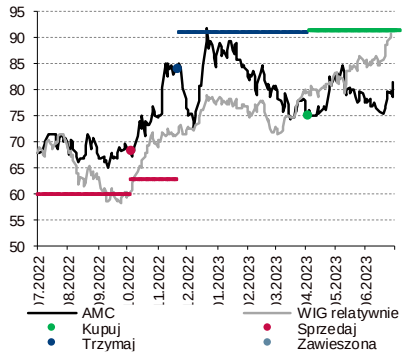
DANE SPÓŁKI			
Ticker			AMC
Sektor			Przemysł elektromaszynowy
Kurs (PLN)			78,7
52 tyg. min/max (PLN)			65 / 95
Liczba akcji (mln szt.)			7,8
Kapitalizacja (mln PLN)			612
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,35
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,9%	7,5%	19,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	91
Trzymaj	12.12.2022	91
Sprzedaj	24.10.2022	63
Sprzedaj	21.07.2022	60
Sprzedaj	22.04.2022	93
Trzymaj	09.12.2021	124
Trzymaj	21.10.2021	140
Trzymaj	21.07.2021	163

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES AMC NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	773	851	1013	844	796	847	929	717	726	-9%	1%
EBITDA	46	45	63	28	-3	17	45	31	39	-	24%
EBIT	30	30	45	11	-20	-1	28	18	26	-	40%
Zysk netto	21	23	33	3	-7	-8	4	-1	15	-	-
P/E12M trailing	3,7	4,8	5,5	7,6	-	28,9	-	-	56,6		
EV/EBITDA 12M trailing	2,8	3,8	4,2	5,3	7,6	7,4	7,6	9,0	6,1		
zmiana przychodów r./r.	30%	-2%	8%	6%	3%	0%	-8%	-15%	-9%		
marża EBITDA	6,0%	5,3%	6,2%	3,3%	-	2,0%	4,9%	4,4%	5,3%		
marża EBIT	3,8%	3,5%	4,4%	1,3%	-	-	3,0%	2,6%	3,5%		
marża netto	2,7%	2,7%	3,3%	0,4%	-	-	0,4%	-	2,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 069	3 434	3 416	3 116	3 206	3 302
EBITDA	260	216	88	162	189	196
EBIT	201	150	18	110	136	141
Zysk netto	151	112	-8	56	88	102
EPS (PLN)	19,37	14,4	-1,0	7,2	11,3	13,1
DPS (PLN)	3,0	6,0	9,0	0,0	0,0	3,0
P/E (x)	4,1	5,5	-	10,9	7,0	6,0
EV/EBITDA (x)	2,2	4,2	7,6	4,4	3,7	3,3
P/BV (x)	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
DY (%)	3,8%	7,6%	11,4%	0,0%	0,0%	3,8%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	109,0	100%	91,0	100%	20%
Wycena porównawcza	108,0	0%	82,0	0%	32%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3116	3168	-2%	3206	3288	-2%	3302	3387	-3%
EBITDA	162	140	16%	189	186	2%	196	206	-5%
EBIT	110	70	56%	136	116	17%	141	136	4%
Zysk netto	56	40	39%	88	82	7%	102	99	2%
P/E (x)	10,9	15,2		7,0	7,4		6,0	6,2	
EV/EBITDA (x)	4,4	5,1		3,7	3,7		3,3	3,2	
P/BV (x)	0,5			0,5			0,5		
DY (%)	0,0%			0,0%			3,8%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,5	-	10,9	7,0	6,0
P/E skor. (x)	4,7	53,6	10,9	7,0	6,0
P/BV (x)	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	4,2	7,6	4,4	3,7	3,3
EV/EBITDA skor. (x)	3,8	6,0	4,4	3,7	3,3
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF Yield (%)	-27,7%	44,0%	0,1%	8,7%	12,1%
DY (%)	7,6%	11,4%	0,0%	0,0%	3,8%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	14,4	-1,0	7,2	11,3	13,1
EPS skor. (PLN)	16,7	1,5	7,2	11,3	13,1
DPS (PLN)	6,0	9,0	0,0	0,0	3,0
BVPS (PLN)	146,7	142,3	148,2	156,5	166,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	24,1%	21,8%	26,8%	26,9%	26,9%
marża EBITDA skor. (%)	6,9%	3,3%	5,2%	5,9%	5,9%
marża EBIT (%)	4,4%	0,5%	3,5%	4,2%	4,3%
marża netto skor. (%)	3,3%	-0,2%	1,8%	2,7%	3,1%
ROE (%)	11,7%	1,0%	5,0%	7,4%	8,1%
ROA (%)	4,7%	-0,3%	2,5%	3,9%	4,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,5%	2,5%	2,3%	2,7%	2,3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,3	1,2	1,4	1,6	1,4
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	1,4	0,7	0,6	0,4	0,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	58	60	54	57	57
Cykl rotacji zapasów (dni)	66	78	74	72	72
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	80	69	61	63	63
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	87	87	80	77	78

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**3 069**	**3 434**	**3 416**	**3 116**	**3 206**	**3 302**
Koszty wytworzenia	2 240	2 606	2 672	2 281	2 343	2 412
Zysk brutto ze sprzedaży	**829**	**828**	**744**	**835**	**863**	**889**
Koszty sprzedaży	349	413	470	448	441	456
Koszty ogólnego zarządu	252	270	262	278	286	293
Zysk ze sprzedaży	229	145	12	109	136	141
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-28	5	6	0	0	0
EBITDA	**260**	**216**	**88**	**162**	**189**	**196**
EBITDA skor.	**280**	**238**	**112**	**162**	**189**	**196**
Amortyzacja	59	66	70	52	54	55
EBIT	**201**	**150**	**18**	**110**	**136**	**141**
Wynik na działalności finansowej	-7	-5	-14	-33	-24	-12
Zysk brutto	**194**	**145**	**4**	**77**	**111**	**129**
Podatek dochodowy	43	34	14	22	23	27
Zysk mniejszości	0	-1	-2	0	0	0
Zysk netto	**151**	**112**	**-8**	**56**	**88**	**102**
Zysk netto skor.	**167**	**130**	**11**	**56**	**88**	**102**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**730**	**774**	**796**	**812**	**843**	**863**
Aktywa obrotowe	**1 461**	**1 812**	**1 402**	**1 409**	**1 462**	**1 503**
Zapasy	422	812	654	616	642	661
Należności handlowe	708	802	494	540	563	580
Gotówka	270	60	166	156	160	165
Aktywa	**2 192**	**2 586**	**2 198**	**2 221**	**2 305**	**2 366**
Kapitał własny	**1 066**	**1 141**	**1 107**	**1 152**	**1 217**	**1 295**
Kapitały mniejszości	**3**	**2**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**156**	**215**	**184**	**150**	**147**	**135**
Zobowiązania oprocentowane	114	156	116	85	82	69
Zobowiązania krótkoterminowe	**968**	**1 228**	**907**	**918**	**941**	**936**
Zobowiązania oprocentowane	124	207	109	167	162	136
Zobowiązania handlowe	725	921	707	666	695	715
Pasywa	**2 192**	**2 586**	**2 198**	**2 221**	**2 305**	**2 366**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**353**	**-167**	**379**	**73**	**145**	**154**
Zysk (strata) netto	151	112	-8	56	88	102
Amortyzacja	59	66	70	52	54	55
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-25**	**-85**	**-73**	**-69**	**-85**	**-75**
CAPEX	-29	-87	-84	-72	-85	-75
Przepływy z działalności finansowej	**-154**	**42**	**-201**	**-12**	**-56**	**-74**
Dywidenda	-23	-45	-27	0	-23	-23
Przepływy pieniężne netto	175	-210	105	-8	4	5
Środki pieniężne na początek okresu	95	270	60	165	156	160
Środki pieniężne na koniec okresu	270	60	165	157	160	165

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Apator

Pozytywny outlook przez wzrost udziału urządzeń smart

Bez rekomendacji

#Prognoza 2Q23P

- Prognozujemy 27 mln PLN EBITDA skor. w 2Q, przy 11,7 mln w energii el. (10,5 mln w 1Q), 1 mln w gazie (vs. 7,2 mln w 1Q), 15,5 mln w wodzie i cieple (15,2 mln w 1Q) i -1 mln w pozostałych. Oczekiwany słabszy wynik w gazie to efekt niższych wolumenów za granicą i przesuwania kontraktów. W energii el. zakładamy przesunięcie części kontraktów na 2H, co powinno przełożyć się na poprawę wyników w segmencie >14 mln PLN kwartalnie w 3-4Q.

- Przy saldzie fin. -3,7 mln, zysk netto powinien wynieść 6,2 mln PLN. Zakładamy wzrost długu netto o 25 mln q/q do 231 mln PLN (1,9x DN/EBITDA LTM vs. 1,7x w 1Q).

#Outlook

- EBITDA skor. w 2023r. może wynieść wg. nas 123 mln PLN, przy zysku netto 39 mln. Implikowane EV/EBITDA na ten rok wynosi ok. 6,2x, natomiast przy perspektywie poprawy EBITDY o 20/30 mln PLN rocznie w 2024r., mnożnik spada do 4,7x, przy średniej z ost. 3 lat na poziomie 6x.

- W kolejnych kwartałach liczymy na wzrost sprzedaży urządzeń smart w otoczeniu wymiany liczników na inteligentne i na wzrosty w segm. wody i ciepła (nowe produkty, pozytywny efekt na wolumenach i cenach za granicą). Potencjalnymi triggerami są: dynamiczniejszy wzrost w wodzie i cieple przez większe inwestycje w Europie i temat odbudowy Ukrainy w długim terminie.

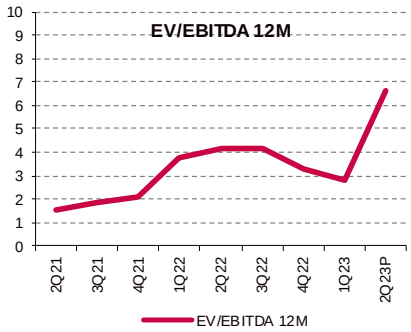
Raport za II kw.'23
30.08.2023

Cena bieżąca: 17,2 PLN

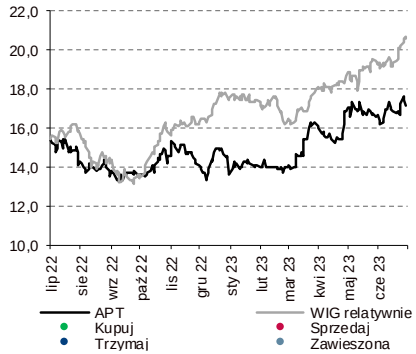
DANE SPÓŁKI			
Ticker			APT
Sektor			Przemysł
Kurs (PLN)			17,2
52 tyg. min/max (PLN)			13,22 / 18
Liczba akcji (mln szt.)			32,6
Kapitalizacja (mln PLN)			562
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,21
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	3,3%	7,5%	11,7%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

EV/EBITDA 12M



WYKRES APT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	237	240	238	237	258	281	307	289	272	6%	-6%
EBITDA	30	31	19	16	27	32	32	32	25	-7%	-20%
EBIT	16	17	5	2	13	18	18	18	11	-13%	-36%
Zysk netto	10	14	-2	-4	5	-4	13	9	6	29%	-28%
P/E12M trailing	7,1	7,4	9,0	31,0	43,1	-	57,1	25,3	23,8		
EV/EBITDA 12M trailing	1,6	1,9	2,1	3,7	4,2	4,2	3,3	2,8	6,6		
zmiana przychodów r./r.	0%	-2%	4%	6%	9%	17%	29%	22%	6%		
marża EBITDA skor.	12,6%	13,0%	8,1%	6,9%	10,5%	11,4%	10,3%	10,9%	9,2%		
marża EBIT	6,8%	7,1%	2,1%	0,9%	5,0%	6,6%	5,8%	6,1%	4,2%		
marża netto	4,2%	5,7%	-	-	1,9%	-	4,1%	3,0%	2,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	935	940	1 082	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	131	151	93	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	79	95	36	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	60	62	9	b.d.	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	1,85	1,9	0,3	b.d.	b.d.	b.d.
DPS (PLN)	1,1	0,8	0,5	b.d.	b.d.	b.d.
P/E (x)	8,3	8,1	56,8	b.d.	b.d.	b.d.
EV/EBITDA (x)	4,6	4,5	7,7	b.d.	b.d.	b.d.
P/BV (x)	1,0	0,9	0,9	b.d.	b.d.	b.d.
DY (%)	6,6%	4,4%	2,9%	b.d.	b.d.	b.d.

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Strona celowo pozostawiona pusta.

Arctic Paper

Kupuj

Cena docelowa: 32,6 PLN

Cena bieżąca: 18,3 PLN

Potencjał wzrostu: 78%

Raport za II kw.'23

10.08.2023

#Rynek celulozy. W Q2'23 doszło do wyraźnego spadku cen celulozy. Ceny celulozy BHKP spadły z poziomu 1285 USD/t w marcu do 985 USD/t w czerwcu, natomiast w przypadku celulozy NBSK ceny w analogicznym okresie spadły z 1375 USD/t do 1258 USD/t. Tym samym spread rozszerzył się z poziomu 91 USD/t do 275 USD/t. Głęboki spadek cen celulozy liściastej związany jest z uruchomieniem w maju nowej celulozowni o mocy 2,1mln ton w Urugwaju przez UPM. Biorąc pod uwagę korzystną relacje USD/PLN oraz spadek cen celulozy liściastej, oczekujemy poprawy marży w segmencie papieru w Q3'23, która wynikać będzie jedynie ze spadku kosztu jednostkowego produkcji, zakładamy że dopiero z kwartalnym opóźnieniem niższe ceny celulozy przełożą się na ceny papierów graficznych.

#Rynek papieru. Zakładamy, że średnia dynamika spadku cen papierów graficznych w Q2 wyniosła 5% kw./kw. utrzymania podobnej dynamiki spadku spodziewamy się także z Q3 oraz Q4. Wg EuroGraph popyt na papier graficzny w Europie spadłao 25% w kwietniu, jednak patrząc na dane gus za okres kwi-maj dotyczące produkcji widoczny jest ponad 40% spadek r./r. W Q2'23 pojawił się szereg informacji o zamknięciach w europejskich papierniach. Sappi rozważa zamknięcie na stałe zakładu Stockstadt w Finlandii – 145 tys. ton celulozy i 220 tys. ton papieru powlekanego i niepowlekanego. Wcześniej o wyłączeniu dwóch linii poinformował UPM (PM6 Schongau – 165 tys. ton papierów niepowlekanych i PM4 Steyrermuhl – 320 tys. ton papieru gazetowego), czy Stora Enso (zakład Anjala w Finlandii – zamknięcie jednej maszyny o mocy 250 tys. ton papierów książkowych powlekanych i niepowlekanych oraz powlekanych papierów graficznych. W poprzednich miesiącach Mondi informował o zamknięciu jednej z 4 linii do produkcji papierów graficznych w zakładzie Neusiedler (Austria; zakład konkurencyjny dla Kostrzyna), Stora Enso sfinalizowała sprzedaż papierni w Hylte (245 tys. ton papierów, 160mln EUR przychodów), a Aurelius Group wycofał się z przejęcia trzech papierni od Sappi (Kirkniem, Stockstadt, Masstricht). Producenci papierów wydłużają także przerwy wakacyjne.

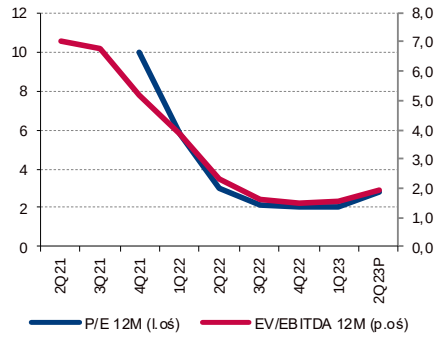
#Prognoza. **#CELULZOA**. Wyniki ROTT wskazują, że EBITDA segmentu celulozy wyniesie ok. 30mln PLN. Zwracamy uwagę na znaczny wzrost jednostkowego kosztu materiałów (441mln SEK w Q2'23 vs., 355mln SEK w Q2'22 przy spadku wolumenów do 83 tys. ton z 106 tys. ton) o 63% r./r. (z 3,5k SEK do 5,8k SEK). Skala wzrostu jest dla nas sporym zaskoczeniem biorąc uwagę wzrost cen drewna o ok. 10% i zabezpieczenie cen energii elektrycznej. Wyniki segmentu w Q3 i Q4 będą doatkowo obciążone kosztami remontów, co naszym zdaniem doprowadzi do dalszej erozji wyników. **#PAPIER**. W Q2 i Q3'23 zakładamy wolumen sprzedaży na poziomie 105 tys. ton (60% wykorzystania mocy). Zwracamy uwagę, że spadek popytu dotyczy głównie papierów książkowych, popyt na papiery graficzne premium (magazyny) w dalszym ciągu utrzymuje się na wysokim poziomie. W Q3'23 przy płaskich wolumenach sprzedaży oczekiwalibyśmy poprawy wyników z uwagi na spadek cen BHKP oraz umocnienie PLN. wobec USD. Widoczne są także spadki cen chemii, której udział w koszcie papieru wynosi obecnie ok. 120 EUR/t.

#Wycena. Pomimo słabych warunków rynkowych i niesprzyjającego momentum wynikowego utrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ z uwagi na dużo niższą waluację względem konkurencji, mocny bilans, który pozwala spółce przeczekać załamanie popytu rynkowego oraz efektywne podejście do zarządzania aktywami i wysoką koncentrację na segmentach wysoce marżowych. Zamknięcia zakładów u konkurentów powodują, że w momencie odbicia popytu będziemy mieli ponownie lukę na rynku, co spółka będzie mogła skutecznie wykorzystać.

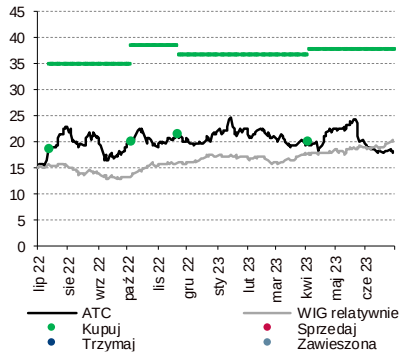
DANE SPÓŁKI			
Ticker			ATC
Sektor			Drzewny
Kurs (PLN)			18,3
52 tyg. min/max (PLN)			14,92 / 24,85
Liczba akcji (mln szt.)			69,3
Kapitalizacja (mln PLN)			1268
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			2,14
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-8,6%	-7,0%	19,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	37,8
Kupuj	12.12.2022	36,8
Kupuj	24.10.2022	39
Kupuj	01.08.2022	35

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES ATC NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	787	890	954	1111	1296	1402	1085	1032	903	-30%	-13%
EBITDA	84	102	101	206	330	298	140	186	97	-71%	-48%
EBIT	55	73	74	176	298	260	109	156	67	-77%	-57%
Zysk netto	18	37	43	121	216	222	73	108	44	-79%	-59%
P/E12M trailing	-	-	10,0	5,8	3,0	2,1	2,0	2,1	2,8		
EV/EBITDA 12M trailing	7,0	6,8	5,2	3,8	2,3	1,6	1,5	1,5	1,9		
zmiana przychodów r./r.	28%	27%	33%	42%	65%	58%	14%	-7%	-30%		
marża EBITDA	10,7%	11,5%	10,6%	18,5%	25,5%	21,3%	12,9%	18,0%	10,7%		
marża EBIT	6,9%	8,2%	7,8%	15,9%	23,0%	18,5%	10,1%	15,1%	7,4%		
marża netto	2,3%	4,1%	4,5%	10,9%	16,7%	15,8%	6,7%	10,5%	4,9%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 847	3 413	4 894	3 650	3 623	3 524
EBITDA	271	359	974	506	441	428
EBIT	158	245	843	391	344	311
Zysk netto	111	127	631	283	214	191
EPS (PLN)	1,60	1,8	9,1	4,1	3,1	2,8
DPS (PLN)	0,0	0,3	1,3	2,7	1,2	0,9
P/E (x)	11,4	10,0	2,0	4,5	5,9	6,6
EV/EBITDA (x)	6,2	4,8	1,5	3,0	3,3	3,3
P/BV (x)	1,7	1,4	0,8	0,8	0,7	0,7
DY (%)	0,0%	1,6%	7,1%	14,8%	6,7%	5,1%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	32,6	100%	37,8	100%	-14%
Wycena porównawcza	38,9	0%	38,7	0%	1%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3650	4306	-15%	3623	3934	-8%	3524	3861	-9%
EBITDA	506	607	-17%	441	473	-7%	428	478	-10%
EBIT	391	491	-20%	344	376	-8%	311	361	-14%
Zysk netto	283	332	-15%	214	240	-11%	191	225	-15%
P/E (x)	4,5	3,8		5,9	5,3		6,6	5,6	
EV/EBITDA (x)	3,0	2,5		3,3	3,1		3,3	3,0	
P/BV (x)	0,8			0,7			0,7		
DY (%)	14,8%			6,7%			5,1%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	10,0	2,0	4,5	5,9	6,6
P/E skor. (x)	10,0	2,0	4,5	5,9	6,6
P/BV (x)	1,4	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (x)	4,8	1,5	3,0	3,3	3,3
EV/EBITDA skor. (x)	4,8	1,5	3,0	3,3	3,3
EV/Sprzedaż (x)	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4
FCF Yield (%)	4,6%	52,3%	12,5%	11,9%	12,4%
DY (%)	1,6%	7,1%	14,8%	6,7%	5,1%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,8	9,1	4,1	3,1	2,8
EPS skor. (PLN)	1,8	9,1	4,1	3,1	2,8
DPS (PLN)	0,3	1,3	2,7	1,2	0,9
BVPS (PLN)	13,2	22,9	22,8	24,6	26,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	20,7%	28,8%	24,8%	25,4%	23,7%
marża EBITDA skor. (%)	10,5%	19,9%	13,9%	12,2%	12,2%
marża EBIT (%)	7,2%	17,2%	10,7%	9,5%	8,8%
marża netto skor. (%)	3,7%	12,9%	7,8%	5,9%	5,4%
ROE (%)	15,3%	50,5%	17,9%	13,1%	10,8%
ROA (%)	5,6%	22,4%	8,9%	6,8%	5,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	4,7%	3,2%	6,1%	5,9%	5,9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,4	1,2	1,9	2,2	1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-0,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	32	32	57	58	58
Cykl rotacji zapasów (dni)	41	37	58	56	57
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	37	34	49	47	47
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	47	39	50	45	45

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**2 847**	**3 413**	**4 894**	**3 650**	**3 623**	**3 524**
Koszty wytworzenia	2 306	2 705	3 484	2 746	2 702	2 690
Zysk brutto ze sprzedaży	**542**	**708**	**1 411**	**904**	**921**	**834**
Koszty sprzedaży	-337	-381	-445	-377	-427	-368
Koszty ogólnego zarządu	-76	-103	-139	-145	-151	-154
Zysk ze sprzedaży	129	224	827	382	344	311
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	29	21	16	9	0	0
EBITDA	**271**	**359**	**974**	**506**	**441**	**428**
EBITDA skor.	**271**	**359**	**974**	**506**	**441**	**428**
Amortyzacja	113	115	131	115	97	117
EBIT	**158**	**245**	**843**	**391**	**344**	**311**
Wynik na działalności finansowej	-36	-21	85	-13	-16	-9
Zysk brutto	**122**	**223**	**928**	**378**	**328**	**302**
Podatek dochodowy	-19	-47	-171	-66	-64	-59
Zysk mniejszości	-7	49	126	28	50	52
Zysk netto	**111**	**127**	**631**	**283**	**214**	**191**
Zysk netto skor.	**111**	**127**	**631**	**283**	**214**	**191**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 195**	**1 302**	**1 372**	**1 414**	**1 532**	**1 623**
Aktywa obrotowe	**942**	**1 088**	**1 883**	**1 660**	**1 710**	**1 786**
Zapasy	365	403	601	567	554	539
Należności handlowe	298	403	503	471	460	448
Gotówka	256	168	482	417	491	594
Aktywa	**2 137**	**2 389**	**3 254**	**3 073**	**3 242**	**3 409**
Kapitał własny	**750**	**912**	**1 588**	**1 577**	**1 706**	**1 833**
Kapitały mniejszości	**283**	**331**	**465**	**448**	**498**	**550**
Zobowiązania długoterminowe	**465**	**424**	**395**	**358**	**358**	**358**
Zobowiązania oprocentowane	241	190	162	157	157	157
Zobowiązania krótkoterminowe	**639**	**722**	**807**	**691**	**680**	**668**
Zobowiązania oprocentowane	148	97	43	43	43	43
Zobowiązania handlowe	368	507	551	453	443	431
Pasywa	**2 137**	**2 389**	**3 254**	**3 073**	**3 242**	**3 409**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**211**	**238**	**607**	**410**	**390**	**385**
Zysk (strata) netto	111	127	631	283	214	191
Amortyzacja	113	115	131	115	97	117
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-141**	**-160**	**-156**	**-264**	**-215**	**-208**
CAPEX	136	160	155	223	215	208
Przepływy z działalności finansowej	**-101**	**-162**	**-125**	**-207**	**-101**	**-73**
Dywidenda	0	21	28	187	85	64
Przepływy pieniężne netto	-31	-83	327	-61	74	103
Środki pieniężne na początek okresu	286	256	172	499	438	512
Środki pieniężne na koniec okresu	256	172	499	438	512	615

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Grenevia

Kupuj

(Poprzednia: Trzymaj; 4,2 PLN)

Cena docelowa: 4,49 PLN

Cena bieżąca: 3,41 PLN

Potencjał wzrostu: 32%

Raport za II kw.'23

28.08.2023

#Prognoza Q2'23. 1) Przychody 391mln PLN, w tym FMF 255mln PLN, PV 18mln PLN, E-mobilność 90mln PLN, Elektroenergetyka 25mln PLN, 2) Zysk brutto 132mln PLN (+6mln PLN kw./kw.), 3) EBITDA 109mln PLN, w tym FMF 118mln PLN, PV 1mln PLN, E-mobilność -9mln PLN, Elektroenergetyka 5mln PLN, 4) zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej 53mln PLN. W segmencie maszyn górniczych zakładamy 185mln PLN przychodów z segmentu dzierżaw i aftermarketu oraz 70mln PLN z segmentu dostaw maszyn i urządzeń. Szacujemy, że z 827mln PLN backlogu na koniec Q1'23 ok. 210mln PLN przypadało na segment dostaw maszyn i urządzeń, które będą rozpoznawane do końca br. (po 70mln PLN/kwartalnie). W segmencie PV zakładamy, produkcję energii na poziomie 41 GWh, ze średnią ceną sprzedaży na poziomie 450 PLN/MWh. Pomimo utrzymania wysokich kosztów SG&A (ekspansja geograficzna + przygotowanie do sprzedaży), zakładamy nieznaczny zysk EBITDA. W Impacie spodziewamy się dalszego spadku wyniku kw./kw. w związku z przenosinami produkcji do Gigafactory, wyższymi kosztami funkcjonowania (zatrudnianie nowych pracowników) oraz wyższymi cenami materiałów produkcyjnych.

#Outlook 2023. (1) Maszyny górnicze – spodziewamy się utrzymania backlogu, głównie na skutek zamówień z rynku krajowego, w związku z normalizacją cen węgli na globalnych rynkach, materializacja przetargów eksportowych może się przesuwać w czasie, (2) PST – zakładamy rokroczne inwestycje na poziomie 140 MW, w Q3'23 oczekujemy pierwszych umów przedwstępnych dotyczących sprzedaży części farm PV (materializacja pod koniec roku), (3) Impact – zwiększamy nasze oczekiwania względem tegorocznej straty z poziomu -15mln PLN na poziomie EBITDA do -35mln PLN.

#Wycena. Podwyższamy naszą rekomendację z TRZYMAJ do KUPUJ z 12-msc ceną docelową na poziomie 4,49 PLN/akcję (poprzednio 4,2 PLN). Udział Impactu w wycenie przyjmiemy na poziomie ceny nabycia (279mln PLN tj. 0,48 PLN/akcję FMF), natomiast wartość bieżącą 51% udziałów w PST szacujemy na 0,82 PLN/akcję FMF (poprzednio 0,7 PLN/akcję FMF). Wycenę bieżącą segmentu maszyn górniczych wyznaczamy na poziomie 2,57 PLN/akcję (poprzednio 2,45 PLN/akcję).

#Podsumowanie konferencji Trigon Summer Camp:

1) Segment maszyn górniczych. Ok. 50% obecnego backlogu przypada do rozliczenia w pozostałej części 2023r. Widoczny jest wzrost zapytań ofertowych ze strony polskich klientów (PGG, JSW, Bogdanka, Węglokoks) z uwagi na przygotowywanie się do zwiększonego planu inwestycyjnego, które są obecnie na etapie wstępnych uzgodnień (od uzgodnień do dostaw mija od 9msc do 2 lat). W br. wartość zrealizowanych dostaw maszyn górniczych na rynkach zagranicznych będzie niższa niż w ub.r., odbudowa backlogu na rynków zagranicznych powinna nastąpić w 2024r. W tym roku planowany jest remont ok. 10-12 przekładni, w kolejnych latach przyrost będzie dużo większy z uwagi na zbudowane referencje .Obecne capacity remontowe spółki to ok. 50-80 szt. rocznie, zwiększenie capacity z obecnego poziomu będzie wymagać przygotowania ciągu technologicznego, spółka posiada zaplecze pod tego typu inwestycje.

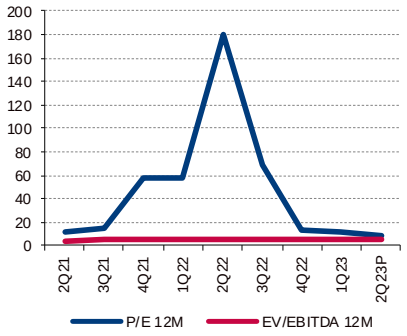
2) Elektromobilność. Wyjście ze straty spodziewane jest na przełomie Q1/Q2'24 w zależności od tempa odbioru battery packów przez klientów. Proces od zamówienia do dostawy komponentów z Chin trwał od 7 do 9msc, obecnie trwa budowanie regionalnego łańcucha dostaw, który pozwoli skrócić czas realizacji zamówienia. Obecnie udział Chin w dostawach komponentów wynosi ok. 70%+, w Europie ciągle jest problem z dostępnością producentów. Spółka zrealizowała już pierwsze implementacje testowe w segmencie maszyn górniczych oraz wielkoskalowych magazynów energii. W planach rozbudowa portfolio o systemy bateryjne dla ciężarówek, mobilnych maszyn budowlanych oraz dla kolei (2025-26 – potrzeba 2-3 lat na przygotowanie rozwiązania dla kolejnictwa oraz jego certyfikację).

3) PV. Do końca 2027r spółka chce mieć wydelopowane 3 GW projektów PV o statusie RtB, z czego 50% kraju i 50% zagranicą (Niemcy, Francja, Hiszpania, Rumunia). Obecnie w fazie rozwoju za granicą jest 540 MW projektów na rynku niemieckim, założono spółki we Francji, Hiszpanii i Rumunii, gdzie planowany jest rozwój hybrydowy (własny development + co-development tj. kupno na wczesnym etapie lub SPV z lokalnymi podmiotami). W ramach 3 GW ok. 850 MW ze statusem COD (Commercial Operations Date) ma zostać przeznaczone na sprzedaż, kolejne 850 MW pozostanie na bilansie spółki jako własne IPP (Independent Power Producer), a 1,3 GW będzie przeznaczone do budowy. Do 2027r planowane jest osiągnięcie capacity w obszarze projektowania i budowy (koordynowania) farm PV na poziomie 500 MW, z czego 20-25% będzie oparte o własne moce wykonawcze, a pozostała część o umowy podwykonawcze z kooperantami. Obecnie na sprzedaż wystawione jest 350 MW projektów PV, w tym 184 MW oferowane wcześniej Alternusowi, oprócz tego przygotowywana jest obecnie paczka 200 MW, która może podlegać procesowi zbycia. W przypadku projektów, które nie mają jeszcze statusu COD (podpięcie do sieci) sprzedaż odbywać się będzie w formule EPC (budowy pod klucz).

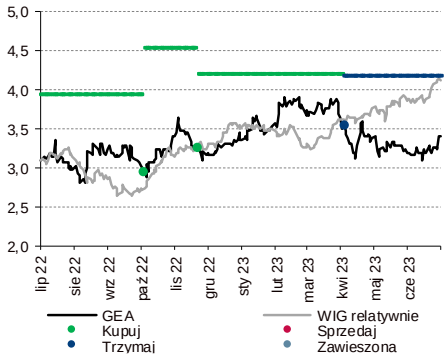
DANE SPÓŁKI			
Ticker			GEA
Sektor			Przemysł elektromaszynowy
Kurs (PLN)			3,4
52 tyg. min/max (PLN)			2,7 / 3,93
Liczba akcji (mln szt.)			574,7
Kapitalizacja (mln PLN)			1960
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,58
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	6,8%	-3,0%	9,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	24.04.2023	4,2
Kupuj	12.12.2022	4,2
Kupuj	24.10.2022	4,6
Kupuj	21.07.2022	4,0
Kupuj	22.04.2022	3,7
Kupuj	09.12.2021	3,65

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES GEA NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	244	238	294	260	290	307	439	370	391	35%	6%
EBITDA	70	80	73	93	98	92	123	104	109	11%	5%
EBIT	27	39	24	52	60	56	89	62	64	7%	3%
Zysk netto	21	41	-67	39	-2	59	62	60	53	-	-12%
P/E12M trailing	12,1	14,9	58,0	58,0	179,4	68,1	12,5	11,0	8,4		
EV/EBITDA 12M trailing	4,3	4,6	4,7	4,4	4,4	4,9	5,1	5,7	5,7		
zmiana przychodów r./r.	9%	-6%	-8%	-5%	19%	29%	49%	42%	35%		
marża EBITDA	28,7%	33,6%	24,8%	35,8%	33,8%	30,0%	28,0%	28,1%	27,8%		
marża EBIT	11,1%	16,4%	8,2%	20,0%	20,7%	18,2%	20,3%	16,8%	16,4%		
marża netto	8,6%	17,2%	-	15,0%	-	19,2%	14,1%	16,2%	13,4%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 139	1 050	1 296	1 543	1 670	1 747
EBITDA	416	314	406	424	469	567
EBIT	239	134	257	245	260	337
Zysk netto	185	34	158	215	191	240
EPS (PLN)	0,32	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	10,6	58,0	12,5	9,2	10,4	8,2
EV/EBITDA (x)	3,7	4,7	5,1	6,0	6,4	4,9
P/BV (x)	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	4,5	100%	4,2	100%	7%
Wycena porównawcza	3,2	0%	3,2	0%	0%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1543	1651	-6%	1670	1791	-7%	1747	1923	-9%
EBITDA	424	409	3%	469	456	3%	567	530	7%
EBIT	245	233	5%	260	260	0%	337	322	5%
Zysk netto	215	201	7%	191	209	-9%	240	257	-7%
P/E (x)	9,1	9,8		10,3	9,4		8,2	7,6	
EV/EBITDA (x)	6,0	6,2		6,4	6,5		4,8	5,2	
P/BV (x)	1,0			0,9			0,8		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	58,0	12,5	9,2	10,4	8,2
P/E skor. (x)	57,6	12,4	9,1	10,3	8,2
P/BV (x)	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (x)	4,7	5,1	6,0	6,4	4,9
EV/EBITDA skor. (x)	4,7	5,1	6,0	6,4	4,9
EV/Sprzedaż (x)	1,4	1,6	1,6	1,8	1,6
FCF Yield (%)	5,0%	-26,8%	-20,8%	-21,0%	11,9%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4
EPS skor. (PLN)	0,1	0,3	0,4	0,3	0,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	3,0	3,2	3,6	3,9	4,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	31,4%	36,2%	33,4%	34,1%	34,9%
marża EBITDA skor. (%)	29,9%	31,3%	27,4%	28,1%	32,5%
marża EBIT (%)	12,8%	19,8%	15,9%	15,6%	19,3%
marża netto skor. (%)	3,2%	12,2%	13,9%	11,4%	13,7%
ROE (%)	2,0%	8,9%	11,0%	8,9%	10,2%
ROA (%)	1,2%	4,6%	5,9%	4,9%	5,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	10,6%	39,9%	14,9%	9,7%	8,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,6	3,5	1,3	0,8	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,3	0,0	0,3	0,5	0,3
Dług netto/EBITDA (x)	-1,6	0,2	1,3	2,2	1,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	211	295	393	502	563
Cykl rotacji zapasów (dni)	141	252	344	438	492
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	181	154	137	139	147
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	111	111	88	75	75

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 139**	**1 050**	**1 296**	**1 543**	**1 670**	**1 747**
Przychody: maszyny górnicze	1 132	962	1 161	1 021	880	790
Zysk brutto ze sprzedaży	**387**	**330**	**469**	**515**	**570**	**610**
ZBzS: maszyny górnicze	b.d.	330	411	425	392	356
SG&A: maszyny górnicze	b.d.	103	65	99	100	100
EBITDA: maszyny górnicze	b.d.	305	0	470	436	400
EBITDA: OZE	b.d.	0	0	-8	20	115
EBITDA	**416**	**314**	**406**	**424**	**469**	**567**
EBITDA skor.	**416**	**314**	**406**	**424**	**469**	**567**
Amortyzacja	177	180	149	179	208	230
EBIT	**239**	**134**	**257**	**245**	**260**	**337**
Wynik na działalności finansowej	8	15	-6	-39	-48	4
Zysk brutto	**252**	**60**	**251**	**206**	**213**	**342**
Podatek dochodowy	64	35	59	41	40	65
Zysk mniejszości	5	-9	-38	-50	-18	37
Zysk netto	**185**	**34**	**158**	**215**	**191**	**240**
Zysk netto skor.	**185**	**34**	**158**	**215**	**191**	**240**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**774**	**599**	**788**	**845**	**799**	**717**
Aktywa obrotowe	**1 718**	**2 621**	**2 830**	**2 823**	**3 254**	**3 850**
Zapasy	229	583	1 204	1 708	2 302	2 408
Należności handlowe	520	519	576	582	687	718
Gotówka	901	1 419	981	436	167	626
Aktywa	**2 492**	**3 220**	**3 670**	**3 668**	**4 053**	**4 567**
Kapitał własny	**1 710**	**1 721**	**1 845**	**2 049**	**2 240**	**2 479**
Kapitały mniejszości	**-28**	**160**	**250**	**196**	**178**	**215**
Zobowiązania długoterminowe	**490**	**703**	**715**	**682**	**795**	**928**
Zobowiązania oprocentowane	437	648	629	598	711	844
Zobowiązania krótkoterminowe	**320**	**645**	**860**	**741**	**840**	**945**
Zobowiązania oprocentowane	42	262	437	402	478	568
Zobowiązania handlowe	266	371	416	330	352	368
Pasywa	**2 492**	**3 220**	**3 670**	**3 668**	**4 053**	**4 567**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**640**	**209**	**-8**	**-178**	**-249**	**381**
Zysk (strata) netto	185	34	158	215	191	240
Amortyzacja	177	180	149	179	208	230
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-105**	**-138**	**-462**	**-217**	**-162**	**-149**
CAPEX	-172	-111	-517	-230	-162	-149
Przepływy z działalności finansowej	**-236**	**0**	**87**	**-122**	**142**	**226**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	299	71	-383	-516	-269	459
Środki pieniężne na początek okresu	602	901	972	589	73	-196
Środki pieniężne na koniec okresu	901	972	589	73	-196	263

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Forte

Zawieszona

#Prognoza 1Q23/24. Poprzedni kwartał przyniósł nieznacznie niższy poziom zamówień kw./kw. co sugeruje, że w Q2 roku kalendarzowego popyt na meble utrzyma się na nieznacznie niższym kw./kw. poziomie, co przełoży się na 275mln PLN, w przypadkuu płyty oczekujemy przychodów na poziomie 28mln PLN, na co składa się zarówno spadek średniej ceny o 10% jak i niższy wolumen sprzedaży kw./kw. Jednocześnie na ostatniej konferencji zarząd sygnalizował ciut lepszy spływ zamówień na rynku niemieckim oraz francuskim i całkiem dobry poziom na rynku hiszpańskimi południa Europy, przy utrzymaniu słabości na rynku polskim. Poprawy wyników spodziewamy się dopiero w Q3'23 z uwagi na wejście w życie wynegocjowanych w marcu podwyżek cen (5-10%). W segmencie płyty zarząd podkreślał, że obniżki cen nie wpływają na wzrost wolumenów zatem producenci nie prowadzą ze sobą wojny cenowej. Do niższych cen chemii powinna w najbliższym czasie dokładać się także niska cena drewna (spadki cen widoczne na portalu e-drewno), jednak okres ten może się nieco przeciągnąć z uwagi na zbudowany wcześniej wysoki zapas, przy czym należy pamiętać, że oszczędności z tego tytułu mogą być nieduże biorąc pod uwagę korzystne ceny nabycia zapasów.

#Specific.Wejście w segment mebli tapicerowanych poprzez przejęcie spółki Specific stanowi dla Forte szanse na szybkie przeskalowanie tego segmentu biznesowego, dzięki bezpośredniej współpracy z sieciami w Europie Zachodniej, gdzie obecnie Specific lokuje ok. 35% z 130mln PLN ubiegłorocznej sprzedaży. Szacujemy, że po przejęciu zakładu w Białymstoku możliwości produkcyjne mebli tapicerowanych mogą wzrosnąć do 300mln PLN, a tegoroczna sprzedaż wyniesie ok. 200mln PLN. Szansą na dynamiczny rozwój spółki jest rozbudowa oferty produktowej, która dotychczas obejmowała głównie produkcje łóżek. W najbliższym czasie rozpocznie się także produkcja sof oraz własnych materacy. Tegoroczne wyniki Specific w części przypisanej dla Forte wyniosą ok. 5-10mln PLN zysku EBITDA (nie uwzględniamy EBITDA oraz przychodów Specific w wynikach Forte). W perspektywie kilku lat zakładane jest osiągnięcie sprzedaży na poziomie ok. 400mln PLN.

#Energia. Od 1 stycznia spółka realizuje zakupy energii elektrycznej po cenach spotowych, z uwagi na zakończoną z końcem 2022 realizację 3-letniej umowy na dostawy ee. Roczne zużycie energii w FTE to ok. 42 GWh, natomiast w Grupie 91 GWh. Energia cieplna, na którą zapotrzebowanie spółki wynosi ok. 1,3mln GJ, w ponad 95% pochodzi z własnych kotłowni zakładowych na biomasę. Spółka planuje budowę ok. 3-4 MW farm PV w każdej z lokalizacji, których jest pięć. Taka wielkość zainstalowanej mocy pozwoli spółce w peaku wykorzystać 100% produkcji z OZE, natomiast średniorocznie ok. 12-13%.

Raport za II kw.'23
22.08.2023

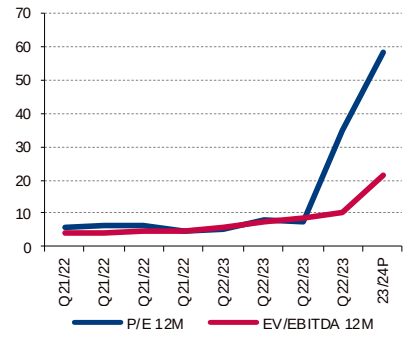
Cena bieżąca: 28,6 PLN

DANE SPÓŁKI	
Ticker	FTE
Sektor	Drzewny
Kurs (PLN)	28,6
52 tyg. min/max (PLN)	17,3 / 33,6
Liczba akcji (mln szt.)	23,9
Kapitalizacja (mln PLN)	684
S&P Global ESG Scores	-
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,09

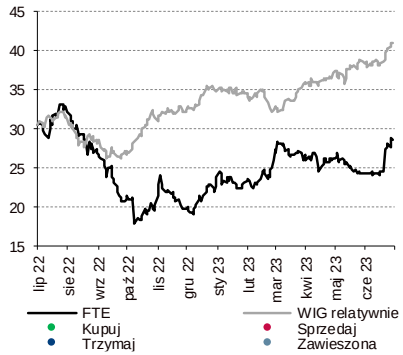
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	17,8%	10,0%	-6,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Zawieszona	27.04.2020	b.d.
Kupuj	06.12.2019	36,0
Kupuj	18.10.2019	36,0
Kupuj	18.07.2019	36,6
Kupuj	17.04.2019	35,7
Kupuj	25.03.2019	35,7
Zawieszona	30.10.2018	b.d.
Kupuj	18.10.2018	60,0

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES FTE NA TLE WIG



mln PLN	1Q21/22	2Q21/22	3Q21/22	4Q21/22	1Q22/23	2Q22/23	3Q22/23	4Q22/23	1Q23/24P	y/y	q/q
Przychody	310	340	379	356	333	251	335	324	304	-9%	-6%
EBITDA	96	0	65	46	77	-42	48	24	19	-76%	-23%
EBIT	41	41	51	32	23	-1	35	10	5	-79%	-53%
Zysk netto	35	25	23	68	9	-17	30	-1	1	-93%	-
P/E12M trailing	5,8	6,1	6,2	4,5	5,4	8,2	7,6	34,7	58,2		
EV/EBITDA 12M trailing	4,1	4,1	4,9	4,9	5,6	7,4	8,6	10,0	21,5		
zmiana przychodów r./r.	101%	-2%	-1%	19%	7%	-26%	-12%	-9%	-9%		
marża EBITDA	31,0%	-	17,2%	12,9%	23,2%	-	14,5%	7,4%	6,1%		
marża EBIT	13,1%	12,2%	13,6%	9,0%	6,8%	-	10,3%	3,2%	1,6%		
marża netto	11,4%	7,4%	6,2%	19,2%	2,6%	-	8,9%	-	0,2%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 182	1 384	1 243	1 304	1 599	1 782
EBITDA	202	207	108	138	200	233
EBIT	161	166	66	83	146	178
Zysk netto	81	152	20	52	103	135
EPS (PLN)	3,38	6,4	0,8	2,2	4,3	5,6
DPS (PLN)	0,0	4,0	2,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	8,5	4,5	34,7	13,1	6,7	5,1
EV/EBITDA (x)	5,0	4,9	10,0	7,6	5,0	3,9
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
DY (%)	0,0%	14,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
Przychody	1304	1331	-2%	1599	1599	0%	1654	1654	0%
EBITDA	138	141	-2%	200	200	0%	215	215	0%
EBIT	83	86	-3%	146	146	0%	157	157	0%
Zysk netto	52	54	-4%	103	103	0%	113	113	0%
P/E (x)	13,1	12,6		6,7	6,6		6,1	6,1	
EV/EBITDA (x)	7,6	7,5		5,0	5,0		4,3	4,3	
P/BV (x)	0,8			0,7			0,6		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	4,5	34,7	13,1	6,7	5,1
P/E skor. (x)	4,5	-	13,1	6,7	5,1
P/BV (x)	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	4,9	10,0	7,6	5,0	3,9
EV/EBITDA skor. (x)	4,9	14,6	7,6	5,0	3,9
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,9	0,8	0,6	0,5
FCF Yield (%)	9,3%	1,1%	4,4%	6,1%	11,1%
DY (%)	14,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	6,4	0,8	2,2	4,3	5,6
EPS skor. (PLN)	6,4	-0,3	2,2	4,3	5,6
DPS (PLN)	4,0	2,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	33,1	35,8	37,9	42,2	47,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	38,8%	30,8%	35,0%	36,6%	37,3%
marża EBITDA skor. (%)	14,9%	5,9%	10,6%	12,5%	13,1%
marża EBIT (%)	12,0%	5,3%	6,4%	9,1%	10,0%
marża netto skor. (%)	11,0%	1,6%	4,0%	6,4%	7,6%
ROE (%)	19,2%	-0,9%	5,9%	10,7%	12,5%
ROA (%)	10,5%	1,4%	3,4%	6,3%	7,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,1%	1,8%	3,8%	3,1%	3,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	0,5	0,9	0,9	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2
Dług netto/EBITDA (x)	1,6	3,7	2,7	1,6	1,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	51	72	86	81	83
Cykl rotacji zapasów (dni)	55	74	78	74	76
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	48	54	53	50	52
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	52	56	46	43	45

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 182**	**1 384**	**1 243**	**1 304**	**1 599**	**1 782**
Koszty wytworzenia	684	846	860	848	1 014	1 117
Zysk brutto ze sprzedaży	**498**	**538**	**383**	**456**	**585**	**665**
Koszty sprzedaży	-254	-266	-268	-280	-341	-384
Koszty ogólnego zarządu	-71	-85	-83	-93	-98	-103
Zysk ze sprzedaży	173	187	33	83	146	178
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-12	-21	33	0	0	0
EBITDA	**202**	**207**	**108**	**138**	**200**	**233**
EBITDA skor.	**202**	**207**	**74**	**138**	**200**	**233**
Amortyzacja	42	41	42	55	55	54
EBIT	**161**	**166**	**66**	**83**	**146**	**178**
Wynik na działalności finansowej	-33	-17	-29	-19	-19	-12
Zysk brutto	**121**	**141**	**39**	**64**	**127**	**166**
Podatek dochodowy	-40	11	-59	-12	-24	-32
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**81**	**152**	**20**	**52**	**103**	**135**
Zysk netto skor.	**81**	**152**	**-7**	**52**	**103**	**135**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 020**	**976**	**1 000**	**995**	**990**	**991**
Aktywa obrotowe	**452**	**462**	**481**	**572**	**685**	**762**
Zapasy	179	239	266	293	352	392
Należności handlowe	180	187	181	199	239	266
Gotówka	88	29	20	65	80	89
Aktywa	**1 472**	**1 437**	**1 481**	**1 567**	**1 676**	**1 753**
Kapitał własny	**794**	**792**	**856**	**908**	**1 011**	**1 145**
Kapitały mniejszości	**3**	**3**	**2**	**2**	**2**	**2**
Zobowiązania długoterminowe	**323**	**319**	**311**	**323**	**304**	**250**
Zobowiązania oprocentowane	256	268	276	288	269	215
Zobowiązania krótkoterminowe	**353**	**324**	**312**	**334**	**359**	**355**
Zobowiązania oprocentowane	156	84	139	145	136	109
Zobowiązania handlowe	171	226	156	172	206	229
Pasywa	**1 472**	**1 437**	**1 481**	**1 567**	**1 676**	**1 753**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**147**	**123**	**34**	**96**	**112**	**157**
Zysk (strata) netto	81	152	20	52	103	135
Amortyzacja	42	41	42	55	55	54
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**48**	**-33**	**-7**	**-50**	**-50**	**-55**
CAPEX	-16	-29	-23	-50	-50	-55
Przepływy z działalności finansowej	**-154**	**-169**	**-59**	**-1**	**-47**	**-93**
Dywidenda	0	-96	-48	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	41	-78	-32	45	15	9
Środki pieniężne na początek okresu	47	88	10	-22	64	80
Środki pieniężne na koniec okresu	88	10	-22	24	80	89

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Mercator Medical

Breakeven powinien pojawić się w ciągu kilku miesięcy

Bez rekomendacji

#Prognoza 2Q23P i outlook

- Zakładamy, że 2Q po raz kolejny pokaże stratę, w otoczeniu nadpodaży na rynku rękawic. Oczekujemy kontynuacji spadku cen i wolumenów q/q, co powinno przełożyć się na spadek przychodów o 7% q/q. Nadal obserwowane jest dotowanie chińskiej produkcji rękawic, co przekłada się na presję cenową.

- Spółka stara się zwiększać w mixie produktowym udział rękawic wyżej marżowych (m.in. chirurgicznych), co wraz z optymalizacją kosztów powinno poprawić marżę q/q. Prognozujemy stratę EBITDA w 2Q na poziomie 15 mln PLN.

- W kolejnych kwartałach lepszy powinien być segment dystrybucji, niż produkcji (szybsza reakcja na zmianę makro). Spółka nadal wyprzedaje droższe zapasy, co ciąży na wynikach segmentu. Po upłynnieniu zapasów widzimy perspektywę dodatnich wyników w Spółce w 4Q23-1Q24r. Wydaje się, że okres największej presji wynikowej jest już za nami, co może przekładać się na stopniową poprawę sentymentu, przy względnie atrakcyjnej wycenie.

- MRC planuje przeznaczyć w ciągu 12msc kwotę 150 mln PLN na działalność deweloperską, co ma pozwolić na efektywniejsze lokowanie wolnych środków. Jest to działalność poza głównym biznesem Spółki, jednak z uwagi na trudne otoczenie makro w rękawicach i posiadane istotne środki gotówkowe, informacja może być odczytana lekko pozytywnie.

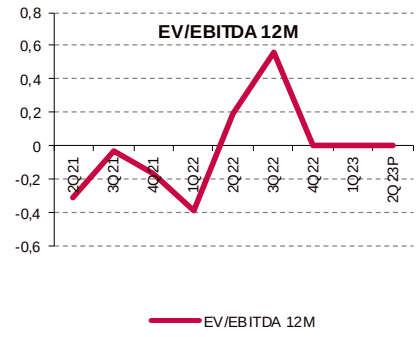
Raport za II kw.'23
29.09.2023

Cena bieżąca: 42,3 PLN

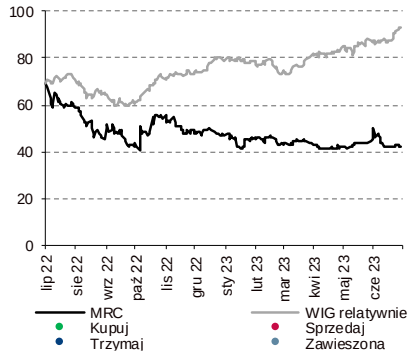
DANE SPÓŁKI			
Ticker			MRC
Sektor			Przemysł
Kurs (PLN)			42,3
52 tyg. min/max (PLN)			38,82 / 72,9
Liczba akcji (mln szt.)			10,6
Kapitalizacja (mln PLN)			450
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,47
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-15,1%	-1,0%	-39,1%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

EV/EBITDA 12M



WYKRES MRC NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	536	362	284	137	149	139	118	113	105	-30%	-7%
EBITDA	118	58	5	17	-14	8	-166	-25	-15	-	-
EBIT	114	53	0	11	-21	1	-173	-33	-23	-	-
Zysk netto	116	40	4	7	-11	19	-205	-18	-8	-	-
P/E12M trailing	0,4	0,6	1,0	2,7	11,1	23,0	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	-0,3	0,0	-0,2	-0,4	0,2	0,6	-	-	-		
zmiana przychodów r./r.	43%	-39%	-57%	-75%	-72%	-62%	-59%	-18%	-30%		
marża EBITDA skor.	22,1%	16,0%	1,7%	12,2%	-	5,8%	-	-	-		
marża EBIT	21,2%	14,7%	-	8,4%	-	0,8%	-	-	-		
marża netto	21,6%	11,1%	1,6%	5,1%	-	13,9%	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 839	1 733	543	438	485	688
EBITDA	1 066	483	-156	-55	16	44
EBIT	1 048	463	-181	-85	-14	14
Zysk netto	930	447	-190	-33	17	33
EPS (PLN)	87,36	42,0	-17,8	-3,4	1,8	3,3
DPS (PLN)	0,8	31,2	0,0	2,4	2,6	2,6
P/E (x)	0,5	1,0	-	-	24,0	12,7
EV/EBITDA (x)	-0,1	-0,2	-	-	4,6	2,4
P/BV (x)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
DY (%)	1,8%	73,7%	0,0%	5,8%	6,0%	6,0%

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	438	377	16%	485	485	0%	688	688	0%
EBITDA	-55	-80	-	16	18	-13%	44	44	0%
EBIT	-85	-106	-	-14	-8	-	14	18	-22%
Zysk netto	-33	-62	-	17	23	-24%	33	36	-9%
P/E (x)	-	-	-	24,0	-	-	12,7	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	4,6	-	-	2,4	-	-
P/BV (x)	0,4	-	-	0,4	-	-	0,4	-	-
DY (%)	5,8%	-	-	6,0%	-	-	6,0%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	1,0	-	-	24,0	12,7
P/BV (x)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (x)	-0,2	-	-	4,6	2,4
EV/Sprzedaż (x)	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
FCF Yield (%)	72,4%	-15,3%	-13,3%	6,8%	-1,5%
DY (%)	73,7%	0,0%	5,8%	6,0%	6,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	42,0	-17,8	-3,4	1,8	3,3
DPS (PLN)	31,2	0,0	2,4	2,6	2,6
BVPS (PLN)	107,4	94,7	97,4	96,6	97,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	27,9%	-28,7%	-12,5%	3,2%	6,4%
marża EBIT (%)	26,7%	-33,4%	-19,4%	-2,9%	2,1%
marża netto (%)	25,8%	-35,0%	-7,6%	3,5%	4,7%
ROE (%)	40,9%	-17,6%	-3,4%	1,8%	3,4%
ROA (%)	34,7%	-16,0%	-3,2%	1,7%	3,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	10,2%	20,2%	9,1%	5,4%	3,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	9,2	4,3	1,3	0,9	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Dług netto/EBITDA (x)	-1,1	2,7	6,1	-21,7	-7,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	70	163	185	170	129
Cykl rotacji zapasów (dni)	46	145	142	99	71
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	51	72	93	118	97
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	26	54	50	47	39

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 839**	**1 733**	**543**	**438**	**485**	**688**
EBITDA	**1 066**	**483**	**-156**	**-55**	**16**	**44**
EBITDA skor.	**1 066**	**483**	**-28**	**-55**	**16**	**44**
Amortyzacja	19	19	26	30	30	30
EBIT	**1 048**	**463**	**-181**	**-85**	**-14**	**14**
Wynik na działalności finansowej	-7	14	-5	49	35	25
Zysk brutto	**1 041**	**477**	**-186**	**-36**	**21**	**39**
Podatek dochodowy	-105	-32	-5	3	-4	-7
Zysk mniejszości	-5	2	1	0	0	0
Zysk netto	**930**	**447**	**-190**	**-33**	**17**	**33**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**194**	**374**	**386**	**396**	**392**	**388**
Aktywa obrotowe	**1 096**	**914**	**698**	**638**	**631**	**669**
Zapasy	207	230	201	141	121	145
Należności handlowe	340	144	69	153	160	206
Gotówka	549	535	422	338	344	312
Aktywa	**1 289**	**1 289**	**1 083**	**1 034**	**1 023**	**1 056**
Kapitał własny	**1 040**	**1 144**	**1 009**	**951**	**944**	**951**
Kapitały mniejszości	3	1	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	**6**	**10**	**14**	**14**	**14**	**14**
Zobowiązania oprocentowane	2	4	2	2	2	2
Zobowiązania krótkoterminowe	**240**	**133**	**60**	**68**	**65**	**91**
Zobowiązania oprocentowane	2	1	1	1	1	1
Zobowiązania handlowe	146	105	56	64	61	87
Pasywa	**1 289**	**1 289**	**1 083**	**1 034**	**1 023**	**1 056**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**712**	**503**	**41**	**-20**	**57**	**19**
Zysk (strata) netto	936	445	-191	-33	17	33
Amortyzacja	19	19	26	30	30	30
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-12**	**-230**	**-147**	**-40**	**-26**	**-26**
CAPEX	-15	-177	-110	-40	-26	-26
Przepływy z działalności finansowej	**-166**	**-334**	**-1**	**-24**	**-25**	**-25**
Dywidenda	-8	-332	0	-24	-25	-25
Przepływy pieniężne netto	534	-61	-107	-84	6	-32
Środki pieniężne na początek okresu	15	549	535	422	338	344
Środki pieniężne na koniec okresu	549	535	422	338	344	312

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Mo-bruk

Bez rekomendacji

Oczekiwanie na efekty inwestycji od 2024r.

#Prognoza 2Q23P i outlook

- Szacujemy poprawę EBITDY o 12% q/q do 28,8 mln PLN, przez wyższe przychody w RDF i spalaniu, przy zachowaniu rentowności na MBnS q/q. W 2Q powinniśmy zobaczyć pierwsze efekty sprzedaży mułów węglowych. W 2H23r. wpływ może wynieść ok. 2 mln PLN.

- Po okresie wyborczym liczymy na wzrost zleceń dot. bomb ekologicznych, co powinno pozytywnie wpłynąć na wyniki 2024r, wraz z efektami inwestycji w rozbudowę mocy w spalaniu, oraz w zestalaniu i stabilizacji.

Rozwój i wykorzystanie mocy produkcyjnych w istniejących zakładach w latach 2023-2024

		Dodatkowe moce rocznie (t.)	Dodatkowe moce rocznie (%)	Planowana data uruchomienia	Dodatkowy, szacowany przychód roczny (mln zł)*	CAPEX planowany (mln zł)
Spalanie	Karsy	10 tys.	78%	II połowa 2024 r.	42,5	135
	Jedlicze (Raf-Ekologia) ETAP I	1 tys.		2023 r.	4,2	zrealizowano
	Jedlicze (Raf-Ekologia) ETAP II	7 tys.		2024 r.	28	30
Zestalanie i stabilizacja	Niecew	40 tys.	65%	2024 r.	23,6	20
	Skarbimierz	70 tys.		2024 r.	41,4	10
Produkcja energii	Karsy, Jedlicze, Niecew, Skarbimierz, Łęka	NA	NA	I część 2023 r., II część w 2024 r.	NA	15

*Przy zakładanych aktualnych średnich cenach oraz przy założeniu pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych

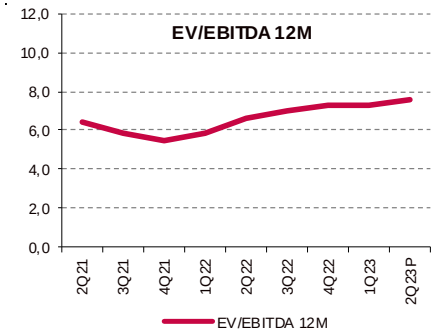
Raport za II kw.'23
17.08.2023

Cena bieżąca: 267 PLN

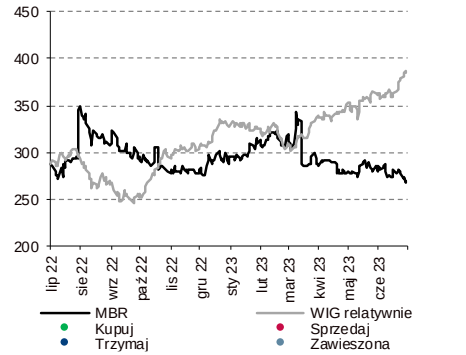
DANE SPÓŁKI			
Ticker			MBR
Sektor			Pozostałe
Kurs (PLN)			267,0
52 tyg. min/max (PLN)			265 / 354
Liczba akcji (mln szt.)			3,5
Kapitalizacja (mln PLN)			938
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,58
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-5,3%	-5,4%	-6,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

EV/EBITDA 12M



WYKRES MBR NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	71	67	69	50	62	61	71	55	60	-3%	9%
EBITDA	37	41	37	25	34	29	30	26	29	-15%	12%
EBIT	36	39	35	23	33	27	29	24	27	-17%	13%
Zysk netto	28	31	28	19	27	22	24	20	22	-17%	13%
P/E12M trailing	8,7	8,4	8,2	8,9	8,9	9,7	10,2	10,1	10,6		
EV/EBITDA 12M trailing	6,4	5,9	5,5	5,8	6,6	7,0	7,3	7,3	7,6		
zmiana przychodów r./r.	113%	32%	23%	-18%	-13%	-9%	3%	11%	-3%		
marża EBITDA	51,9%	60,6%	53,3%	49,7%	54,8%	46,7%	42,6%	46,7%	47,9%		
marża EBIT	50,0%	58,6%	51,3%	47,1%	52,7%	44,6%	40,6%	43,4%	44,9%		
marża netto	39,0%	45,8%	41,5%	38,2%	43,0%	36,7%	34,1%	35,6%	37,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	178	267	243	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	103	151	117	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	97	146	112	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	79	115	92	b.d.	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	22,41	32,7	26,2	b.d.	b.d.	b.d.
DPS (PLN)	13,8	20,2	20,2	b.d.	b.d.	b.d.
P/E (x)	11,9	8,2	10,2	b.d.	b.d.	b.d.
EV/EBITDA (x)	8,7	5,5	7,3	b.d.	b.d.	b.d.
P/BV (x)	5,8	4,5	5,0	b.d.	b.d.	b.d.
DY (%)	5,2%	7,5%	7,5%	b.d.	b.d.	b.d.

Michał Kozak +48 666 079 133 michał.kozak@trigon.pl

Strona celowo pozostawiona pusta.

Newag

#Prognoza Q1'23. W Q1'23 spółka przekazała dla PKP Cargo 12 z 21 zaplanowanych na ten rok lokomotyw. W Q2'23 spodziewamy się 3 przekazań. W Q2'23 istotnie przyśpieszyła z kolei wielkość pozyskiwanych zamówień, których wartość wyniosła 290mln PLN (586mln PLN z uwzględnieniem prawa opcji), wobec 99,5mln PLN w Q1'23, dodatkowo w lipcu pozyskano zamówienia na kwotę 218mln PLN (325mln PLN z uwzględnieniem prawa opcji). Mimo iż portfel zamówień istotnie się zwiększył w ostatnim czasie (Polregio, PKP Intercity, opcja dla Woj. Pomorskiego), spółka od początku 2023r do końca kwietnia pracowała co dugi tydzień cztery dni robocze z uwagi na ograniczoną podaż nowych przetargów.

#CUPT. W kwietniu Centrum Unijnych Projektów Transportowych ogłosiło konkurs na dotacje na zakup pojazdów kolejowych o wartości 2,16mld PLN. Przeznaczona pula środków to pieniądze z KPO, który jest obecnie zablokowany, jednak PFR gwarantuje środki na prefinansowanie zakupu taboru. W ramach konkursu Polregio złożyło 10 wniosków o współfinansowanie łącznie zakupu 98 EZTów o wartości 3mld PLN. Zwracamy uwagę, że również Woj. Pomorskie, które wraz z prawem opcji planuje zakup 31 EZTów zamierza skorzystać z finansowania KPO. Również samorząd Woj. Mazowieckiego zarezerwował w budżecie kwotę 740mln PLN na zakup 22 EZTów, zaznaczając chęć finansowania inwestycji ze środków KPO. Na stronie CUPT znajduje się informacja, że rozstrzygnięcie konkursu nastąpi w sty'24, a podpisanie umów w mar'24.

#Pozostałe istotne przetargi. PKP Intercity nie rozstrzygnęła jeszcze przetargu na zakup 96 lokomotyw oraz przetargu na push-pulle, gdzie jedyną ofertę na kwotę 7,82mln PLN brutto złożyło konsorcjum Pesy i Newagu (38 składów push pull wraz z 45 lokomotywami).

Trzymaj

(Poprzednia: Trzymaj; 20,1 PLN)

Cena docelowa: 20 PLN
Cena bieżąca: 18,45 PLN
Potencjał wzrostu: 8%

Raport za II kw.'23
15.09.2023

DANE SPÓŁKI		HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker	NWG	Trzymaj	24.04.2023	20
Sektor	Przemysł	Kupuj	12.12.2022	18
Kurs (PLN)	18,5	Kupuj	24.10.2022	18
52 tyg. min/max (PLN)	12,8 / 21,8	Trzymaj	21.07.2022	20
Liczba akcji (mln szt.)	45,0	Trzymaj	22.04.2022	21
Kapitalizacja (mln PLN)	830	Kupuj	09.12.2021	27,10
S&P Global ESG Scores	-	Kupuj	21.10.2021	27,50
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,14	Kupuj	20.07.2021	29,40

Komunikat	Zamawiający	Kategoria	Ilość (+opcja)	Wartość (+opcja)	Termin przekazania
19.07.2023	Metropolitan EAD	Metro	8	112,3mln PLN (część NWG)	2026
14.07.2023	Woj. Zachodnipomorskie	EZT	4 (+4)	106,3mln PLN (+212,6mln PLN)	2024-2025
21.06.2023 22.10.2021	PKP Intercity	Lokomotywy	skorzystanie z opcji +5	105mln + serwis 12mln PLN	2023-2025
13.06.2023	Olavion	Lokomotywy	4 (+16)	69,2mln PLN (+365,2mln PLN)	H2'2024
15.05.2023	Woj. Pomorskie	HZT	4	104mln PLN	H2'2024
02.03.2023	PKP Intercity	Lokomotywy	20	368mln PLN (+58,5mln serwis)	2024
25.01.2023	Polregio	EZT	do 200 szt.	5820mln PLN	2023-2025
23.08.2022	Woj. Pomorskie	EZT	2 (+29)	56,9mln PLN (+904,9mln PLN)	2023-2024 opcja do '28
12.07.2022	Rail Capital Partners	Lokomotywy	5	79mln PLN (w tym 5% utrzymanie)	2023-2024
08.07.2022	Woj. Podkarpackie	ZT	8 EZT + 4 HZT	278mln PLN (+60mln serwis)	2023
24.06.2022	Cargounit	Modernizacja lok.	15	78,75mln PLN	2023-2024
10.05.2022	ŁKA	HZT (opcja)	2	55,7mln PLN	do gru'23
22.10.2021	PKP Intercity	Lokomotywy	10 (+5)	178mln + serwis 32mln PLN (267mln + serwis 45mln PLN)	2023-2025
21.10.2021	Koleje Wielkopolskie	SZT (opcja)	2	38,6mln PLN	do wrz'23
17.09.2019	PKP Cargo	Lokomotywy	31	518,9mln PLN	2019: 7 2023: 21 2024: 3

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	78	341	226	197	163	272	331	276	124	-24%	-55%
EBITDA	31	54	24	20	12	28	37	51	11	-8%	-79%
EBIT	20	43	13	10	1	17	27	40	0	-	-
Zysk netto	13	34	11	3	-8	6	22	26	-6	-	-
P/E12M trailing	4,2	4,6	9,6	13,7	20,8	70,7	36,5	18,0	17,5		
EV/EBITDA 12M trailing	4,8	5,9	7,2	9,6	12,0	15,8	12,3	9,4	9,8		
zmiana przychodów r./r.	-74%	46%	-56%	-28%	110%	-20%	47%	40%	-24%		
marża EBITDA	40,1%	15,9%	10,7%	10,3%	7,1%	10,2%	11,3%	18,4%	8,6%		
marża EBIT	25,9%	12,7%	5,9%	4,8%	0,4%	6,2%	8,0%	14,5%	-		
marża netto	16,3%	10,1%	4,7%	1,3%	-	2,3%	6,5%	9,4%	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 320	918	964	1 043	1 156	1 231
EBITDA	292	157	97	174	177	212
EBIT	254	113	54	131	135	170
Zysk netto	219	86	23	77	88	123
EPS (PLN)	4,86	1,9	0,5	1,7	1,9	2,7
DPS (PLN)	1,0	1,5	0,3	0,3	1,0	1,4
P/E (x)	3,8	9,6	36,5	10,8	9,5	6,8
EV/EBITDA (x)	3,9	7,0	11,9	6,9	6,3	5,1
P/BV (x)	1,1	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9
DY (%)	5,4%	8,1%	1,4%	1,4%	5,4%	7,4%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	20,0	100%	20,1	100%	0%
Wycena porównawcza	17,1	0%	16,6	0%	3%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1043	1041	0%	1156	1156	0%	1231	1231	0%
EBITDA	174	167	4%	177	176	1%	212	211	0%
EBIT	131	125	5%	135	135	1%	170	170	0%
Zysk netto	77	72	6%	88	90	-3%	123	125	-2%
P/E (x)	10,8	11,5		9,5	9,2		6,8	6,6	
EV/EBITDA (x)	7,1	7,4		6,5	6,5		5,3	5,3	
P/BV (x)	1,1			1,0			0,9		
DY (%)	1,4%			5,4%			7,4%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2021	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	9,6	36,5	10,8	9,5	6,8
P/E skor. (x)	9,5	34,6	10,7	9,5	6,8
P/BV (x)	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (x)	7,0	11,9	6,9	6,3	5,1
EV/EBITDA skor. (x)	7,0	11,7	6,9	6,3	5,1
EV/Sprzedaż (x)	1,2	1,2	1,2	1,0	0,9
FCF Yield (%)	6,7%	-1,8%	0,1%	14,6%	9,4%
DY (%)	8,1%	1,4%	1,4%	5,4%	7,4%

Wskaźniki finansowe	2021	2021	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,9	0,5	1,7	1,9	2,7
EPS skor. (PLN)	1,9	0,5	1,7	1,9	2,7
DPS (PLN)	1,5	0,3	0,3	1,0	1,4
BVPS (PLN)	16,5	15,8	17,2	18,2	19,5

Wskaźniki operacyjne	2021	2021	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	21,0%	15,4%	22,1%	21,1%	22,9%
marża EBITDA skor. (%)	17,3%	10,3%	16,7%	15,4%	17,2%
marża EBIT (%)	12,3%	5,6%	12,5%	11,7%	13,9%
marża netto skor. (%)	9,5%	2,5%	7,4%	7,6%	10,0%
ROE (%)	11,7%	3,1%	10,4%	11,0%	14,5%
ROA (%)	6,1%	1,6%	5,3%	5,8%	8,0%
CAPEX/Sprzedaż (%)	6,9%	1,4%	2,8%	2,8%	2,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,4	0,3	0,7	0,8	0,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3
Dług netto/EBITDA (x)	1,7	3,4	2,1	1,6	1,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	269	272	306	256	257
Cykl rotacji zapasów (dni)	262	239	215	169	173
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	113	134	181	176	176
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	106	101	90	90	92

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 320**	**918**	**964**	**1 043**	**1 156**	**1 231**
Koszty wytworzenia	948	725	816	812	912	948
Zysk brutto ze sprzedaży	**372**	**193**	**148**	**231**	**244**	**282**
Koszty sprzedaży	1	2	2	2	2	2
Koszty ogólnego zarządu	90	93	97	101	106	109
Zysk ze sprzedaży	281	98	49	128	135	170
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-27	15	5	3	0	0
EBITDA	**292**	**157**	**97**	**174**	**177**	**212**
EBITDA skor.	**293**	**158**	**99**	**174**	**177**	**212**
Amortyzacja	37	44	44	43	42	42
EBIT	**254**	**113**	**54**	**131**	**135**	**170**
Wynik na działalności finansowej	-16	-16	-32	-35	-27	-19
Zysk brutto	**238**	**97**	**22**	**95**	**108**	**152**
Podatek dochodowy	19	11	-1	18	21	29
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**219**	**86**	**23**	**77**	**88**	**123**
Zysk netto skor.	**220**	**87**	**24**	**77**	**88**	**123**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**574**	**489**	**485**	**470**	**460**	**450**
Aktywa obrotowe	**824**	**952**	**936**	**1 047**	**1 040**	**1 107**
Zapasy	391	521	535	478	423	451
Należności handlowe	319	284	354	516	559	595
Gotówka	95	128	46	52	58	62
Aktywa	**1 397**	**1 441**	**1 421**	**1 516**	**1 500**	**1 558**
Kapitał własny	**725**	**744**	**709**	**775**	**817**	**879**
Kapitały mniejszości	**1**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**221**	**149**	**133**	**148**	**127**	**122**
Zobowiązania oprocentowane	209	112	104	119	97	93
Zobowiązania krótkoterminowe	**451**	**548**	**579**	**593**	**556**	**557**
Zobowiązania oprocentowane	226	312	304	342	279	266
Zobowiązania handlowe	177	211	226	200	226	240
Pasywa	**1 397**	**1 441**	**1 421**	**1 516**	**1 500**	**1 558**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**259**	**137**	**-7**	**30**	**194**	**134**
Zysk (strata) netto	219	86	23	77	88	123
Amortyzacja	37	44	44	43	42	42
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-37**	**-3**	**5**	**-29**	**-32**	**-32**
CAPEX	-61	-63	-13	-29	-32	-32
Przepływy z działalności finansowej	**-144**	**-102**	**-82**	**5**	**-157**	**-99**
Dywidenda	-45	-68	-11	-11	-45	-61
Przepływy pieniężne netto	78	32	-83	6	6	4
Środki pieniężne na początek okresu	17	95	127	44	52	58
Środki pieniężne na koniec okresu	95	127	44	50	58	62

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Selena FM

Bez rekomendacji

#Prognoza Q2'23. Historycznie Q2'23 charakteryzował się ok. 30-35% wzrostem przychodów kw./kw. z uwagi na sezonowość branży. Widząc sporo negatywnych sygnałów, szczególnie w obszarze noworozpoczętych inwestycji zakładamy, że obroty w Q2'23 wzrosną o ok. 20% kw./kw. co oznacza porównywalny poziom przychodów względem ub.r., przy czym należy pamiętać że inflacja cen produktów wyniosła ok. 10-11% r./r. Zakładamy, że obserwowane już pod koniec roku spadki cen niektórych surowców (silikony) oraz na początku tego roku (MDI), będą się przekładać na stopniową poprawę marży także w Q2'23. Niższe ceny frachtu morskiego, spadek cen energii, załamanie rynku budownictwa mieszkaniowego w Chinach oraz słaby popyt w Europie poprawiają dostępność dodatków chemicznych w niższych cenach, dzięki strategii multisourcingu. Dodatkowo umocnienie PLN wobec USD będzie także obniżać ceny zakupu materiałów w H2'23.

#Otoczenie rynkowe. W kontekście Q2'23 warto odnotować słabość zarówno krajowego jak i europejskiego rynku budowlanego. Wg danych GUS pomimo stabilnej r./r. produkcji klejów i uszczelniaczy, wyraźne spadki oberwane były po stronie materiałów budowlanych do których zastosowanie mają produkty spółki. Od początku roku produkcja drewnianych okien i drzwi spada odpowiednio o 27% i 19%. Okna i drzwi z tworzyw sztucznych pomimo dobrego początku roku w okresie kwi-maj odnotowały spadek produkcji o 21% i 12%. Produkcja cegieł budowlanych spada w tempie >-45%, podobnie jak dachówek ceramicznych, bloczków z gazobetonu czy pustaków, nieznacznie wolniej spada produkcja elementów z silikatu (-35-40%). Produkcja pap zanotowała bardzo słabą produkcję na początku roku, dopiero od maja widoczna jest poprawa (-4% vs. -34% w okresie sty-kwi), produkcja wyrobów izolacji termicznej z wełny mineralnej także spada o >40%. Dane te oddają sentyment panujący obecnie w budownictwie mieszkaniowym w Europie. W Polsce liczba mieszkań których budowę rozpoczęto spadła ytd o 27% (po spadku o 19% w analogicznym okresie ub.r.). Biorąc pod uwagę, że znaczna część sprzedaży spółki dedykowana jest także na potrzeby wykończenia mieszkań, pozytywny wpływ powinna mieć wyższa liczba mieszkań oddanych do użytkowania (+4% ytd). Uwagę zwraca także liczba wniosków złożonych w programie Czyste Powietrze, gdzie od początku roku zgłoszono wnioski o dopłaty do remontu ponad 76 tys. istniejących budynków, z czego duża część zawiera prace związane z wymianą stolarki okiennej i drzwiowej. Wg PSB ceny chemii budowlanej w czerwcu były o 10% wyższe r./r., a ytd ich ceny pozostają wyższe o ok. 13%.

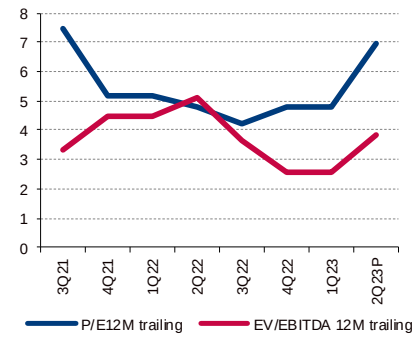
Raport za II kw.'23
15.09.2023

Cena bieżąca: 23,4 PLN

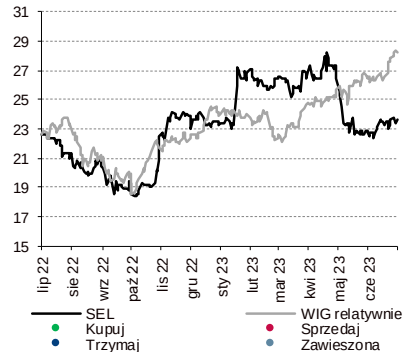
DANE SPÓŁKI			
Ticker			SEL
Sektor			Przemysł
Sektor			23,4
52 tyg. min/max (PLN)			18 / 28,5
Liczba akcji (mln szt.)			22,8
Kapitalizacja (mln PLN)			534
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,08
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	4,4%	-13,2%	4,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	438,2	493,1	447,6	421,6	499,2	569,0	473,5	412,2	494,2	-1%	20%
EBITDA	39,5	47,8	19,2	36,8	38,8	79,4	44,2	9,9	35,5	-8%	257%
EBIT	28,4	36,5	8,0	25,8	27,2	67,6	33,1	0,4	25,8	-5%	6111%
Zysk netto	22,3	31,1	31,8	25,0	23,4	46,4	17,3	-5,1	18,4	-21%	-
P/E12M trailing	6,3	7,5	5,2	5,2	4,8	4,2	4,8	4,8	6,9		
EV/EBITDA 12M trailing	2,7	3,3	4,5	4,5	5,1	3,6	2,6	2,6	3,8		
zmiana przychodów r./r.	37%	14%	28%	21%	14%	15%	6%	-2%	-1%		
marża EBITDA	9,0%	9,7%	4,3%	8,7%	7,8%	14,0%	9,3%	2,4%	7,2%		
marża EBIT	6,5%	7,4%	1,8%	6,1%	5,4%	11,9%	7,0%	0,1%	5,2%		
marża netto	5,1%	6,3%	7,1%	5,9%	4,7%	8,2%	3,6%	-	3,7%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 384,7	1 728,4	1 963,3	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	165,7	136,8	199,2	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	127,2	92,7	153,6	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	76,2	102,7	112,1	b.d.	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	3,34	4,5	4,9	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	-	-	-
P/E (x)	7,0	5,2	4,8	-	-	-
EV/EBITDA (x)	3,3	4,5	2,6	-	-	-
P/BV (x)	1,0	0,9	0,7	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,2	4,8	-	-	-
P/E skor. (x)	5,6	5,4	-	-	-
P/BV (x)	0,9	0,7	-	-	-
EV/EBITDA (x)	4,5	2,6	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	4,8	2,8	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,3	-	-	-
FCF Yield (%)	-10,2%	29,9%	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	4,5	4,9	-	-	-
EPS skor. (PLN)	4,2	4,4	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	26,3	31,3	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	27,8%	30,1%	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	7,4%	9,3%	-	-	-
marża EBIT (%)	5,4%	7,8%	-	-	-
marża netto skor. (%)	5,5%	5,1%	-	-	-
ROE (%)	18,3%	17,0%	-	-	-
ROA (%)	10,1%	9,8%	-	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,9%	1,9%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	0,8	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,0	-'	-'	-'
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	-0,1	-	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	68	67	-	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	50	50	-	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	59	54	-	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	38	-	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 385**	**1 728**	**1 963**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty wytworzenia	917	1 249	1 373	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**468**	**480**	**591**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty sprzedaży	229	270	308	b.d.	b.d.	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	114	126	145	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	125	83	138	b.d.	b.d.	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2	9	16	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	**166**	**137**	**199**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	**164**	**127**	**183**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Amortyzacja	39	44	46	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	**127**	**93**	**154**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	-33	-7	-22	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto	**95**	**88**	**134**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Podatek dochodowy	-19	14	-22	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk mniejszości	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	**76**	**103**	**112**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**75**	**95**	**99**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**373**	**368**	**407**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**553**	**740**	**764**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	193	280	262	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	252	305	276	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	68	96	158	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**926**	**1 109**	**1 171**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**523**	**601**	**715**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**1**	**1**	**3**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**47**	**80**	**86**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	33	66	72	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**355**	**426**	**367**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	54	112	62	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	187	198	208	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**926**	**1 109**	**1 171**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**112**	**-30**	**190**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	76	103	112	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	39	44	46	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-73**	**-36**	**-38**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	-33	-33	-37	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**-70**	**49**	**-91**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	-31	-17	61	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	86	55	38	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	55	38	100	b.d.	b.d.	b.d.

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

VIGO Photonics

Bez rekomendacji

#Prognoza Q2'23. Wstępne przychody wyniosły 18,5mln PLN (-3% r./r.. i -1% kw./kw.). W ujęciu kw./kw. największe spadki dotyczyły segmentu przemysłu (-1,3mln PLN) oraz półprzewodników (-0,4mln PLN), wzrosty z kolei odnotowano głównie w segmencie wojskowym (+0,7mln PLN), gdzie perspektywa zwiększonych wydatków zbrojeniowych powinna przekładać się także na istotne przychody w kolejnych kwartałach. Spadek przychodów w ujęciu kw./kw. odbieramy lekko negatywnie, głównie z uwagi na fakt, że w Q2'23 ok. 80% zamówień było realizowanych po wyższych cenach (podwyżki rzędu 20-30% zaczęto wprowadzać w Q4'22), wobec 40% w Q1'23. Efekt ten był jednak w dużym stopniu zniwelowany przez umocnienie PLN (4% względem EUR i 5% względem USD). Zakładamy, że uruchomiony w Q1'23 nowy reaktor, który usuwa wąskie gardła w obszarze pozyskiwania nowych klientów i pozwoli na zwiększenie sprzedaży w H2'23 (realizacja nowych projektów dla klientów). W dalszym ciągu największy potencjał dostrzegamy w segmencie przemysłowym oraz wojskowy. Sprzedaż na rynek północnoamerykański wyniosła w Q2'23 2,3mln PLN (vs. 3,7mln PLN w Q1'23) natomiast na rynek azjatycki 1,8mln PLN (3,4mln PLN w Q1'23).

#Marże. Wyższy udział zamówień realizowanych w nowych cennikach pozwoli naszym zdaniem na poprawę mbns o ok. 1,5pp kw./kw. Zarząd sygnalizował, że celem na kolejne kwartały br. jest utrzymanie kosztów SG&A na poziomie 7-7,5mln PLN, co sygnalizuje nam porównywalny wynik EBITDA kw./kw. Zwiększona rotacja pracowników może mieć przejściowo wyższe przełożenie na efektywność produkcji. Od przyszłego roku spodziewamy się stopniowego wzrostu kosztów SG&A do średniokwartalnego poziomu 8,8mln PLN.

#Nowe zamówienia. W Q2'23 spółka pozyskała 20,2mln PLN nowych zamówień (vs. 17,7mln PLN w Q1'23 i 44mln PLN w H1'22). Przyśpieszenie pozyskiwania zamówień kw./kw. to m.in. zaakceptowania przez klientów nowego cennika. Wśród istotnych umów pozyskanych w Q2'23 można wymienić: (i) wznowienie umowy na dostawy detektorów podczerwieni z niemiecką spółką o wartości 2,9-3,5mln EUR.

#Inwestycje. Tegoroczny wydatki inwestycyjne szacujemy na 40mln PLN w tym: i) R&D 20mln PLN, ii) VIGO Ventures 5mln PLN, iii) aktywa trwałe 12,5mln PLN, iv) dofinansowanie zespołu amerykańskiego 2,5mln PLN.

#HyperPIC. KE zatwierdziła pomoc publiczną dla spółki w wysokości 102,9mln EUR na realiację projektu, w ramach którego ma powstać przełomowe dla rynku podczerwieni fotoniczne układy scalone, umożliwiające wprowadzenie zaawansowanych systemów sensorycznych do przedmiotów codziennego użytku oraz linie produkcyjne zapewniające kompletny łańcuch dostaw dla układów fotoniki scalonej na zakres średniej podczerwieni. Projekt ma być realizowany w latach 2023-2030 w dwóch fazach: (1) faza R&D (2023-2027) - 34,2 mln EUR; (2) fazy FID (2023-2030) obejmującej inwestycje w nową linię produkcyjną oraz wdrożenie do produkcji nowych produktów, w tym finansowanie części kosztów operacyjnych w trakcie wdrożenia - 219,2mln EUR. Większość nakładów II fazy miałby zostać poniesiona w latach 2025-27.

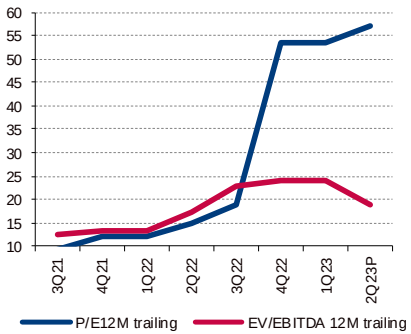
Raport za II kw.'23
19.09.2023

Cena bieżąca: 530 PLN

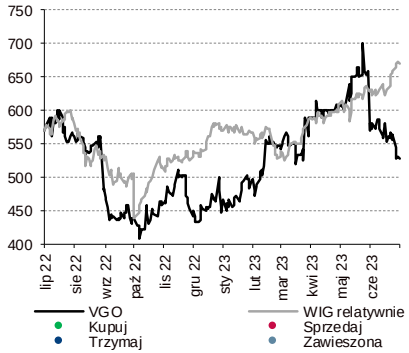
DANE SPÓŁKI			
Ticker			VGO
Sektor			Przemysł
Sektor			530,0
52 tyg. min/max (PLN)			401 / 730
Liczba akcji (mln szt.)			0,7
Kapitalizacja (mln PLN)			386
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,31
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-9,0%	-10,2%	-7,4%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	18,0	16,7	22,3	11,7	19,0	16,8	20,3	18,8	18,5	-3%	-1%
EBITDA	8,3	8,9	7,5	3,3	5,0	3,3	6,5	6,5	6,5	31%	-1%
EBIT	6,6	7,2	5,8	1,6	1,7	1,6	3,8	3,7	3,6	109%	-2%
Zysk netto	7,0	8,6	11,3	3,6	2,5	3,0	-2,0	2,5	3,2	25%	27%
P/E12M trailing	10,5	9,3	11,9	11,9	14,8	18,8	53,5	53,5	57,2		
EV/EBITDA 12M trailing	14,0	12,5	13,2	13,2	17,2	23,0	24,0	24,0	19,0		
zmiana przychodów r./r.	30%	29%	56%	-20%	5%	1%	-9%	60%	-3%		
marża EBITDA	45,8%	53,5%	33,6%	28,4%	26,2%	19,5%	31,9%	34,9%	35,1%		
marża EBIT	36,4%	43,3%	25,9%	13,3%	9,1%	9,7%	18,6%	19,8%	19,6%		
marża netto	39,0%	51,7%	50,9%	30,8%	13,3%	18,1%	-	13,3%	17,1%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	53,5	71,5	67,9	82,7	102,3	120,4
EBITDA	26,5	31,5	18,1	30,1	41,4	48,4
EBIT	20,2	24,7	8,7	18,7	28,5	35,2
Zysk netto	32,5	32,3	7,2	15,9	25,7	24,5
EPS (PLN)	44,65	44,4	9,9	21,8	35,2	33,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	11,9	11,9	53,5	24,3	15,0	15,8
EV/EBITDA (x)	15,2	13,2	24,0	14,6	11,1	9,9
P/BV (x)	3,8	2,9	2,8	2,5	2,1	1,9
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	83	86	-3%	102	105	-3%	120	124	-3%
EBITDA	30	34	-11%	41	42	-1%	48	50	-3%
EBIT	19	20	-9%	29	29	-1%	35	36	-3%
Zysk netto	16	18	-11%	26	25	1%	24	24	0%
P/E (x)	24,3	21,6		15,0	15,3		15,8	15,8	
EV/EBITDA (x)	14,6	13,0		11,1	10,9		9,9	9,7	
P/BV (x)	2,8			2,5			2,1		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,9	53,5	24,3	15,0	15,8
P/E skor. (x)	11,9	53,5	24,3	15,0	15,8
P/BV (x)	2,9	2,8	2,5	2,1	1,9
EV/EBITDA (x)	13,2	24,0	14,6	11,1	9,9
EV/EBITDA skor. (x)	13,2	24,0	14,6	11,1	9,9
EV/Sprzedaż (x)	5,8	6,4	5,3	4,5	4,0
FCF Yield (%)	-6,1%	-10,2%	-2,9%	-3,5%	-3,7%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	44,4	9,9	21,8	35,2	33,6
EPS skor. (PLN)	44,4	9,9	21,8	35,2	33,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	182,5	190,0	211,8	247,1	280,7

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	63,1%	51,7%	52,4%	57,5%	59,0%
marża EBITDA skor. (%)	44,0%	26,6%	36,4%	40,4%	40,2%
marża EBIT (%)	34,6%	12,8%	22,6%	27,9%	29,2%
marża netto skor. (%)	45,2%	10,6%	19,2%	25,1%	20,4%
ROE (%)	27,7%	5,3%	10,8%	15,4%	12,7%
ROA (%)	16,8%	3,1%	5,8%	8,2%	6,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	69,4%	70,6%	47,8%	50,3%	46,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	7,3	5,1	3,5	4,0	4,2
Dług netto/kapitał własny (x)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Dług netto/EBITDA (x)	0,9	2,6	1,8	1,7	2,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	78	103	88	88	86
Cykl rotacji zapasów (dni)	41	60	52	51	50
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	62	77	56	56	55
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	25	34	20	19	19

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**53**	**71**	**68**	**83**	**102**	**120**
Koszty wytworzenia	18	26	33	39	43	49
Zysk brutto ze sprzedaży	**36**	**45**	**35**	**43**	**59**	**71**
Koszty sprzedaży	3	4	10	13	15	18
Koszty ogólnego zarządu	16	20	21	17	20	22
Zysk ze sprzedaży	16	21	4	14	24	31
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	4	4	5	5	5	4
EBITDA	**26**	**31**	**18**	**30**	**41**	**48**
EBITDA skor.	**26**	**31**	**18**	**30**	**41**	**48**
Amortyzacja	6	7	9	11	13	13
EBIT	**20**	**25**	**9**	**19**	**29**	**35**
Wynik na działalności finansowej	-2	0	-1	-2	-3	-5
Zysk brutto	**18**	**24**	**8**	**16**	**26**	**30**
Podatek dochodowy	-14	-8	0	1	0	6
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**33**	**32**	**7**	**16**	**26**	**24**
Zysk netto skor.	**33**	**32**	**7**	**16**	**26**	**24**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**129**	**185**	**219**	**248**	**287**	**330**
Aktywa obrotowe	**38**	**34**	**35**	**42**	**52**	**59**
Zapasy	9	7	15	19	23	27
Należności handlowe	10	14	14	13	16	18
Gotówka	13	6	2	8	10	12
Aktywa	**167**	**219**	**254**	**290**	**339**	**389**
Kapitał własny	**101**	**133**	**139**	**154**	**180**	**205**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**50**	**57**	**82**	**94**	**105**	**119**
Zobowiązania oprocentowane	24	21	28	35	47	61
Zobowiązania krótkoterminowe	**17**	**29**	**34**	**42**	**53**	**65**
Zobowiązania oprocentowane	6	12	21	27	36	46
Zobowiązania handlowe	2	8	4	7	9	10
Pasywa	**167**	**219**	**254**	**290**	**339**	**389**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**21**	**24**	**4**	**27**	**36**	**38**
Zysk (strata) netto	33	32	7	16	26	24
Amortyzacja	6	7	9	11	13	13
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-16**	**-35**	**-22**	**-32**	**-52**	**-56**
CAPEX	-26	-50	-48	-40	-52	-56
Przepływy z działalności finansowej	**-5**	**3**	**14**	**12**	**18**	**20**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	0	-7	-4	6	2	2
Środki pieniężne na początek okresu	13	13	6	2	8	10
Środki pieniężne na koniec okresu	13	6	2	8	10	11

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wielton

#Prognoza Q2'23. W Q2'23 oczekujemy wolumenów sprzedaży na poziomie 5400 szt. vs 5259 w Q1'23 (+3% kw./kw.). Pod względem danych rynkowych rejestracji naczep Wieltona w Polsce wyniosły w Q2 1049 szt. vs. 957 szt. w Q1'23. We Francji podobnie jak w Polsce dobrze na tle rynku zachowują się chłodnie, wolumenowo kategorie jak furgony czy naczepy radzą sobie natomiast gorzej. W Polsce w Q2'23 rejestracje wywrotek rosły o 36% r./r. i 4% kw./kw. co może być dobrych prognostykiem dla WLT, który jest liderem w tej kategorii. W Europie Zachodniej rynek wywrotek nie zachowuje się jednak tak dobrze jak w Polsce czy Rumunii. Zakładamy, że średnia cena sprzedaży będzie zbliżona względem poprzedniego kwartału, ale już w Q3'23 spodziewamy się spadku średniej ceny sprzedaży, za czym przemawia słabszy popyt rynkowy (większa presja konkurencyjna) oraz spadające ceny materiałów (stal, aluminium, sklejka). W Q2'23 niższe ceny materiałów powinny mieć z kolei nieznaczny pozytywny wpływ na marże względem poprzedniego kwartału. W przypadku bardziej przetworzonych komponentów stalowych naszym zdaniem na obniżki trzeba będzie jeszcze poczekać z uwagi na dłuższe umowy handlowe). Pod względem kosztów SG&A zakładamy stabilny poziom względem Q1'23 (ok. 80mln PLN/kwartalnie). Pod koniec kwartału nastąpiła stopniowa poprawa operacyjna w FRU (zmiana organizacji procesów operacyjnych), która przybliża spółkę do wyjścia na break even. W dalszym ciągu przenoszenie produkcji Langendora do Polski, generuje pewne dodatkowe koszty. Obecna produkcja w Wieluniu sięga 65szt/dzień, przy mocach wynoszących 80 szt. (obecny park maszynowy + potrzeba dotrudnienia pracowników)

#Backlog. Na rynku utrzymuje się spora niepewność co przekłada się na spłycenie backlogu na rynkach Europy Zachodniej, wyjątkiem jest z kolei rynek brytyjski, który ma zamówienia do końca roku, w pozostałych krajach backlog jest na poziomie 3-miesięcznej produkcji. Przesuwa się w czasie decyzja o dotacji dla firm spedycyjnych do zakupu nowych przyczep i naczep na rynku niemieckim, która początkowo miała zapaść w czerwcu. Jest to potencjalny upside dla backlogu na H2'23. Jednocześnie słabszy popyt w Niemczech powoduje , że na chwilę obecną nie ma przesłanek za realizacją tegorocznego celu sprzedażowego (>2700 szt. tj. +129% r./r.)

#Inwestycje. Obniżamy nasze oczekiwania względem tegorocznych wydatków inwestycyjnych z 180mln PLN do 150mln PLN, cześć nakładów przesunie się na przyszły rok. Na przyszłorocznych targach w Hanowerze (wrzesień), spółka zaprezentuje nowe produkty, których masowa sprzedaż rozpocznie się w 2025r.

#Dywidenda. Spółka wypłaci akcjonariuszom 0,4 PLN/akcję z ubiegłorocznego zysku. Dzień ustalenia prawa do dywidendy przypada na 31.07, natomiast wypłata środków nastąpi w dwóch ratach w sierpniu i listopadzie br.

#Skup akcji własnych. WZA podjęło decyzję w sprawie przeprowadzenia programu skupu akcji. Program ten potrwa nie dłużej niż do 30 czerwca 2026r. Maksymalna wartość środków przeznaczona na ten cel to 50mln PLN.

#Prognoza zarządu na 2023r.: Wolumen sprzedaży 23500 szt., 3,6mld przychodów i 5,9% marży EBITDA (~212mln PLN). Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas wykonanie po H1'23 oraz skrócenie backlogu na H2'23, które powoduje większą presję na obniżanie cen, naszym zdaniem tegoroczna EBITDA będzie poniżej szacunków budżetowych spółki i wyniesie ok. 180mln PLN.

mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	675	621	767	814	822	860	937	849	871	6%	3%
EBITDA	48	29	24	37	61	48	57	46	48	-21%	6%
EBIT	31	12	8	18	44	31	38	26	30	-32%	12%
Zysk netto	21	5	2	9	75	8	22	14	14	-81%	2%
P/E12M trailing	7,5	8,2	11,1	14,0	5,8	5,6	4,6	4,4	9,1		
EV/EBITDA 12M trailing	5,4	5,8	6,1	7,4	6,9	6,3	5,0	4,8	5,1		
zmiana przychodów r./r.	97%	27%	49%	29%	22%	38%	22%	4%	6%		
marża EBITDA	7,1%	4,6%	3,2%	4,5%	7,4%	5,6%	6,1%	5,4%	5,6%		
marża EBIT	4,6%	1,9%	1,0%	2,3%	5,3%	3,6%	4,0%	3,1%	3,4%		
marża netto	3,2%	0,9%	0,2%	1,1%	9,1%	0,9%	2,4%	1,6%	1,6%		

Trzymaj

(Poprzednia: Trzymaj; 8,9 PLN)

Cena docelowa: 9,1 PLN

Cena bieżąca: 8,69 PLN

Potencjał wzrostu: 5%

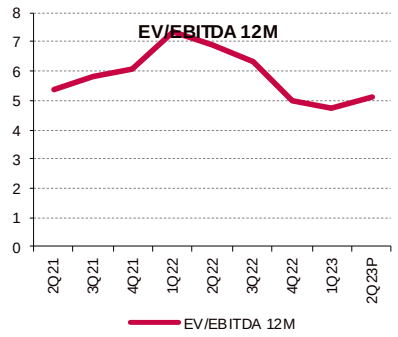
Raport za II kw.'23

14.09.2023

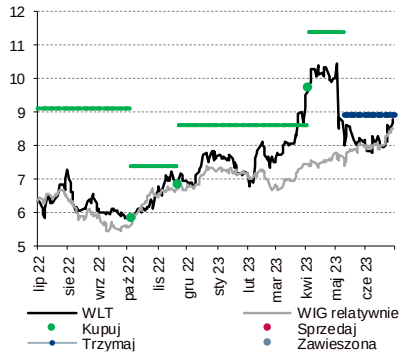
DANE SPÓŁKI			
Ticker			WLT
Sektor			Przemysł
Kurs (PLN)			8,7
52 tyg. min/max (PLN)			5,76 / 10,9
Liczba akcji (mln szt.)			60,4
Kapitalizacja (mln PLN)			525
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,97
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	9,0%	-7,4%	38,6%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Trzymaj	30.05.2023	8,9
Kupuj	24.04.2023	11,4
Kupuj	12.12.2022	8,6
Kupuj	24.10.2022	7,4
Kupuj	21.07.2022	9,1
Kupuj	22.04.2022	11,7
Kupuj	20.04.2022	11,7
Kupuj	09.12.2021	14,3

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES WLT NA TLE WIG



mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 817	2 696	3 433	3 480	3 757	3 938
EBITDA	98	144	203	179	204	245
EBIT	37	79	131	101	117	152
Zysk netto skor.	12	46	107	44	61	92
EPS (PLN)	0,52	0,8	1,9	0,7	1,0	1,5
DPS (PLN)	0,0	0,3	0,0	0,4	0,3	0,5
P/E skor. (x)	16,9	11,1	4,6	11,7	8,6	5,7
EV/EBITDA (x)	9,1	6,1	5,0	6,0	5,7	4,7
P/BV (x)	1,3	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8
DY (%)	0,0%	3,8%	0,0%	4,6%	3,8%	5,8%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	9,1	100%	8,9	100%	2%
Wycena porównawcza	9,2	0%	7,4	0%	24%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	3480	3506	-1%	3757	3677	2%	3938	3938	0%
EBITDA	179	175	2%	204	210	-3%	245	246	0%
EBIT	101	96	5%	117	120	-3%	152	152	0%
Zysk netto	45	40	12%	61	63	-3%	92	93	-1%
P/E skor. (x)	11,7	13,1		8,6	8,3		5,7	5,6	
EV/EBITDA (x)	6,0	6,2		5,7	5,5		4,7	4,7	
P/BV (x)	0,9			0,8			0,8		
DY (%)	4,6%			3,8%			5,8%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	11,1	4,6	11,7	8,6	5,7
P/E skor. (x)	11,4	4,9	11,8	8,6	5,7
P/BV (x)	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA (x)	6,1	5,0	6,0	5,7	4,7
EV/EBITDA skor. (x)	6,1	5,2	6,0	5,7	4,7
EV/Sprzedaż (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF Yield (%)	4,7%	-9,0%	-2,3%	-4,7%	2,0%
DY (%)	3,8%	0,0%	4,6%	3,8%	5,8%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,8	1,9	0,7	1,0	1,5
EPS skor. (PLN)	0,8	1,8	0,7	1,0	1,5
DPS (PLN)	0,3	0,0	0,4	0,3	0,5
BVPS (PLN)	7,3	9,2	9,6	10,3	11,3

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	11,4%	12,1%	12,2%	12,4%	13,1%
marża EBITDA skor. (%)	5,3%	5,7%	5,1%	5,4%	6,2%
marża EBIT (%)	2,9%	3,8%	2,9%	3,1%	3,9%
marża netto skor. (%)	1,7%	3,1%	1,3%	1,6%	2,3%
ROE (%)	11,2%	23,0%	7,9%	10,2%	14,1%
ROA (%)	2,8%	5,8%	2,1%	2,6%	3,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,2%	3,9%	4,3%	5,1%	3,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,3	1,8	1,9	2,2	1,5
Dług netto/kapitał własny (x)	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9
Dług netto/EBITDA (x)	2,4	2,4	3,1	3,1	2,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	32	33	44	44	43
Cykl rotacji zapasów (dni)	58	57	62	62	61
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	56	57	66	65	64
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	82	81	84	83	82

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 817**	**2 696**	**3 433**	**3 480**	**3 757**	**3 938**
Koszty wytworzenia	1 629	2 388	3 018	3 056	3 292	3 421
Zysk brutto ze sprzedaży	**188**	**308**	**415**	**424**	**465**	**517**
Koszty sprzedaży	102	141	168	172	188	197
Koszty ogólnego zarządu	73	92	125	151	160	168
Zysk ze sprzedaży	13	75	122	101	117	152
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	24	4	1	0	0	0
EBITDA	**98**	**144**	**203**	**179**	**204**	**245**
EBITDA skor.	**74**	**143**	**194**	**178**	**204**	**245**
Amortyzacja	61	65	72	78	87	93
EBIT	**37**	**79**	**131**	**101**	**117**	**152**
Wynik na działalności finansowej	-17	-20	-4	-41	-40	-35
Zysk brutto	**20**	**59**	**127**	**60**	**77**	**117**
Podatek dochodowy	-7	12	12	16	16	24
Zysk mniejszości	-4	0	0	-1	0	0
Zysk netto	**31**	**47**	**114**	**45**	**61**	**92**
Zysk netto skor.	**12**	**46**	**107**	**44**	**61**	**92**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**692**	**730**	**817**	**866**	**969**	**1 016**
Aktywa obrotowe	**787**	**1 127**	**1 288**	**1 373**	**1 412**	**1 480**
Zapasy	338	525	556	631	648	679
Należności handlowe	354	474	606	658	675	707
Gotówka	89	124	116	70	75	79
Aktywa	**1 479**	**1 858**	**2 105**	**2 239**	**2 381**	**2 495**
Kapitał własny	**404**	**440**	**554**	**580**	**621**	**682**
Kapitały mniejszości	**24**	**26**	**11**	**10**	**10**	**10**
Zobowiązania długoterminowe	**366**	**460**	**346**	**334**	**366**	**370**
Zobowiązania oprocentowane	286	403	267	255	288	292
Zobowiązania krótkoterminowe	**685**	**932**	**1 194**	**1 316**	**1 385**	**1 433**
Zobowiązania oprocentowane	168	73	340	369	415	422
Zobowiązania handlowe	444	771	762	844	866	907
Pasywa	**1 479**	**1 858**	**2 105**	**2 239**	**2 381**	**2 495**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**149**	**129**	**41**	**124**	**136**	**164**
Zysk (strata) netto	31	47	114	45	61	92
Amortyzacja	61	65	72	78	87	93
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-69**	**-71**	**-132**	**-147**	**-190**	**-140**
CAPEX	-72	-87	-133	-149	-190	-140
Przepływy z działalności finansowej	**-50**	**-26**	**83**	**-25**	**59**	**-20**
Dywidenda	0	-20	0	-24	-20	-31
Przepływy pieniężne netto	30	32	-7	-49	6	4
Środki pieniężne na początek okresu	59	89	121	113	70	75
Środki pieniężne na koniec okresu	89	121	113	65	75	79

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

XTPL

Bez rekomedacji

#Prognoza Q2'23. Wstępne przychody w Q2'23 wyniosły 3mln PLN, na co składa się 0,4mln PLN przychodów z dotacji oraz 2) 2,6mln PLN przychodów ze sprzedaż produktów i usług (sprzedaż 3 drukarek DPS). Brak przychodów z usług badań i rozwoju wynika z rosnącego zapotrzebowania w obszarze produkcji, który w większym stopniu angażuje zasoby ludzkie. Backlog na H2'23: 6 drukarek DPS oraz 2 moduły drukujące (potencjał na dodatkowe 2 drukarki i 1 moduł drukujący). W całym roku spodziewamy się ok. 2,4mln PLN przychodów z dotacji (vs. 2,8mln w '22), 2,2mln PLN z tytułu usług badań i rozwoju (vs. 6,7mln PLN w '22), 9,1mln PLN ze sprzedaży drukarek DPS (7 szt. w H2'23) oraz 0,9mln PLN przychodów ze sprzedaży modułów drukujących (2 szt.). Zakładamy, że strata EBIT w Q2'23 wyniesie ok. -1,3mln PLN, głównie z uwagi na ekspansję kosztów SG&A, która obserwowana będzie także w kolejnych kwartałach (wzmocnienie działań sprzedażowych na kluczowych rynkach).

#Projkety dotacyjne. 1) Innowacyjna technologia precyzyjnej depozycji siatek przewodzących do zastosowań w wyświetlaczach OLED nowej generacji (lipiec 2020-czerwiec 2023), wartość projektu 16mln PLN, w tym dotacja 11,67mln PLN; **2)** Opracowanie przełomowej technologii druku mikrometrycznych struktur przewodzących 3D z wykorzystaniem innowacyjnej głowicy zdolnej do druku na podłożach nieplanarnych oraz kompatybilnego tuszu, do zastosowań w elektronice drukowanej (październik 2020-wrzesień 2023), wartość projektu 11,6mln PLN, w tym dotacja 7,69mln PLN. Czas realizacji obu projektów został wydłużony do końca roku.

#Moduły drukujące. W Q2'23 podpisano dwie umowy sprzedaży modułów drukujących: **1)** Pierwsza sprzedaż dla klienta będącego jeden z globalnych producentów przemysłowych maszyn m.in. dla przemysłu półprzewodnikowego oraz wyświetlaczy (FPD) - proces ewaluacji modułu drukującego trwał ok. 12msc. Moduł drukujący dedykowany jest do prototypu maszyny przemysłowej. Przychody z tej umowy zostaną rozpoznane do końca br.; **2)** HB Technology (Kora Płd) – producent przyrządów do testowania i naprawy urządzeń m.in. dla Samsung Display Corporation i Beijing BOE Display Technology. Proces ewaluacji rozwiązania u klienta trwał 30msc., obecny etap czwarty jest ostatnim etapem przed decyzją o ewentualnym włączeniu rozwiązania technologicznego spółki do masowej produkcji nowoczesnych wyświetlaczy. Przychody z tej umowy zostaną rozpoznane do końca br..Szacujemy, że przychód ze sprzedaży pojedynczego modułu wyniesie ok. 100 tys. EUR. Dodatkowe przychody z tytułu komponentów (dysze, kartridże, tusze) wyniosą ok. 10 tys. EUR/szt./rok.

#Delta Printing System. W Q2'23 spółka poinformowała o trzech umowach sprzedaż drukarek DPS: 1) Tianjin University w Chinach – drugie zamówienie, 9-ta transakcja na rynku chińskim, 2) Uniwersytet Northeastern w Bostonie – 2-ga transakcja sprzedaży DPS na rynek USA; 3) spółka deep tech z siedzibą w Niemczech. Wartość pojedynczej transakcji sprzedaży DPS szacujemy na 170 tys. EUR, rozliczenie ww. transakcji nastąpi w H2'23.

#Strategia i emisja akcji. Celem spółki jest osiągnięcie 100mln przychodów w 2026r, m.in. dzięki przemysłowej komercjalizacji 2-3 prowadzonych obecnie projektów, które przełożą się na sprzedaży ~100 modułów rocznie, przy wzroście capacity produkcyjnego do ok. 150-160 szt./rocznie. Pierwsze pełne wdrożenie przemysłowe planowane jest na H2'24, obecnie 3 projekty są w przededniu przemysłowego wdrożenia (etap 4). Planowany obecnie program inwestycyjny o wartości 60mln PLN, zwiększy potencjał sprzedażowy spółki do ok. 160mln PLN, co zostawia potencjał do 50-60% wzrostu biznesu względem założeń na 2026r. Do 2026r planowane jest otwarcie nowych biur demonstracyjno-sprzedażowych na kluczowych rynkach (USA, Tajwan, Korea Płd.). Potencjał rynku na urządzenia DPS (prace R&D, prototypowanie, produkcja małoseryjna) szacowany jest na 250-500 szt./rocznie, w pierwszym etapie spółka chce się przeskalować z kilkunastu do ~30 sztuk urządzeń rocznie, przy rocznych mocach na poziomie ok. 50 szt. W ramach przeprowadzonej w czerwcu emisji 275 tys. szt. akcji spółka pozyskała ok. 36,5mln PLN, które zapewniają finansowanie znacznej części wartego 60mln PLN programu inwestycyjnego na lata 2023-2026.

Raport za II kw.'23

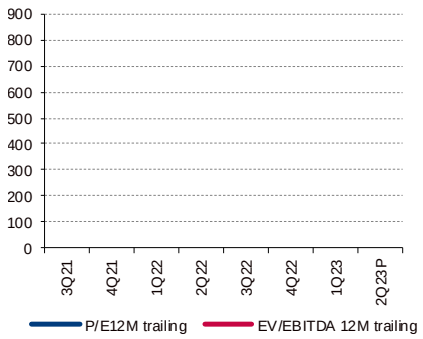
20.09.2023

Cena bieżąca: 192 PLN

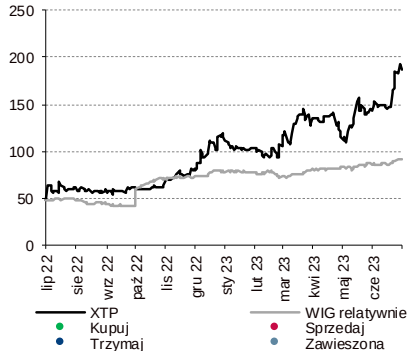
DANE SPÓŁKI			
Ticker			XTP
Sektor			Przemysł
Sektor			192,0
52 tyg. min/max (PLN)			47,1 / 197
Liczba akcji (mln szt.)			2,0
Kapitalizacja (mln PLN)			390
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,88
Zmiana kursu	**1M**	**3M**	**1Y**
	31,1%	38,4%	293,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	0,1	0,5	3,5	1,6	3,2	3,7	4,3	3,6	3,0	-6%	-17%
EBITDA	-2,0	-1,8	0,4	-2,4	0,2	0,9	0,5	0,1	-1,0	-	-
EBIT	-2,1	-1,9	0,1	-2,6	0,0	0,6	0,2	-0,2	-1,3	-	-
Zysk netto	-2,4	-1,8	-0,1	-2,6	-0,1	0,6	0,0	-0,3	-1,4	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	-	-	-	-	-	771,1		
zmiana przychodów r./r.	1375%	-57%	1688%	135%	5268%	640%	25%	121%	-6%		
marża EBITDA	-	-	10,7%	-	4,8%	24,1%	12,7%	2,6%	-		
marża EBIT	-	-	1,6%	-	-	17,0%	5,6%	-	-		
marża netto	-	-	-	-	-	16,0%	-	-	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2,3	4,7	12,8	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	-8,1	-5,7	-0,8	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	-8,5	-6,3	-1,8	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	-8,6	-6,6	-2,1	b.d.	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	-4,23	-3,2	-1,1	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	-	-	-
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-	-
P/BV (x)	37,5	78,2	98,0	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	-	-	-	-
P/E skor. (x)	-	-	-	-	-
P/BV (x)	78,2	98,0	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	-	-	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	82,6	30,5	-	-	-
FCF Yield (%)	0,0%	0,0%	-	-	-
DY (%)	0,0%	0,0%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-3,2	-1,1	-	-	-
EPS skor. (PLN)	-3,2	-1,1	-	-	-
DPS (PLN)	0,0	0,0	-	-	-
BVPS (PLN)	2,5	2,0	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	-1,7%	46,7%	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	-122,0%	-6,2%	-	-	-
marża EBIT (%)	-134,4%	-14,1%	-	-	-
marża netto skor. (%)	-139,8%	-16,7%	-	-	-
ROE (%)	-85,5%	-47,7%	-	-	-
ROA (%)	-47,7%	-14,2%	-	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,0%	0,0%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,0	0,0	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,2	0,2	-'	-'	-'
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-1,2	-	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	20	16	-	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	25	21	-	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	53	31	-	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	59	36	-	-	-

XTP

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**2**	**5**	**13**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty wytworzenia	3	5	7	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**-1**	**0**	**6**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty sprzedaży	-	-	-	b.d.	b.d.	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	8	6	8	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	-8	-6	-2	b.d.	b.d.	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	**-8**	**-6**	**-1**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	**-8**	**-6**	**-1**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Amortyzacja	0	1	1	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	**-9**	**-6**	**-2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto	**-9**	**-7**	**-2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Podatek dochodowy	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk mniejszości	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	**-9**	**-7**	**-2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**-9**	**-7**	**-2**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**4**	**5**	**8**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**11**	**7**	**10**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	0	1	1	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	0	1	1	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	10	5	6	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**15**	**13**	**18**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**10**	**5**	**4**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**3**	**2**	**6**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	3	0	4	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**1**	**6**	**7**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	0	3	3	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	0	1	1	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**15**	**13**	**18**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**0**	**0**	**0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	-9	-7	-2	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	0	1	1	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**0**	**0**	**0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**0**	**0**	**0**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Pozostałe

Podsumowanie prognoz kwartalnych

Nazwa	Przychody					EBITDA					EBIT					Zysk netto					Data publikacji raportu
	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	2Q23P	2Q22	y/y	1Q23	q/q	
POZOSTAŁE																					
Enter Air	798	603	32%	314	154%	148,2	112,5	32%	40,5	266%	87,6	58,6	50%	-13,2	-	97,8	-31,0	-	-16,5	-	**29.09.2023**
InPost	2 228	1 697	31%	1 996	12%	635,4	511,0	24%	557,3	14%	635,4	505,9	26%	545,5	16%	107,1	216,9	-51%	115,9	-8%	**06.09.2023**
PKP Cargo	1 305	1 285	2%	1 564	-17%	209,8	219,1	-4%	359,4	-42%	17,1	37,6	-55%	168,0	-90%	-32,2	5,2	-	104,2	-	**25.08.2023**
STS Holding	b.d.	121	-	153	-	b.d.	45,0	-	80,8	-	b.d.	25,8	-	70,3	-	b.d.	29,7	-	54,7	-	**06.09.2023**

Podsumowanie prognoz rocznych

Nazwa	Kurs	MC	Przychody			EBITDA			Zysk netto			P/E			EV/EBITDA			DY		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
POZOSTAŁE																				
Enter Air	48,2	846	2 783	3 208	3 575	486	554	608	204	187	203	4,2	4,5	4,2	4,1	3,6	3,3	0,0%	6,6%	3,6%
InPost	10,0	22 590	9 154	11 467	13 514	2 621	3 412	4 204	679	1 173	1 611	33,2	19,3	14,0	11,1	8,6	6,9	0,0%	0,0%	0,0%
PKP Cargo	16,9	756	5 669	5 662	5 917	964	809	941	-13	-108	51	-	-	14,7	3,4	4,1	3,4	0,0%	0,0%	0,0%
STS Holding	24,6	3 848	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Strona celowo pozostawiona pusta.

ENTER AIR

Wysoki sezon rozpoczął się o miesiąc wcześniej

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 65 PLN)

Cena docelowa: 67 PLN
Cena bieżąca: 48,2 PLN
Potencjał wzrostu: 38%

Raport za II kw.'23
29.09.2023

#Prognoza 2Q'23
W 2Q'23 liczba wylatanych godzin wyniosła 21,2 tys. +32% r/r, a Spółce udało się wprowadzić do użytku 3 z 4 planowanych samolotów na sezon wysoki, brakująca jednostka najprawdopodobniej będzie dostępna od września. Prognozujemy wzrost przychodów do 798 mln PLN (+32% r/r), z czego przychody od klientów krajowych będą stanowiły 76% tj. 610 mln (+29,2% r/r), a od zagranicznych 170 mln PLN (+21% r/r). Ze względu na spadek cen paliwa lotniczego oczekujemy poprawy MBnS o 1 p.p r/r do 12,4%. Biorąc pod uwagę bardzo silny popyt na usługi lotnicze oczekujemy w drugim kwartale rekordowego ZBnS na poziomie 99 mln PLN (+44%), który dodatkowo będzie wsparty większą ilością przeglądów oraz napraw zrealizowanych w pierwszym kwartale.

FX. Spadek kursu USD/PLN o 4,5% oraz EUR/PLN o 5,1% pozytywnie przełoży się na wynik netto dzięki rewaloryzacji zobowiązań z tytułu leasingów denominowanych w USD oraz EUR, których łączny wpływ w 2q'23 szacujemy na 45 mln PLN.

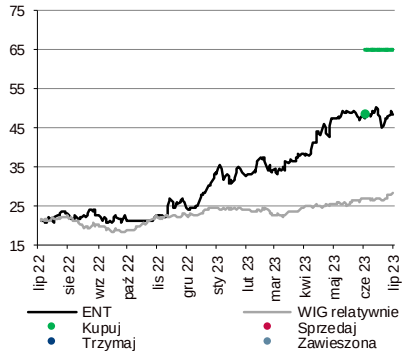
Perspektywa na 2023
Ze względu na osłabienie dolara oraz niewprowadzenie dotychczas czwartego samolotu obniżamy naszą prognozę przychodów w całym 2023 roku o 5%, jednocześnie nie zmieniamy niższych linii wynikowych. W roku 2023 zakładamy, że zysk brutto na sprzedaży wzrośnie o 37% r/r i wyniesie 297 mln PLN, co pozwoli na osiągniecie 10,7% MBnS. Analogicznie do rozpoczęcia o miesiąc wcześniej wysokiego sezonu wraz z początkiem czerwca, oczekujemy również utrzymania się go o miesiąc dłużej, tj. do końca września. W związku ze zwiększeniem floty o 3 nowe Boeingi 737-MAX 8 zakładamy wyższą amortyzację w wysokości 7,5 mln PLN kwartalnie. Na koniec czerwca Spółka posiadała 137 mln PLN długu wobec PFR, z początkowych 287 mln PLN, których Spółka planuje spłatę do końca czerwca 2024, co pozwoli na wypłatę dywidendy w 2024 roku.

DANE SPÓŁKI			
Ticker			ENT
Sektor			Pozostałe
Kurs (PLN)			48,2
52 tyg. min/max (PLN)			20 / 50,6
Liczba akcji (mln szt.)			17,5
Kapitalizacja (mln PLN)			846
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			0,87
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,0%	25,5%	127,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	21.06.2023	65

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M

WYKRES ENT NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	223	537	276	215	603	1006	432	314	798	32%	154%
EBITDA	45	206	-25	18	113	267	45	41	148	32%	266%
EBIT	-8	147	-85	-36	59	212	-8	-13	88	50%	-
Zysk netto	19	76	-96	-69	-31	104	68	-16	98	-	-
P/E12M trailing	-7,2	-	-	-	-	-9,2	11,7	6,8	3,3		
EV/EBITDA 12M trailing	37,9	-	-	-	-	5,6	5,0	4,5	4,0		
zmiana przychodów r./r.	983%	184%	415%	153%	171%	87%	57%	46%	32%		
marża EBITDA	20,2%	38,4%	-	8,4%	18,7%	26,5%	10,5%	12,9%	18,6%		
marża EBIT	-	27,3%	-	-	9,7%	21,0%	-	-	11,0%		
marża netto	8,8%	14,1%	-	-	-	10,3%	15,7%	-	12,3%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	471	1 120	2 256	2 783	3 208	3 575
EBITDA	25	208	443	486	554	608
EBIT	-150	-15	226	250	284	311
Zysk netto	-154	-117	72	204	187	203
EPS (PLN)	-8,79	-6,7	4,1	11,6	10,6	11,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	1,7
P/E (x)	-	-	11,7	4,2	4,5	4,2
EV/EBITDA (x)	85,2	9,8	4,6	4,1	3,6	3,3
P/BV (x)	5,2	9,5	5,2	2,3	1,7	1,3
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,6%	3,6%

Piotr Rychlicki +48 607 991 539 piotr.rychlicki@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	67	100%	65	2%
Wycena porównawcza	57	0%	53	8%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	2783	2902	-4%	3208	3278	-2%	3575	3669	-3%
EBITDA	486	496	-2%	554	549	1%	608	605	0%
EBIT	250	254	-2%	284	280	2%	311	309	1%
Zysk netto skor.	149	153	-2%	187	183	2%	203	201	1%
P/E (x)	4,2	5,5	-	4,5	4,6	-	4,2	4,2	-
EV/EBITDA (x)	4,1	4,0	-	3,6	3,7	-	3,3	3,3	-
P/BV (x)	2,3	-	-	1,7	-	-	1,3	-	-
DY (%)	0,0%	-	-	6,6%	-	-	3,6%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	-	11,7	4,2	4,5	4,2
P/E MSR 17 (x)	-	5,3	5,7	4,5	4,2
P/BV (x)	9,5	5,2	2,3	1,7	1,3
EV/EBITDA (x)	9,8	4,6	4,1	3,6	3,3
EV/EBITDA skor. (x)	8,5	5,2	4,1	3,6	3,3
EV/Sprzedaż (x)	1,8	0,9	0,7	0,6	0,6
FCF Yield (%)	26,6%	42,1%	54,9%	58,8%	64,5%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	6,6%	3,6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	-6,7	4,1	11,6	10,6	11,6
EPS MSR 17 (PLN)	-2,5	9,1	8,5	10,6	11,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	3,2	1,7
BVPS (PLN)	5,1	9,2	20,8	28,3	38,1

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	4,7%	9,6%	10,7%	10,5%	10,4%
marża EBITDA (%)	21,3%	17,3%	17,4%	17,3%	17,0%
marża EBIT (%)	-1,3%	10,0%	9,0%	8,9%	8,7%
marża netto skor. (%)	-3,9%	7,1%	5,4%	5,8%	5,7%
ROE (%)	-79,3%	57,7%	77,4%	43,4%	34,9%
ROA (%)	-6,8%	4,0%	10,1%	8,0%	7,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,0%	0,2%	0,7%	0,1%	0,1%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Dług netto/EBITDA (x)	5,7	2,6	2,3	2,1	1,9
Dług netto/EBITDA skor. (x)	5,7	2,6	2,3	2,1	1,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	-20	-5	-1	-1	-1
Cykl rotacji zapasów (dni)	1	1	1	1	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	22	16	16	14	13
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	43	23	18	16	14

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**471**	**1 120**	**2 256**	**2 783**	**3 208**	**3 575**
Koszty wytworzenia	595	1 068	2 040	2 486	2 871	3 204
Zysk brutto ze sprzedaży	**-124**	**52**	**216**	**297**	**338**	**371**
Koszty sprzedaży	0	1	1	1	1	1
Koszty zarządu	28	36	42	47	53	58
Zysk ze sprzedaży	-152	16	173	249	284	311
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2	-31	53	1	0	0
EBITDA	**25**	**208**	**443**	**486**	**554**	**608**
EBITDA skor.	**22**	**239**	**390**	**484**	**554**	**608**
Amortyzacja	174	223	217	242	269	297
EBIT	**-150**	**-15**	**226**	**250**	**284**	**311**
Wynik na działalności finansowej	-40	-125	-146	19	-54	-61
Zysk brutto	**-188**	**-141**	**77**	**255**	**231**	**251**
Podatek dochodowy	-34	-24	5	51	44	48
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**-154**	**-117**	**72**	**204**	**187**	**203**
Zysk netto skor.	**-170**	**-44**	**160**	**149**	**187**	**203**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 575**	**1 395**	**1 427**	**1 601**	**1 760**	**1 922**
Aktywa obrotowe	**136**	**352**	**423**	**601**	**706**	**839**
Zapasy	4	4	5	5	5	5
Należności handlowe	54	79	125	125	125	125
Gotówka	79	269	293	471	577	710
Aktywa	**1 711**	**1 747**	**1 850**	**2 202**	**2 466**	**2 761**
Kapitał własny	**206**	**89**	**161**	**365**	**496**	**668**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**975**	**1 101**	**1 117**	**1 217**	**1 309**	**1 394**
Zobowiązania oprocentowane	940	1 078	1 090	1 191	1 283	1 367
Zobowiązania krótkoterminowe	**530**	**557**	**572**	**620**	**662**	**699**
Zobowiązania oprocentowane	382	386	373	421	463	500
Zobowiązania handlowe	124	139	139	139	139	139
Pasywa	**1 711**	**1 747**	**1 850**	**2 202**	**2 466**	**2 761**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**73**	**225**	**360**	**485**	**499**	**547**
Zysk (strata) netto	-188	-141	77	255	231	251
Amortyzacja	174	223	217	242	269	297
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-21**	**-1**	**10**	**-20**	**-2**	**-2**
CAPEX	0	0	-4	-20	-2	-2
Przepływy z działalności finansowej	**-64**	**-35**	**-349**	**-286**	**-392**	**-412**
Dywidenda	0	0	0	0	-56	-30
Przepływy pieniężne netto	-12	189	21	178	105	133
Środki pieniężne na początek okresu	88	79	269	293	471	577
Środki pieniężne na koniec okresu	79	269	293	471	577	710

Piotr Rychlicki +48 607 991 539 piotr.rychlicki@trigon.pl

InPost

Wzrost marży oczekiwany w Polsce, a problem logistyki w UK rozwiązany

Kupuj
(Poprzednia: Kupuj, 11,7 EUR)

Cena docelowa: 13 EUR
Cena bieżąca: 10,04 EUR
Potencjał wzrostu: 29%

Raport za II kw.'23
06.09.2023

Marża w Polsce wzrośnie. Podnosimy nasza prognozę EBITDA na lata 2023-24 o odpowiednio 2% i 3% po uwzględnieniu wyższej marży na rynku brytyjskim i polskim. Korygujemy też lekko w dół nasze oczekiwania odnośnie capexu w tym roku do 1,25 mld PLN, ale podtrzymujemy szacunek wzrostu wydatków inwestycyjnych zagranicą w kolejnych latach. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oraz po uwzględnieniu korzyści wynikających ze współpracy z Menzies podnosimy nasza cenę docelową o 11% do 13 EUR.

Prognoza na 2Q'23
#Polska
Oczekujemy wzrostu EBITDA skor. do 592 mln PLN (+31% r/r), co jest wynikiem poprawy marży o 0,5p.p przy wzroście wolumenów o 16% i ceny za przysyłkę o 12%. Jednocześnie szacujemy w pierwszym półroczu wzrost bezpośredniego kosztu przesyłki APM o 3,5% oraz kurierskiej o 8,3%.

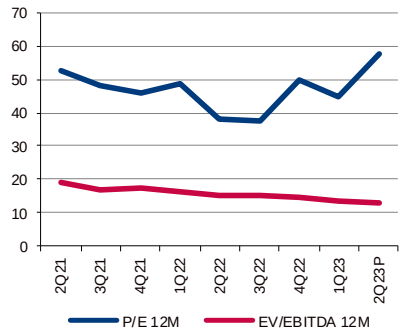
#Mondial Relay
Uważamy, że 10,0% marży EBITDA w pierwszym kwartale było dołkiem i zakładamy poprawę do 11,2% w 2Q. Nie liczymy jeszcze na silniejszą poprawę ze względu na: 1) wzrost płacy minimalnej we Francji, 2) niższą dynamikę wolumenów, ze względu na rezygnację z obsługi przesyłek o większych rozmiarach, 3) silny wzrost zdolności logistycznych, który na początkowym etapie wymaga wyższych kosztów operacyjnych.

#UK&IT
Ze względu na nawiązanie współpracy z Menzies zakładamy osiągnięcie poziomu breakeven w 4Q'23 w UK, jednak nie w całym segmencie International. Zmiany w prognozach są spowodowane skokowym wzrostem ilości obsługiwanych paczek przez InPost w UK, wzrost z 2,0-2,2 mln miesięcznie do ponad 3 mln w maju i 3,5 mln w czerwcu. Dodatkowo, obecny poziom obłożenia paczkomatów w UK wzrósł do ok. 60% vs 39% w 1Q'23, a poziomy te mogą być zdecydowanie wyższe ze względu na działanie kurierów przez 7 dni w tygodniu. Dodatkowo transakcja powinna spowodować przyspieszenie roll-outu paczkomatów w UK. Ze względu na kontynuację przez Menzies swojej dotychczasowej działalności, czyli dostarczania prasy, szczególnie widoczny powinien być wzrost liczby PUDO Points, których na koniec 1Q'23 było zaledwie 169. Pozwoli to na szybki wzrost obecności poza głównymi metropoliami w formule asset-light. Nie zakładamy potrzeby dodatkowego capexu w Menzies po nabyciu udziałów przez InPost, jednak zwracamy uwagę, że nakłady na nabycie udziałów w Menzies obciążą przepływy inwestycyjne dodatkową kwotą 0,25 mld PLN, ponad guidance 1,1-1,2 mld PLN capexu w 2023 roku.

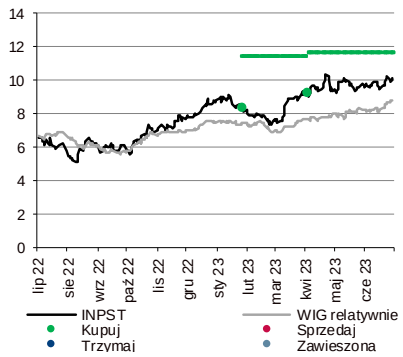
DANE SPÓŁKI			
Ticker			INPST NA
Sektor			E-commerce
Kurs (EUR)			10,0
52 tyg. min/max (EUR)			4,99 / 10,65
Liczba akcji (mln szt.)			500,0
Kapitalizacja (mln PLN)			22590
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln EUR)			3,85
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-2,7%	26,6%	77,9%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	11,7
Kupuj	15.02.2023	11,5

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES INPST NA NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	858	1275	1677	1542	1697	1690	2150	1996	2228	31%	12%
EBITDA skor.	362	409	523	409	511	456	586	557	635	24%	14%
EBITDA	310	388	475	403	506	445	560	546	635	26%	16%
Zysk netto	90	129	174	69	217	142	28	116	107	-51%	-8%
P/E12M trailing	52,3	48,1	46,0	48,8	38,3	37,5	49,5	44,9	57,5		
EV/EBITDA 12M trailing	19,1	16,8	17,2	16,4	15,4	15,1	14,7	13,7	12,9		
zmiana przychodów r./r.	30%	111%	96%	94%	98%	33%	28%	29%	31%		
marża EBITDA	42,3%	32,1%	31,2%	26,5%	30,1%	27,0%	27,2%	27,9%	28,5%		
marża EBIT	36,2%	30,4%	28,3%	26,2%	29,8%	26,3%	26,0%	27,3%	28,5%		
marża netto	10,5%	10,1%	10,4%	4,5%	12,8%	8,4%	1,3%	5,8%	4,8%		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 532	4 602	7 079	9 154	11 467	13 514
EBITDA	994	1 436	1 914	2 621	3 412	4 204
EBIT	638	826	942	1 393	1 860	2 342
Zysk netto	361	491	456	679	1 173	1 611
EPS (EUR)	0,72	1,0	0,9	1,4	2,3	3,2
DPS (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	13,9	46,0	49,5	33,2	19,3	14,0
EV/EBITDA (x)	6,2	19,5	15,1	11,1	8,6	6,9
P/BV (x)	7,9	776,3	48,2	19,7	9,7	5,7
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl
Piotr Rychlicki +48 607 991 539 piotr.rychlicki@trigon.pl

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	13,0	100%	11,7	100%	11%
Wycena porównawcza	11,1	0%	10,8	0%	3%

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	9154	9181	0%	11467	11363	1%	13514	13531	0%
EBITDA	2 621	2 569	2%	3 412	3 317	3%	4 204	4 174	1%
EBIT	1 393	1 330	5%	1 860	1 804	3%	2 342	2 217	6%
Zysk netto	679	800	-15%	1 173	1 252	-6%	1 611	1 660	-3%
P/E (x)	33,2	28,2		19,3	18,0		14,0	13,6	
EV/EBITDA (x)	11,1	11,4		8,6	8,8		6,9	7,0	
P/BV (x)	19,7			9,7			5,7		
DY (%)	0,0%			0,0%			0,0%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	46,0	49,5	33,2	19,3	14,0
P/E skor. (x)	46,0	49,5	33,2	19,3	14,0
P/BV (x)	776,3	48,2	19,7	9,7	5,7
EV/EBITDA (x)	19,5	15,1	11,1	8,6	6,9
EV/EBITDA skor. (x)	17,2	14,7	11,1	8,6	6,9
EV/Sprzedaż (x)	6,1	4,1	3,2	2,5	2,1
FCF Yield (%)	0,6%	0,8%	2,9%	3,7%	5,5%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,0	0,9	1,4	2,3	3,2
EPS skor. (PLN)	1,0	0,9	1,4	2,3	3,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	0,1	0,9	2,3	4,6	7,9

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA skor. (%)	35,3%	27,7%	28,8%	29,8%	31,3%
marża EBIT (%)	18,0%	13,3%	15,2%	16,2%	17,3%
marża netto skor. (%)	10,7%	6,4%	7,4%	10,2%	11,9%
ROE (%)	148,7%	183,3%	84,0%	67,6%	51,5%
ROA (%)	10,0%	5,7%	7,2%	10,8%	12,6%
CAPEX/Sprzedaż (%)	20,3%	15,8%	13,8%	14,2%	13,9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,5	1,1	1,0	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	186,9	13,4	5,7	2,9	1,6
Dług netto/EBITDA (x)	3,8	3,3	2,5	1,9	1,5
Cykl konwersji gotówki (dni)	12	11	7	3	3
Cykl rotacji zapasów (dni)	1	1	1	1	1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	54	56	52	49	50
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	43	46	46	47	48

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**2 532**	**4 602**	**7 079**	**9 154**	**11 467**	**13 514**
Polska	2 517	3 453	4 180	5 242	6 080	7 006
Mondial Relay	0	1 080	2 671	3 325	4 212	5 102
International	18	69	228	587	1 175	1 405
EBITDA - Polska	352	1 592	1 819	2 367	2 819	3 282
EBITDA - Mondial Relay	0	155	331	428	671	946
EBITDA - International	-44	-120	-189	-162	-79	-5
EBITDA	**994**	**1 436**	**1 914**	**2 621**	**3 412**	**4 204**
EBITDA skor.	**1 004**	**1 626**	**1 961**	**2 633**	**3 412**	**4 224**
Amortyzacja	-356	-610	-972	-1 228	-1 552	-1 862
EBIT	**638**	**826**	**942**	**1 393**	**1 860**	**2 342**
Wynik na działalności finansowej	-164	-114	-273	-467	-296	-194
Zysk brutto	**474**	**713**	**669**	**926**	**1 564**	**2 148**
Podatek dochodowy	-113	-222	-212	-246	-391	-537
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	**361**	**491**	**456**	**679**	**1 173**	**1 611**
Zysk netto skor.	**361**	**491**	**456**	**679**	**1 173**	**1 611**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**1 829**	**5 871**	**6 988**	**8 221**	**9 405**	**10 788**
Aktywa obrotowe	**658**	**1 462**	**1 767**	**1 780**	**2 310**	**3 067**
Zapasy	6	11	14	19	23	27
Należności handlowe	443	927	1 245	1 367	1 712	2 018
Gotówka	144	493	436	351	531	978
Aktywa	**2 487**	**7 333**	**8 755**	**10 001**	**11 714**	**13 855**
Kapitał własny	**632**	**29**	**469**	**1 148**	**2 321**	**3 932**
Kapitały mniejszości	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Zobowiązania długoterminowe	**1 106**	**5 698**	**6 117**	**6 039**	**6 145**	**6 264**
Zobowiązania oprocentowane	1 047	5 381	5 808	5 731	5 836	5 956
Zobowiązania krótkoterminowe	**750**	**1 606**	**2 170**	**2 813**	**3 248**	**3 659**
Zobowiązania oprocentowane	256	552	891	1 223	1 329	1 448
Zobowiązania handlowe	310	786	993	1 304	1 634	1 925
Pasywa	**2 487**	**7 333**	**8 755**	**10 001**	**11 714**	**13 855**

Rachunek przepływów(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**739**	**1 100**	**1 346**	**2 093**	**2 704**	**3 455**
Zysk (strata) netto	350	492	456	679	1 173	1 611
Amortyzacja	356	610	972	1 228	1 552	1 862
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-516**	**-3 196**	**-1 116**	**-1 513**	**-1 640**	**-1 887**
CAPEX	-537	-936	-1 116	-1 261	-1 627	-1 872
Przepływy z działalności finansowej	**-201**	**2 447**	**-286**	**-665**	**-880**	**-1 119**
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	22	351	-55	-85	184	449
Środki pieniężne na początek okresu	114	144	493	436	351	536
Środki pieniężne na koniec okresu	144	493	436	351	536	984

Dominik Niszcz +48 662 044 556 dominik.niszcz@trigon.pl

Piotr Rychlicki +48 607 991 539 piotr.rychlicki@trigon.pl

PKP Cargo

Bez rekomendacji

#Praca przewozowa. Dane UTK wskazują na wyraźny spadek pracy przewozowej PKP Cargo na rynku polskim od kwietnia br. Średnia miesięczna praca przewozowa w Q1'23 wyniosła 1980mld tkm, natomiast w okresie kwi-maj było to jedynie 1635mld tkm. Dynamika spadku pracy przewozowej za ten okres wynosi -20% r./r., wobec spadku rynku na poziomie 7%. W rezultacie spodziewamy się, że praca przewozowa w Q2'23 wyniesie 5,42mld tkm, co stanowi spadek o 1mld tkm względem Q1'23 oraz o 1,35mld tkm względem Q2'23. Zakładamy, że stawka przewozowa swój peak osiągnęła w Q1'23 i w Q2'23 będzie ona niższa 6% kw./kw. (brak priorytetowych przewozów węgla) i jednocześnie o 30% wyższa r./r.

#Prognoza Q2'23. W rezultacie zakładamy przychody na poziomie 1,3mld PLN (+1,5% r./r.). W Q1'23 pozytywnie zaskoczyła nas mniejsza dynamika wzrostu kosztów energii elektrycznej i paliwa w związku z tym obniżamy nasze założenia względem kolejnych kwartałów. Koszty rodzajowe w Q2'23 przyjmujemy na poziomie 1,1mld PLN, względem 1,2mld PLN w Q1'23, niższy poziom jest związany ze spadkiem prac przewozowej i niższym poziomem kosztów zmiennych (energia elektryczna, paliwo, dostęp do infrastruktury). W rezultacie spodziewamy się znacznej erozji wyników w ujęciu kw./kw. i spadku zysku EBITDA do poziomu 210mln PLN.

#Outlook. Wbrew naszym oczekiwaniom nadzwyczajny transport zbóż, który miał być zrealizowany w Q2'23 nie zrekompensował ubytków na pozostałych kategoriach. Zwracamy uwagę na słaby rynek przewozów węgla w związku z rosnącą produkcją energii elektrycznej z OZE. Również w segmencie stali odbicie z początku roku było tymczasowe i wbrew zapowiedzią huty nie uruchamiały wielkich pieców na masową skalę. Dodatkowo spółka mocno utraciła udziały rynkowe w przewozach intermodalnych, które miały stanowić jedną z podstaw wzrostu w długim terminie. W przewozach produktów chemicznych zwracamy uwagę na bardzo słabe dane produkcyjne z Grupy Azoty, które powinny korelować z wolumenami tego segmentu.

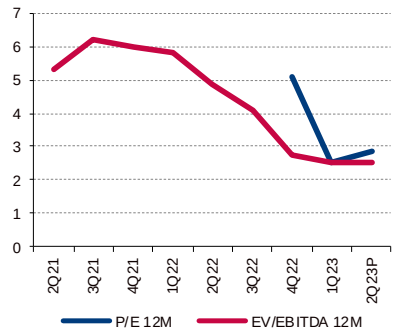
Raport za II kw.'23
25.08.2023

Cena bieżąca: 16,88 PLN

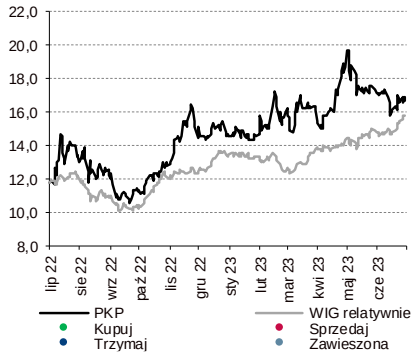
DANE SPÓŁKI			
Ticker			PKP
Sektor			Usługi
Kurs (PLN)			16,9
52 tyg. min/max (PLN)			10,51 / 19,9
Liczba akcji (mln szt.)			44,8
Kapitalizacja (mln PLN)			756
S&P Global ESG Scores			37
Śr. obroty 3M (mln PLN)			1,96
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-2,9%	8,5%	41,3%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES PKP NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	1050	1100	1121	1166	1285	1363	1576	1564	1305	2%	-17%
EBITDA	122	166	121	152	219	277	418	359	210	-4%	-42%
EBIT	-57	-10	-70	-32	38	92	235	168	17	-55%	-90%
Zysk netto	-59	-24	-72	-48	5	38	153	104	-32	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	-	-	-	5,1	2,5	2,9		
EV/EBITDA 12M trailing	5,3	6,2	6,0	5,8	4,8	4,1	2,8	2,5	2,5		
zmiana przychodów r./r.	13%	9%	2%	17%	22%	24%	41%	34%	2%		
marża EBITDA	11,7%	15,0%	10,8%	13,1%	17,0%	20,3%	26,5%	23,0%	16,1%		
marża EBIT	-	-	-	-	2,9%	6,8%	14,9%	10,7%	1,3%		
marża netto	-	-	-	-	0,4%	2,8%	9,7%	6,7%	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	4 076	4 267	5 390	5 669	5 662	5 917
EBITDA	580	513	1 066	964	809	941
EBIT	-186	-209	333	196	48	189
Zysk netto	-224	-225	148	-13	-108	51
EPS (PLN)	-5,01	-5,0	3,3	-0,3	-2,4	1,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	-	-	5,1	-	-	14,7
EV/EBITDA (x)	5,2	6,0	2,8	3,4	4,1	3,4
P/BV (x)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Łukasz Rudnik +48 887 309 799 lukasz.rudnik@trigon.pl

Strona celowo pozostawiona pusta.

STS Holding

Czekając na rezultaty wezwania Entain

Restricted

Cena docelowa: - PLN
Cena bieżąca: 24,55 PLN
-

Raport za II kw.'23
06.09.2023

#Dane opercyjne za II kw. 2023

- Wartość zawartych zakładów (bez działalności w UK i Estonii) wyniosła 1,103 mld PLN, +3% r./r.;
- GGR (bez działalności w UK i Estonii) wyniósł 298 mln PLN, +14% r./r.;
- NGR (bez działalności w UK i Estonii) wzrósł o 26% r./r. do 170 mln PLN. Dynamika -3% kw./kw. ; +23% r./r. z uwzględnieniem wyłączonych rynków
- Liczba nowych rejestracji (bez działalności w UK i Estonii) wyniosła 52 tys., w porównaniu do 63 tys. przed rokiem;
- Liczba osób, które dokonały pierwszego depozytu wyniosła 35 tys., podczas gdy przed rokiem było to 44 tys. (bez działalności w UK i Estonii);
- Liczba aktywnych użytkowników wyniosła 301 tys., wobec 348 tys. rok wcześniej (bez działalności w Wielkiej Brytanii i Estonii).

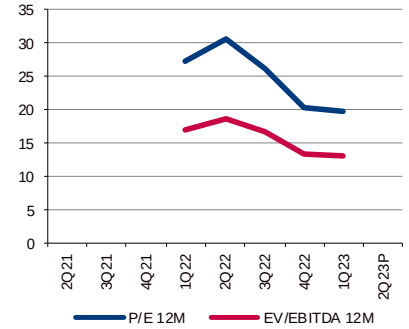
#Wezwanie Entain na 100% akcji STS Holding po 24,80 PLN za akcję

- Entain CEE ogłosił wezwanie na sprzedaż 100% akcji STS Holding za 24,80 PLN za jedną akcję. Fundacje Rodzinne Juroszków zobowiązały się sprzedać w wezwaniu wszystkie posiadane przez siebie akcje (ok. 70% kapitału zakładowego STS). Wezwanie jest ogłoszone na 156.725.958 akcji spółki.
- Po zakończeniu Wezwania, Fundacje Rodziny Juroszków dokonają reinwestycji części swoich przychodów w Entain CEE w zamian za 10% udziałów w Entain CEE
- Cenę akcji w Wezwaniu w wysokości 24,80 PLN ustala się przy założeniu, że STS nie będzie wypłacać akcjonariuszom dywidend ani deklarować ich wypłaty, w tym proponowanej ostatnio dywidendy w wysokości 0,55 PLN na akcję za rok obrotowy 2022, ani żadnej zaliczki na poczet dywidend za rok obrotowy 2023
- Uzasadnienie strategiczne transakcji: szansa nabycia atrakcyjnego aktywa na szybko rozwijającym się rynku regulowanym w CEE; nabycie lidera rynku zakładów bukmacherskich w Polsce; synergie z Entain CEE na poziomie 10 mln GBP rocznie; potencjał przyrostowego wzrostu w przypadku pełnej liberalizacji polskiego rynku kasyn;
- UOKiK wyraził zgodę na przejęcie kontroli nad STS Holding przez Entain Holdings
- Przyjmowanie zapisów na akcje w ramach Wezwania rozpoczęło się w dniu 14 lipca 2023 r. i potrwa do dnia 16 sierpnia 2023 r. Przewidywanym dniem rozliczenia transakcji nabycia akcji w wezwaniu jest 24 sierpnia 2023 r.

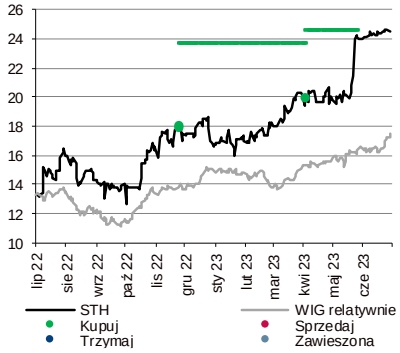
DANE SPÓŁKI			
Ticker			STH
Sektor			Pozostałe
Kurs (PLN)			24,6
52 tyg. min/max (PLN)			12,51 / 24,8
Liczba akcji (mln szt.)			156,7
Kapitalizacja (mln PLN)			3848
S&P Global ESG Scores			-
Śr. obroty 3M (mln PLN)			7,66
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	2,3%	23,7%	84,8%

HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Restricted	14.06.2023	-
Kupuj	21.04.2023	24,6
Kupuj	13.12.2022	23,7
Kupuj	12.12.2022	23,7

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES STH NA TLE WIG



mln PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Przychody	137	119	116	142	121	150	167	153	b.d.	-	-
EBITDA skor.	65	51	31	72	45	73	84	81	b.d.	-	-
EBIT	58	45	22	61	26	63	74	70	b.d.	-	-
Zysk netto skor.	44	29	18	49	30	51	59	55	b.d.	-	-
P/E12M trailing	-	-	-	27,4	30,6	26,1	20,4	19,8	-		
EV/EBITDA 12M trailing	-	-	-	17,0	18,6	16,7	13,4	13,0	-		
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	14%	-12%	25%	43%	7%	-		
marża EBITDA	47,1%	43,0%	26,3%	50,3%	37,3%	48,8%	50,5%	52,9%	-		
marża EBIT	42,2%	37,8%	19,2%	43,2%	21,4%	42,3%	44,5%	46,0%	-		
marża netto	32,4%	24,4%	15,2%	34,5%	24,6%	34,1%	35,5%	35,8%	-		

mln PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	389	497	579	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA skor.	156	208	274	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	135	179	225	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto skor.	102	136	189	b.d.	b.d.	b.d.
EPS (PLN)	0,65	0,8	1,1	-	-	-
DPS (PLN)	0,4	0,8	0,6	-	-	-
P/E skor. (x)	37,7	28,3	20,4	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	24,1	18,1	13,4	-	-	-
P/BV (x)	38,9	36,6	20,6	-	-	-
DY (%)	1,6%	3,3%	2,6%	-	-	-

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	-	100%	24,6	100%	-
Wycena porównawcza	-	0%	19,5	0%	-

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	b.d.	629	-	b.d.	717	-	b.d.	788	-
EBITDA	b.d.	310	-	b.d.	345	-	b.d.	382	-
EBIT	b.d.	274	-	b.d.	307	-	b.d.	341	-
Zysk netto	b.d.	214	-	b.d.	237	-	b.d.	262	-
P/E (x)	-	18,0		-	16,2		-	14,7	
EV/EBITDA (x)	-	-		-	-		-	-	
P/BV (x)	-			-			-		
DY (%)	-			-			-		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	29,3	22,8	-	-	-
P/E skor. (x)	28,3	20,4	-	-	-
P/BV (x)	36,6	20,6	-	-	-
EV/EBITDA (x)	18,5	14,5	-	-	-
EV/EBITDA skor. (x)	18,1	13,4	-	-	-
EV/Sprzedaż (x)	7,5	6,3	-	-	-
FCF Yield (%)	3,7%	5,1%	-	-	-
DY (%)	3,3%	2,6%	-	-	-

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,8	1,1	-	-	-
EPS skor. (PLN)	0,9	1,2	-	-	-
DPS (PLN)	0,8	0,6	-	-	-
BVPS (PLN)	0,7	1,2	-	-	-

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży (%)	36,2%	40,8%	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	41,7%	47,2%	-	-	-
marża EBIT (%)	36,1%	38,8%	-	-	-
marża netto skor. (%)	26,4%	29,2%	-	-	-
ROE (%)	133,4%	129,0%	-	-	-
ROA (%)	49,1%	54,1%	-	-	-
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,4%	5,5%	-	-	-
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	1,1	-	-	-
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-'	-'	-'
Dług netto/EBITDA (x)	-0,5	-0,7	-	-	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	-6	1	-	-	-
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	-	-	-
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	10	11	-	-	-
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	16	11	-	-	-

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**389**	**497**	**579**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty operacyjne	259	317	343	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**129**	**180**	**236**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Koszty sprzedaży	-	-	-	b.d.	b.d.	b.d.
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	b.d.	b.d.	b.d.
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	5	-1	-11	b.d.	b.d.	b.d.
EBITDA	**156**	**203**	**254**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
EBITDA skor.	**156**	**208**	**274**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Amortyzacja	22	23	29	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	**135**	**179**	**225**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Wynik na działalności finansowej	-1	-5	7	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk brutto	**134**	**174**	**231**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Podatek dochodowy	31	38	52	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk mniejszości	1	4	10	b.d.	b.d.	b.d.
Zysk netto	**102**	**131**	**169**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk netto skor.	**102**	**136**	**189**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	**112**	**103**	**113**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Aktywa obrotowe	**173**	**164**	**244**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zapasy	0	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Należności handlowe	10	16	20	b.d.	b.d.	b.d.
Gotówka	146	146	223	b.d.	b.d.	b.d.
Aktywa	**268**	**267**	**357**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitał własny	**99**	**105**	**187**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Kapitały mniejszości	**5**	**3**	**9**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania długoterminowe	**33**	**23**	**11**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	32	23	10	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania krótkoterminowe	**137**	**138**	**159**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zobowiązania oprocentowane	22	17	18	b.d.	b.d.	b.d.
Zobowiązania handlowe	27	16	18	b.d.	b.d.	b.d.
Pasywa	**268**	**267**	**357**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	**141**	**149**	**220**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Zysk (strata) netto	102	131	169	b.d.	b.d.	b.d.
Amortyzacja	22	23	29	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-109**	**88**	**-26**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
CAPEX	-9	-12	-32	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy z działalności finansowej	**-74**	**-140**	**-117**	**b.d.**	**b.d.**	**b.d.**
Dywidenda	-60	-125	-100	b.d.	b.d.	b.d.
Przepływy pieniężne netto	-42	98	76	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na początek okresu	91	49	146	b.d.	b.d.	b.d.
Środki pieniężne na koniec okresu	49	146	223	b.d.	b.d.	b.d.

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.koproń@trigon.pl

Spis treści

BANKI I UBEZPIECZENIA 24
Alior 26
BNP Paribas PL 28
Handlowy 30
ING 32
mBank 34
Millennium 36
Pekao 38
PKO BP 40
Santander Polska 42
PZU 44
FINANSE POZOSTAŁE 46
CASPAR 48
GPW 50
Kruk 52
Votum 54
XTB 56
ENERGETYKA I WYDOBYCIE 58
Bogdanka 60
Enea 62
Onde 64
Polenergia 66
PGE 68
Tauron 70
JSW 72
KGHM 74
PALIWA I CHEMIA 76
Ciech 78
Grupa Azoty 80
PKN Orlen 82
Unimot 84
TMT 86
Telekomunikacja i media 88
Agora 88
Cyfrowy Polsat 90
Orange Polska 92
Wirtualna Polska 94
Gaming 96
11bit studios 96
Artifex Mundi 98
BoomBit 100
CD Projekt 102
CI Games 104
Creepy Jar 106
Gamivo 108
Huuuge 110
PCF Group 112
PlayWay 114
Simteract 116
Ten Square Games 118
IT 120
Asseco Poland 120
Asseco Business Solutions 122
Asseco SEE 124
Comarch 126
Comp 128
Datawalk 130
Grupa Pracuj 132
K2 Holding 134
R22 136
Shoper 138
Vercom 140
BIOTECH 142
Syntaverse (daw. Biomed Lublin) 144
Captor Therapeutics 146
Celon Pharma 148
Mabion 150
Medinice 152
Molecure 154
Poltreg 156
Ryvu Therapeutics 158
Scope Fluidics 160
Selvita 162
Synektik 164
KONSUMENT 166
FMCG 166
Dino Polska 168
Eurocash 170
Jeronimo Martins 172
Pepco Group 174
Tekstylia 176
Answear.com 176
CCC 178
CDRL 180
LPP 182
Wittchen 184
VRG 186
Dystrybutorzy automotive 188
Auto Partner 188
Inter Cars 190
Oponeo 192
Dystrybutorzy IT 194
AB 194
Asbis 196
Pozostałe 198
Allegro.eu 198
AmRest 200
Benefit Systems 202
Dadelo 204
Neuca 206
Rainbow Tours 208
DEWELOPERZY BUDOWNICTWO 210
Budownictwo 212
Budimex 212
Erbud 214
Mirbud 216
Torpol 218
Deweloperzy 220
Archicom 220
Atal 222
Develia 224
Dom Development 226
Echo Investment 228
GTC 230
MLP Group 232
Materiały budowlane 234
Ferro 234
Pekabex 236
Śnieżka 238
Toya 240
PRZEMYSŁ 242
Przemysł metalowy 244
Boryszew 244
Cognor 246
Grupa Kęty 248
Mangata 250
MFO 252
Rawlplug 254
Stalprodukt 256
Pozostałe 258
AC Autogaz 258
Ambra 260
Amica 262
Apator 264
Arctic Paper 266
Grenevia 268
Forte 270
Mercator Medical 272
Mo-bruk 274
Newag 276
Selena FM 278
Vigo Photonics 280
Wielton 282
Wielton 284
POZOSTAŁE 286
Enter Air 288
InPost 290
PKP Cargo 292
STS Holding 294

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | **F:** +48 22 330 11 12

W: http://www.trigon.pl | **E:** recepcja@trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski, Head of Research +48 662 051 707 grzegorz.kujawski@trigon.pl
Consumer, E-commerce, Financials

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research +48 695 360 195 maciej.marcinowski@trigon.pl
Strategy, Banks, Financials

Kacper Koproń +48 666 079 125 kacper.kopron@trigon.pl
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek +48 604 554 054 katarzyna.kosiorek@trigon.pl
Biotechnology

Michał Kozak +48 666 079 133 michal.kozak@trigon.pl
Oil&Gas, Chemicals, Utilities

Dominik Niszcz +48 662 044 556 lukasz.rudnik@trigon.pl
TMT, E-commerce

Łukasz Rudnik +48 887 309 797 lukasz.rudnik@trigon.pl
Industrials, Metals&Mining

David Sharma +48 603 173 749 david.sharma@trigon.pl
Construction, Real Estate

Piotr Rychlicki +48 607 991 539 piotr.rychlicki@trigon.pl
Junior Analyst

Piotr Chodyra +48 691 820 650 piotr.chodyra@trigon.pl
Junior Analyst

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński +48 602 450 753 grzegorz.skowronski@trigon.pl

SALES TRADING

Paweł Szczepański, Head of Sales +48 22 433 83 63 pawel.szczepanski@trigon.pl

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales +48 22 433 82 70 michal.sopinski@trigon.pl

Paweł Czupryński +48 22 433 82 69 pawel.czuprynski@trigon.pl

Hubert Kwiecień +48 22 433 83 61 hubert.kwiecien@trigon.pl

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski"). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.
Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE* („Rozporządzenie MAR"), oraz w *Rozporządzeniu 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* „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji").

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
NWC – kapitał obrotowy netto
Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka
WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Grzegorz Kujawski, Maciej Marcinowski, David Sharma,Dominik Niszcz, Michał Kozak, Kacper Koproń, Katarzyna Kosiorek, Łukasz Rudnik, Piotr Chodyra, Piotr Rychlicki

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.
Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.
Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.
Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.
Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.
O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.
Z zastrzeżeniem poniżej wskazanych ujawnień, pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski może posiadać akcje niektórych Emitentów. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mógł otrzymać od Emitentów dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiejkolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Dom Maklerski nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Względem wybranych Emitentów Dom Maklerski świadczy na rzecz Emitenta odpłatnie usługę maklerską nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego (pełni role animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie), aktualna listą podmiotów na rzecz których Dom Maklerski świadczy usługę maklerską nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego zamieszczono na stronie https://www.gpw.pl/animatorzy_emitenta.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzani rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.
Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom. Dom Maklerski nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Lartiq TFI S.A. w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji akcji lub innych instrumentów finansowych Emitenta powodujących łącznie kontrolę na walnym zgromadzeniu Emitenta w stopniu większym niż 5%.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.
Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.
Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechniane może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.
Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:
- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem") oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.
Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Zastrzeżenia odnośnie instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym Dokumencie, w stosunku do których nie została wydana rekomendacja.

Niniejszy Dokument ma charakter promocyjny i została przygotowana przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715).

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a spółkami Emitentami wskazanymi w Dokumencie nie występuje konflikt interesów. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu Dokumentu, jak również tych, które nie uczestniczyły w jego przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niego dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje spółek („Emitentów") wymienionych w Dokumencie w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez spółki Emitentów. Członkowie władz spółek Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach spółek Emitentów, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz spółek Emitentów oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiejkolwiek umowy z spółkami Emitentami, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest dany Emitent i konsumenci. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości.

Przedstawiane w Dokumencie dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego. Inwestor przed podjęciem decyzji inwestycyjnej powinien zapoznać się z ryzykiem związanym z profilem działalności Emitenta oraz charakterystyką rynku na którym Emitent działa. O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski w odniesieniu do wybranych spółek Emitentów wskazanych w Dokumencie w przeszłości jak i na dzień sporządzenia Dokumentu świadczył lub świadczy odpłatne usługi doradztwa finansowego oraz usługi bankowości inwestycyjnej oraz inne usługi maklerskie, otrzymując z tego tytułu wynagrodzenie, którego wysokość może zależeć od kursu instrumentów finansowych opisanych w Dokumencie. Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w polityce zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski przy świadczeniu usług na rzecz spółek Emitentów. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego Dokumentu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności Dokumentu, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Data sporządzenia: 24 lipca 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia 24 lipca 2023 r. godz.: 7:30