

## MFO

**#Prognoza 1Q24 – odbicie wolumenów i powrót do dodatniego wyniku operacyjnego.** Podtrzymujemy nasze pierwotne założenia na 1Q24 dotyczące wolumenów (zakładaliśmy > 10 tys. ton sprzedanych profili miesięcznie) i szacujemy, że wolumen sprzedaży wyniesie ok. 34,5 tys. ton. Ceny HDGC w Europie w 1Q24 wyniosły średnio ok. 830 EUR/t, co stanowi wzrost o 75 EUR względem 4Q23, zwracamy jednak uwagę że peak cenowy został osiągnięty na przełomie stycznia/lutego (860 EUR/t) i obecne ceny są o ok. 90 EUR/t niższe (770 EUR/t), co może mieć pewien wpływ na marżę w 2Q24. Spadek cen stali jest naszym zdaniem związany z przeceną ceny rudy żelaza, węgla koksowego oraz niższymi kosztami gazu, który wykorzystywany jest na etapie walcowniczym. W celu optymalizacji kosztów zakupu, Spółka w br. w większym stopniu korzysta z importu z Chin, które oferują stal HGDC w korzystniejszych cenach nawet po uwzględnieniu kosztów transportu. Produkcja okien PVC, które są główna branża dla MFO, wzrosła w okresie sty-lut'24 o 5% r/r wg danych GUS. Czołowi polscy producenci Eko-Okna, Drutex realizują obecnie rekordowe programy inwestycyjne, które powinny przełożyć się na wzrost zapotrzebowania na profile okienne w 2H24 i w kolejnym roku.

**#Outlook.** Zakładamy, że wolumeny w 2Q24 będą zbliżone do 1Q24 (34,5 tys. ton), natomiast w 2H24 spodziewamy się wzrostu wolumenów o 6% vs 1H24 pomimo iż jest historycznie 2H bywa dla branży niższym sezonem (okres wakacyjny, efekt grudnia). Oczekiwany przez nas wzrost wolumenów jest natomiast efektem zakładanego odbicia poziomu inwestycji w gospodarkach europejskich na skutek uruchomieni funduszy unijnych (KPO – termomodernizacja budownictwa, programy krajowe), odbudowy stłumionego popytu inwestycyjnego wśród firm i konsumentów oraz związanego z tym większego poziomu zatowarowania po stronie klientów, którzy odkładają w czasie moment uzupełnienia magazynów z uwagi na brak widocznych obecnie oznak poprawy po stronie ostatecznych odbiorców. Z uwagi na wysokie nakłady inwestycyjne związane z budową zakładu w Sochaczewie (+105 tys. ton stali rocznie do 280 tys. ton, capex 130mln PLN) nie zakładamy wypłaty dywidendy w latach 2024-2025.

**#Rynek stali.** Z uwagi na niskie ceny stali, słaby popyt i rosnący eksport stali z Chin (w 2023r Chiny wyeksportowały 90mln ton stali tj. +36% r/r, co jest drugim najwyższym wynikiem w historii, natomiast w okresie sty-mar'24 eksport wyniósł 25.8mln ton tj. +30,7% r/r), europejskie hutnictwo podejmuje decyzje o wygaszaniu produkcji hutniczej (Thyssenkrupp zapowiedział zmniejszenie produkcji Niemczech o 20%). Dodatkowo europejska branża motoryzacyjna, główny konsument stali płaskiej, mierzy się z rosnącą konkurencją producentów chińskich, których pojazdy osobowe, w tym EV, oferowane są w Europie po dużo niższych cenach niż oferta rodzimych producentów.

**#Wycena.** Podnosimy naszą cenę docelową do 49,3 PLN/akcję (poprzednio 45,4 PLN/akcję). Wzrost wyceny wynika z uwzględnienia 39mln PLN aktywa podatkowego związanego z inwestycją w Sochaczewie (5,9 PLN/akcję). Prognozę zysku netto w latach 2024-2026 obniżamy o 11% (obniżenie prognozy jedynie dla 2024r).

mIn PLN	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	y/y	q/q
Przychody	295	295	187	145	152	144	134	146	162	7%	11%
EBITDA	23.4	37.0	-4.9	-14.8	5.7	0.3	1.9	0.8	5.4	-6%	587%
EBIT	21.8	35.4	-6.6	-16.6	3.6	-1.9	-0.3	-1.4	3.2	-11%	-
Zysk netto	16.8	28.5	-4.0	-16.7	1.4	-8.3	1.2	-9.1	1.2	-13%	-
P/E12M trailing	1.7	1.7	3.7	8.9	23.6	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA 12M trailing	1.1	1.3	2.7	5.1	8.3	-	-	20.9	24.0	-	-
zmiana przychodów r./r.	67%	26%	-42%	-43%	-49%	-51%	-28%	1%	7%	-	-
marża EBITDA	7.9%	12.5%	-	-	3.8%	0.2%	1.4%	0.5%	3.3%	-	-
marża EBIT	7.4%	12.0%	-	-	2.4%	-	-	-	2.0%	-	-
marża netto	5.7%	9.6%	-	-	0.9%	-	0.9%	-	0.8%	-	-

## Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 45,4 PLN)

**Cena docelowa: 49.3 PLN**

Cena bieżąca: 33.1 PLN

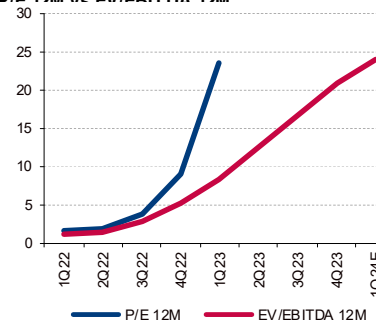
Potencjał wzrostu: 49%

Wyniki 1Q24

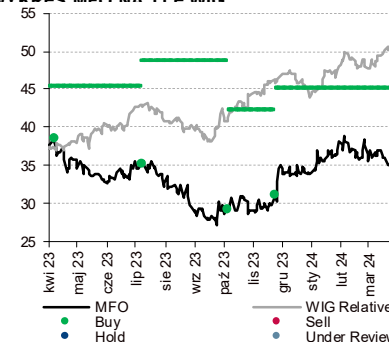
23.05.2024

DANE SPÓŁKI	HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena	
Ticker	MFO	Kupuj	11.12.2023	45
Sektor	Przemysł metalowy	Kupuj	23.10.2023	43
Kurs (PLN)	33.1	Kupuj	24.07.2023	49
52 tyg. min/max (PLN)	27 / 39.3	Kupuj	24.04.2023	46
Liczba akcji (mln szt.)	6.6	Kupuj	17.04.2023	46
Kapitalizacja (mIn PLN)	219	Kupuj	12.12.2022	45
S&P Global ESG Scores	-	Kupuj	24.10.2022	57.40
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0.10			
Zmiana kursu	1M	3M	1Y	
	-7.8%	-4.0%	-12.1%	

D/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES MFO NA TLE WIG



mIn PLN	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	990	923	576	638	740	830
EBITDA	172	41	9	26	45	55
EBIT	167	34	0	16	32	42
Zysk netto	133	25	-15	8	20	31
EPS (PLN)	20.12	3.7	-2.2	1.2	3.1	4.6
DPS (PLN)	1.0	4.0	0.0	0.0	0.0	1.5
P/E (x)	1.6	8.9	-	28.0	10.8	7.2
EV/EBITDA (x)	1.3	4.2	17.0	9.5	5.5	4.4
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
DY (%)	3.0%	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
	Wartość	Zmiana	Wartość	Zmiana	
Wycena DCF	49.3	100%	45.4	100%	9%
Wycena porównawcza	31.1	0%	24.6	0%	26%

Zmiany prognoz mIn PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	638	599	7%	740	697	6%	830	780	7%
EBITDA	26	35	-26%	45	45	0%	55	54	4%
EBIT	16	25	-35%	32	31	2%	42	39	9%
Zysk netto	8	18	-57%	20	20	2%	31	28	9%
P/E (x)	28.0	12.2		10.8	10.9		7.2	7.8	
EV/EBITDA (x)	9.5	7.1		5.5	5.5		4.4	4.6	
P/BV (x)	0.7	0.0		0.7	0.0		0.7	0.0	
DY (%)	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%		4.5%	0.0%	

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	8.9	-	28.0	10.8	7.2
P/E skor. (x)	8.9	-	28.0	10.8	7.2
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	4.2	17.0	9.5	5.5	4.4
EV/EBITDA skor. (x)	4.2	17.0	9.5	5.5	4.4
EV/Sprzedaż (x)	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
FCF Yield (%)	-1.3%	8.9%	-8.2%	-4.0%	4.9%
DY (%)	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%

Wskaźniki finansowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS (PLN)	3.7	-2.2	1.2	3.1	4.6
EPS skor. (PLN)	3.7	-2.2	1.2	3.1	4.6
DPS (PLN)	4.0	0.0	0.0	0.0	1.5
BVPS (PLN)	47.6	45.3	46.5	46.5	49.6

Wskaźniki operacyjne	2022	2023	2024E	2025E	2026E
marża brutto na sprzedaży (%)	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	4.4%	1.5%	4.1%	6.1%	6.7%
marża EBIT (%)	3.7%	0.0%	2.5%	4.3%	5.1%
marża netto skor. (%)	2.7%	-2.6%	1.2%	2.7%	3.7%

ROE (%)	7.8%	-4.8%	2.6%	6.6%	9.6%
ROA (%)	4.8%	-3.1%	1.6%	4.0%	5.8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2.1%	2.3%	12.5%	5.9%	2.4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2.9	1.5	8.1	3.3	1.5
Dług netto/kapitał własny (x)	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.1
Dług netto/EBITDA (x)	-1.2	-8.2	1.1	0.6	0.5

Cykl konwersji gotówki (dni)	69	72	64	65	61
Cykl rotacji zapasów (dni)	67	61	59	57	54
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	31	39	40	38	36
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	29	28	35	30	28

Rachunek wyników (mIn PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przychody</b>	<b>990</b>	<b>923</b>	<b>576</b>	<b>638</b>	<b>740</b>	<b>830</b>
Profile okienne	573	516	293	306	310	331
Profile specjalne/spawane	291	295	226	246	316	370
Pozostałe profile	116	101	45	44	54	58
<b>Zysk brutto</b>	<b>225</b>	<b>86</b>	<b>48</b>	<b>77</b>	<b>103</b>	<b>121</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	59	54	51	61	71	79
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1	2	2	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>172</b>	<b>41</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>55</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>172</b>	<b>41</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>55</b>
Amortyzacja	5	7	9	10	13	13
<b>EBIT</b>	<b>167</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>42</b>
Wynik na działalności finansowej	-3	-4	-13	-6	-7	-5
<b>Zysk brutto</b>	<b>164</b>	<b>30</b>	<b>-13</b>	<b>10</b>	<b>25</b>	<b>38</b>
Podatek dochodowy	31	6	2	2	5	7
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>133</b>	<b>25</b>	<b>-15</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>31</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>133</b>	<b>25</b>	<b>-15</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>31</b>

Bilans (mIn PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>169</b>	<b>206</b>	<b>208</b>	<b>279</b>	<b>279</b>	<b>285</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>388</b>	<b>255</b>	<b>289</b>	<b>225</b>	<b>225</b>	<b>258</b>
Zapasy	239	102	92	115	115	129
Należności handlowe	94	61	61	77	77	87
Gotówka	36	85	135	32	32	42
<b>Aktywa</b>	<b>557</b>	<b>461</b>	<b>497</b>	<b>504</b>	<b>504</b>	<b>544</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>316</b>	<b>314</b>	<b>300</b>	<b>307</b>	<b>307</b>	<b>328</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>65</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>67</b>
Zobowiązania oprocentowane	1	0	17	16	16	18
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>197</b>	<b>97</b>	<b>133</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	<b>149</b>
Zobowiązania oprocentowane	48	38	47	45	45	51
Zobowiązania handlowe	119	27	60	61	61	68
<b>Pasywa</b>	<b>557</b>	<b>461</b>	<b>497</b>	<b>504</b>	<b>504</b>	<b>544</b>

Rachunek przepływów(mIn PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>44</b>	<b>-21</b>	<b>-6</b>	<b>27</b>
Zysk (strata) netto	-130	78	46	-39	-40	-16
Amortyzacja	5	7	9	10	13	13
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-24</b>	<b>-16</b>	<b>-8</b>	<b>-80</b>	<b>-44</b>	<b>-20</b>
CAPEX	-24	-20	-13	-80	-44	-20
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>11</b>	<b>-40</b>	<b>16</b>	<b>-4</b>	<b>58</b>	<b>2</b>
Dywidenda	7	26	0	0	0	10
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>-105</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
Srodki pieniężne na początek okresu	32	36	85	137	32	40
Srodki pieniężne na koniec okresu	36	85	137	32	40	50

## Wycena

### #DCF

Wycena DCF (mln PLN)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody	576	638	740	830	917	999	1081	1147	1167	1183	1203
Y/Y	-38%	11%	16%	12%	10%	9%	8%	6%	2%	1%	2%
EBITDA	9	26	45	55	64	71	79	85	87	88	89
marża EBITDA	1.5%	4.1%	6.1%	6.7%	6.9%	7.1%	7.3%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%
EBIT	0	16	32	42	50	57	66	72	73	74	75
marża EBITDA	0.0%	2.5%	4.3%	5.1%	5.5%	5.7%	6.1%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%
NOPLAT	0	13	26	34	41	46	53	58	59	60	61
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
D&A	9	10	13	13	13	14	14	14	14	14	14
CAPEX		-80	-44	-20	-20	-15	-14	-14	-14	-14	-14
Zmiana kapitału obrotowego		-39	-40	-16	-15	-15	-15	-12	-4	-3	-4
FCF		-96	-44	11	19	31	38	46	56	57	57
D/(E+D)		16.5%	16.5%	17.4%	17.1%	15.8%	13.7%	11.2%	7.7%	5.1%	4.8%
Beta lewarowana		1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Koszt długu po opodatkowaniu		5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
Koszt kapitału własnego		12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.4%	12.3%	12.1%	11.9%	11.8%	11.8%
WACC		11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%
Współczynnik dyskontujący		0.90	0.81	0.72	0.65	0.58	0.52	0.47	0.42	0.38	0.34
Skumulowany DFCF											23
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym											0.0%
Zdyskontowana wartość rezydualna											171
EV											194
Dług nett (-)											-47
Aktywo podatkowe (+)											39
Udziały mniejszości (-)											0
Equity Value (1.1.2024)											280
Equity Value (22.4.2024)											290
Liczba akcji (mln)											6.61
Equity Value na akcje (22.4.2024)											43.9
12M Target Price (PLN)											49.4
Obecna cena rynkowa											27.3
Potencjał wzrostu / (spadku)											81.0%

Zródło: Trigon DM

### Założenia do modelu DCF:

- premia rynkowa 6%
- rfr 5,5%
- beta nielewarowana 1x
- stopa wzrostu w okresie rezydualnym 0%

### #Wycena porównawcza

Company	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
MFO	29.4	11.3	7.5	9.9	5.7	4.6	16.1	8.1	6.1
<b>Median</b>	<b>9.8</b>	<b>10.1</b>	<b>9.1</b>	<b>5.9</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>9.4</b>	<b>8.1</b>	<b>6.9</b>
premium / (discount)	199%	12%	-18%	69%	12%	4%	72%	0%	-12%
AC	9.7	9.6	9.1	6.3	6.1	6.2	8.4	8.2	8.3
Amica	21.9	12.4	9.3	5.4	4.3	3.7	9.7	7.0	5.9
Arctic Paper	5.8	5.9	6.0	2.1	1.8	1.6	2.8	2.5	2.2
Boryszew	29.5	17.2	-	7.5	6.6	-	19.3	14.4	-
Cognor	16.8	10.6	9.6	9.3	7.3	6.5	12.6	9.5	8.4
Grupa Kęty	13.4	12.3	11.5	9.5	8.6	8.2	11.9	10.7	10.0
Mangata	9.9	8.9	8.1	5.8	5.4	5.1	8.7	8.0	7.6
Rawlplug	8.0	6.4	5.4	5.8	4.9	4.4	9.0	7.2	6.4
Stalprodukt	-12.0	47.9	23.6	5.7	2.1	2.0	-2.6	11.0	6.9
Wielton	9.6	5.5	4.7	5.9	4.8	4.4	10.9	7.7	6.8
<b>Wycena cząstkowa roku</b>	<b>77</b>	<b>205</b>	<b>278</b>	<b>123</b>	<b>202</b>	<b>218</b>	<b>122</b>	<b>230</b>	<b>265</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena cząstkowa wskaźnika</b>		<b>187</b>			<b>181</b>			<b>205</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%			0%	

Wycena bieżąca (mln PLN)	184
Liczba akcji	6.6
Wy cena bieżąca na akcję	27.8
Wycena końcowa (PLN/akcje)	31.1

Zródło: Trigon DM

**Czynniki ryzyka:** (1) Opóźnienie we wdrażaniu inwestycji termomodernizacyjnych z funduszy unijnych w Europie; (2) Pogłębienie spowolnienia w sektorze budowlanym oraz przemysłowym; (3) Problem z dostępnością pracowników w sytuacji dalszej rozbudowy mocy produkcyjnych może nasilić presję płacową w spółce; (4) Ryzyko ograniczonej dostępności blachy ocynkowanej m.in. na skutek wprowadzenia safeguardu oraz zakazu importu stali z Rosji; (5) Ryzyko umocnienie PLN wobec EUR, które może niekorzystnie wpłynąć na marże biorąc pod uwagę rosnący udział eksportu; (6) Ryzyko poszerzenia kompetencji przez centra serwisu stali, które oprócz usługi cięcia blachy mogą rozpocząć usługę profilowania na potrzeby lokalnego rynku; (7) Ryzyko wewnętrznej produkcji profili przez klientów z branży stolarki okiennej

## 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: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)



**NAGRŃDY  
PSIK  
2023**

### CEE EQUITY RESEARCH

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Consumer, E-commerce, Financials*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategy, Banks, Financials*

**Kacper Koproń**  
*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnology*

**Michał Kozak**  
*Oil&Gas, Chemicals, Utilities*

**Dominik Niszc**  
*TMT, E-commerce*

**Łukasz Rudnik**  
*Industrials, Metals&Mining*

**David Sharma**  
*Construction, Real Estate*

**Piotr Rychlicki**  
*Junior Analyst*

**Piotr Chodyra**  
*Junior Analyst*

### EQUITY SALES

**Grzegorz Skowroński**

### SALES TRADING

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Hubert Kwiecień**

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzenia 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 dyrektyw 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:

kapitałizacja - 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

Emitent – MFO S.A.

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 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: Łukasz Rudnik

### Stosowane metody wyceny

SOTP - metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

- zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejścia lub restrukturyzacji.
- wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (risk-adjusted net present value)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

- zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.
- wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

- zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych
- wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

- zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend
- wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

- zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny
- wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

- zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki
- wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

- zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych
- wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

- zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego prognozy wartości przedsiębiorstwa
- wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodok oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

## Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, 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 jakkolwiek 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 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.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczając bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

- pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów
- Dom Maklerski posiada akcje Emitenta
- Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta.
- Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich
- Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem
- sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta
- 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 subemisję inwestycyjne lub usługowe
- iv) z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług

• 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; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu

• członkowie władz 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 Emitentów, 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 jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał dywidendy od Emitenta.

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. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji:

- nie otrzymują wynagrodzenia bezpośredniego 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 jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski
- nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

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.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

**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.

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 GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. 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 rozpowszechnianie 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.trigon.pl](http://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, porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: 2024-04-25 7:00

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 2024-04-25 8:00