

IMC S.A.

Niesprzyjające warunki w 2019

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe i wycenę dla spółki IMC. Wstępne prognozy światowej produkcji kukurydzy (głównej uprawy IMC) okazały się zbyt pesymistyczne, a ich rewizja przyczyniła się do istotnych spadków ceny kukurydzy w okresie od połowy lipca 2019. Zmiana założonych cen kukurydzy i plonów IMC jest głównym powodem obniżki naszych prognoz finansowych dla IMC na lata 2019-2020. Ten czynnik oraz korekta wyceny o wypłaconą dywidendę przekładają się na obniżkę 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji IMC do 15.70 zł/akcję.

- **Ceny kukurydzy ponownie pod presją.** W drugim kwartale 2019 ceny kukurydzy otrzymały istotne wsparcie w postaci prognoz amerykańskiego departamentu rolnictwa (USDA) sugerujących zacieśnienie się bilansu popytowo/podażowego na światowym rynku z uwagi na słabe warunki pogodowe w USA. W późniejszych raportach USDA podniosło szacunki dotyczące produkcji kukurydzy, co negatywnie przełożyło się na jej ceny, które dzisiaj znajdują się na poziomie zbliżonym do tego notowanego na początku 2019.
- **Obniżenie prognozy EBITDA na 2019 o 23%, poprawa wyników w 2020.** Na nasze prognozy finansowe na rok 2019 negatywnie wpływają niższe od poprzednio zakładanych ceny kukurydzy oraz niższe plony osiągnięte przez IMC. Na plony negatywny wpływ miały wymagające warunki pogodowe na Ukrainie. Zakładamy poprawę plonów w roku 2020. Uważamy też, że stopniowo spadający stan zapasów na rynku kukurydzy daje podstawy, aby oczekiwać wyższych cen w kolejnych latach.
- **Kwestia uwolnienia handlu ziemią rolną na Ukrainie może wpływać na wycenę rynkową IMC.** Ukraińskie władze pracują nad wprowadzenie w życie regulacji umożliwiających handel ziemią rolną, który był zabroniony od 2001 roku. Z uwagi na trudność w określeniu ceny ziemi rolnej po otwarciu rynku i wolumenu transakcji, nie uwzględniamy wydatków na zakup ziemi w naszej wycenie IMC. Obniżyliśmy jednak nasze oczekiwania dotyczące dywidendy wypłacanej w kolejnych latach, jako że spółka może przygotowywać bufor gotówkowy w celu sfinansowania potencjalnych zakupów gruntu.

mIn USD	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	126.8	131.6	172.8	153.1	168.3
EBITDA	37.8	48.6	43.5	50.1	51.2
Zysk netto	17.5	27.7	14.5	17.7	20.1
Dywidenda na akcję (USD)	0.06	0.40	0.50	0.25	0.26
Dług netto*	58.4	54.8	123.8	108.3	104.3
C/Z (x)	5.1	4.2	8.4	6.9	6.0
EV/EBITDA (x)	3.9	3.5	5.6	4.6	4.4
Stopa dywidendy (%)	2.2	11.3	13.6	6.8	7.2

*Od 2019 uwzględnia zobowiązania leasingowe Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.
NB: Historyczne wskaźniki wyceny bazują na cenach z odpowiednich lat.

Cena zamknięcia (14 lis 2019)	14.30zł
12-miesięczna cena docelowa (poprzednio: 19.00zł)*	15.70zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	17.80/12.45zł

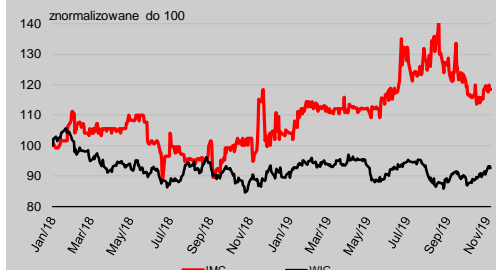
PROFIL SPÓŁKI

IMC jest ukraińskim producentem rolnym zarządzającym bankiem ziemi o powierzchni około 124,000ha. Strategia spółki zakłada m.in. zwiększanie efektywności i wypłatę dywidendy.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spadek cen produktów rolnych i/lub plonów IMC
Wzrost kosztów produkcji
Zmiany na rynku ziemi rolnej na Ukrainie
Sytuacja polityczno-gospodarcza na Ukrainie

Reuters/Bloomberg	IMC.WA/IMC.PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	7.2
Akcje w wolnym obrocie (%)	25.8
Wycena rynkowa (mln zł)	474
Liczba akcji (mln)	33.2
Główni akcjonariusze	Agrovalley Limited 74.2%



S

ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	-2.1	-14.6	2.1
Relatywna do WIG	-5.1	-19.6	-1.8
Relatywna do WIG Ukraina	-4.9	-4.9	18.1

Marcin Gątarz, CFA
(Pekao Investment Banking S.A.)
+48 22 586-29 64
marcin.gatarz@pekaioib.pl

*Poprzednia cena docelowa z raportu z dnia 12 lipca 2019.



Aktualizacja prognoz i wyceny

Aktualizacja prognoz finansowych

W tym raporcie obniżamy nasze prognozy finansowe dla IMC na lata 2019-2020, co wynika przede wszystkim z niższych założeń dotyczących cen kukurydzy. Prognozy Departamentu Rolnictwa USA dotyczące wielkości produkcji kukurydzy są obecnie mniej pozytywne dla cen niż przed kilkoma miesiącami. Jednakże nadal prognozowany jest spadek zapasów kukurydzy na rynku światowym. Uważamy, że jest to jeden z czynników przemawiających za stopniowym wzrostem cen w kolejnych latach. Nadal zakładamy ceny kukurydzy w długim terminie na poziomie 160 USD/tona wobec 150 USD/tona założone na rok 2019. Przypominamy, że kukurydza jest główną uprawą IMC zajmującą w bieżącym roku około 56% całości banku ziemi pod zarządzaniem.

Poza zmianą cen kukurydzy na nasze prognozy na rok 2019 negatywnie wpłynęło też obniżenie zakładanych plonów kukurydzy osiągniętych przez IMC. Uważamy, że jest to odzwierciedlenie bardziej wymagających warunków pogodowych, co traktujemy jako czynnik przejściowy.

W rezultacie wprowadzonych zmian obniżyliśmy prognozy zysku EBITDA o 23.2% na rok 2019 i o 3.2% na rok 2020.

IMC: REWIZJA PROGNOZ FINANSOWYCH

	2019E			2020E			2021E		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)	Obecnie	Poprzednio	Różnica (%)
USD mln									
Przychody	172.8	170.2	1.5	153.1	160.5	-4.6	168.3	167.9	0.2
EBITDA	43.5	56.7	-23.2	50.1	51.7	-3.2	51.2	51.0	0.5
EBIT	22.2	37.4	-40.6	29.4	33.1	-11.1	30.9	32.6	-5.3
Zysk netto	14.5	23.8	-39.3	17.7	20.7	-14.6	20.1	21.2	-4.8
Ceny benchmarkowe (USD/tona)									
Kukurydza	150	160	-6.3	155	160	-3.1	160	160	0.0
Słonecznik	330	350	-5.7	350	350	0.0	350	350	0.0
Pszenica	185	185	0.0	185	185	0.0	185	185	0.0
Soja	330	330	0.0	330	330	0.0	330	330	0.0
Plony (ton/ha)									
Kukurydza	9.5	10.0	-5.0	10.6	10.6	0.5	11.0	11.0	0.0
Słonecznik	3.7	3.2	15.6	3.6	3.4	7.5	3.5	3.5	0.0
Pszenica	6.3	5.7	10.5	5.8	5.7	2.3	5.8	5.7	2.3
Soja	2.6	3.0	-13.3	2.8	3.0	-6.7	2.8	3.0	-6.7

Source: Pekao Investment Banking S.A.

Aktualizacja wyceny

Obniżyliśmy nasz szacunek 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji IMC do 15.70 zł z poziomu 19.00 zł. Zmiana wynika z niższych prognoz zysków, ale także z uwzględnienia wypłaty dywidendy (0.45 EUR na akcję). Pozytywny wpływ na wycenę miało natomiast obniżenie zakładanej przez nas stopy wolnej od ryzyka (RFR) o 1.0pkt proc. do 7.0%, co odzwierciedla zmianę rentowności długoterminowych ukraińskich obligacji skarbowych denominowanych w USD.

Nasza wycena spółki IMC opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny



opartej na metodzie porównawczej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny z uwagi m.in. na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników jak np. ryzyko kraju oraz 3. Ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu ryzyka, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności generacji gotówki.

IMC: MODEL DCF

mIn USD	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	131.6	172.8	153.1	168.3	172.5	172.7
EBIT	36.0	22.2	29.4	30.9	31.5	30.9
Podatek	-0.7	-0.8	-0.9	-2.2	-2.3	-2.3
NOPAT	35.3	21.4	28.5	28.6	29.2	28.5
Amortyzacja	12.6	21.3	20.6	20.4	20.5	20.8
Zmiany w kapitale obrotowym i wartości aktywów biologicznych	-31.1	13.4	1.3	-8.6	-2.9	-0.8
Nakłady inwestycyjne	-5.3	-5.7	-5.7	-9.2	-10.2	-10.8
Inwestycje netto	-23.8	29.0	16.2	2.6	7.4	9.2
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	11.5	50.4	44.7	31.2	36.6	37.8
WACC		12.7%				
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2019E-2023E		145.2			RFR	7.0%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym		2.0%			Beta niezalewarowana (x)	0.8
Wartość rezydualna		221.2			Beta zalewarowana (x)	1.6
Zdyskontowana wartość rezydualna		121.8			Premia kapitału własnego	8.0%
Wartość przedsiębiorstwa (EV)		267.0			Koszt kapitału własnego	20.2%
Dług netto (31 grudnia 2018)		54.8			Premia kapitału obcego	0.0%
Zobowiązania z tytułu leasingu (30 września 2019)		102.4			WACC	12.7%
Dywidenda wypłacona w 2019		16.5				
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2019)		93.3				
Miesiąc		12				
Wartość godziwa		111.3				
Kurs USDPLN		3.90				
Wartość godziwa (mIn zł)		434.1				
Liczba akcji (mIn)		33.2				
Wartość godziwa na akcję (zł)		13.1				
12-miesięczna cena docelowa na akcję (zł)		15.7				

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

IMC: 12-MIESIĘCZNA CENA DOCELOWA W ZALEŻNOŚCI OD ZAŁOŻONYCH RFR I ERP (ZŁ/AKCJA)

		ERP						
		5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%
	4.00%	42.0	36.0	31.2	27.3	23.9	20.9	18.3
	5.00%	34.1	29.6	25.9	22.7	19.9	17.4	15.2
	6.00%	28.1	24.6	21.6	18.9	16.6	14.4	12.5
RFR	7.00%	23.4	20.5	18.0	15.7	13.7	11.8	10.1
	8.00%	19.5	17.1	14.9	13.0	11.2	9.5	7.9
	9.00%	16.2	14.2	12.3	10.6	8.9	7.4	6.0
	10.00%	13.5	11.6	10.0	8.4	6.9	5.5	4.2

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.


IMC: 12-MIESIĘCZNA CENA DOCELOWA W ZALEŻNOŚCI OD ZAŁOŻONYCH CEN KUKURYDZY I PLONÓW W OKRESIE REZYDUALNYM (ZŁ/AKCJA)

		Benchmarkowa cena kukurydzy (USD/ton)						
		145.0	150.0	155.0	160.0	165.0	170.0	175.0
	9.5	-11.5	-7.1	-2.5	2.1	6.9	11.7	16.6
	10.0	-7.7	-3.1	1.7	6.6	11.6	16.6	21.7
	10.5	-3.9	1.0	6.0	11.1	16.3	21.6	26.9
IMC: Plony kukurydzy (ton/ha)	11.0	0.0	5.2	10.4	15.7	21.1	26.6	32.1
	11.5	4.1	9.4	14.8	20.4	26.0	31.6	37.3
	12.0	8.1	13.7	19.3	25.1	30.9	36.7	42.6
	12.5	12.2	18.0	23.9	29.8	35.8	41.8	47.9

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Jak wspomnieliśmy we wcześniejszych akapitach uważamy ją za nieoptymalną w celu wyznaczenia wartości godziwej IMC. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

W celu ustalenia ceny docelowej posługujemy się mnożnikiem EV/EBITDA na lata 2019 - 2020 (średnia dla grupy porównawczej) i naszymi prognozami dla IMC na te lata. Wynik wyceny opartej o mnożniki dla spółek ukraińskich wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 16.28zł. Wycena oparta na porównywaniu ze spółkami międzynarodowymi wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 34.50zł.

IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA – SPÓŁKI MIĘDZYNARODOWE*

Spółka	Ticker	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
Costa Group	CGC AU	575	32.3	20.1	10.7	7.7
Adecoagro	AGRO US	741	11.5	10.9	4.5	4.3
Sipef	SIP BB	536	n.m.	34.4	19.2	10.7
SLC Agricola	SLCE3 BZ	823	8.4	10.5	5.7	6.9
Mediana			11.5	15.5	8.2	7.3
IMC		122	8.4	6.9	5.6	4.6
Premia/Dyskonto (%)			-27.2	-55.6	-31.1	-36.9

* Wszystkie prognozy za wyjątkiem tych dla IMC bazują na konsensusie Bloomberg

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.

IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA - SPÓŁKI UKRAIŃSKIE*

Spółka	Ticker	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
Astarta Holding	AST PW	111	n.d.	9.3	5.4	3.9
Kernel Holding**	KER PW	878	4.4	5.8	5.0	4.9
MHP	MHPC LI	984	5.7	7.7	5.1	4.7
Mediana			5.0	7.7	5.1	4.7
IMC		122	8.4	6.9	5.6	4.6
Premia/Dyskonto (%)			68.9	-10.8	9.8	-2.5

* Prognozy Pekao Investment Banking dla Astarta, Kernel i IMC, MHP konsensus Bloomberg

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Ostatnie wydarzenia

Wyniki 3kw 2019 pod presją

W 3kw 2019 IMC zanotowało stratę EBITDA na poziomie 2.1mln USD. Wynika ona z negatywnego wpływu zmian wartości godziwej aktywów biologicznych i produktów rolnych (negatywny wynik na poziomie 5.7mln USD). Podstawowym problemem w dyskutowanym okresie okazały się spadające światowe ceny kukurydzy oraz mało sprzyjające warunki pogodowe na Ukrainie negatywnie wpływające na poziom plonów kukurydzy w skali całego kraju. Zwracamy uwagę, że trzeci kwartał roku jest sezonowo mało istotnym okresem jeśli chodzi o wielkość przychodów ze sprzedaży i podobnie było w tym roku.

IMC: WYNIKI KWARTALNE

USD mln	1kw18	2kw18	3kw18	4kw18	1kw19	2kw19	3kw19	r/r (%)
Przychody	30.8	32.4	18.2	50.3	49.2	46.9	22.8	24.9
Zysk ze zmian w wartości godziwej aktywów biologicznych i produktów rolnych (netto)	3.2	40.9	18.8	10.5	0.6	45.5	-5.7	n.d.
Koszty sprzedanych produktów	-34.0	-31.7	-18.3	-54.9	-46.0	-44.4	-20.1	10.0
Zysk brutto na sprzedaży	0.0	41.5	18.7	5.9	3.7	47.9	-3.1	n.d.
Koszty sprzedaży i administracji	-6.1	-5.8	-4.7	-7.1	-9.2	-8.8	-6.9	45.7
Pozostałe koszty operacyjne (netto)	-1.3	-1.3	-1.7	-2.0	-0.8	-0.3	0.3	n.d.
EBIT	-7.4	34.4	12.3	-3.2	-6.4	38.8	-9.7	n.d.
Amortyzacja	3.3	3.3	3.1	2.9	4.5	4.6	7.6	146.9
EBITDA	-4.2	37.7	15.4	-0.3	-1.8	43.5	-2.1	n.d.
Koszty finansowe netto	-0.8	-1.3	-4.5	-1.0	-2.6	-1.6	0.5	n.d.
Zysk przed opodatkowaniem	-8.2	33.1	7.7	-4.3	-8.9	37.2	-9.2	n.d.
Podatek dochodowy	0.0	-0.5	0.0	-0.2	0.0	-0.7	0.0	- n.d.
Zysk udziałowców niekontrolujących	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.0	-0.2	-0.1	-32.8
Zysk netto	-8.2	32.7	7.9	-4.6	-8.9	36.7	-9.2	n.d.

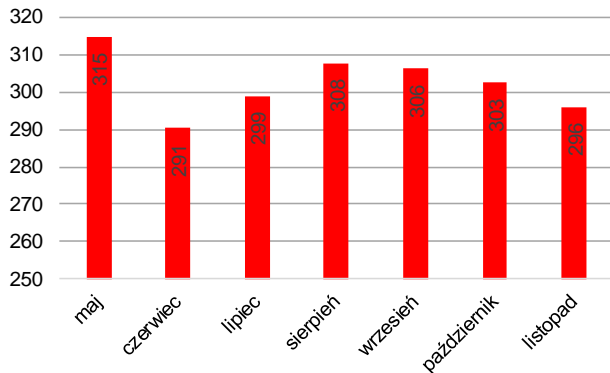
Source: IMC, Pekao Investment Banking S.A.

Wzrosty cen zbóż okazały się krótkotrwałe

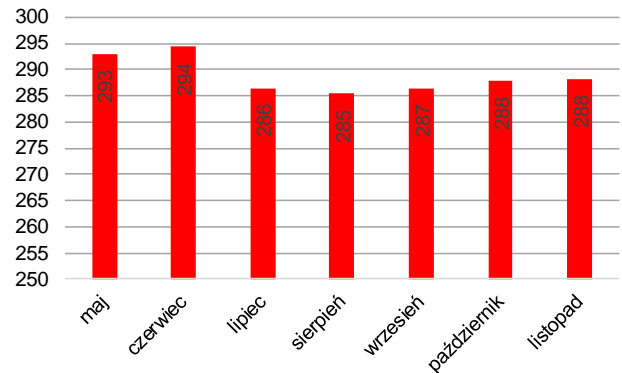
Do pierwszej połowy lipca mogliśmy obserwować mocne zachowanie się cen zbóż odzwierciedlające przede wszystkim oczekiwany spadek produkcji kukurydzy w USA, które odpowiadają za około jedną trzecią całej światowej produkcji kukurydzy. Oczekiwania co do skali spadku produkcji okazały się jedna przesadzone, co znalazło odzwierciedlenie w gwałtownym spadku cen zbóż na rynkach światowych. Obecne prognozy Departamentu Rolnictwa USA wskazują, że na koniec obecnego sezonu zapasu kukurydzy i pszenicy nie powinny w znaczący sposób odbiegać od tych obserwowanych na koniec sezonu 2018/19. Sytuacja popytowo-podażowa na rynku zbóż wydaje się sugerować, że cen w sezonie 2019/20 nie będą znacząco odbiegać od poziomów notowanych w poprzednim sezonie produkcyjnym. Zwracamy jednak uwagę na stopniowo spadające światowe zapasy kukurydzy, co powinno budować bazę pod umocnienie cen w przyszłości.



PROGNOZOWANE ZAPASY KUKURYDZY NA RYNKU ŚWIATOWYM NA KONIEC SEZONU 2019/20 (MLN TON)

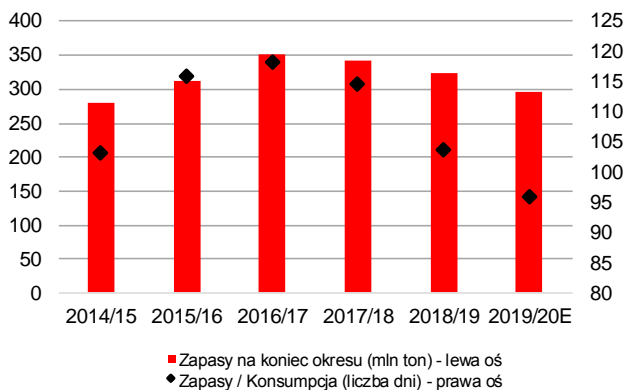


PROGNOZOWANE ZAPASY PSZENICY NA RYNKU ŚWIATOWYM NA KONIEC SEZONU 2019/20 (MLN TON)

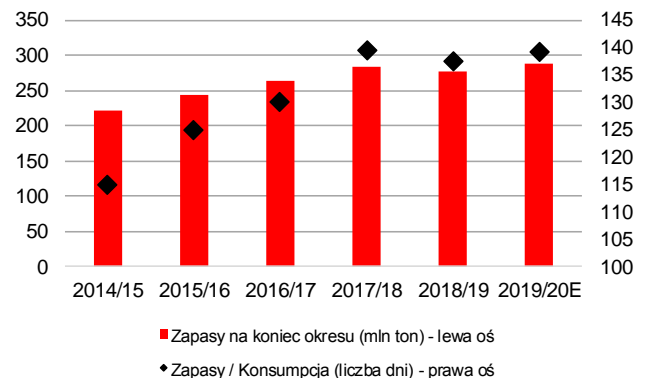


Source: USDA, Pekao Investment Banking S.A.

ŚWIATOWE ZAPASY KUKURYDZY



ŚWIATOWE ZAPASY PSZENICY



Source: USDA, Pekao Investment Banking S.A.

Plany uwolnienia handlu ziemią rolną na Ukrainie

Ukraińskie władze pracują nad regulacjami przywracającymi możliwość handlu ziemią rolną, który został zakazany w 2001 roku. Obecny projekt reformy został zaakceptowany przez parlament w pierwszym czytaniu i zakłada, że możliwość handlu ziemią zostanie przywrócona w październiku 2020 roku. Zgodnie z obecnie planowanymi regulacjami zakup ziemi będzie możliwy wyłącznie dla obywateli Ukrainy i spółek ukraińskich aż do roku 2024 z wyłączeniem z zakazu obecnie działających spółek rolnych z kapitałem zagranicznych.

Z uwagi na długi okres, w którym handel ziemią rolną nie był możliwy, przewidywania dotyczące cen ziemi są potencjalnie obciążone dużym błędem. Ukraińskie spółki rolne często wskazują na oczekiwane ceny na poziomie około 2,000 USD/ha. Biorąc pod uwagę, że cenę dzierżawy ziemi szacujemy na średnim poziomie około 120-160 USD/ha, wskazana powyżej cena zakupu ziemi wydaje nam się raczej rozsądnym założeniem.



Kolejnym istotnym założeniem jest kwestia skłonności obecnych właścicieli ziemi do jej sprzedaży i nasilenie konkurencji przy zakupach ziemi. W naszej opinii w pierwszych kwartałach po uwolnieniu handlu ziemią rolną wolumen transakcji zawieranych przez prywatnych właścicieli powinien być stosunkowo niewielki, m.in. z uwagi na brak odniesienia dla ustalenia ceny sprzedaży. Również jeśli chodzi o napływ nowych podmiotów zainteresowanych zakupem ziemi, nie spodziewamy się by było to masowe zjawisko. Spółki rolne w umowach dzierżawy zawierają zapisy dotyczące prawa pierwokupu. Ponadto rynek ziemi rolnej jest rozdrobniony, Kernel podaje w swoim raporcie rocznych iż średnia powierzchnia prywatnego pola ziemi to około 4-10ha. Zakup ziemi w celu uprawy lub dalszej dzierżawy (np. przez fundusz inwestycyjny) ma sens jeśli możliwe jest utworzenie dużego skonsolidowanego banku ziemi, na jakich obecnie operują notowane na GPW spółki rolne.

Bank ziemi, na którym IMC prowadzi uprawy obejmuje 123,900ha. Areał na którym spółka prowadzi działalność dzierżawiony jest na bazie umów, z których aż 92% (stan na koniec 2018) jest obowiązująca przez okres powyżej 5 lat, a 76% przez okres powyżej 10 lat. Z uwagi na wspomniane wyżej niewiadome dotyczące ceny ziemi rolnej, jak też skłonności właścicieli do sprzedaży, nie uwzględniamy potencjalnych zakupów ziemi w naszym modelu wyceny. Zakup 10% posiadanego banku ziemi przez IMC po cenie USD 2,000/ha oznaczałby wydatki sięgające około 25mln USD. Dla porównania, w latach 2021-2023 prognozujemy średni poziom wpływów gotówkowych z działalności operacyjnej sięgający około 44mln USD.



Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji IMC.

Ceny zbóż i innych produktów rolnych. Realizowane przez IMC ceny produktów są w dużym stopniu odzwierciedleniem cen obowiązujących na rynkach światowych oraz rynku krajowym. Spółka nie ma wpływ na poziom tych cen. Może jedynie decydować o momencie zawarcia transakcji sprzedaży produktów, aby uzyskać optymalne w swojej opinii ceny. Ceny produktów rolnych nie są łatwe do precyzyjnego przewidzenia i ulegają dużym wahaniom m.in. z uwagi na czynniki pogodowe, które są istotną determinantą plonów.

Warunki pogodowe i inne czynniki wpływające na wysokość plonów. Wysokość plonów jest jednym z podstawowych czynników determinujących wielkość zysków IMC w danym okresie. Pomimo faktu, że IMC stosuje zaawansowane technologie agrarne wielkość plonów pozostaje do pewnego stopnia poza kontrolą spółki. W szczególności warunki pogodowe mogą w istotny sposób wpływać na wielkość plonów w danym roku.

Wzrost kosztów produkcji. Do głównych kosztów związanych bezpośrednio z produkcją rolną zaliczają się m.in. nawozy, środki ochrony roślin oraz paliwa. Ich ceny pozostają poza kontrolą spółki. Znaczne ograniczanie aplikacji nawozów lub środków ochrony roślin mogłoby natomiast niekorzystnie wpływać na osiągnięte plony.

Rynek ziemi rolnej na Ukrainie. W tym raporcie szerzej poruszamy temat planowanej reformy prawnej na Ukrainie, która ma na celu umożliwienie handlu ziemią rolną. Z punktu widzenia inwestora finansowego, za kluczowy czynnik ryzyka uznajemy potencjalne wysokie nakłady inwestycyjne na zakup ziemi, których skala i rozłożenie w czasie są trudne do przewidzenia.

Sytuacja polityczna i gospodarcza na Ukrainie. Sytuacja polityczna i gospodarcza na Ukrainie może wpływać zarówno na warunki funkcjonowania spółki i jej zdolność do generowania założonych przez nas wyników finansowych, jak też może oddziaływać na sentyment rynkowy powodując przecenę akcji w przypadku wystąpienia niekorzystnych zdarzeń.

Zmiany prawne i ograniczenia regulacyjne. Wśród ryzyk związanych z potencjalnymi zmianami prawnymi na Ukrainie wskazalibyśmy przede wszystkim te dotyczące opodatkowania podmiotów prowadzących działalność rolną. W chwili obecnej czerpią one korzyści z preferencyjnych warunków opodatkowania, ale w przeszłości pojawiały się informacje o możliwym objęciu producentów rolnych podatkiem dochodowym od osób prawnych (CIT). W naszych prognozach przyjmujemy efektywną stopę podatkową na poziomie 10% w długim terminie wobec standardowej stawki CIT na Ukrainie na poziomie 18%. Zwracamy też uwagę na potencjalne ryzyka regulacyjne takie jak np. ograniczenia w eksporcie zbóż z Ukrainy.



Prognozy finansowe - tabela

IMC: PROGNOZY FINANSOWE - PODSUMOWANIE

Rachunek zysków i strat						
mln USD	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	124.7	126.8	131.6	172.8	153.1	168.3
Zysk ze zmian w wartości godziwej aktywów biologicznych i produktów rolnych (netto)	66.2	62.8	73.3	54.0	65.6	69.0
Koszt sprzedaży	-130.0	-139.1	-138.9	-171.2	-157.4	-172.0
Zysk brutto na sprzedaży	60.9	50.5	66.1	55.5	61.3	65.2
Koszty sprzedaży i administracyjne	-12.9	-18.5	-23.7	-32.3	-30.8	-33.3
Pozostałe koszty operacyjne (netto)	-2.1	-3.1	-6.4	-1.0	-1.0	-1.0
EBIT	46.0	28.8	36.0	22.2	29.4	30.9
Amortyzacja	11.2	9.0	12.6	21.3	20.6	20.4
EBITDA	57.2	37.8	48.6	43.5	50.1	51.2
Koszty finansowe netto	-12.3	-6.0	-5.0	-7.0	-10.8	-8.5
Zysk przed opodatkowaniem	21.5	17.8	28.3	15.2	18.6	22.4
Podatek dochodowy	0.3	0.0	-0.7	-0.8	-0.9	-2.2
Zysk udziałowców niekontrolujących	-0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	21.9	17.5	27.7	14.5	17.7	20.1
Bilans						
mln USD	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa obrotowe	87.0	92.1	121.0	120.8	134.7	137.7
Gotówka i ekwiwalenty	4.2	6.1	3.9	15.1	30.6	24.6
Należności handlowe	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5	0.6
Aktywa biologiczne	18.2	15.3	8.0	11.7	12.2	12.9
Zapasy	55.1	62.2	101.6	86.4	84.2	92.6
Pozostałe	9.2	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
Aktywa trwałe	72.0	88.0	77.2	157.5	152.6	151.5
Rzeczowe aktywa trwałe	64.7	81.9	72.6	67.1	62.2	61.1
Prawo do użytkowania	-	-	-	85.9	85.9	85.9
Aktywa niematerialne	4.1	2.9	2.1	2.1	2.1	2.1
Aktywa biologiczne	1.4	2.3	1.9	1.9	1.9	1.9
Pozostałe	1.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
Aktywa (razem)	158.9	180.1	198.2	278.4	287.4	289.2
Zobowiązania krótkoterminowe	36.2	45.1	58.7	69.2	68.8	69.2
Kredyty bankowe i pożyczki	28.4	36.7	43.0	43.0	43.0	43.0
Zobowiązania leasingowe	-	-	-	8.4	8.4	8.4
Zobowiązania handlowe	2.1	1.3	3.0	5.1	4.7	5.2
Pozostałe	5.7	7.1	12.7	12.7	12.7	12.7
Zobowiązania długoterminowe	57.7	30.9	18.8	90.6	90.6	80.6
Kredyty bankowe i pożyczki	55.2	27.7	15.8	10.0	10.0	0.0
Zobowiązania leasingowe	-	-	-	77.5	77.5	77.5
Pozostałe	2.5	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
Kapitał własny	65.6	103.5	120.2	118.2	127.6	139.0
Kapitał udziałowców niekontrolujących	-0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Kapitał własny i zobowiązania (razem)	158.9	180.1	198.2	278.4	287.4	289.2
<i>Dług netto</i>	<i>79.4</i>	<i>58.4</i>	<i>54.8</i>	<i>123.8</i>	<i>108.3</i>	<i>104.3</i>
Rachunek przepływów pieniężnych						
mln USD	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	29.3	32.4	28.2	56.2	46.6	38.9
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-5.0	-4.9	-4.5	-5.7	-5.7	-9.2
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-21.8	-23.9	-22.1	-39.3	-25.3	-35.8
Przepływy pieniężne netto (razem)	-2.5	1.9	-2.2	11.1	15.6	-6.1

Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.



Warunki prawne

Niniejszy raport analityczny („Raport”) został przygotowany przez Pekao Investment Banking S.A. („Pekao IB”) 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 Pekao IB będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy Pekao IB a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Raport został sporządzony w oparciu o publicznie dostępne informacje, które Pekao IB uważa za prawdziwe, rzetelne i wiarygodne, w tym informacje udostępniane przez emitenta w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych nałożonych przez przepisy prawa. Pekao IB nie ponosi jednak odpowiedzialności za prawdziwość i rzetelność i wiarygodność tych informacji.

O ile nie wskazano inaczej, szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków, sporządzających Raport na dzień wydania Raportu.

Pekao IB zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia.

Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Raport został sporządzony przy dołożeniu należytej staranności oraz dla celów wyłącznie informacyjnych. W celu uniknięcia wątpliwości Raport nie stanowi ani nie jest częścią oferty sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego, ani też nie nakłania do nabycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego, nie stanowi reklamy i promocji instrumentu finansowego ani emitenta.

Emitenci lub instrumenty finansowe omawiane w Raporcie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców Raportu tj. mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, 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 takich wyników w przyszłości.

Informacje zawarte w Raporcie są podawane bez żadnych gwarancji na zasadzie "tak jak jest" i nie mogą być traktowane jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Pekao IB nie świadczy usług w zakresie zarządzania portfelem w odniesieniu do portfeli składających się z jednego lub więcej Instrumentów Finansowych ani usług doradztwa finansowego. Raport został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców Raportu, w szczególności przy sporządzaniu Raportu nie bada się celów inwestycyjnych klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej klientów.

Inwestorzy muszą dokonać własnej oceny odpowiedności inwestycji w jakiegokolwiek instrumenty, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o przesłanki merytoryczne i ryzyko związane z inwestycją, własną strategię inwestycyjną oraz swoją sytuację prawną, podatkową i finansową. Ponieważ niniejszy dokument nie kwalifikuje się jako doradztwo inwestycyjne ani niniejszy dokument, ani żadna jego część nie może stanowić podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zaciągnięcia zobowiązania, ani też nie może stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. Inwestorów zachęca się do skontaktowania się z doradcą inwestycyjnym w celu uzyskania indywidualnych porad.

Z zastrzeżeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa polskiego Pekao IB ani żadna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej, ani żaden z ich dyrektorów, członków zarządu lub pracowników, ani żadna inna osoba nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem Raportu z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub w inny sposób z nim związane.

Odpowiedzialność za treść niniejszej publikacji spoczywa na:

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, Polska, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000149937, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 225.141.851,00 zł, NIP 525-22-56-380.

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego, Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska i może podlegać ograniczonym regulacjom oraz niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej. Szczegóły dotyczące zakresu uprawnień Pekao Investment Banking w Unii Europejskiej są dostępne na naszej stronie internetowej: www.pekaolib.pl/research-disclaimer-authorization-in-the-eu.

POTENCJALNE KONFLIKTY INTERESÓW

Brak

- 1: Analizowana spółka posiada co najmniej 5% kapitału akcyjnego Pekao Investment Banking S.A.
- 2: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była wiodącym lub współzarządzającym (gwarantem lub współgwarantem) w okresie ostatnich 12 miesięcy publicznie dostępnej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- 3: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.
- 4: Analizowana spółka oraz Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna zawarły umowę o sporządzenie analiz.
- 5: Analityk lub osoba powiązana z nim jest w radzie nadzorczej/zarządzie spółki, której dotyczy.
- 6: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.
- 7: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Informacja dotycząca historii raportów analitycznych wydawanych przez Pekao IB

Historia wydawanych raportów analitycznych i historia w zakresie zmian rekomendacji i/lub cen docelowych, jak również zestawienie w kategoriach względnych naszych rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na naszej stronie internetowej www.pekaolib.pl/research-disclaimer-stocks-ratings

Nota dotycząca wyceny udziałów instrumentów finansowych

W naszych raportach przedstawiamy wyniki wyceny opartej na dwóch metodach wyceny wybranych spośród następujących: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych, modelu mnożnikowego lub metody wyceny majątkowej.

Modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwalają na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na bazie przyszłych przepływów pieniężnych ustalanych na bazie prognoz finansowych. Przepływy pieniężne są dyskontowane do wartości bieżącej przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskonta. Modele te charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnieniem kluczowych zmiennych wpływających na kształtowanie się wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, np. przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, nakładów inwestycyjnych, kosztu kapitału (WACC). Wyceny uzyskane przy wykorzystaniu



modeli dyskontowych są jednak bardzo wrażliwe na zmiany założeń takich jak m.in. długookresowy poziom zysków, stopa wolna od ryzyka lub stop wzrostu w okresie nieobjętym szczegółowymi prognozami finansowymi (okres rezydualny). Co więcej, prognozy nie mogą być określone z całkowitą pewnością; nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować nieważność prognoz finansowych.

Porównawcze modele wyceny polegają na przyjęciu założenia, że spółki o zbliżonym profilu (przede wszystkim działające w tej samej branży) powinny być handlowane ze wskaźnikami wyceny na tym samym lub zbliżonym poziomie. Do najczęściej wykorzystywanych mnożników w modelach wyceny porównawczej należą: cena/zysk (C/Z), wartość przedsiębiorstwa/EBITDA (EV/EBITDA) i cena/wartość księgowa (C/WK). Wśród mocnych stron modeli mnożnikowych możemy podkreślić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wykorzystywane są kluczowe dla inwestorów statystyki. Z drugiej strony, mnożniki są oparte najczęściej na prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte na mnożnikach nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanych wynikach w dłuższej perspektywie czasowej. Wreszcie, wybór odpowiedniej grupy porównawczej może być problematyczny.

Modele majątkowe polegają przede wszystkim na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa poprzez oszacowanie wartości aktywów pomniejszonych o zobowiązania lub poprzez oszacowanie nakładów inwestycyjnych niezbędnych dla odtworzenia majątku przedsiębiorstwa. Zaletą tych modeli jest fakt, że mogą być stosowane nawet wtedy, gdy firma ma krótką historię zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Jednakże ustalenie wartości rynkowej niektórych aktywów, w szczególności wartości niematerialnych, może być trudne. Ponadto modele wyceny majątkowej nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych, ani nie obejmują pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyceny przedsiębiorstwa oparte na wspomnianych modelach wyceny zależą od czynników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, ceny surowców oraz od założeń dotyczących gospodarki. Ponadto nastroje rynkowe wpływają na rynkową wycenę przedsiębiorstw. Wycena opiera się również na oczekiwaniach, które mogą ulec szybkiej i niezapowiedzianej zmianie, w zależności od rozwoju sytuacji w poszczególnych branżach wpływającą na poziom cen docelowych wynikających z modeli wyceny.

Ceny docelowe odnoszą się zazwyczaj do horyzontu 12-miesięcznego. Podlegają one jednak również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie obraz sytuacji. Ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej, niż się spodziewano, lub też mogą wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i wykresach w niniejszym raporcie oznaczamy lata z literą "E", aby zaznaczyć, że przedstawione dane liczbowe są prognozami i szacunkami.

Ceny wykorzystane w analizie są cenami zamknięcia odpowiedniego lokalnego systemu obrotu lub cenami zamknięcia na odpowiednich lokalnych giełdach papierów wartościowych.

Częstotliwość wydawania raportów i ich aktualizacji

Przewiduje się, że każdy z raportów analitycznych będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

W ostatnich 12 miesiącach Pekao Investment Banking S.A. nie sporządziło żadnego raportu dotyczącego emitenta.

ZNACZĄCY INTERES FINANSOWY

Pekao IB S.A. i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej może prowadzić regularny obrót akcjami lub innymi instrumentami finansowymi analizowanej spółki. Pekao IB i/lub inne powiązane z nimi osoby prawne mogą posiadać znaczące otwarte pozycje pochodne na akcjach spółki, które nie są delta neutralne. Banki i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielać analizowanej spółce znaczących pożyczek. Pekao IB i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć istotny interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. Ze względu na fakt, że Pekao IB S.A. i/lub jakkolwiek osoba prawna z nią powiązana jest uprawniona, w zależności od obowiązujących przepisów prawa, do wykonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego, należy dla celów niniejszej informacji przyjąć, że Pekao IB i/lub jakkolwiek osoba prawna z nią powiązana faktycznie wykona takie czynności, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego związanego z analizowaną spółką.

Analizy mogą odnosić się do jednej lub kilku spółek i emitentów przez nie papierów wartościowych. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie przekazywali informacje na potrzeby analiz.

TRANSAKCJE BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ

Analizowana spółka oraz Pekao IB i/lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy mogła zawrzeć w okresie ostatnich 12 miesięcy umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE, w zamian za co Pekao IB i/lub taka osoba prawna należąca do tej samej grupy otrzymała świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty lub zamierza to uczynić. Ze względu na fakt, że Pekao IB lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, umowy o świadczenie usług związanych ze świadczeniem 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 może otrzymać świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty, dla celów niniejszej informacji należy przyjąć, że Pekao IB lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i w rzeczywistości otrzyma takie świadczenie lub obietnicę zapłaty.

DEKLARACJA ANALITYKA

Wynagrodzenie Pekao Investment Banking S.A. lub osób pracujących dla Pekao Investment Banking S.A., które uczestniczyły w przygotowaniu Raportu, nie jest bezpośrednio związane z transakcjami w zakresie usług Pekao Investment Banking S.A. określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcji, które wykonuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, ani z prowizjami maklerskimi, które otrzymuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakkolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

USTALENIA ORGANIZACYJNO-ADMINISTRACYJNE MAJĄCE NA CELU UNIKANIE I ZAPOBIEGANIE KONFLIKTOM INTERESÓW

W celu zapobiegania lub zarządzania konfliktami interesów, Pekao IB i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy ustanowiła formy organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez jej departament zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne (zwane łącznie "Barierami Informacyjnymi") mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem/departamentem Pekao IB i/lub innymi obszarami/departamentami Pekao IB i powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki Bankowości Inwestycyjnej, w tym doradztwo finansowe, działalność na rynku kapitałowym, i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznie i niefizycznie od jednostek związanych z działalnością maklerską polegającą na przyjmowaniu i przekazywaniu oraz wykonywaniu zleceń, jak również od departamentu analiz. W badaniu ujawnia się publicznie dostępne konflikty interesów i inne istotne interesy.



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.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 14.11.2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 15.11.2019, godz. 15:30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 15.11.2019, godz. 17:05.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.



Equity Research

Marcin Gatarz, Dyrektor Departamentu Analiz
+48 22 586-2964, marcin.gatarz@pekaob.pl

Analizy sektorowi

Banki

Jerzy Kosiński, CFA
+48 22 586-2967
jerzy.kosinski@pekaob.pl

Chemia

Krzysztof Kozieł, CFA
+48 22 586-2854
krzysztof.koziel@pekaob.pl

Konsument

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Przemysł

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Górnictwo i metale

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Paliwa

Krzysztof Kozieł, CFA
+48 22 586-2854
krzysztof.koziel@pekaob.pl

Nieruchomości

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Technologie i telekomy

Łukasz Kosiński
+48 22 586-2359
lukasz.kosiński@pekaob.pl

Energetyka

Maksymilian Piotrowski
+48 22 586-2353
maksymilian.piotrowski@pekaob.pl

Strategia rynkowa

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Publication Address

Pekao Investment Banking S.A.
ul. Żwirki i Wigury 31
02-091 Warsaw
Poland

Internet
www.pekaob.pl