

Pointpack

Wzrost na ostatniej mili

Pointpack oferuje rozwiązania IT oraz usługi logistyczne dla branży kurierskiej oraz handlowej, koncentrując swoją działalność w obszarze infrastruktury pierwszej i ostatniej mili. Platforma Pointpack jest systemem aplikacji, który integruje z systemami firm kurierskich kasy fiskalne, systemy kasowe oraz automatów nadawczo-odbiorczych („AMP”) w punktach sieci handlowych. Dzięki platformie Pointpack sieci handlowe stając się punktami nadawczo-odbiorczymi („PUDO”, „pick up, drop off”) zyskują możliwość współpracy z wieloma firmami kurierskimi (korzystając z dodatkowych przychodów i ruchu), podczas gdy kurierzy zwiększają swój zasięg. Poprzez swoją platformę Pointpack zyskuje ekspozycję spółki na rosnący rynek e-commerce w Polsce, który napędza wzrost przesłanych paczek. Oczekujemy, że Pointpack skorzysta na wzroście szerokiego rynku i dodawaniu kolejnych punktów PUDO do swojej sieci. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Pointpacku od zalecenia KUPUJ i wyznaczamy wartość godziwą spółki na PLN 125.00ps (co daje 81% potencjału wzrostu). Po przyśpieszeniu przyłączeń punktów PUDO w 2021E prognozujemy przychody / zysk netto spółki w 2022E na poziomie odpowiednio PLN 63.7m/7.6m, to daje wzrost r/r o 31%/29%. Na naszych prognozach Pointpack jest handlowany na mnożniku P/E 13.2x/10.2x dla odpowiednio 2021E/2022E.

Szybki rozwój sieci... W 2021 do tej pory Pointpack podpisał lub rozszerzył umowy z grupą Eurocash, Carrefour, Lidl i Martes Sport, podczas gdy Poczta Polska ogłosiła pilotażowy program w Biedronce przy użyciu platformy Pointpack. Naszym zdaniem te umowy powinny pozwolić spółce utrzymać szybkie tempo powiększania sieci. Prognozujemy osiągnięcie próg 20k punktów PUDO w 2024E w porównaniu do ponad 11k obecnie i 8.3k na koniec 2020 r.

...napędzi wzrost przychodów. Średni wzrost wolumenu paczek B2C w Polsce w latach 2020E-2024E jest szacowany na 16% (za prospektem InPostu), przy czym wzrost wolumenu przypisany segmentowi PUDO jest prognozowany tylko na 6% (uwzględniając środki przedziałów prognozy). Naszym zdaniem Pointpack będzie w stanie utrzymać wyraźnie wyższe tempo wzrostu wolumenu obsłużonych paczek w kolejnych latach dzięki: 1) tempu przyrostu sieci PUDO, oraz 2) optymalizacji wykorzystania sieci przez firmy kurierskie. To łącznie powinno umożliwić średni wzrost przychodów spółki na poziomie 23% w 2020-2024E pomimo konkurencji ze strony segmentów APMów i dostaw pod wskazany adres.

Dywidendy bonusem. Zakładamy, że Pointpack w kolejnych latach utrzyma niski poziom CAPEXu (nie spodziewamy się zaangażowania w wymagające CAPEXu projekty związane z sieciami APMów), co pozwoli regularnie wypłacać generowaną gotówkę w postaci dywidend. Zakładamy, że pierwsza dywidenda w 2022E na poziomie PLN 1.04ps (DY 1.5%) będzie tylko wstępem do atrakcyjnych dywidend w wielkości 100% zysku z poprzedniego roku płaconych od 2023E, dla którego zakładamy dywidendę na poziomie PLN 6.76ps, (DY 9.8%).

Tabela 1. Pointpack podsumowanie prognoz

PLN m	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	3.8	27.1	38.5	48.6	63.7	77.7
EBITDA	0.2	5.3	6.7	7.7	10.2	12.3
EBIT	0.1	5.1	6.3	7.3	9.5	11.5
Zysk netto	0.0	4.1	5.1	5.8	7.6	9.2
EPS (PLN)	0.04	3.69	4.52	5.22	6.76	8.24
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.04	6.76
EV/EBITDA (x)	102.5	10.1	10.5	9.0	6.2	5.0
P/E (x)	495.5	13.0	15.2	13.2	10.2	8.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Detal

Pointpack

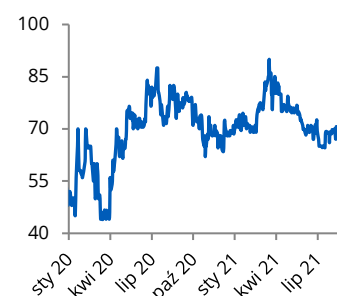
KUPUJ

FV PLN 125.00

81% potencjału wzrostu

Cena z dnia 6 września 2021 PLN 69.00

Inicjacja



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	1.1
Kapitalizacja (EUR m)	17.1
12M śr. dzienny wolumen (k)	1.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.03
12M max/min (PLN)	90.00/61.50
Waga w WIG (%)	na
Reuters	PNT.P.WA
Bloomberg	PNT.PW

Stopa zwrotu

1M	-0.3%
3M	-0.9%
12M	-10.4%

Akcjonariusze (% akcji)

Mr Marek Piosik	20.9%
EFF B.V. via Reventon	20.8%
Mr Krzysztof Konwisarz	13.9%
Insignis TFI	5.0%
Pozostali	39.3%

Analitycy

Marcin Nowak
marcin.nowak@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 44
Zuzanna Barzyk
zuzanna.barzyk@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 30

POINTPACK

KUPUJ

FV PLN 125

Kapitalizacja EUR 17.1m

Potencjał wzrostu 81%

Mnożniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E (x)	13.0	15.2	13.2	10.2	8.4
EV/EBITDA (x)	10.1	10.5	9.0	6.2	5.0
EV/Sprzedaż (x)	2.0	1.8	1.4	1.0	0.8
P/BV (x)	10.1	7.4	4.8	3.4	3.2
FCFE yield (%)	2.3%	7.5%	2.0%	8.9%	12.1%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	9.8%

Na akcję	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Liczba akcji (m szt.)	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
EPS (PLN)	3.69	4.52	5.22	6.76	8.24
BVPS (PLN)	4.77	9.29	14.51	20.23	21.72
FCFEPS (PLN)	1.08	5.16	1.36	6.16	8.33
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	1.04	6.76

Zmiana r/r (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	617.8%	42.3%	26.4%	31.0%	22.0%
EBITDA	2420.8%	27.1%	15.1%	32.4%	21.0%
EBIT	4263.3%	23.4%	15.3%	30.2%	21.9%
Zysk netto	9761.3%	22.6%	15.6%	29.4%	21.9%

Wskaźniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Marża EBITDA (%)	19.5%	17.4%	15.8%	16.0%	15.9%
Marża EBIT (%)	18.9%	16.3%	14.9%	14.8%	14.8%
Marża netto (%)	15.2%	13.1%	12.0%	11.9%	11.9%
Dług netto / EBITDA (x)	-0.1	-0.9	-1.0	-1.3	-1.2
Dług netto / Kap. Wł. (x)	-0.1	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6
Dług netto / Aktywa (x)	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
ROE (%)	126.0%	64.3%	43.9%	38.9%	39.3%
ROA (%)	45.6%	29.6%	22.6%	21.5%	21.9%
ROIC (%)	98.7%	64.3%	43.9%	38.9%	39.3%

Założenia	2019	2020	2021E	2022E	2023E
KPI (k sztuk)					
Punkty PUDO (k, EoP)	6.4	8.3	13.3	17.0	19.4
Przych. per PUDO (PLN)	4.7	5.2	4.5	4.2	4.3

P&L (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	3.8	27.1	38.5	48.6	63.7	77.7
Koszty operacyjne	-3.6	-21.7	-32.0	-41.5	-54.3	-66.3
Amortyzacja	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5	-0.8	-0.8
ZMiE	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Usługi obce	-3.2	-20.5	-30.0	-38.0	-50.3	-62.0
Podatki i opłaty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Wynagrodzenia	-0.3	-0.8	-1.4	-2.5	-2.7	-2.9
Ubezpieczenia społeczne	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3
Pozostałe	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Pozostałe przychody operacyjne	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
EBITDA	0.2	5.3	6.7	7.7	10.2	12.3
EBIT	0.1	5.1	6.3	7.3	9.5	11.5
Przychody finansowe netto	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	0.0	5.1	6.3	7.3	9.5	11.5
Podatek dochodowy	0.0	-0.9	-1.2	-1.4	-1.9	-2.3
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	0.0	4.1	5.1	5.8	7.6	9.2

BILANS (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	1.8	3.1	5.9	8.5	8.6	8.6
Wartości niematerialne i prawne	1.5	1.9	1.6	7.6	7.3	7.0
Rzeczowe aktywa trwałe	0.0	0.1	0.1	0.6	1.0	1.3
Inne aktywa trwałe	0.3	1.1	4.2	0.2	0.3	0.4
Aktywa obrotowe	3.7	9.4	15.6	21.8	31.4	35.8
Zapasy	0.0	0.0	0.9	3.2	4.1	4.2
Należności krótkoterminowe	2.5	8.8	8.4	10.7	13.7	16.3
Inwestycje krótkoterminowe	1.2	0.6	6.3	7.9	13.6	15.3
Inne aktywa obrotowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	5.5	12.6	21.5	30.2	39.9	44.4
Kapitały własne	1.2	5.3	10.4	16.2	22.6	24.3
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania	4.3	7.2	11.1	14.0	17.3	20.1
Kredyty, pożyczki, ins. dłużne	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	2.1	6.2	7.2	8.5	10.5	12.2
Inne zob. krótkoterm.	0.3	1.0	4.0	5.5	6.8	7.9
Pasywa razem	5.5	12.6	21.5	30.2	39.9	44.4
Dług netto (PLN m)	0.7	-0.6	-6.3	-7.9	-13.6	-15.3

CASH FLOW (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przepływy pien. z dz. oper.	0.0	1.5	6.4	3.1	7.7	10.1
Zysk netto	0.0	4.1	5.1	5.8	7.6	9.2
Amortyzacja	0.1	0.2	0.4	0.5	0.8	0.8
Odsetki netto	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.3	-2.0	1.3	-3.1	-1.5	-0.7
Inne	0.0	-0.8	-0.4	-0.1	0.8	0.8
Przepływy pien. z dz. inw.	0.0	-0.6	-2.4	-4.0	-0.8	-0.8
CAPEX	0.0	-0.6	-2.4	-4.0	-0.8	-0.8
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. fin.	0.0	-1.6	1.8	2.4	-1.2	-7.6
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana poziomu długu	0.0	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Płatności odsetkowe	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.2	-7.6
Inne	0.0	0.4	1.8	2.4	0.0	0.0
Śr. pieniężne na koniec okr.	1.2	0.6	6.3	7.9	13.6	15.3

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Model biznesowy i strategia

Pointpack oferuje rozwiązania IT oraz usługi logistyczne dla branży kurierskiej oraz handlowej, koncentrując swoją działalność w obszarze infrastruktury pierwszej i ostatniej mili. Technologią Pointpack jest system aplikacji opartych na nowoczesnych rozwiązaniach IT, który integruje z systemami firm kurierskich kasy fiskalne, systemy kasowe oraz urządzenia nadawczo-odbiorcze w punktach sieci handlowych. Celem Pointpack jest budowanie efektów synergii i skali, która wynika z integracji wielu partnerów i tworzenia dla nich przestrzeni biznesowej do współpracy pomiędzy handlem tradycyjnym i e-commerce.

Dzięki platformie Pointpack punkty i sieci handlowe zyskują możliwość współpracy z wieloma firmami kurierskimi, stając się punktem odbioru i nadawania przesyłek (ang. PUDO, tj. „pick up, drop off”). Poprzez dodatkowe usługi pocztowej punkty handlowe zyskują dodatkowe źródło przychodów oraz potencjalnie mogą zwiększyć ilość klientów odwiedzających dane punkty. Firmy kurierskie natomiast zwiększają zasięg swoich usług, zapewniając przy tym łatwiejszy i szerszy dostęp do swoich usług klientom końcowym. Z punktu widzenia odbiorców przesyłek kurierskich punkt handlowy zwiększa dostępność usług kurierskich w formule odbioru z określonego punktu, poprzez zagęszczenie sieci punktów odbioru przesyłek dostarczanych przez firmy kurierskie (co jest dodatkową opcją do rozwijającego się segmentu automatów do odbioru).

Głównymi partnerami Pointpack od strony kurierskiej są DHL Parcel oraz Poczta Polska, z którymi Pointpack współpracuje od odpowiednio 2016 r. i 2014 r. W 2020 r. spółka nawiązała współpracę z DPD Polska, a w 2021r. zostało podpisane porozumienie o współpracy pomiędzy GLS Poland. Jednym z celów Pointpack jest pozyskanie kolejnych partnerów z branży kurierskiej w Polsce i zagranicą oraz zwiększenie ilości kurierów korzystających z poszczególnych punktów handlowych (liczba firm kurierskich korzystających z platformy Pointpack ma pozytywne przełożenie na przychody spółki).

Wykres 1. Pointpack: Partnerzy – firmy kurierskie



Źródło: IPOPEMA Research

Sieć punktów odbioru Pointpack liczy obecnie ponad 11k (według wywiadu z prezesem spółki opublikowanym przez PAP 27 sierpnia 2021 r.) w porównaniu do ponad 8.3k na koniec 2020 r., ponad 6k na koniec 2019 r., ponad 5k na koniec 2018r. i prawie 5k na koniec 2017 r.

Głównym partnerem Pointpack w obszarze punktów handlowych jest sieć Żabka, z którą umowa została podpisana w 2013 r. Sieć Żabki liczy obecnie ponad 7.4k punktów (próg 7.0k został przekroczony 25 lutego 2021, 6.0k 18 grudnia 2019, podczas gdy próg 5.0k sklepów w kwietniu 2018, według Żabka.pl oraz Wiadomoscihandlowe.pl). Pointpack w 2019 r. podpisał również umowy z siecią Kaufland oraz grupą Eurocash. Umowa z grupą Eurocash początkowo objęła sklepy marki abc, natomiast w 2021 współpraca została rozszerzona do 4 sieci w ramach grupy Eurocash: abc, Delikatesy Centrum, Lewiatan, i Euro Sklep (decyzja o uruchomieniu usługi jest w gestii właściciela sklepu). W grupie Eurocash na koniec 2Q21 było 14,683 sklepów (własnych, partnerskich oraz franczyzowych), w tym 9,234 sklepy sieci abc. Kaufland natomiast posiada w Polsce około 230 sklepów (według Kaufland.pl usługa „Nie czekaj na Kuriera” DHL jest dostępna we wszystkich sklepach Kaufland).

W 2020 r. Pointpack podpisał umowę o współpracę z siecią Stokrotka (listopad 2020, w sieci jest ponad 650 sklepów), natomiast w 2021 r. podpisał umowę z Martes Sport (marzec 2021, sieć około 350 sklepów sportowych), nie wymienioną z nazwy ogólnopolską siecią handlową (sierpień 2021, nie wykluczamy, że ta umowa była podpisana z siecią Biedronka, umowa Jeronimo Martins Polska z Poczta Polska jest opisana w akapicie poniżej), z Carrefour Polska (sierpień 2021, Carrefour na koniec 2Q21 posiadał w Polsce 962 sklepów, w tym 710 sklepów

w formacie convenience, 152 supermarketów i 90 hipermarketów) oraz z Lidl Polska (również w sierpniu 2021, Lidl ma w Polsce około 760 sklepów).

W lipcu 2021 Poczta Polska poinformowała, że rozszerzyła współpracę z Jeronimo Martins Polska (właściciel sieci Biedronka, która liczyła 3,154 sklepów na koniec 2Q21) poprzez rozpoczęcie pilotażowego programu odbioru przesyłek bezpośrednio w sklepach Biedronki przy użyciu platformy Pointpack (wcześniej współpraca dotyczyła tylko automatów Swipbox zainstalowanych w sklepach Biedronki).

Wykres 2. Pointpack: Partnerzy – sieci handlowe



Źródło: IPOPEMA Research

Pointpack nawiązuje także współpracę z podmiotami oferującymi usługi kurierskie na żądanie: Papu kurier, Let's deliver, Stava czy Pickpack. Firmy te specjalizują się w dostawach tego samego dnia (po angielsku „same day delivery”), działając głównie w branży gastronomicznej czy spożywczej.

Wykres 3. Pointpack: Partnerzy – kurierzy miejsca na żądanie



Źródło: IPOPEMA Research

Partnerami technologicznymi Pointpack są:

- Grupa Comp – producent kas fiskalnych (pod markami Novitus i Elzab), a także współwłaściciel M/platform – platformy usługowej pozwalającej rozwijać ofertę punktów handlowych za pomocą kas fiskalnych.
- PayU oraz spółki z grupy Polskich ePłatności – spółki dostarczające usługi płatnicze.
- Ergo Hestia – spółka dostarczająca usługi ubezpieczeniowe.
- Cleveron – dostawca automatycznych urządzeń nadawczo-odbiorczych dla sektora handlowego, logistycznego, pocztowego i kurierskiego (m. in. dla Walmartu, Inditexu lub DPD).
- Pudotech – producent automatów i robotów nadawczo-odbiorczych.

W 1H21 Pointpack podjął decyzję o rozpoczęciu prac mających na celu przeprowadzenie pilotażu automatów kurierskich w sieci Pointpack. Ewentualne wdrożenie automatów kurierskich będzie miało na celu rozszerzenie zakresu usług oferowanych partnerom Pointpack - zarówno firmom kurierskim jak i sieciom handlowym. Pointpack spodziewa się, że liczba automatów zainstalowanych na polskim rynku w punktach handlowych na potrzeby nie tylko branż handlowej i e-commerce, ale również sprzedaży pozostałej w kanale online, będzie rosła. Jednym z etapów pilotażu było podpisanie w lipcu 2021 r. ramowej umowy o współpracy z jednym z dostawców automatów kurierskich (dostawca nie został wskazany w komunikacie z nazwy).

Wykres 4. Pointpack: Partnerzy technologiczni



Źródło: IPOPEMA Research

Opis działalności operacyjnej

W wyniku podpisywania licznych umów partnerskich z sieciami handlowymi, Pointpack regularnie zwiększa liczbę punktów nadawczo-odbiorczych w całej Polsce (szacujemy CAGR 2017-2020 na poziomie 19%). Na koniec 2020 roku Pointpack oferował usługi nadawczo-odbiorcze w 8,300 PUDO (+30% r/r), podczas gdy zgodnie z wypowiedziami prasowymi przedstawicieli spółki obecna liczba punktów, w których klienci mogą nadawać i odbierać przesyłki, przekracza 11,000. Pointpack przewiduje utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu liczby punktów PUDO („pick up, drop off”) na rynku, zakładając przy tym, że skumulowana liczba punktów nadawczo-odbiorczych i automatów do obioru może się podwoić z obecnych 27-30k punktów PUDO i 13k automatów (zgodnie z wypowiedziami prasowymi).

Według raportu NielsenIQ liczba sklepów detalicznych w Polsce spadła o 2% r/r w 2020 do poziomu poniżej 100k, to jest do 99.4k, w tym liczba sklepów spożywczych poniżej 300 m² spadła 2% r/r do 62.4k.

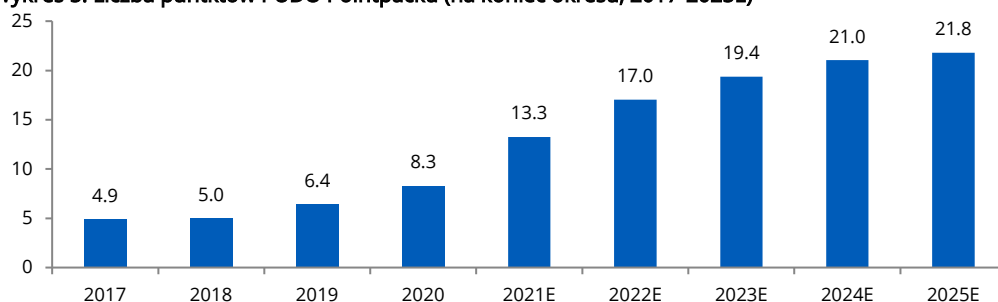
Tabela 2. Liczba sklepów detalicznych w Polsce 2017-2020

	2017	2018	2019	2020
Polska	108,725	105,965	101,303	99,405
Hipermarkety	346	347	342	325
Supermarkety	3,690	3,963	4,147	4,403
Dyskonty	3,849	4,007	4,140	4,335
Duże sklepy spożywcze (101-300 m ²)	7,152	7,008	7,071	7,150
Średnie sklepy spożywcze (40-100 m ²)	27,265	27,021	25,914	26,503
Małe sklepy spożywcze (do 40 m ²)	35,418	33,221	30,463	28,793
Sklepy alkoholowe i cukiernicze	5,657	5,872	5,678	5,497
Kioski	10,960	10,171	9,137	8,167
Stacje benzynowe	6,343	6,302	6,360	6,435
Drogerie	8,045	8,053	8,051	7,797

Źródło: NielsenQ IPOPEMA Research

Naszym zdaniem, uwzględniając już podpisane umowy o współpracy, a także potencjalne przyszłe umowy, Pointpack może przekroczyć poziom 20k PUDO w 2024E. Uważamy, że wyzwaniem może być przekonanie wszystkich franczyzobiorców w ramach sieci franczyzowych do implementowania platformy.

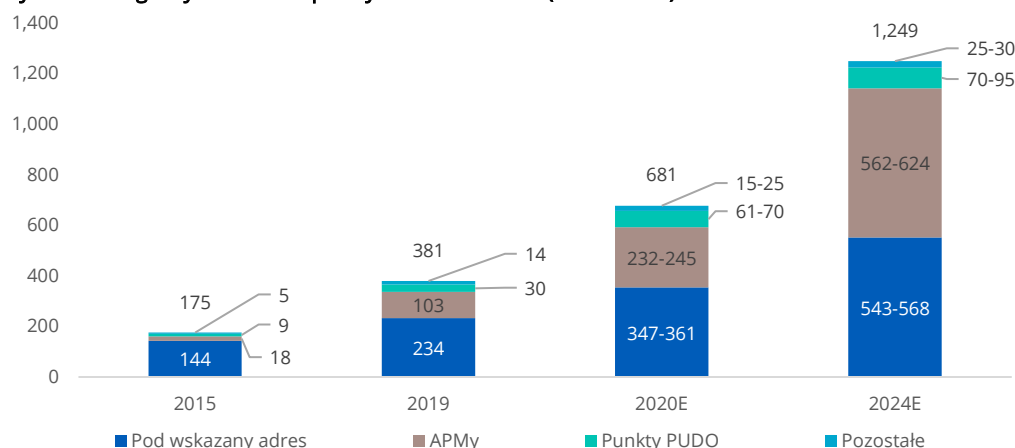
Wykres 5. Liczba punktów PUDO Pointpacku (na koniec okresu, 2017-2025E)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Według InPostu (za prospektem spółki opublikowanym 20 stycznia 2021) wzrost wolumenu polskiego rynku przesyłek B2C jest szacowany na średnio 16% w okresie 2020E-2024E do 1,249m sztuk z estymowanych 681m w 2020E (w porównaniu do 631m przesyłek kurierskich podanych w raportach UKE dla 2020 r.). Te szacunki zakładają dla segmentu punktów nadawczo-odbiorczych wzrost do 70-95m sztuk w 2024E z 61-70m szacowanych dla 2020E i 30m sztuk w 2019. Te prognozy implikują CAGR 2020E-2024E na poziomie 6% licząc dla średnich wartości przedziałów, lub 0-12% CAGR dla odpowiednich wartości krańcowych. Naszym zdaniem prognozy z prospektu InPostu mogą nie w pełni odzwierciedlać dwa czynniki, tj. wzrost ilości punktów PUDO aktywnie świadczących usługi pocztowe i zmiany częstości odwiedzania sklepów przez klientów w okresie po pandemii.

Wykres 6. Prognozy wolumenu przesyłek B2C w Polsce (2015-2024E)



Źródło: Prospekt InPostu (z dnia 20 stycznia 2021), IPOPEMA Research

Nie wykluczamy, że prognozy wolumenu przesyłek obsługiwanych przez punkty PUDO mogły nie doszacować ilości punktów świadczących usługi pocztowe. Podkreślamy, że korzystanie z Platformy Pointpack umożliwia sieciom handlowym omijanie restrykcji związanych z zakazem handlu w niedziele. Naszym zdaniem część ostatnich umów podpisanych przez Pointpack z sieciami handlowymi (na przykład z Lidl'em lub z Carrefour'em) miała na celu umożliwianie konkurowania z sieciami, których punkty są otwarte we wszystkie niedziele. Dodatkowo zwracamy uwagę, że obecnie większość zainstalowanych automatów nadawczo-odbiorczych należy do InPostu, co ogranicza do nich dostęp dla innych kurierów., co może skutkować zwiększonym zainteresowaniem tych kurierów dostępem do punktów PUDO w celu zwiększenia swojego zasięgu. Jednakże, zwracamy uwagę, że ta sama logika dotyczy korzystania z APMów zbudowanych przez jakiś podmiot rynkowy, jeśli będą dostępne w modelu otwartym (to jest bez wyłączości), co traktujemy jako ryzyko dla Pointpacku, jeśli nie byłby zaangażowany w taki projekt.

W kontekście potencjalnych zmian w ilości ruchu w punktach handlowych, nie wykluczamy, że prognozy z prospektu InPostu mogły uwzględniać negatywne trendy w ruchu wywołane przez pandemię. Według Retailnet.pl, na podstawie badania Proxi.cloud i UCE RESEARCH, w styczniu 2021 ruch w sklepach convenience, dyskontach i supermarketach spadł r/r odpowiednio o 48% r/r, 32% r/r i 41% r/r. Podejrzewamy, że normalizacja sytuacji po pandemii może poprawić wielkość ruchu w punktach handlowych.

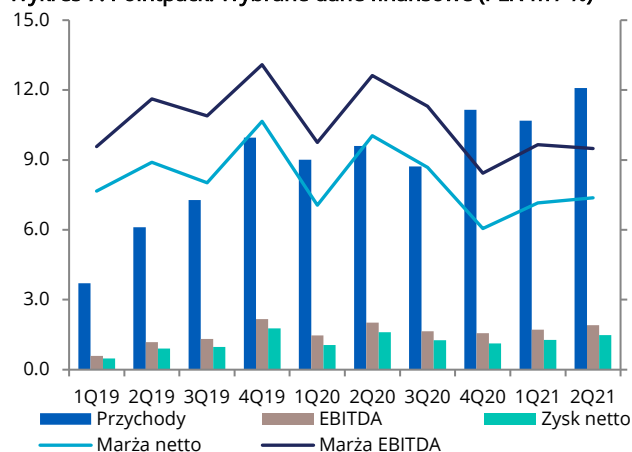
Wzrost wolumenu zrealizowanych przez Pointpack usług nadeń i odbiorów w 2020 r. w stosunku do 2019 roku wyniósł ponad 36%, podczas gdy w 2019 roku wzrost wolumenu wyniósł 602% r/r, a w 2018 921% r/r (Pointpack nie podaje wolumenów w ujęciu nominalnym). W 2021E Pointpack oczekuje utrzymania dwucyfrowego tempa wzrostu wolumenów (po 20% wzroście r/r w 2Q21 i 14% wzroście r/r w 1Q21).

Zwracamy uwagę na dysproporcję pomiędzy wzrostem r/r liczby PUDO w 2Q21 (szacujemy dynamikę przyrostu PUDO na koniec 2Q21 na poziomie 35-40%), a wzrostem wolumenów r/r w 2Q21 (20% wzrostu r/r). Myślimy, że ta istotna różnica może wynikać z cyklu życia poszczególnego PUDO (początkowo niższej świadomości istnienia PUDO u potencjalnych odbiorców paczek, która z czasem powinna rosnąć), a także stopnia integracji poszczególnych PUDO z kurierami. Wydaje nam się, że tempo wzrostu wolumenu może w

2022E przyśpieszyć, nadrabiając zaległość do tempa wzrostu ilości punktów w sieci, oraz korzystając z trendu przyrostu ilości paczek na osobę w e-commerce.

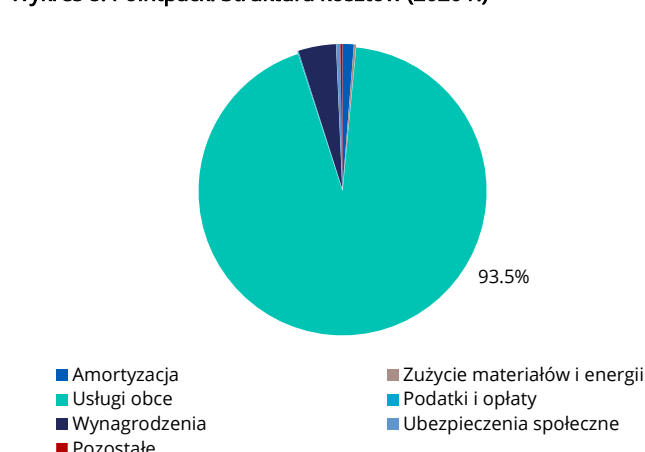
Ogólnie, biorąc pod uwagę podpisane przez Pointpack umowy z sieciami handlowymi i zakładany przez nas wzrost ilości punktów PUDO w sieci Pointpack, a także prawdopodobne zwiększenie ilości kurierów korzystających z platformy, uważamy, że Pointpack będzie w stanie obsłużyć ponad 20% średnie tempo wzrostu wolumenu w 2020E-2024E, tj. znacząco powyżej prognozy dla segmentu PUDO zawartej w prospekcie InPostu.

Wykres 7. Pointpack: Wybrane dane finansowe (PLN m / %)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 8. Pointpack: Struktura kosztów (2020 r.)



Dynamiczny wzrost PUDO korzystających z oprogramowania Pointpack w połączeniu z rosnącym wolumenem obsługiwanych przesyłek przekłada się na regularny wzrost przychodów ze sprzedaży: przychody wzrosły r/r w 2020/2019/2018 odpowiednio o 42%/618%/707% (zwracamy uwagę, że na trzycifrowe dynamiki w 2021 i 2019 głównie wpływał efekt niskiej bazy). Poza przychodami od firm kurierskich spółka świadczy również dodatkowe usługi w obszarze logistyki, przykładowo dla Phillip Morris Polska Distribution świadczy usługi logistyczne, informatyczne i obsługi przesyłek (kontrakt został podpisany w sierpniu 2020 r.), jednak według naszych szacunków ich udział w przychodach wynosi poniżej 10% przychodów całej spółki.

Znaczącą część kosztów operacyjnych Pointpack stanowią usługi obce (93.5% w 2020), na które składają się opłaty ponoszone na rzecz sieci handlowych zapewniających obsługę przesyłek (liczone od ilości nadanych/odebranych przesyłek), koszty ubezpieczenia przesyłek, umowy B2B z pracownikami oraz pozostałe. Pointpack nie publikuje szczegółowego podziału kosztów usług obcych. Drugą największą składową kosztów są koszty wynagrodzeń (4.2% w 2020). W 2Q21 Pointpack zatrudniał łącznie 64 osoby, w tym 33 osoby w oparciu o umowę o pracę, 20 osób w oparciu o umowy cywilno-prawne oraz 11 osób na mocy umowy B2B (w porównaniu do przeciętnego zatrudnienia na poziomie 5.0 osób w 2019 r. i poziomie 18.1 osób w 2020 r.).

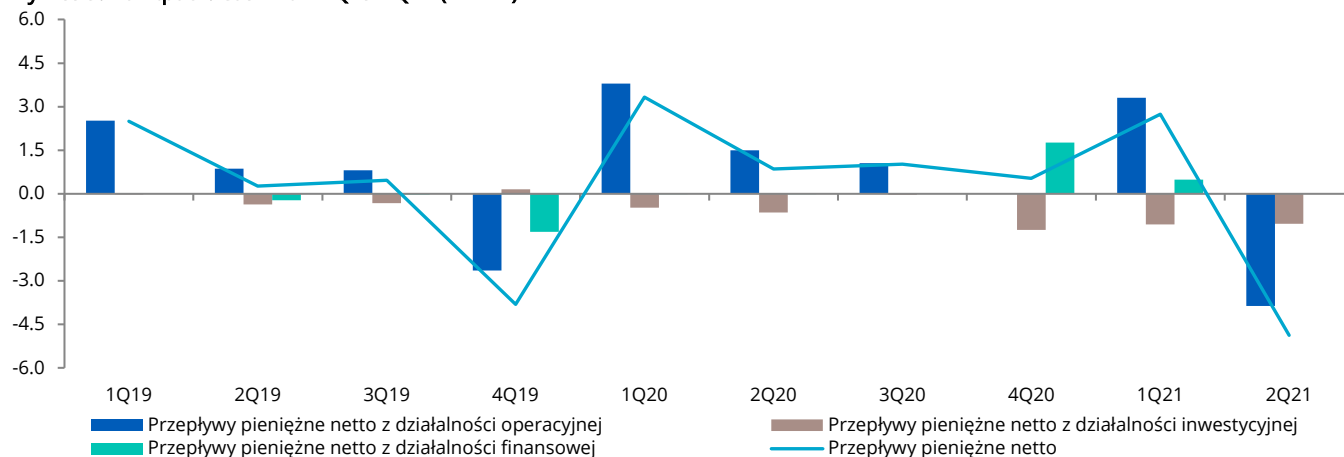
Spółka po osiągnięciu odpowiedniej skali działalności w 2019 roku zaczęła osiągać zauważany poziom zysku EBITDA (w 2020/2019/2018 wyniosła odpowiednio PLN 6.7m/5.3/0.2m przy marży 17.4%/19.5%/5.5%). W 1Q21/2Q21 EBITDA wyniosła odpowiednio PLN 1.7m/1.9m przy marży EBITDA 16.1%/15.8%, co daje 17% wzrostu w 1Q21 r/r i 5% spadku r/r w 2Q21. Zwracamy uwagę na spadek EBITDA r/r w 2Q21, który naszym zdaniem jest rozczarowujący biorąc pod uwagę 26% wzrostu przychodów r/r w 2Q21.

Z punktu widzenia bilansu spółka jest w bezpiecznej sytuacji – na dzień 30 czerwca 2021 r. miała pozycję gotówkową netto PLN 4.2m (i nie posiadała długu, na koniec 2Q21 wskaźnik ND/EBITDA wynosił -0.6x), a zmiany gotówki w ostatnich kwartałach zależały wyłącznie od bieżącej generacji gotówki.

W kontekście przepływów pieniężnych wskazujemy na wysoką zmienność łącznego kapitału obrotowego, który istotnie wpływa na kwartalne przepływy z działalności operacyjnej, czego przykładem są 1Q21 oraz 2Q21, z odpowiednio PLN 3.3m oraz PLN -3.9m przepływów z działalności operacyjnej netto (za wartości przepływów odpowiadały głównie zmiany

zobowiązań handlowych). W latach 2020/2019/2018 Pointpack wygenerował odpowiednio FCFE na poziomie PLN 5.8m/1.2m/-0.1m.

Wykres 9. Pointpack: Cash flow 1Q19-2Q21 (PLN m)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Projekt we współpracy z NCBiR

W dniu 14 grudnia 2018 Pointpack zawarł umowę o dofinansowanie projektu „Interoperacyjna platforma inteligentnej sieci infrastruktury logistyki miejskiej, integrująca sieci punktów i urządzeń nadawczo-odbiorczych” z Narodowym Centrum Badań i Rozwoju. Projekt o wartości całkowitej PLN 6.52m miał być realizowany w latach 2018-2021, a wartość dofinansowania przyznana przez NCBiR wynosi PLN 4.64m. Projekt dotyczy rozwoju technologii Pointpack i ma na celu zwiększenie efektywności i wydajności infrastruktury logistyki miejskiej. Koszty prowadzonych badań rozwojowych związane są głównie z wynagrodzeniami na rzecz zespołu analityków i programistów. Projekt realizowany jest od 1H19, a wartość nakładów inwestycyjnych wyniosła odpowiednio PLN 1m i PLN 2.3m w latach 2019-2020, a całkowite koszty obecnie są szacowane na PLN 6.3m.

Strategia rozwoju

Pointpack w ramach swojej strategii zamierza dalej rozwijać współpracę z dotychczasowymi partnerami z branży kurierskiej i handlowej oraz kontynuować działania obliczone na zwiększenie zarówno liczby firm kurierskich korzystających z platformy, jak i zwiększenie ilości dostępnych punktów PUDO. Pointpack przewiduje, że skumulowana liczba punktów nadawczo-odbiorczych i automatów do obioru może się podwoić z obecnych odpowiednio 27-30k punktów PUDO i 13k automatów do poziomu około 80k punktów i automatów łącznie w perspektywie kilku lat.

Spółka planuje również kontynuację prac ukierunkowanych na integrację procesów technologicznych platformy Pointpack z urządzeniami nadawczo-odbiorczymi różnych producentów oraz zaoferowanie automatów kurierskich zintegrowanych z systemem Pointpack partnerom w sieciach handlowych.

Kolejnymi celami spółki są ekspansja zagraniczna i wdrażanie nowych usług, opierając się na zbudowanej technologii oraz korzystając z branżowych trendów.

W październiku 2020 zarząd spółki ogłosił plany przejścia na główny rynek GPW z rynku New Connect, co zostało zaakceptowane przez akcjonariuszy w marcu 2021. Obecnie spółka ma nadzieję na dokończenie procesu w 2H21E. W związku ze zmianą rynku nie jest planowana emisja akcji.

Historia spółki

Poniżej prezentujemy wszystkie kluczowe wydarzenia w historii spółki.

Tabela 3. Pointpack: Historia spółki

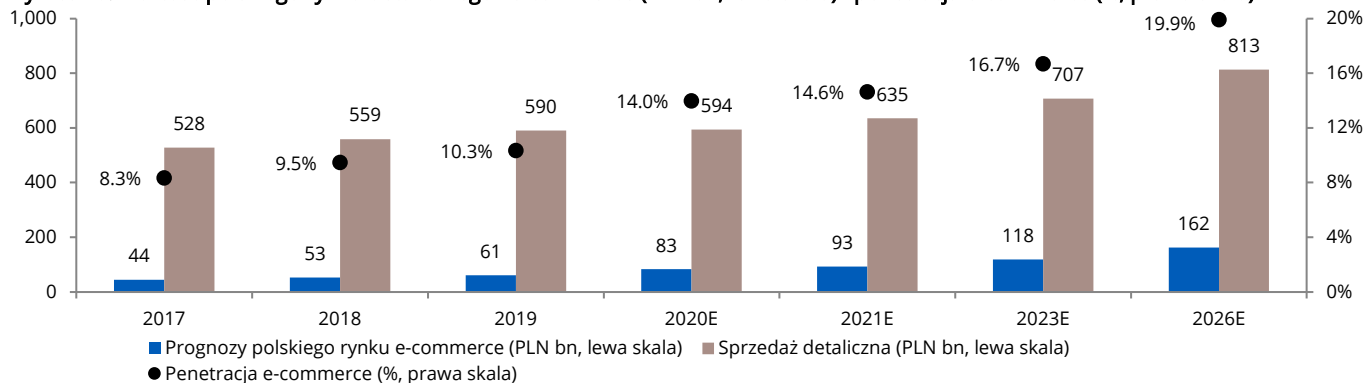
Data	Wydarzenie
2012	Założenie spółki Pointpack
2013	Umowa współpracy z Żabką i integracja systemów IT z sieciami sklepów Żabka i Freshmarket.
2014	Zarejestrowanie Pointpack w Rejestrze Operatorów Poczтовых UKE.
2016	Umowa współpracy i integracja systemów IT z Poczta Polska.
11.2018	Umowa współpracy i integracja systemów IT z InPost, DHL, FedEx.
12.2018	Integracja systemowa oprogramowania Pointpack z kasami fiskalnymi marek Elzab i Novitus.
04.2019	Debiut Pointpack na rynku NewConnect
11.2019	Zawarcie umowy o dofinansowanie projektu z NCBiR na kwotę PLN 4.6m.
08.2020	Podpisanie umowy o współpracy z siecią sklepów Kaufland.
08.2020	Podpisanie umowy o współpracy pomiędzy siecią sklepów abc (z grupy Eurocash), DHL i Pointpack.
09.2020	Podpisanie umowy o współpracy z Philip Morris.
11.2020	Podpisanie umowy współpracy z DPD Polska.
01.2021	Podpisanie umowy konsorcjum z Pudotech.
02.2021	Podpisanie umowy z siecią sklepów Stokrotka.
03.2021	Podpisanie umowy współpracy Payten Payment Solutions.
05-06.2021	Podpisanie umowy dystrybucyjnej z Cleveron.
07.2021	Podpisanie umowy o współpracy z siecią sklepów Lewiatan (z grupy Eurocash).
08.2021	Podpisanie trójstronnej umowy o współpracy z Poczta Polska i siecią sklepów Eurocash.
	Podpisanie trójstronnej umowy o współpracy z Poczta Polska i siecią sklepów Żabka.
	Podpisanie umowy o współpracy z siecią handlową Martes Sport.
	Rozpoczęcie pilotażu automatów kurierskich w sieci Pointpack.
	Podpisanie umowy z General Logistics System i porozumienia z Eurocash oraz GLS.
	Poszerzenie współpracy Jeronimo Martins Polska z Poczta Polska o pilotażowy program odbioru przesyłek bezpośrednio w sklepach sieci Biedronka (przy udziale Pointpacku).
	Podpisanie ramowej umowy o współpracy z dostawcą automatów kurierskich.
	Podpisanie umów o współpracy z Carrefour Polska.
	Podpisanie umów o współpracy z niewymienianą z nazwy ogólnopolską siecią handlową.
	Podpisanie umów o współpracy z Lidl Polska.

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Przegląd rynku

Pointpack działa w obszarze szybko wzrastającego rynku e-commerce. Zgodnie z prognozami (niewymienionej z nazwy firmy konsultingowej) zamieszczonymi w prospekcie Shopera (opublikowanym 18 czerwca 2021) wielkość polskiego rynku detalicznego wzrośnie do PLN 707bn w 2023E r. z PLN 590m w 2019 r. (2019-2023E CAGR wyniesie 5%), a wielkość polskiego rynku e-commerce wzrośnie do PLN 118bn w 2023E r. z PLN 61bn w 2019 r. (2019-2023E CAGR wyniesie 18%). Penetracja rynku e-commerce, określana jako udział zakupów on-line w wartości rynku detalicznego, zgodnie z prognozami wzrośnie z poziomu 10.3% w roku 2019 do poziomu 16.7% w roku 2023E.

Wykres 10. Wartość polskiego rynku detalicznego i e-commerce (PLN bn, lewa skala) i penetracja e-commerce (% , prawa skala)

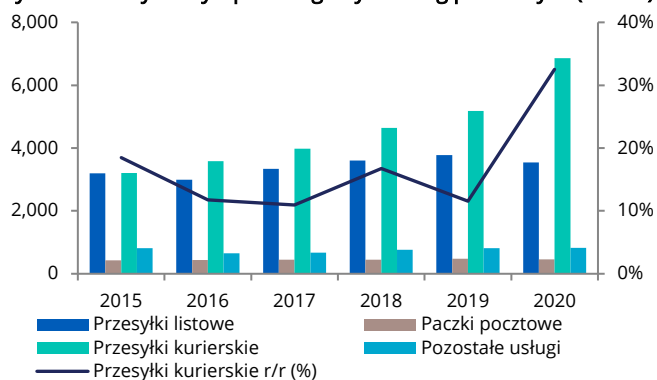


Źródło: Shoper na podstawie raportu międzynarodowej firmy konsultingowej (prospekt Shopera z 18 czerwca 2021), IPOPEMA Research

Usługi pocztowe

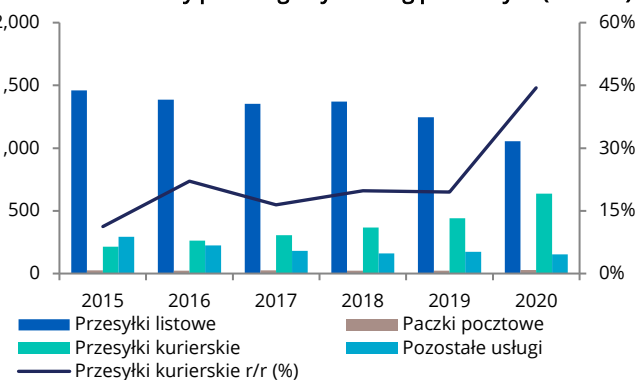
Dynamicznie rozwijający się rynek e-commerce implikuje wzrost wolumenów usług pocztowych, w szczególności kurierskich. Zgodnie z raportem UKE, w 2020 roku wolumen przesyłek kurierskich odnotował ponad 44% wzrost r/r, kontynuując tym samym silny trend wzrostowy z lat ubiegłych. W 2020 roku przesyłki kurierskie i ekspresowe stanowiły 34% (637m sztuk) wolumenu wszystkich usług pocztowych odpowiadając przy tym za 59% (PLN 6.87bn) przychodów osiągniętych ze świadczenia usług pocztowych. UKE raportuje także spadek średniego przychodu na 1 przesyłkę kurierską do PLN 10.78 w 2020 roku z PLN 11.75 w roku 2019 i PLN 12.59 w roku 2018.

Wykres 11. Przychody z poszczególnych usług pocztowych (PLN m)



Źródło: UKE, IPOPEMA Research

Wykres 12. Wolumeny poszczególnych usług pocztowych (m sztuk)



Dostawy OOH

Zgodnie z raportem „Out-of-home delivery in Europe 2021” Last Mile Experts, polski rynek dostaw OOH w 2020 roku obejmował 30,060 punktów nadawczo-odbiorczych i 11,485 automatów do odbioru (ilość automatów wzrosła o 75% r/r, podczas gdy łączna ilość

punktów i automatów o 32% r/r). Polski rynek logistyczny składa się z siedmiu głównych operatorów dostaw kurierskich: InPost, DPD, Poczta Polska, DHL, GLS, UPS, FedEx oraz GLS.

Tabela 4. Operatorzy punktów nadawczo-odbiorczych i paczkomatów w Polsce (2020)

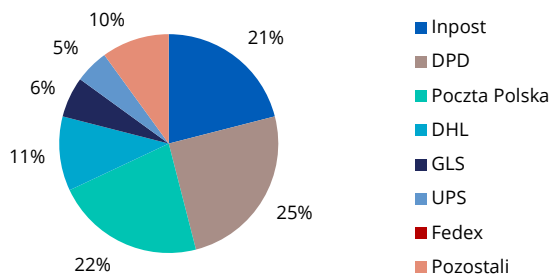
Operator	PUDO	APM	Liczba pracowników/kurierów*	Komentarz
Poczta Polska	13,970	240 (SwipBox)	6,000 kurierów	PUDO w sieci handlowej Żabka – 7,026.
InPost	2,084	11,245**	8,000 pracowników i kurierów	-
DHL	10,000	200 (SwipBox)	8,000 pracowników i kurierów	PUDO w sieci handlowej Żabka – 7,026.
Ruch	4,512	-	-	-
DPD	3,361	200 (SwipBox)	6,500	-
GLS	1,300	-	2,000	-
UPS	1,808	-	2,700 pracowników i 2,000 kurierów	-
FedEx	604	-	1,500 pracowników i 1,800 kurierów	-
Pozostali	450	-	-	Epaka, Pakersi, Epeedpak, Przesyłkownia, AliExpress

Źródło: Last Mile Experts, GS1, IPOPEMA Research *Dane za rok 2019. ** InPost zaraportował dla rynku polskiego 10,776 APMów na koniec 4Q20 oraz przekroczenie liczby 14,000 APMów 2 września 2021, planuje mieć 15,500-16,000 automatów w Polsce do końca 2021E.

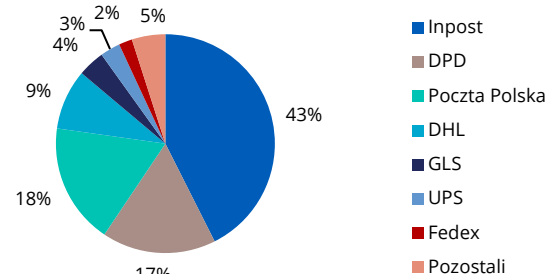
Zgodnie z danymi zamieszczonymi w prospekcie emisyjnym InPost (stan na 20 stycznia 2021), czterech największych operatorów na rynku – InPost, DPD, Poczta Polska i DHL posiadało w 2017 roku 79% udziału w rynku dostaw kurierskich B2C, podczas gdy na 2020 rok udział ten szacuje się na 87%.

Głównymi partnerami Pointpack od strony kurierskiej są Poczta Polska i DHL. Wolumen doręczonych przez DHL przesyłek w 2020 r. wyniósł 88.7m (+10% r/r, uwzględniając tylko segment eCommerce Solutions), podczas gdy przychody wyniosły PLN 1,740m (+7% r/r, obie dane zgodnie ze sprawozdaniem DHL Parcel Polska). Poczta Polska w 2020 odnotowała wzrost wolumenów przesyłek kurierskich i paczkowych, wskazując e-commerce jako czynnik wzrostu (dokładna wartość wzrostu r/r nie została podana).

Wykres 13. Udział w rynku dostaw kurierskich B2C (2017)



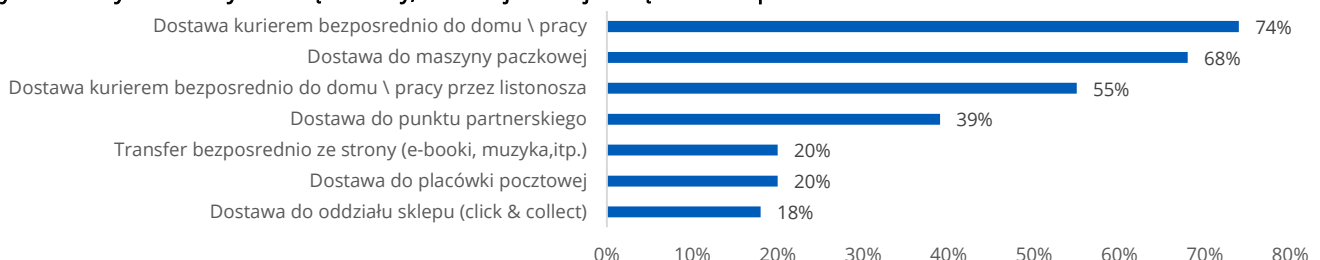
Wykres 14. Szacowany udział w rynku dostaw kurierskich B2C (2020E)



Źródło: Prospekt InPostu opublikowany 20 stycznia 2021, IPOPEMA Research

Według raportu Gemiusa „E-commerce w Polsce 2020” 39% ankietowanych wybrało opcję dostawy do punktu PUDO w pytaniu o formę dostawy, która najbardziej zachęca do zakupów online. Był to wynik istotnie niższy niż bezpośrednia dostawa do APMu (68%) lub bezpośrednia dostawa pod wskazany adres domowy lub do pracy (74%). Naszym zdaniem taka różnica może być interpretowana, że większość klientów B2C mając do wyboru punkt PUDO i APM w tej samej lokalizacji wybierze APM (mają do wyboru tych samych kurierów w obu przypadkach), co naszym zdaniem jest ryzykiem dla Pointpacku.

Wykres 15. Wyniki ankiety o formę dostawy, która najbardziej zachęca do zakupów online



Źródło: Raport „E-commerce in Poland 2020” od Gemiusa, IPOPEMA Research

Ryzyka

W tej sekcji przedstawiamy główne ryzyka dla Pointpacku.

Ryzyko związane z silną konkurencją na rynku dostaw „ostatniej mili”

Istnieje ryzyko, że wraz z poprawą oferty firm kurierskich lub innych podmiotów oferujących usługi logistyczne (na przykład dostęp do punktów PUDO lub automatów pocztowych w otwartym modelu) lub zwiększeniem ilości dostępnych automatów pocztowych na rynku, pozycja konkurencyjna Pointpack może się pogorszyć. W szczególności, jeśli pojawi się nowa sieć lub sieci APMów działająca w otwartym modelu, a Pointpack nie będzie zaangażowany w taki projekt lub projekty. Taka sytuacja może mieć negatywny wpływ na dynamiki przychodów spółki w dłuższej perspektywie czasu.

Ryzyko związane ze spadkiem średniego przychodu na przesyłkę kurierską na rynku

Zgodnie z raportami UAE na rynku kurierskim na przestrzeni ostatnich lat widoczny jest spadkowy trend wielkości średniego przychodu na 1 przesyłkę kurierską (w 2020 roku wyniósł on 10.78 PLN w porównaniu do 13.56 PLN w roku 2016). Trend ten może z upływem czasu zwiększyć presję ze strony firm kurierskich na obniżenie jednostkowej ceny na przesyłkę z platformy Pointpack, a w konsekwencji mieć negatywny wpływ na dynamikę przychodów spółki.

Ryzyko związane z zależnością od firm kurierskich

Istnieje ryzyko, że firmy kurierskie korzystające z platformy Pointpack (obecnie DHL, Poczta Polska, DPD oraz GLS) mogą tracić udziały rynkowe na rzecz innych podmiotów świadczących usługi kurierskie i logistyczne, co może niekorzystnie wpłynąć na dynamikę przychodów spółki. Również potencjalne decyzje firm kurierskich zmieniające skalę korzystania z zewnętrznych sieci PUDO na rzecz własnych rozwiązań mogą mieć negatywny wpływ na Pointpack.

Ryzyko związane z zależnością od sieci handlowych

Istnieje ryzyko, że tempo rozwoju sieci punktów PUDO może być wolniejsze od oczekiwań spółki, w tym spółka może zyskać dostęp do mniejszej liczby sieci niż zakładała, a ilość punktów korzystających z platformy w danej sieci może być mniejsza niż oczekiwania (to ryzyko dotyczy zwłaszcza sieci franczyzowych). Mniejsza liczba dostępnych punktów PUDO może wpłynąć na zainteresowanie firm kurierskich platformą Pointpack (gdyż większa liczba punktów odpowiadających firmie kurierskiej z punktu widzenia logistycznego zwiększa atrakcyjność współpracy z Pointpack). Punkty handlowe mogą również wywierać presję na Pointpack na zwiększenie stawki rozliczeń za obsługiwane przesyłki, co może zwiększyć koszty spółki i w konsekwencji prowadzić do potencjalnego obniżenia marży w przyszłości, które może nie być skompensowane przez dźwignię operacyjną (niższy udział kosztów stałych w strukturze kosztowej).

Ryzyko związane z większym preferowaniem APMów jako opcji dostawy w porównaniu do punktów PUDO

Istnieje ryzyko, że wraz ze zwiększającą się liczbą APMów na rynku mogą przejąć część wolumenu segmentu punktów PUDO, w szczególności w przypadkach, jeśli APM znajduje się w pobliżu punktu PUDO. Według raportu Gemiusa „E-commerce w Polsce 2020” bezpośrednia dostawa do APMu bardziej motywuje klienta B2C do dokonania zakupu online niż dostawa do punktu PUDO (68% odpowiedzi w porównaniu do 39% w przypadku punktów PUDO, najwięcej odpowiedzi otrzymała opcja bezpośredniej dostawy pod wskazany adres domowy lub do pracy).

Ryzyko związane z potencjalnym uczestnictwem w projekcie tworzenia sieci APMów

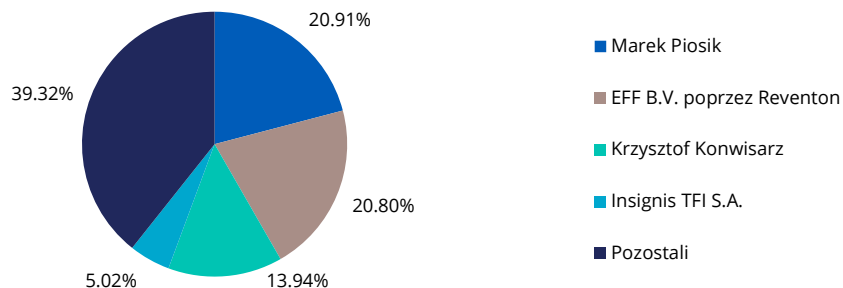
Postrzegamy jako ryzyko potencjalną decyzję spółki o stworzeniu (lub uczestniczeniu w tworzeniu) własnej sieci APMów w otwartym modelu w celu oferowania do nich dostępu firmom kurierskim. Wskazujemy, że w lipcu 2021 spółka podpisała umowę ramową z dostawcą APMów, ale nie podała szczegółów dotyczących swoich dokładnych planów. Naszym zdaniem taki projekt może wiązać się ze znaczącym CAPEXem i potencjalnie zmienić

profil spółki. Z drugiej strony, jeśli natomiast potencjalne uczestnictwo w takim projekcie polegałoby tylko na dostarczeniu platformy IT bez finansowania nakładów inwestycyjnych na infrastrukturę APM, postrzegalibyśmy takie zaangażowanie pozytywnie.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Pointpack SA podzielony jest na 1,118,873 akcji zwykłych. Głównymi akcjonariuszami są: Prezes Zarządu Pan Marek Piosik posiadający 20.91% wszystkich akcji, EFF BV posiadający (poprzez spółkę zależną Reventon sp. z o.o.) 20.80% wszystkich akcji, Wiceprezes Zarządu Pan Krzysztof Konwisarz posiadający 13.94% wszystkich akcji oraz Insignis TFI posiadający 5.02% wszystkich akcji.

Wykres 16. Pointpack: Struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research * Na dzień 6 września 2021

Wycena

Do wyceny Pointpacku wykorzystujemy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz zdyskontowanych dywidend (DDM). Dla obu metod przyjmujemy wagę 50%, ponieważ zakładamy, że Pointpack zacznie płacić regularne dywidendy w następnych latach, biorąc pod uwagę oczekiwaną przez nas zdolność do generacji gotówki, oczekiwany brak dużego CAPEXU oraz brak długu na bilansie.

Bazując na naszych prognozach wyceniamy Pointpack na PLN 125.00ps, tj. 81% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ.

Dodatkowo prezentujemy zestawienie ze spółkami porównywalnymi mnożników P/E oraz EV/EBITDA jako porównanie dla metod opartych na przepływach pieniężnych.

Tabela 5. Pointpack podsumowanie wyceny

I metoda: DDM	
Wycena	121.21
Waga	50%
II metoda: DCF	
Wycena	128.78
Waga	50%
Wycena na akcje (PLN)	125.00

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DDM

W modelu DDM przyjmujemy te same założenia odnośnie kosztu kapitału, co w naszym modelu DCF (premia za ryzyko na poziomie 5.0%, stopa wolną od ryzyka na poziomie 2.0% oraz nielewarowany parametr beta na poziomie 1.3x).

W 2021 akcjonariusze Pointpacku podjęli decyzję o braku wypłaty dywidendy z wyniku za 2020 r.

Spodziewamy się, że Pointpack stanie się spółką płacącą znaczące dywidendy, biorąc pod uwagę zdolność spółki do generacji gotówki oraz nasze założenia co do braku M&A i braku potrzeb inwestycyjnych związanych z potencjalnym projektem związanym z automatami nadawczo-odbiorczymi. Zakładamy pierwszą dywidendę już w 2022E na poziomie PLN 1.04ps (1.5% DY) odpowiadającym tylko 20% zysku netto z poprzedniego roku ze względu na dalsze budowanie satysfakcjonującej poduszki gotówkowej. W kolejnych latach nie widzimy żadnych przeszkód, aby utrzymywać stały poziom wypłaty 100% zysku netto z poprzedniego roku w dywidendzie, i prognozujemy dywidendę w 2023E na poziomie PLN 6.76ps (9.8% DY). W długim terminie szacujemy powtarzalny potencjalny poziom dywidendy na PLN 9.62ps.

Tabela 6. Pointpack wycena DDM 2021E-2026E

DDM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres Rezydualny
DPS (PLN ps)	0.00	1.04	6.76	8.24	9.07	9.43	9.62
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta nielewarowana	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
Beta zalewarowana	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
Koszt kapitału własnego	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	
Czynnik dyskontowy	0.97	0.90	0.83	0.76	0.70	0.65	
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	0.93	5.60	6.29	6.38	6.11	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)							25.30
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS(PLN ps)							95.91
Wycena DDM na akcje (PLN ps)							121.21

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DCF

Do wyceny Pointpacku wykorzystujemy model DCF bazujący na naszych prognozach przepływów pieniężnych dla okresu 2021E-2026E. W naszych założeniach przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5.0%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 2.0% oraz 3.0% premii za ryzyko długu w celu odzwierciedlenia efektywnego kosztu finansowania. Przyjęliśmy również efektywną stopę podatkową na poziomie 20%. Założyliśmy również nielewarowany parametr beta na poziomie 1.3x aby odzwierciedlić ryzyka związane z zależnością od kluczowych partnerów. Również założyliśmy stopę wzrostu w okresie rezydualnym na poziomie 2.0%.

Tabela 7. Pointpack wycena DCF 2021E-2026E

DCF (PLN m)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres rezydualny
Wzrost przychodów	26.4%	31.0%	22.0%	13.4%	8.7%	5.3%	2.0%
Przychody ze sprzedaży	48.6	63.7	77.7	88.1	95.7	100.8	102.8
Marża EBITDA	15.8%	16.0%	15.9%	15.4%	14.8%	14.1%	14.1%
Marża EBIT	14.9%	14.8%	14.8%	14.4%	13.8%	13.0%	13.1%
EBITDA	7.7	10.2	12.3	13.6	14.2	14.2	14.5
EBIT	7.3	9.5	11.5	12.7	13.2	13.1	13.5
Efektywna stopa podatkowa	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPAT	5.8	7.6	9.2	10.1	10.5	10.5	10.8
+ Amortyzacja	0.5	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.0
+ CAPEX	-4.0	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	-3.1	-1.5	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.2
FCFF	-0.8	6.0	8.5	9.5	10.0	10.0	10.6
Czynnik dyskontowy	0.97	0.90	0.83	0.76	0.70	0.65	
Wartość bieżąca FCFF	-0.7	5.4	7.1	7.3	7.0	6.5	
Wartość rezydualna							162.4
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta nielewarowana	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Beta zalewarowana	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Koszt kapitału własnego	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Premia długu	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Koszt długu po podatku	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Waga kapitału własnego	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Waga długu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
WACC	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Wartość bieżąca FCFF	32.5						
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	105.2						
Wartość przedsiębiorstwa =	137.8						
+ Gotówka	6.3						
+ Dług	0.0						
+ Mniejszości	0.0						
+ Wypłacone dywidendy	0.0						
+ Pozostałe korekty	0.0						
Wartość kapitału własnego =	144.1						
Wycena DCF na akcje (PLN)	128.78						

Wrażliwość DCF (PLN)

Wzrost w okresie rezydualnym	WACC w Okresie Rezydualnym				
	6.5%	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%
0.0%	128.8	116.2	106.7	99.1	93.0
1.0%	145.9	128.8	116.2	106.7	99.1
2.0%	170.6	145.9	128.8	116.2	106.7
3.0%	209.4	170.6	145.9	128.8	116.2
4.0%	279.2	209.4	170.6	145.9	128.8
Wzrost w okresie rezydualnym	Raportowana marża EBITDA w Okresie Rezydualnym				
	12.1%	13.1%	14.1%	15.1%	16.1%
0.0%	95.7	101.2	106.7	112.2	117.6
1.0%	103.7	110.0	116.2	122.5	128.8
2.0%	114.1	121.4	128.8	136.1	143.4
3.0%	128.4	137.1	145.9	154.6	163.4
4.0%	149.0	159.8	170.6	181.4	192.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spółki porównywalne

Z uwagi model biznesowy Pointpacku naszym zdaniem porównywalność ze spółkami z szerokiego rynku kurierskiego oraz usług IT jest relatywnie ograniczona.

Bazując na naszych prognozach Pointpack handluje się na mnożniku P/E 13.2x dla roku 2021E oraz 10.2x dla roku 2022E, co daje odpowiednio 15% oraz 33% dyskonto do median mnożników wybranych porównywanych spółek.

Pointpack również handluje się na mnożniku EV/EBITDA 9.0x dla roku 2021E oraz 6.2x dla roku 2022E, co daje odpowiednio 4% premię oraz 17% dyskonto do median mnożników wybranych porównywanych spółek.

Tabela 8. Pointpack spółki porównywalne

Spółka	Waluta kwotowania	Ostatnia cena	Kapitalizacja EUR m	2021E	P/E 2022E	2023E	EV/EBITDA 2021E	2022E	2023E
Logistyka									
Bpost Sa	EUR	8.2	1,638	7.1	7.4	7.1	3.3	3.4	3.1
Ctt-Correios De Portugal	EUR	4.7	704	21.9	16.4	14.5	5.7	4.9	4.6
Deutsche Post Ag-Reg	EUR	59.6	73,848	15.5	15.3	14.7	7.7	7.5	7.3
Fedex Corp	USD	266.0	59,656	14.7	12.6	11.3	8.7	7.3	6.5
Inpost Sa	EUR	15.4	7,696	43.9	29.8	22.1	23.5	16.7	12.9
Oesterreichische Post Ag	EUR	38.9	2,628	16.0	16.5	15.0	7.2	7.1	6.5
Poste Italiane Spa	EUR	11.6	15,197	10.3	10.7	9.5	39.0	43.3	3.3
Postnl Nv	EUR	4.5	2,295	9.8	11.5	10.4	5.7	6.0	5.7
Royal Mail Plc	GBP	495.0	5,768	10.2	7.9	7.9	4.6	3.6	3.5
United Parcel Service-CI B	USD	197.3	144,799	17.6	16.9	15.7	12.3	11.5	10.5
IT									
Accenture Plc-CI A	USD	343.3	183,681	38.9	34.8	31.9	22.3	19.9	18.1
Asseco Poland Sa	PLN	85.7	1,570	14.7	14.4	13.7	4.8	4.6	4.2
Atea Asa	NOK	171.2	1,867	23.6	19.4	17.5	11.3	10.0	9.4
Atos Se	EUR	44.8	4,928	11.5	8.9	7.6	4.8	4.1	3.4
Comarch Sa	PLN	239.0	429	14.5	14.2	13.7	6.5	6.3	5.7
Intl Business Machines Corp	USD	139.6	105,390	13.0	11.7	10.8	9.0	9.0	8.8
Oracle Corp	USD	90.0	211,676	20.2	19.5	17.7	14.0	14.3	13.6
Software Ag	EUR	43.2	3,198	33.1	25.4	19.9	18.8	14.2	11.1
Vmware Inc-Class A	USD	145.1	51,188	20.6	21.0	19.2	13.2	12.4	10.5
Mediana				15.5	15.3	14.5	8.7	7.5	6.5
POINTPACK		PLN 69.0	17	13.2	10.2	8.4	9.0	6.2	5.0
premia/dyskonto (mediana)				-15%	-33%	-42%	4%	-17%	-23%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research, ceny na dzień 6 września 2021

IPOPEMA vs. konsensus

Konsensus dla Pointpacku nie jest dostępny.

Prognozy finansowe

Oczekiwania Pointpacku odnośnie 2021E. Prezes Pointpacku w wywiadzie dla PAP opublikowanym 27 sierpnia 2021 skomentował, że oczekuje utrzymania dwucyfrowego tempa wzrostu r/r wolumenów oraz przychodów w 2021E. W 1Q21 oraz 2Q21 wolumeny wzrosły odpowiednio o 14% i 20% r/r, podczas gdy przychody wzrosły o 19% i 26% r/r. Prezes spółki przekazał również, że w 1H21 koszty spółki wzrosły ze względu na zwiększenie liczby pracowników.

Oczekiwania Pointpacku na kolejne lata. Pointpack oczekuje, że rynkowe wolumeny utrzymają dwucyfrowe tempo wzrostu r/r do roku 2025E. Pointpack prognozuje również podwojenie w kolejnych latach obecnej liczby punktów odbiorczych oraz automatów (z obecnych 27-30k punktów oraz 13k automatów).

Przychody. Oczekujemy, że Pointpack dzięki ostatnio podpisanym umowom z sieciami handlowymi będzie kontynuował przyłączanie kolejnych punktów PUDO do sieci z poziomu ponad 11k punktów na ten moment oraz 8.3k na koniec 2020 r. Jednakże naszym zdaniem nominalne dynamiki przyłączeń z 2021 r. nie będą utrzymane i prognozujemy osiągnięcie 13.3k punktów na koniec 2021E, 17.0k na koniec 2022E oraz 19.4k na koniec 2023E. Pomimo trendu wzrostowego szerokiego rynku e-commerce ostrożnie zakładamy r/r spadek średniego poziomu przychodów na punkt odbiorcy w 2022E (co nie jest idealnym wskaźnikiem naszym zdaniem). W naszej ocenie presja ze strony firm kurierskich na obniżki cen rozliczeniowych za przesyłkę i zmiany w strukturze punktów odbiorczych w sieci (na większą ekspozycję na obszary wiejskie) może częściowo niwelować pozytywny wpływ zarówno lepszej penetracji kurierami sieci punktów oraz trendu wzrostu wolumenów na rynku. Prognozujemy w 2021E/2022E/2023E PLN 48.6m/63.7m/77.7m przychodów, co daje odpowiednio 26%/31%/22% wzrostu r/r.

EBITDA. Spodziewamy się, że sieci handlowe przeforsują stopniowe podwyżki stawek za obsługę paczek z uwagi na presję inflacyjną w gospodarce, co w kolejnych okresach negatywnie wpłynie na koszty zmienne spółki. Dodatkowo spodziewamy się wzrostu kosztów wynagrodzeń w spółce (dla każdej kategorii umów z pracownikami) w kolejnych latach. Prognozujemy w 2021E/2022E/2023E PLN 7.7m/10.2m/12.3m EBITDA, co daje odpowiednio 15.8%/16.0%/15.9% marży 15%/32%/21% wzrostu r/r.

Zysk netto. Nie zakładamy znaczących kosztów finansowych, gdyż spodziewamy się, że Pointpack utrzyma pozycję gotówkową netto w kolejnych latach. Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 20%. Prognozujemy w 2021E/2022E/2023E PLN 5.8m/7.6m/9.2m zysku netto, co daje odpowiednio 12.0%/11.9%/11.9% marży 16%/29%/22% wzrostu r/r.

Tabela 9. Pointpack dane finansowe 2017-2026E

P&L (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody ze sprzedaży	3.8	27.1	38.5	48.6	63.7	77.7	88.1	95.7	100.8
Koszty operacyjne	-3.6	-21.7	-32.0	-41.5	-54.3	-66.3	-75.5	-82.6	-87.8
Amortyzacja	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.1
Zużycie materiałów i energii	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Usługi obce	-3.2	-20.5	-30.0	-38.0	-50.3	-62.0	-71.0	-77.9	-83.0
Podatki i opłaty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Wynagrodzenia	-0.3	-0.8	-1.4	-2.5	-2.7	-2.9	-3.0	-3.1	-3.1
Ubezpieczenia społeczne	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Pozostałe	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Pozostałe koszty operacyjne netto	0.0	-0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EBITDA	0.2	5.3	6.7	7.7	10.2	12.3	13.6	14.2	14.2
EBIT	0.1	5.1	6.3	7.3	9.5	11.5	12.7	13.2	13.1
Koszty finansowe netto	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	0.0	5.1	6.3	7.3	9.5	11.5	12.7	13.2	13.1
Podatek dochodowy	0.0	-0.9	-1.2	-1.4	-1.9	-2.3	-2.5	-2.6	-2.6
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	0.0	4.1	5.1	5.8	7.6	9.2	10.1	10.5	10.5
EPS (PLN)	0.04	3.69	4.52	5.22	6.76	8.24	9.07	9.43	9.36
Marża EBITDA	5.5%	19.5%	17.4%	15.8%	16.0%	15.9%	15.4%	14.8%	14.1%
Marża EBIT	3.1%	18.9%	16.3%	14.9%	14.8%	14.8%	14.4%	13.8%	13.0%
Marża netto	1.1%	15.2%	13.1%	12.0%	11.9%	11.9%	11.5%	11.0%	10.4%
ROE	3.5%	126.0%	64.3%	43.9%	38.9%	39.3%	41.0%	41.5%	40.9%

Bilans (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Aktywa trwałe	1.8	3.1	5.9	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6	8.5
Rzeczowe aktywa trwałe	0.0	0.1	0.1	0.6	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2
Wartości niematerialne i prawne	1.5	1.9	1.6	7.6	7.3	7.0	6.6	6.2	5.8
Inne aktywa trwałe	0.3	1.1	4.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
Aktywa obrotowe	3.7	9.4	15.6	21.8	31.4	35.8	38.4	39.8	40.2
Zapasy	0.0	0.0	0.9	3.2	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2
Należności krótkoterminowe	2.5	8.8	8.4	10.7	13.7	16.3	18.0	19.1	19.7
Gotówka	1.2	0.6	6.3	7.9	13.6	15.3	16.2	16.5	16.3
Inne aktywa obrotowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	5.5	12.6	21.5	30.2	39.9	44.4	47.1	48.4	48.7
Kapitały własne	1.2	5.3	10.4	16.2	22.6	24.3	25.2	25.6	25.5
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania	4.3	7.2	11.1	14.0	17.3	20.1	21.8	22.8	23.1
Kredyty, pożyczki, instrumenty dłużne, leasing	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	2.1	6.2	7.2	8.5	10.5	12.2	13.2	13.6	13.6
Inne zobowiązania krótkoterminowe	0.3	1.0	4.0	5.5	6.8	7.9	8.7	9.2	9.5
Pasywa razem	5.5	12.6	21.5	30.2	39.9	44.4	47.1	48.4	48.7
Dług netto	0.7	-0.6	-6.3	-7.9	-13.6	-15.3	-16.2	-16.5	-16.3
Dług netto / EBITDA	3.4	-0.1	-0.9	-1.0	-1.3	-1.2	-1.2	-1.2	-1.1
BVPS (PLN)	1.1	4.8	9.3	14.5	20.2	21.7	22.6	22.9	22.8

Cash Flow (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Net Profit	0.0	4.1	5.1	5.8	7.6	9.2	10.1	10.5	10.5
D&A	0.1	0.2	0.4	0.5	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
Interests net	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in WC	-0.3	-2.1	1.3	-3.1	-1.5	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6
Other	0.0	-0.7	-0.4	-0.1	0.8	0.8	0.6	0.4	0.3
Przep. pieniężne z dz. operacyjnej netto	0.0	1.5	6.4	3.1	7.7	10.1	11.0	11.4	11.3
CAPEX	0.0	-0.6	-2.4	-4.0	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przep. pieniężne z dz. inwestycyjnej netto	0.0	-0.6	-2.4	-4.0	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana poziomu długu	0.0	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Płatności odsetkowe	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.2	-7.6	-9.2	-10.1	-10.5
Inne	0.0	0.4	1.8	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przep. pieniężne z dz. finansowej netto	0.0	-1.6	1.8	2.4	-1.2	-7.6	-9.2	-10.1	-10.5
Środki pieniężne na początek okresu	1.2	1.2	0.6	6.3	7.9	13.6	15.3	16.2	16.5
Bilansowa zmiana środków pieniężnych	-0.1	-0.6	5.7	1.5	5.7	1.8	0.9	0.3	-0.2
Środki pieniężne na koniec okresu	1.2	0.6	6.3	7.9	13.6	15.3	16.2	16.5	16.3
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.04	6.76	8.24	9.07	9.43

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 kwietnia 2020 – 30 czerwca 2021)

	Liczba	%
Kup	19	76%
Trzymaj	6	24%
Sprzedaj	0	0%
Suma	25	100%

Historia ratingów – Pointpack

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 125.00	PLN 69.00	Marcin Nowak, Zuzanna Barzyk