

**31 March 2022**

## Medicalgorithmics

### Czy jest szansa na odbicie?

Pomimo tego, że na koniec 2021 r. spółka pozyskała 2,9 mln USD, na początku lutego Zarząd poinformował, że dodatkowe potrzeby płynnościowe spółki w 2022 r. szacowane są na 3,0-5,0 mln USD. Taki ruch uzasadniono rewizją w dół prognoz finansowych Medi-Lynx. W celu zaspokojenia tych potrzeb płynnościowych firma szukała m.in. nowego inwestora, nowego finansowania dłużnego czy sprzedaży swoich aktywów, ale ostatecznie zdecydowała się na podniesienie kapitału poprzez emisję do 0,32 mln akcji (7% wszystkich akcji) po cenie nie niższej niż 18 zł/akcję, co pozwala pozyskać 1,4 mln USD. Jednak w marcu 2022 roku NWZA ostatecznie nie zatwierdziło tej emisji akcji i teraz naszym zdaniem ostatnią szansą na zapewnienie potrzebnej płynności jest znalezienie nowego inwestora lub pozyskanie nowego finansowania dłużnego. W przeciwnym razie, ponieważ koszty działalności spółki są stosunkowo stałe i trudne do obniżenia, już w 2022/23e widzimy wysokie ryzyko wystąpienia istotnych ryzyk bilansowych.

W 2021 roku firma wykazała, że jest w stanie poprawić liczbę wysokomarżowych wniosków, uważamy, że w świetle mniejszej liczby przypadków covid19 firma powinna być w stanie poprawić łączną liczbę wniosków o 6%/6% r/r w latach 2022/23e przy wzroście wniosków wysokomarżowych o 12%/10% r/r. To w połączeniu z korzystniejszym kursem USDPLN skłania nas do szacunków EBITDA na poziomie -1,2/7,8 mln zł w 2022/23e.

Podkreślamy, że inwestycja w akcje spółki niesie ze sobą bardzo duże ryzyko związane z pozycją bilansową. Jednak biorąc pod uwagę rosnącą liczbę wniosków i jej poprawiającą się strukturę uważamy, że spółka powinna być w stanie uniknąć niewypłacalności i osiągnąć próg rentowności FCF w 2024e, ale najpierw musi znaleźć nowe finansowanie dłużne. W oparciu o takie założenia wyceniamy akcje spółki na 12,8 zł/akcję z potencjalnym spadkiem na poziomie 13%.

### Medicalgorithmics

PLN mn	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Przychody	174	112	118	143	154	164
EBITDA	19	-22	-5	-1	8	16
EBIT	0	-38	-22	-18	-7	2
Zysk netto	4	-13	-12	-19	-9	0
EPS	1.2	-3.0	-2.4	-3.9	-1.9	-0.1
Dywidenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C/Z	12.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	14.7	7.0

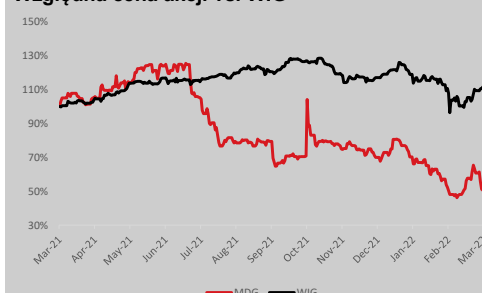
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

## Sprzedaj (wznowienie rekomendacji)

**Cena docelowa** **PLN 12.8**

**Potencjał zmiany** **-13%**  
 Cena na 29 Marca 2022 **PLN 14.7**

### Względna cena akcji vs. WIG



### NADCHODZĄCE WYDARZENIA

4Q21 28 April  
 1Q22 30 May

### DANE SPÓŁKI

Bloomberg MDG PW  
 Free float (%) 50.27  
 Kapitalizacja (PLNmn) 73  
 Liczba akcji (mn) 5.0

Udziałowcy  
 OFE PZU 14.5%  
 MIRI Capital Management 10.4%  
 OFE NN 10.0%  
 Marek Dziubiński 9.8%

**Marcin Gornik**  
 +48 691 701 088  
[marcin.gornik@pekao.com.pl](mailto:marcin.gornik@pekao.com.pl)

## Podsumowanie inwestycyjne

Pomimo tego, że pod koniec 2021 r. spółka wyemitowała 0,65 mln nowych akcji i pozyskała 11,7 mln zł, spółka ogłosiła, że kwota ta jest niewystarczająca i obecnie szacuje swoje potrzeby płynnościowe na kontynuację strategii w 2022 r. na 3,0-5,0 mln USD. W celu pozyskania tych kapitałów spółka rozważała poszukiwanie: nowego inwestora dla grupy, dodatkowego finansowania dłużnego oraz sprzedaży Medi-Lynx. Ostatecznie jednak spółka zdecydowała się na emisję nowych akcji, co naszym zdaniem oznacza, że wszystkie inne opcje były zbyt ryzykowne dla potencjalnych inwestorów. W projekcie uchwały Spółka poinformowała, że planuje wyemitować nowe akcje w ilości nie mniejszej niż 1 i nie większej niż 346 721 akcji. Cena minimalna została ustalona na 18 zł za akcję, co powinno pozwolić na pozyskanie 6,24 mln zł (czyli 1,5 mln USD). NWZ nie zatwierdziło jednak ostatecznie emisji akcji. Teraz naszym zdaniem spółka powinna znaleźć nowego inwestora lub znaleźć nowe finansowanie dłużne w celu zaspokojenia potrzeb płynnościowych i na potrzeby naszego raportu założyliśmy, że spółka znajdzie nowe finansowanie dłużne.

Jeżeli założymy, że firma nie wprowadzi procesu cięcia kosztów, poziom wniosków od ubezpieczycieli będzie płaski r/r, a bezpieczny poziom gotówki w bilansie spółki założymy na poziomie 2 mln USD, to w 2022 roku potrzeby płynnościowe spółki oszacowalibyśmy na 3,4 mln USD. Zakładając jednak, że wolumeny wysokomarżowych roszczeń wzrosną o 12% r/r, spółka będzie musiała pozyskać „tylko” 1,8 mln USD długu.

Po spadku wniosków od ubezpieczycieli w 2020 r. o 6% r/r, w 2021 r. spółce udało się poprawić liczbę wniosków o 1% r/r oraz znacząco poprawiła się ich struktura. Liczba wysokomarżowych wniosków CT, Event i Extended Holter w 2021 r. wyniosła 59,1 tys. (+18% r/r), natomiast liczba wniosków nisko marżowych spadła do 24,1 tys. (-25% r/r). Zakładamy, że w najbliższych latach firmie uda się jeszcze poprawić te wolumeny. W 2022/23e szacujemy, że liczba wniosków osiągnie poziom 87,9/92,8 tys. (+6%/+6% r/r), przy rosnącym udziale wniosków wysokomarżowych do 66,2/72,9 tys. Rosnąca liczba wysokomarżowych wniosków w połączeniu z korzystnymi kursami walutowymi skłania nas do szacunków EBITDA w 2022/23e na poziomie -1,2/7,8 mln PLN.

Podkreślamy, że inwestycja w akcje spółki niesie ze sobą bardzo duże ryzyko związane z pozycją bilansową. Jednak biorąc pod uwagę rosnącą liczbę roszczeń i jej poprawiającą się strukturę uważamy, że spółka powinna być w stanie uniknąć niewypłacalności i osiągnąć próg rentowności FCF w 2024e, ale najpierw musi znaleźć nowe finansowanie dłużne. W oparciu o takie założenia wyceniamy akcje spółki na 12,8 zł/akcję z potencjalnym spadkiem na poziomie 13%.

## Ostatnie wydarzenia

### Przegląd opcji strategicznych

W lutym 2022 r. Zarząd poinformował o aktualnej kondycji spółki i podjął decyzję o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych. Zarząd stwierdził, że dotychczasowe założenia dotyczące liczby przeprowadzonych badań planowanych na 2022 r. okazały się zbyt optymistyczne i w rezultacie zrewidowano również planowane wpływy z rynku amerykańskiego. Zarząd poinformował również, że zrewidowane oczekiwania co do wzrostu przychodów generowanych w USA oraz kosztów związanych ze sprzedażą wskazują na potrzebę pozyskania dodatkowego finansowania w najbliższych miesiącach. Zarząd szacuje, że potrzeby gotówkowe Grupy na kontynuację dotychczasowej strategii rozwoju w 2022 roku mieszczą się w przedziale 3,0 - 5,0 mln USD. Spółka podkreśliła, że potrzeby te istnieją pomimo pozyskania środków z emisji akcji serii H.

Aby uzyskać dodatkowe finansowanie, firma zdecydowała się przeanalizować następujące opcje:

- Spółka będzie szukała nowego inwestora dla grupy
- Spółka rozważy sprzedaż Medi-Lynx lub znaczących aktywów Grupy
- Spółka będzie szukać dodatkowego finansowania dłużnego
- Spółka rozważy pozyskanie kapitału poprzez emisję akcji

### Nowa emisja akcji

W lutym 2022 r. Zarząd przedstawił projekt uchwały NWZ zakładającej emisję nowych akcji. Przedstawione w projekcie uchwały warunki nowej emisji zakładają:

- Emisja nowych akcji zwykłych na okaziciela serii I w liczbie nie mniejszej niż 1 i nie większej niż 346 721 o wartości nominalnej 0,1 zł/akcję.
- Prawo poboru akcji serii I jest wyłączone w całości
- Cena emisyjna nowych akcji nie może być niższa niż 18 zł/akcję.

Decyzję spółki o emisji nowych akcji traktujemy jako ostateczność, co oznacza, że do tej pory spółka nie była w stanie pozyskać dodatkowego finansowania w żaden inny sposób. Dla nas taka decyzja oznacza, że nie było inwestorów chętnych do zainwestowania w spółkę, bo nie wierzą w przyszłe perspektywy firmy i model biznesowy. Uważamy, że z tych samych powodów spółka nie sprzedała Medi-Lynx i innych aktywów.

22 marca NWZ ostatecznie **zdecydowało nie zatwierdzać nowej emisji akcji** i teraz naszym zdaniem ostatnią szansą na zapewnienie potrzebnej płynności w 2022/23e jest znalezienie nowego inwestora lub pozyskanie nowego finansowania dłużnego.

### Nowy program motywacyjny

W tym samym dniu, w którym Spółka ogłosiła emisję nowych akcji, Zarząd zaproponował również nowy program motywacyjny na następujących warunkach:

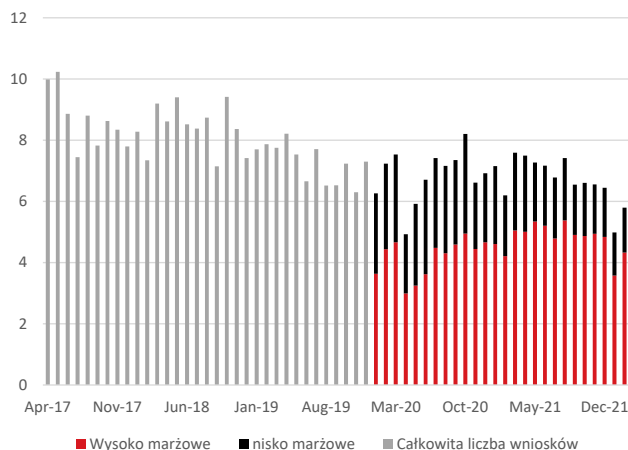
- Łączna liczba akcji w ramach nowego programu motywacyjnego nie przekroczy 248 823 (tj. 82 941 akcji serii J, 82 941 akcji serii K, 82 941 akcji serii L).
- Pod warunkiem uprzedniego zarejestrowania warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego emisja do 248 823 warrantów subskrypcyjnych (tj. 82 941 serii A, 82 941 serii B, 82 941 82 941 serii C).
- Warranty Subskrypcyjne mogą być subskrybowane na następujących warunkach:
  - W odniesieniu do 27 647 warrantów każdej serii A/B/C spółka będzie musiała osiągnąć EBITDA w wysokości 11,4/14,5/17,7 mln zł w 2022/23/24e
  - W odniesieniu do 27 647 warrantów każdej spółki serii A/B/C będzie musiała osiągnąć sprzedaż na poziomie 146,2/160.9/177,0 mln zł w 2022/23/24e
  - W odniesieniu do 27 647 warrantów każdej serii A/B/C zwrot z akcji spółki w 2022/23/24e powinien być o 10/20/30 pp wyższy niż zmiana procentowa WIG
- Cena emisyjna Akcji jest ustalona na kwotę stanowiącą 95% średniej ceny rynkowej z 30 dni poprzedzających nabycie Akcji
- Prawo poboru Akcji może zostać wykonane do 31 grudnia 2028 roku.

Ostatecznie plan motywacyjny również nie został zatwierdzony.

### **Miesięczna liczba wniosków**

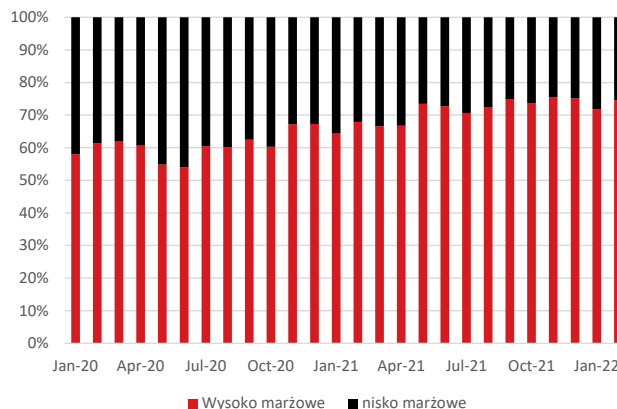
W listopadzie 2022 firma podjęła decyzję o zmianie sposobu prezentacji liczby wniosków od ubezpieczycieli. Firma przedstawia teraz liczbę roszczeń z podziałem na wysokomarżowe badania takie jak MCT, Event i Extended Holter oraz wnioski nisko-marżowe, takie jak Holter, hook-ups i inne. Nowy sposób prezentacji pokazuje, że słaba łączna liczba wniosków obserwowana w 2021 r. związana była przede wszystkim ze spadkiem nisko-marżowych badań o 23% r/r. Z kolei roszczenia z wysokimi marżami wykazywały stały wzrost w każdym kwartale 2021 r., a łącznie o 18% r/r. W lutym 2022 r. liczba roszczeń wysokomarżowych wzrosła o 2,7% r/r.

**Liczba wniosków Medi-Lynx (tysiące) – 2017-2M22**



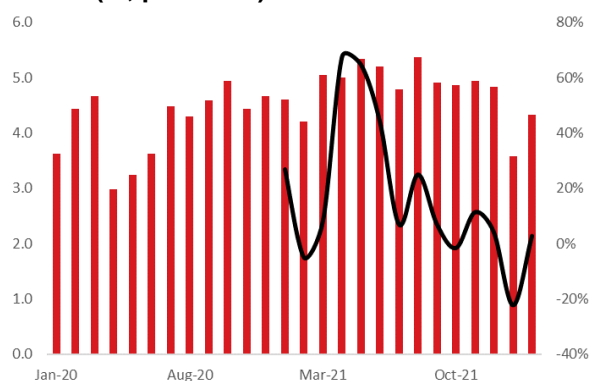
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Struktura wniosków (%) Medi-Lynx – 2019 - 2M22**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Liczba wniosków wysokomarżowych (tysiące) i wzrost (% , prawa oś) 2017-2M22**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Liczba wniosków niskomarżowych (tysiące) i wzrost (% , prawa oś) 2017-2M22**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

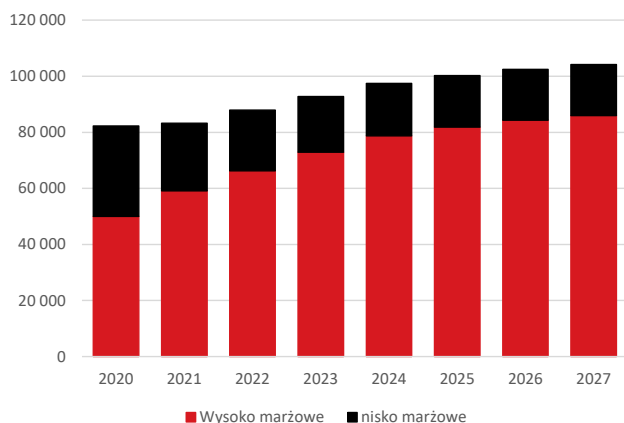
## Prognozy finansowe

### Wolumeny i ceny

Pomimo spadku liczby wysokomarżowych odszkodowań w 2M22 o 10% uważamy, że było to tymczasowe i związane z powodami nakreślonymi przez Zarząd i w najbliższych miesiącach liczba wniosków powróci do dodatniej dynamiki. Szacujemy, że w 2022/23/24e Spółka zwiększy liczbę wniosków wysokomarżowych do 66/73/79 tys. (+12%/+10%/+8%), podczas gdy liczba roszczeń nisko-marżowych spadnie w 2022/23/24e o 10%/8%/6% r/r. W sumie szacujemy, że łączna liczba wniosków wzrośnie w 2022/23/24e do 88/93/97 tys. (+6%/+6%/+5%). Wraz ze wzrostem udziału wysokomarżowych wniosków

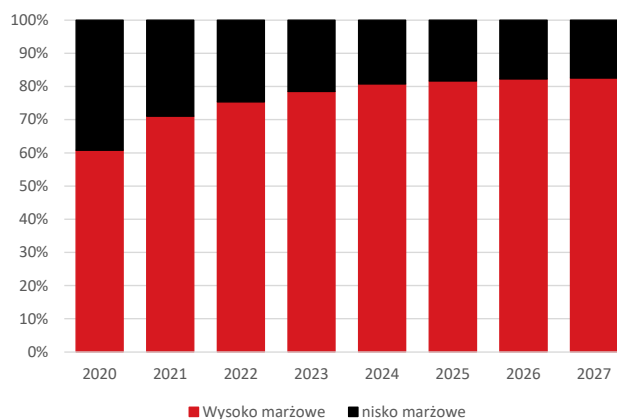
oczekujemy, że średni przychód na wniosek wzrośnie do 342/351/357 USD (w porównaniu ze średnim przychodem na wniosek 324 USD w 2021e).

### Liczba wniosków



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### Struktura wniosków

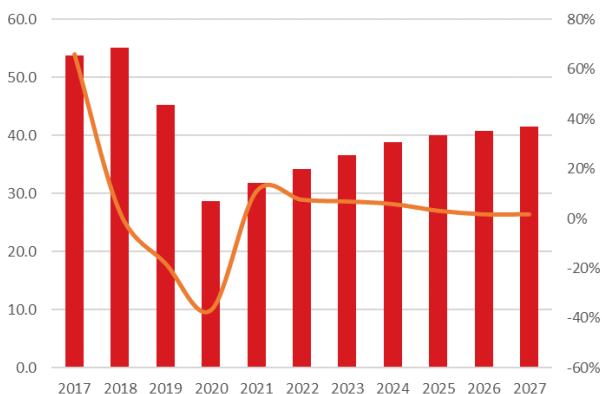


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### Przychody

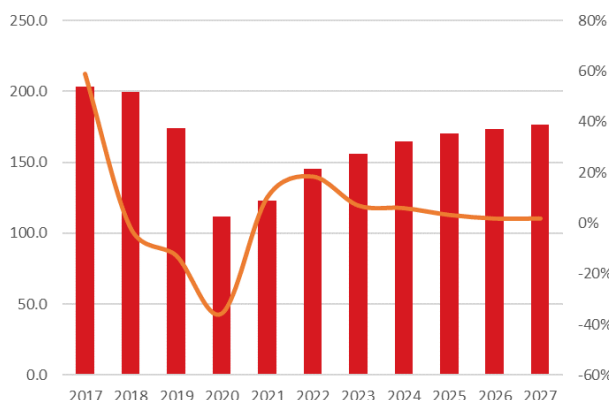
Wraz z rosnącymi wolumenami wysokomarżowych wniosków i rosnącym średnim przychodem na wniosek, szacujemy wzrost przychodów do 34/36/38 mln USD w 2022/23/24e (+10%/+7%/+6% r/r). Przychody w PLN powinny rosnąć jeszcze mocniej dzięki korzystnemu kursowi USDPLN, który zakładamy na 4,25x w okresie naszych prognoz i szacujemy, że przychody wyniosą 143/154/164 mln PLN (+22%/+7% /+6% r/r).

### Przychody (USDmn) i wzrost przychodów (%)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### Przychody (PLNmn) i wzrost przychodów (%)

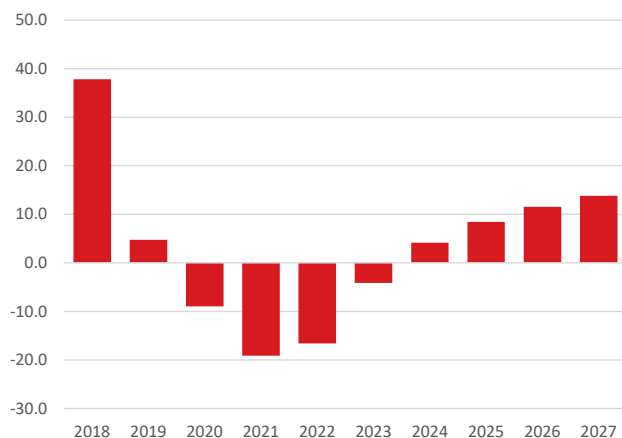


Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### EBITDA

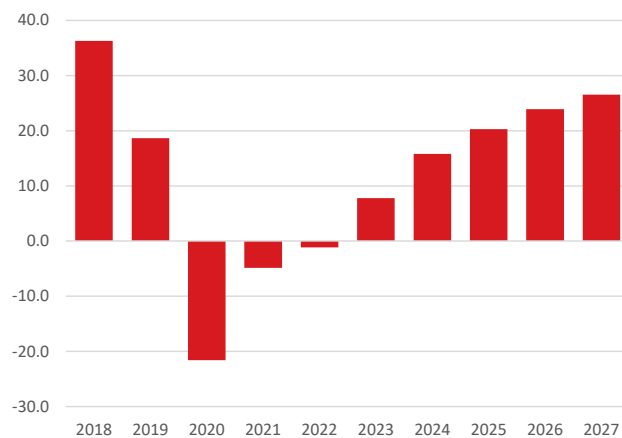
Zakładamy, że większość kosztów firmy jest względnie stała, więc nie widzimy możliwości ich obniżenia. Również większość kosztów firmy to USD, dlatego szacujemy, że OPEX w 2022e wzrośnie o 17% r/r. Jednak w kolejnych latach wraz ze wzrostem liczby wniosków koszt na wniosek powinien zacząć spadać, a EBITDA szacujemy na -1,2/7,8/15,8 mln zł.

### Wolne przepływy pieniężne (PLNm)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### EBITDA (PLNm)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

### Podsumowanie prognoz

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
USDPLN	3.6	3.8	3.9	3.9	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Przychody (PLNm)	199	174	112	118	143	154	164	169	173	177
Przychody (USDm)	55	45	29	31	34	36	38	40	41	42
<b>Wnioski od ubezpiec.</b>	<b>100 821</b>	<b>87 310</b>	<b>82 252</b>	<b>83 217</b>	<b>87 907</b>	<b>92 798</b>	<b>97 432</b>	<b>100 205</b>	<b>102 477</b>	<b>104 163</b>
Wzrost liczby wniosków	6%	-13%	-6%	1%	6%	6%	5%	3%	2%	2%
<b>Cena</b>	<b>538</b>	<b>494</b>	<b>311</b>	<b>324</b>	<b>342</b>	<b>351</b>	<b>357</b>	<b>359</b>	<b>361</b>	<b>361</b>
Wzrost ceny	n.a.	-8%	-37%	4%	6%	2%	2%	1%	0%	0%
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-163</b>	<b>-155</b>	<b>-133</b>	<b>-123</b>	<b>-144</b>	<b>-146</b>	<b>-148</b>	<b>-149</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>
Koszty operacyjne/wniosek	-438	-464	-419	-399	-387	-371	-357	-350	-344	-340
Koszty osobowe	-111	-102	-91	-82	-93	-93	-93	-93	-93	-93
Usługi obce	-34	-38	-31	-34	-39	-41	-42	-43	-44	-45
Materiały i energia	-9	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
<b>EBITDA</b>	<b>36.3</b>	<b>18.6</b>	<b>-21.6</b>	<b>-4.9</b>	<b>-1.2</b>	<b>7.8</b>	<b>15.8</b>	<b>20.3</b>	<b>23.9</b>	<b>26.5</b>
<b>EBITDA/wniosek</b>	<b>360.1</b>	<b>213.4</b>	<b>-262.8</b>	<b>-58.5</b>	<b>-13.1</b>	<b>84.1</b>	<b>162.1</b>	<b>202.7</b>	<b>233.4</b>	<b>254.7</b>
Przepływy operacyjne	44.23	13.50	-3.96	-5.60	-9.10	3.37	11.70	15.96	19.09	21.36
CAPEX	-6.43	-8.75	-5.01	-13.52	-7.53	-7.53	-7.53	-7.53	-7.53	-7.53
Przepływy pieniężne	37.80	4.75	-8.96	-19.12	-16.63	-4.16	4.17	8.43	11.56	13.83
Dług netto	6	29	23	21	38	42	38	29	18	4
Dług netto/EBITDA	0.17	1.57	n.a.	n.a.	n.a.	5.37	2.39	1.44	0.74	0.15

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research



## Ryzyka

**Ryzyko spadku średniej ceny w USA.** Od czasu decyzji o przejściu na model sieciowy spółka odnotowała spadek r/r średniej ceny szkód, dodatkowo spotęgowany efektem pandemii Covid-19 w postaci pogorszenia miksu produktowego.

**Ryzyko nowej konkurencji.** Jak na każdym rynku opartym na nowych technologiach, widzimy ryzyko pojawienia się nowego gracza z przewagą technologiczną. Przykładem jest negatywna reakcja rynku na zapowiedź Apple wyposażenia iWatch w moduł do testowania EKG.

**Ryzyko wystąpienia sytuacji politycznej i gospodarczej w USA.** Stany Zjednoczone to największy rynek opieki zdrowotnej na świecie, silnie wspierający innowacyjne rozwiązania. Dzięki temu usługi takie jak monitoring zdarzeń czy telemetria są tam refundowane. Stany Zjednoczone są jedynym rynkiem na świecie, na którym refundowane są obie usługi. Ewentualna decyzja o zmianie stawek refundacji, tempo pandemii Covid-19 może znacząco wpłynąć na przychody z tego rynku.

**Ryzyko prawne i regulacyjne.** Medicalgorithmics czerpie swoje przychody w dużej mierze od ubezpieczycieli zdrowotnych. Przychód opiera się na wycenie indywidualnych refundowanych usług medycznych. Ubezpieczyciele mogą zdecydować się na zmianę stawek zwrotu, co postrzegamy jako ryzyko dla MDG. Z drugiej strony zwrot kosztów monitorowania zdarzeń lub telemetrii w kraju innym niż Stany Zjednoczone byłby okazją do dodatkowego źródła dochodu.



## Podsumowanie wyceny

Stosujemy metody wyceny DCF i porównawczej z wagami odpowiednio 100% i 0%.

Aby wycenić firmę, opracowaliśmy 6-letnie modele wyceny DCF w oparciu o naszą szczegółową prognozę finansową do 2027 roku i obliczyliśmy wartość przedsiębiorstwa. Następnie odjęliśmy dług netto i mniejszość na koniec 2021e. W wycenie przyjęliśmy następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka 4,5% w okresie 2022-27e i 4% w roku końcowym.
- Premia za ryzyko kapitałowe (ERP) 6% w okresie 2022-27e i 5% w roku końcowym.
- Koszt zadłużenia 6,5% w okresie 2022-27e i 6% w roku końcowym.
- Stawka podatku 19%
- Nielewarowana beta 1.0x

### Wycena porównawcza

	Kraj	Kapitalizacja (EURmn)	EV/EBITDA (x)			P/E (x)			DY(%)		ND/EBITD CAGR Przychodów		CAGR EBITDA	
			2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2021e	21-24e	21-24e
MEDTRONIC PLC	IRLANDIA	134239	16.8	16.2	14.9	19.4	19.0	17.5	2.2	2.3	2.5	2.4	5%	11%
GHP SPECIALITY CARE AB	SZWECJA	233	13.0	10.9	10.0	45.3	31.3	25.1	1.2	1.6	2.0	0.8	11%	9%
NIHON KOHDEN CORP	JAPONIA	2013	6.4	7.9	7.4	12.6	17.6	17.0	1.8	1.5	1.6	-1.6	2%	-1%
BOSTON SCIENTIFIC CORP	STANY ZJEDNOCH	57602	18.0	16.1	14.0	25.0	22.0	19.5	0.0	0.0	0.0	1.8	8%	11%
ABBOTT LABORATORIES	STANY ZJEDNOCH	192609	18.2	17.3	14.9	24.8	23.4	21.2	1.5	1.6	1.7	0.6	2%	3%
SONOVA HOLDING AG-REG	SZWAJCARIA	22417	23.3	20.5	19.2	33.3	28.1	24.9	1.1	1.3	1.5	0.1	16%	19%
<b>Mediana</b>			<b>17.4</b>	<b>16.2</b>	<b>14.4</b>	<b>24.9</b>	<b>22.7</b>	<b>20.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>0.7</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>
MEDICALGORITHMICS			n.a.	14.7	7.0	n.a.	n.a.	n.a.						
premia/(dyskonto)			n.a.	-9%	-51%	n.a.	n.a.	n.a.						
<b>Implikowana cena akcji PLN</b>			<b>n.a.</b>	<b>16.9</b>	<b>38.2</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>						

Źródło: Bloomberg, Pekao Equity Research

**Wycena DCF**
**Kalkulacja WACC**

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.0%
Premia za ryzyko rynkowe	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.9%</b>
Koszt długu	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%
<b>Koszty długu po podatku</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.9%</b>
Udział kapitału własnego	81%	80%	80%	80%	81%	82%	82%
<b>WACC</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.0%</b>

**Wycena DCF**

( mn)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Year
Przychody	143	154	164	169	173	177	177
EBIT	-17.8	-7.4	1.7	7.1	11.5	14.6	14.6
Podatek	0.0	0.0	-0.3	-1.4	-2.2	-2.8	-2.8
<b>NOPAT</b>	<b>-17.8</b>	<b>-7.4</b>	<b>1.4</b>	<b>5.8</b>	<b>9.3</b>	<b>11.8</b>	<b>11.8</b>
Amortyzacja	16.68	15.20	14.06	13.16	12.46	11.90	11.9
Zmiana kapitału obrotowego	-6.39	-2.35	-2.02	-1.31	-0.97	-0.70	0.0
CAPEX	-7.53	-7.53	-7.53	-7.53	-7.53	-7.53	-11.9
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-15.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>5.9</b>	<b>10.1</b>	<b>13.2</b>	<b>15.5</b>	<b>11.8</b>
Wzrost w okresie rezydualnym							0.0%
Wartość rezydualna							131.8
Czynnik dyskontowy	0.91	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55	
Zdyskontowany wolne przepływy pieniężne	-13.6	-1.7	4.4	6.8	8.1	8.6	72.7
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>85.2</b>						
Mniejszości	0.0						
Dług netto	23.2						

<b>Wartość kapitału</b>	<b>62.0</b>
Liczba akcji	5.0
<b>12-miesięczna cena docelowa</b>	<b>12.8</b>
Cena akcji 29 Marca	14.7
Potencjał wzrostu/potencjał spadku	-12.9%

Wzrost przychodów	7%	6%	3%	3%	2%	0.0%
marża EBIT	-4.8%	1.1%	4.2%	6.6%	8.3%	8.3%
st. Podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	4.9%	4.6%	4.5%	4.3%	4.3%	6.7%
Capex/amortyzacja	49.5%	53.6%	57.2%	60.4%	63.3%	100.0%

**Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym/WACC**

	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
<b>7.0%</b>	13.7	14.7	15.8	17.1	18.6	20.3	22.4
<b>8.0%</b>	12.0	12.8	13.7	14.7	15.8	17.1	18.6
<b>9.0%</b>	10.7	11.3	12.0	12.8	13.7	14.7	15.8
<b>10.0%</b>	9.5	10.1	10.7	11.3	12.0	12.8	13.7
<b>11.0%</b>	8.6	9.0	9.5	10.1	10.7	11.3	12.0

**Wrażliwość wyceny na zmiany kursu walutowego i stopy wolnej od ryzyka**

		← st. Wolna od ryzyka Marzec 2021							← st. Wolna od ryzyka Marzec 2022		← FRA 3x9, 2022				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	
USDPLN Marzec 2021==> USDPLN Grudzień 2021==>	3.7	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8	0.5	0.4	0.2	0.0	-0.2	
	3.8	4.7	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6	
	3.9	7.0	6.6	6.3	5.9	5.6	5.3	5.0	4.7	4.4	4.1	3.8	3.6	3.3	
	4.0	9.3	8.9	8.5	8.1	7.7	7.4	7.0	6.7	6.3	6.0	5.7	5.4	5.1	
	4.1	11.6	11.1	10.7	10.2	9.8	9.4	9.0	8.6	8.2	7.9	7.5	7.2	6.8	
USDPLN Marzec 2022==>	4.2	13.9	13.4	12.9	12.4	11.9	11.5	11.0	10.6	10.2	9.8	9.4	9.0	8.6	
	4.3	16.2	15.6	15.1	14.6	14.0	13.5	13.0	12.6	12.1	11.6	11.2	10.8	10.4	
	4.4	18.5	17.9	17.3	16.7	16.1	15.6	15.0	14.5	14.0	13.5	13.0	12.6	12.1	
	4.5	20.8	20.2	19.5	18.9	18.2	17.6	17.1	16.5	15.9	15.4	14.9	14.4	13.9	
	4.6	23.1	22.4	21.7	21.0	20.3	19.7	19.1	18.5	17.9	17.3	16.7	16.2	15.7	
	4.7	25.4	24.7	23.9	23.2	22.5	21.8	21.1	20.4	19.8	19.2	18.6	18.0	17.4	
	4.8	27.7	26.9	26.1	25.3	24.6	23.8	23.1	22.4	21.7	21.0	20.4	19.8	19.2	
	4.9	30.1	29.2	28.3	27.5	26.7	25.9	25.1	24.4	23.6	22.9	22.2	21.6	20.9	

Źródło: Pekao Equity Research

<b>Rachunek zysków i strat (PLN mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Przychody	173.9	111.7	117.7	143.1	153.9	163.5
OPEX	-155.2	-133.3	-122.6	-144.3	-146.1	-147.7
EBITDA	18.6	-21.6	-4.9	-1.2	7.8	15.8
EBITDA znorm.	18.6	-21.6	-4.9	-1.2	7.8	15.8
EBIT	-0.1	-37.5	-22.3	-17.8	-7.4	1.7
Przychody finansowe netto	-2.6	-2.4	1.9	-1.6	-2.1	-2.1
Zysk przed opodatkowaniem	-2.7	-40.0	-20.4	-19.4	-9.5	-0.3
Podatek	2.4	12.3	3.1	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	4.3	-12.9	-12.0	-19.4	-9.5	-0.3
Zysk na akcję	1.2	-3.0	-2.4	-3.9	-1.9	-0.1
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Bilans (PLN mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
<b>Aktywa obrotowe ogółem</b>	<b>36.4</b>	<b>40.7</b>	<b>42.6</b>	<b>40.4</b>	<b>38.5</b>	<b>44.7</b>
Gotówka i ekwiwalenty	11.2	16.2	17.6	9.0	4.8	9.0
Inne aktywa obrotowe	25.2	24.5	25.0	31.4	33.7	35.7
<b>Aktywa trwałe razem</b>	<b>246.9</b>	<b>242.7</b>	<b>255.2</b>	<b>246.1</b>	<b>238.4</b>	<b>231.9</b>
Aktywa materialne/niematerialne	241.4	225.3	226.6	217.4	209.7	203.2
Inne środki trwałe	5.4	17.4	28.6	28.6	28.6	28.6
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>283.3</b>	<b>283.4</b>	<b>297.8</b>	<b>286.4</b>	<b>276.9</b>	<b>276.6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>195.8</b>	<b>207.4</b>	<b>215.3</b>	<b>195.9</b>	<b>186.5</b>	<b>186.1</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>30.6</b>	<b>38.9</b>	<b>33.8</b>	<b>33.8</b>	<b>33.8</b>	<b>33.8</b>
Długoterminowe zadłużenie	9.8	12.1	8.0	8.0	8.0	8.0
Inne zobowiązania długoterminowe	20.8	26.8	25.8	25.8	25.8	25.8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>27.9</b>	<b>37.1</b>	<b>48.7</b>	<b>56.7</b>	<b>56.7</b>	<b>56.7</b>
Dług krótkoterminowy	3.1	2.9	10.5	18.5	18.5	18.5
Inne zobowiązania bieżące	24.9	34.2	38.2	38.2	38.2	38.2
<b>Całkowity kapitał własny i zobowiązania</b>	<b>283.3</b>	<b>283.4</b>	<b>297.8</b>	<b>286.4</b>	<b>276.9</b>	<b>276.6</b>
Dług netto	29.2	23.2	21.1	37.7	41.9	37.7
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Przepływy pieniężne (PLN m)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Zysk netto	-0.3	-27.7	-12.0	-19.4	-9.5	-0.3
Amortyzacja	18.7	15.9	17.4	16.7	15.2	14.1
Pozostałe	-4.9	7.8	-11.0	-6.4	-2.3	-2.0
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>13.5</b>	<b>-4.0</b>	<b>-5.6</b>	<b>-9.1</b>	<b>3.4</b>	<b>11.7</b>
CAPEX	-8.7	-5.0	-13.5	-7.5	-7.5	-7.5
Pozostałe	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.8</b>	<b>-5.0</b>	<b>-13.5</b>	<b>-7.5</b>	<b>-7.5</b>	<b>-7.5</b>
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-59.7	14.0	20.5	8.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-59.7</b>	<b>14.0</b>	<b>20.5</b>	<b>8.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Zmiana gotówki	-49.0	5.0	1.4	-8.6	-4.2	4.2
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>11.2</b>	<b>16.2</b>	<b>17.6</b>	<b>9.0</b>	<b>4.8</b>	<b>9.0</b>
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Wzrost r/r</b>						
Przychpdy	-13%	-36%	5%	22%	7%	6%
EBITDA recurring	-49%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	102%
EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zysk netto	-70%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zysk na akcję	-70%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Marże</b>						
EBITDA	10.7%	-19.3%	-4.1%	-0.8%	5.1%	9.7%
EBIT	0.0%	-33.6%	-18.9%	-12.5%	-4.8%	1.1%
Zysk netto	2.5%	-11.6%	-10.2%	-13.5%	-6.2%	-0.2%
ROE	2.2%	-6.4%	-5.7%	-9.4%	-5.0%	-0.2%
<b>Wskaźniki bilansowe</b>						
Wartość księgowa na akcję (PLN)	54.3	47.9	43.3	39.4	37.5	37.4
Dług netto/EBITDA	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	5.4	2.4
Dług/Kapitały Własne	6.6%	7.3%	8.6%	13.5%	14.2%	14.2%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

## ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahanom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

## INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

#### UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datą jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Marcin Górnik	Ekspert, Analityk	Medicalgorithmics	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązanych z nim osób prawnych są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i

Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

**Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

**Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

**Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnęte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.



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

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

**Zastrzeżone:** rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

**W okresie przejściowym:** Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

**W trakcie przeglądu:** rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

**Brak ocen:** nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

#### **WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:**

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy