

## IMC S.A.

### Na wschodzie zmiany...

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe oraz wycenę spółki IMC zmieniając rekomendację na Kupuj i podwyższając cenę docelową do PLN 22.56 za akcję. Tak jak w przypadku poprzedniego raportu, który opublikowaliśmy w lipcu, również tym razem założenia dotyczące kosztu kapitału miały największy wpływ na wycenę spółki, jednak tym razem zmiana miała kierunek pozytywny. W dalszym ciągu zakładamy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Ukrainy na poziomie 30% w 2023 r., 20% w 2024 r. i 7% później oraz premię za ryzyko w wysokości 20% w 2023 i 10% później, ale tym razem model DCF obejmuje okres od 2023 do 2029 co przy bardzo wysokich stopach dyskonta sprzyja wyższej wycenie. Ostatni sukces ukraińskiej armii na froncie Charkowskim oraz planowana kontrofensywa na kierunku Chersońskim dają nadzieję na szybsze zakończenie wojny w sposób pomyślny dla Ukrainy, więc spadek dyskonta za ryzyko geopolityczne widzimy jako uzasadniony. Choć na tę chwilę widać mocny powiew optymizmu to do końca nikt nie jest w stanie przewidzieć jak dalej potoczą się losy konfliktu, dlatego niniejsza analiza, włączając w to prognozy finansowe, odpowiada jednemu scenariuszowi wydarzeń, zakładającemu że wojna zakończy się przed końcem 2023 r. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę dynamikę wydarzeń na froncie, interesy szeroko pojętych stron zaangażowanych w konflikt oraz zmieniające się warunki makroekonomiczne w tym dostępność surowców energetycznych, przestrzegamy że ryzyko realizacji innego scenariusza niż przyjęty w niniejszym raporcie jest wysokie.

Z punktu widzenia przepływów operacyjnych, obecnie nie mamy podstaw do znaczącej zmiany prognoz w stosunku do lipcowego raportu mimo, wydawać by się mogło, ważnego dla ukraińskich spółek rolniczych, odblokowania portów na Morzu Czarnym. Według doniesień prasowych, dodatkowe wolumeny sprzedawane przez notowane na GPW ukraińskie spółki rolnicze drogą morską są marginalne, z uwagi na bardzo wysokie dyskonto (do USD 100/t) jakie jest oferowane za ukraińskie zboże w porównaniu do cen globalnych. Dyskonto pokrywa dużo wyższe stawki ubezpieczenia, dodatkowe 7 do 9 dni na kontrole bezpieczeństwa w Stambule oraz premię armatora za ryzyko, gdyż nie wszyscy decydują się na operowanie w warunkach wojennych. Zastosowanie niższych cen do wyliczenia zysku na przeszacowaniu aktywów rolniczych w 2Q22 miało charakter rachunkowy i w warunkach ograniczonej sprzedaży nie ma znaczącego wpływu na ostateczny kształt wyceny akcji IMC.

mIn USD	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Sprzedaż	161	182	84	252	166	167
EBITDA	71	110	35	109	63	68
Zysk netto	32	79	2	67	32	37
DPS (PLN)	0.8	3.6	0.0	0.0	3.6	3.6
C/Z (x)	3.5	2.9	57.1	1.8	3.7	3.2
EV/EBITDA (x)	3.2	3.6	9.7	1.6	2.7	2.4
Stopa dywidendy (%)	5%	11%	0%	0%	21%	21%

Source: IMC, BM Pekao

**Kupuj** (poprzednio: Sprzedaj)

**Cena docelowa** **PLN 22.56**

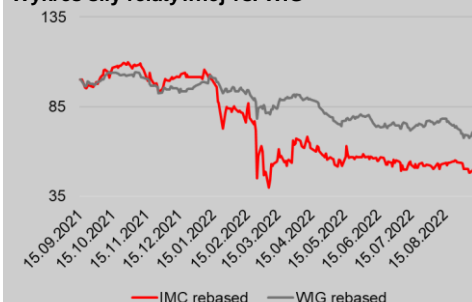
Poprzednio PLN 13.33

**Potencjał wzrostu** **+32.7%**

Cena na 15 września 2022

PLN 17.00

Wykres siły relatywnej vs. WIG



#### INFORMACJE OGÓLNE

Reuters/Bloomberg	IMC.WA/IMC.PW
Akcje w wolnym obrocie (%)	20.7
Kapitalizacja (mln zł)	564
Liczba akcji (mln)	33.2

**Akcjonariat** Oleksandr Petrov 81.47%

Krzysztof Kozieł, CFA

[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)



## Aktualizacja prognoz i wyceny

### Aktualizacja prognoz finansowych

W niniejszym raporcie zmieniamy nasze prognozy finansowe dla IMC głównie ze względu na gorszy od oczekiwanego zaraportowany wynik finansowy w 2Q22. Tak jak kilkakrotnie wspominaliśmy, wynik finansowy w 2022 r. a zwłaszcza w 2Q22 ma charakter rachunkowy i w warunkach ograniczonego eksportu będzie składał się w większości z zysku na przeszacowaniu aktywów biologicznych. Ten z kolei opiera się na cenach zbóż z dyskontem wobec cen rynkowych, odzwierciedlających problemy ukraińskiego eksportu morskiego. W związku z naszymi założeniami dotyczącymi niskiej sprzedaży wolumenowej w 2022 i dużo wyższej skumulowanej sprzedaży w 2023 r., gorsze obecne warunki cenowe i niższy zysk na przeszacowaniu nie ma większego znaczenia dla końcowej wyceny akcji spółki IMC (oprócz efektu wartości pieniądza w czasie, który w środowisku wysokich stóp procentowych i premii za ryzyko mocno zniekształca zdyskontowane przepływy pieniężne).

Po wypchnięciu Rosjan z Kijowa i regionu Poławy, Sum, Czernichowa i Charkowa kluczowym problemem ukraińskich spółek rolniczych pozostawały ograniczenia w eksporcie. 22 lipca 2022 Rosja, Ukraina i Turcja podpisały porozumienia stambulskie, które gwarantują bezpieczny, morski transport zbóż z portów w Odessie, Czarnomorsku i Jużnym. Porozumienie miało na celu zmniejszyć presję na ceny zbóż i zapobiec fali głodu, która mogłaby dotknąć biedniejsze państwa świata, zależne od importu żywności. Według zapisów umowy, w Stambule powstała czterostronna (Ukraina, Rosja, Turcja, ONZ) komisja, której zadaniem jest inspekcja statków pod kątem potencjalnego dostarczania broni na Ukrainę. Porozumienie zostało zatwierdzone na okres 120 dni (do połowy listopada) z możliwością jego przedłużenia przez strony umowy. We wrześniu Władimir Putin zapowiedział dalsze rozmowy z Turcją na temat zmiany kształtu porozumienia. Stwierdził, że do krajów rozwijających się, trafiły tylko 2 z 87 statków, które w większości płyną do Europy, wbrew założeniom porozumienia. Według wypowiedzi medialnych, prezydent Turcji Recep Erdoğan zgadza się tą diagnozą. Ciekawym rozwiązaniem, które mogłoby odwieść Rosję od zmiany warunków porozumienia a jednocześnie zagwarantować większe bezpieczeństwo korytarza morskiego wykorzystywanego do eksportu zbóż jest ostatnia propozycja ONZ, która stara się przywrócić eksport amoniaku przez port w Odessie. Po wybuchu wojny rurociąg, którym Rosja przesyłała amoniak przez terytorium Ukrainy do portu w Odessie został zamknięty (-2.5mtpa). Transport tą samą drogą towarów, które produkują obie strony konfliktu mógłby prowadzić do poprawy bezpieczeństwa i tym samym spadku kosztów ubezpieczeń i transportu.

Po otwarciu portów pod koniec lipca 2022 eksport produkcji rolniczej wzrósł do 4.5mn ton w sierpniu z 2.7mn ton w lipcu. Według Mykoli Solskiego, Ministra Rolnictwa, eksport produkcji rolniczej może wzrosnąć do 6-6.5mn ton w październiku. Reuters pisze, że ten cel może wymagać zakontraktowania większych statków, co może być ambitnym zadaniem, biorąc pod uwagę że nie wszyscy armatorzy chcą pływać w regionie prowadzonych działań wojennych. Mimo tego, że istnieją na rynku polisy dla statków operujących w tamtym regionie, właściciele statków nie chcą wystawiać na ryzyko zarówno załóg jak i samych statków. Dodatkowym problemem z punktu widzenia spółek, które w odróżnieniu od małych rolników mają możliwość magazynowania zbiorów, są warunki na jakich globalni traderzy chcą kupować ukraińskie zboże. Według doniesień prasowych, dyskonto oferowane Ukraińskim spółkom rolniczym jeszcze kilka tygodni temu było zbyt wysokie aby myśleć o zwiększeniu skali eksportu.



W dalszym ciągu zakładamy, że sprzedaż zbóż przez IMC w okresie od 3Q22 do końca 4Q22 sięgnie ok. 20 tys. ton zbóż miesięcznie w porównaniu do ok. 60 tys. na m-c rok temu. Spowoduje to znaczący spadek przychodów, skokowy przyrost zapasów na bilansie a co za tym idzie niewielki przyływ gotówki. Nasz scenariusz zakłada, że od początku 2023 r. porty Ukraińskie zostaną odblokowane a IMC będzie mogła wyeksportować bieżącą produkcję i zgromadzony w 2021/2022 r. zapas. Zwracamy uwagę, że w stosunku do naszego scenariusza istnieją ryzyka w górę jak i w dół. **Odblokowanie portów nie musi być tożsame z zakończeniem wojny**, a widoczna presja i mediacje Turcji i ONZ mogą doprowadzić do wcześniejszego rozwiązania problemu. Z drugiej strony, jeśli wojna będzie się przeciągać na 2023 r. a Rosja nie będzie chciała pójść na żadne ustępstwa w tej kwestii, niska sprzedaż może w pewnym momencie zagrażać płynności finansowej spółek rolniczych i rzutować na kampanię siewną w 2023 roku.

Warto również zaznaczyć, że pozytywny wynik EBITDA który spółka prawdopodobnie zaksięguje w 2022 r. wynika z przeszacowania produkcji biologicznej w 2Q22. Zwracamy uwagę, że jest to wyłącznie wynik memoriałowy, wynikający z zasad rachunkowości i nie jest tożsamy z przepływami pieniężnymi, które dużo lepiej pokazują jak tak naprawdę wygląda pozycja finansowa spółki. Dość pokaznemu wynikowi EBITDA w 2022 r. roku będzie towarzyszyć wysoki wzrost zapasów co będzie widoczne w niskim poziomie gotówki na koniec roku. Wraz z oczekiwanym odblokowaniem portów w 2023 r. i sprzedaży zapasów, sytuacja w przyszłym roku będzie wyglądała odwrotnie – w miarę standardowemu poziomowi EBITDA będzie towarzyszyć ponad proporcjonalna generacja przepływów operacyjnych.

#### IMC: rewizja prognoz finansowych

USD mln	2022E			2023E			2024E		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica
Przychody	84.5	86.1	-1.9%	251.9	250.5	0.6%	165.5	165.5	n/a
EBITDA	34.7	63.7	-45.5%	109.1	79.2	37.7%	62.5	62.5	n/a
EBIT	10.2	39.2	-74.0%	84.5	54.7	54.5%	38.0	38.0	n/a
Zysk netto	2.1	28.2	-92.6%	66.6	41.5	60.5%	32.3	32.3	n/a
<b>Areal (ha)</b>									
Kukurydza	50,200	50,200	0.0%	69,600	69,600	0.0%	69,600	69,600	n/a
Słonecznik	19,200	19,200	0.0%	22,036	22,036	0.0%	22,036	22,036	n/a
Pszenica	18,300	18,300	0.0%	25,050	25,050	0.0%	25,050	25,050	n/a
<b>Ceny benchmarkowe (USD/tona)</b>									
Kukurydza	280	280	0.0%	233	233	0.0%	213	213	n/a
Słonecznik	700	700	0.0%	598	598	0.0%	497	497	n/a
Pszenica	330	330	0.0%	228	228	0.0%	206	206	n/a
<b>Plony (ton/ha)</b>									
Kukurydza	9.5	9.5	0.0%	9.5	9.5	0.0%	9.5	9.5	n/a
Słonecznik	3.5	3.5	0.6%	3.5	3.5	0.6%	3.5	3.5	n/a
Pszenica	5.7	5.7	0.0%	5.7	5.7	0.0%	5.7	5.7	n/a

Źródło: Spółka, BM Pekao



**IMC: model DCF**

**WACC calculation**

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Year
Risk free rate	30.0%	20.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Equity risk premium	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Leveraged beta	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Cost of equity</b>	<b>54.3%</b>	<b>30.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>
Cost of debt	32.0%	22.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>28.8%</b>	<b>19.8%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>
Net debt / Equity	24%	0%	0%	0%	0%	0%	0.0%
Gearing (D/D+E)	19%	0%	0%	0%	0%	0%	0.0%
<b>WACC</b>	<b>49.4%</b>	<b>30.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>

**IMC: DCF valuation**

(USD mn)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Year
Revenues	252	166	167	169	172	175	178
EBIT	85	38	43	45	47	49	52
Taxes on EBIT	-7	-4	-4	-4	-5	-5	-5
<b>NOPAT</b>	<b>77</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>46</b>
Depreciation and assets write-offs	25	25	25	25	25	25	25
Change in NWC	91	2	-1	-1	-1	-1	-2
Capital expenditures	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
<b>FCFF</b>	<b>182</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>59</b>
<i>Terminal value growth</i>							2.0%
Terminal value							403.9
<i>Discount factor</i>	<i>0.67</i>	<i>0.51</i>	<i>0.44</i>	<i>0.38</i>	<i>0.32</i>	<i>0.27</i>	<i>0.23</i>
Discounted free cash flow - Dec 31 2022	122.2	26.1	23.3	20.3	17.9	15.8	108.8
<b>Enterprise value - Dec 31 2022</b>	<b>334</b>						
Net debt	47						
Liabilities as to right-of-use assets (leasing)	171						
<b>Equity value - Dec 31 2022</b>	<b>117</b>						
Number of shares (mn)	33						
<b>12M target price per share (USD)</b>	<b>4.8</b>						
<b>12M target price per share (PLN)</b>	<b>22.56</b>						
Share price as of 15.09.2022 (PLN)	17.00						
<i>Upside/Downside vs. current price</i>	<i>32.7%</i>						
Revenues growth	-53%	-34%	1%	2%	2%	2%	2%
EBIT margin	33.6%	22.9%	26.0%	26.7%	27.5%	28.2%	29%
Tax rate	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10%
Capex/revenues	4.0%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	6%
Capex/depreciation	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%	40.8%	41%

**Sensitivity of 12M target price per share to Terminal value growth & RFR (PLN p.s.)**

Terminal value growth/WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
<b>7%</b>	28.4	29.0	29.7	30.4	32.0	33.8	35.9
<b>15%</b>	25.6	26.2	26.9	27.6	29.1	30.9	33.0
<b>30%</b>	20.7	21.2	21.9	22.6	24.1	25.8	27.8
<b>35%</b>	19.1	19.7	20.3	21.0	22.5	24.2	26.2
<b>40%</b>	17.5	18.1	18.8	19.4	20.9	22.6	24.6

Źródło: BM Pekao



### Aktualizacja wyceny

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 związane z wojną, premia za ryzyko rynkowe oraz 3. Ograniczoną liczbę prognoz dla spółek porównywalnych o podobnym profilu produkcji, ryzykach, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych

### Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Tak jak pisaliśmy w poprzednich raportach na IMC, uważamy ją za nieoptymalną do celów wyznaczenia wartości godziwej IMC a trwająca wojna jeszcze bardziej utwierdza nas w tym przekonaniu. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych. W celu ustalenia ceny docelowej posługujemy się mnożnikami na lata 2022 - 2024 (mediana dla grupy porównawczej) i naszymi prognozami dla IMC na te lata. Wynik wyceny opartej o mnożniki wskazuje na 12- miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie PLN 32.70.

#### IMC: Wycena porównawcza

Company name	Ticker	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
COSTA GROUP HOLDINGS LTD	CGC AU Equity	19.2	14.1	12.7	6.1	5.8	5.4
ADECOAGRO SA	AGRO US Equity	6.6	6.2	11.3	3.6	3.2	3.7
SIPEF NV	SIP BB Equity	5.7	8.2	8.3	3.1	4.0	3.9
SLC AGRICOLA SA	SLCE3 BZ Equity	7.3	7.3	8.3	4.9	4.9	5.0
ASTARTA HOLDING NV	AST PW Equity	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KERNEL HOLDING SA	KER PW Equity	3.6	n.a.	1.3	3.4	7.9	2.5
<b>Mediana</b>		<b>6.6</b>	<b>7.8</b>	<b>8.3</b>	<b>3.6</b>	<b>4.9</b>	<b>3.9</b>
<b>Implied value of one share as of multiple (PLN)</b>		<b>1.97</b>	<b>73.92</b>	<b>38.13</b>	<b>-13.19</b>	<b>67.91</b>	<b>27.47</b>

Źródło: BM Pekao, Bloomberg





## 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 wpływu 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 znaczącym 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.** IMC, podobnie jak inne spółki operujące w tej branży na Ukrainie, opiera swoją działalność na długoterminowych umowach dzierżawy ziemi. Od wielu lat oczekiwane jest zniesienie moratorium na handel ziemią rolną na Ukrainie. W przypadku wystąpienia takiego zdarzenia IMC przysługiwałoby prawo pierwokupu ziemi, na której prowadzi działalność rolną. Mogłoby to jednak wymagać wysokich wydatków negatywnie wpływających na wielkość zadłużenia spółki oraz sentyment inwestorów.

**Zmiany prawne i ograniczenia regulacyjne.** Wśród ryzyk związanych z potencjalnymi zmianami prawnymi na Ukrainie wskazalibyśmy przede wszystkim te dotyczące opodatkowania podmiotów prowadzących działalność rolną. Obecnie 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%.

**Inwazja Rosji na Ukrainę.** Od 24 lutego 2022 roku Ukraina toczy wojnę z rosyjskim okupantem na terenie swojego kraju. Jeden z wczesnych frontów przebiegał na północny wschód od Kijowa, w regionie Sum, Czernichowa i Połtawy, gdzie IMC prowadzi działalność. Obecnie działania zbrojne są prowadzone na froncie wschodnim, ale istnieje zawsze ryzyko, że dojdzie do ponownego otwarcia ataku na innych kierunkach.

## Prognozy finansowe - tabela

### IMC: prognozy finansowe - podsumowanie

Rachunek zysków i strat (USD mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Przychody</b>	<b>161</b>	<b>182</b>	<b>84</b>	<b>252</b>	<b>166</b>	<b>167</b>
Zysk na zmianie wartości aktywów biologicznych	77	113	49	74	69	69
<b>EBITDA</b>	<b>71</b>	<b>110</b>	<b>35</b>	<b>109</b>	<b>63</b>	<b>68</b>
<b>EBIT</b>	<b>50</b>	<b>86</b>	<b>10</b>	<b>85</b>	<b>38</b>	<b>43</b>
Saldo na działalności finansowej	-18	-6	-8	-11	-2	-2
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>32</b>	<b>80</b>	<b>2</b>	<b>74</b>	<b>36</b>	<b>41</b>
Podatek	0	-1	0	-7	-4	-4
<b>Zysk netto</b>	<b>32</b>	<b>79</b>	<b>2</b>	<b>67</b>	<b>32</b>	<b>37</b>
<b>EPS (USD)</b>	<b>0.96</b>	<b>2.37</b>	<b>0.06</b>	<b>2.01</b>	<b>0.97</b>	<b>1.12</b>

Bilans (USD mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>117</b>	<b>178</b>	<b>208</b>	<b>270</b>	<b>274</b>	<b>283</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	18	29	4	155	161	170
Pozostałe	99	150	204	115	112	113
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>163</b>	<b>236</b>	<b>226</b>	<b>223</b>	<b>220</b>	<b>216</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	66	64	55	52	48	45
Pozostałe	97	171	171	171	171	171
<b>Aktywa</b>	<b>280</b>	<b>414</b>	<b>435</b>	<b>493</b>	<b>494</b>	<b>500</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>138</b>	<b>192</b>	<b>194</b>	<b>260</b>	<b>261</b>	<b>268</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>142</b>	<b>222</b>	<b>241</b>	<b>233</b>	<b>232</b>	<b>232</b>
Długoterminowe zobowiązania finansowe	86	155	155	155	155	155
Krótkoterminowe zobowiązania finansowe	46	47	67	57	57	57
Zobowiązania handlowe	1	3	2	4	3	3
Pozostałe	10	17	17	17	17	17
<b>Pasywa</b>	<b>280</b>	<b>414</b>	<b>435</b>	<b>493</b>	<b>494</b>	<b>500</b>
Dług netto (wraz z leasingiem)	113	173	218	57	51	42
Dług netto	14	2	47	-114	-120	-129

Przepływy pieniężne (USD mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Zysk netto	32	79	2	67	32	37
Amortyzacja	20	25	25	25	25	25
Pozostałe (wraz ze zmianą kapitału obrotowego)	8	-36	-56	91	2	-1
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>-29</b>	<b>182</b>	<b>59</b>	<b>61</b>
Nakłady pieniężne	-7	-7	-4	-10	-10	-10
Pozostałe	1	1	0	0	0	0
<b>Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
Dywidenda	-7	-31	0	0	-31	-31
Pozostałe	-31	-19	9	-21	-11	-11
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>9</b>	<b>-21</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>
Przepływy pieniężne netto	13	11	-24	151	6	9
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>4</b>	<b>155</b>	<b>161</b>	<b>170</b>
DPS (USD)	0.21	0.94	0.00	0.00	0.94	0.94

Zmiana rdr	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	-5%	13%	-53%	198%	-34%	1%
EBITDA	81%	56%	-68%	214%	-43%	8%
EBIT	231%	70%	-88%	729%	-55%	14%
Zysk netto	333%	148%	-97%	3082%	-52%	16%
EPS	333%	148%	-97%	3082%	-52%	16%

Wskaźniki rentowności	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>EBITDA</b>	<b>43.9%</b>	<b>60.6%</b>	<b>41.1%</b>	<b>43.3%</b>	<b>37.8%</b>	<b>40.7%</b>
EBIT	31.2%	47.1%	12.1%	33.6%	22.9%	26.0%
marża netto	19.6%	43.3%	2.5%	26.4%	19.5%	22.4%
<b>ROE</b>	<b>22.9%</b>	<b>41.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>25.6%</b>	<b>12.4%</b>	<b>13.9%</b>

Wskaźniki bilansowe	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
BVPS (USD)	4.2	5.8	5.8	7.8	7.9	8.1
Dług netto/EBITDA	1.6	1.6	6.3	0.5	0.8	0.6
Dług netto/kapitał własny	95.0%	105.5%	114.7%	81.5%	81.1%	79.3%

Źródło: Spółka, BM Pekao



## SECTOR ANALYSTS

**Director & Chief Analyst  
Mining, Construction & Real Estate**  
Tomasz Duda  
[tomasz.duda2@pekao.com.pl](mailto:tomasz.duda2@pekao.com.pl)

**CEE Banking & Financials**  
Jerzy Kosiński, CFA  
[jerzy.kosinski2@pekao.com.pl](mailto:jerzy.kosinski2@pekao.com.pl)

**Polish Banking & Financials**  
Michał Fidelus  
[michal.fidelus@pekao.com.pl](mailto:michal.fidelus@pekao.com.pl)

**Chemicals, Oil & Gas**  
Krzysztof Kozieł, CFA  
[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

**E-commerce, Car Parts Distribution**  
Maksymilian Piotrowski  
[maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl](mailto:maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl)

**IT, Video Games**  
Emil Popławski  
[emil.poplawski@pekao.com.pl](mailto:emil.poplawski@pekao.com.pl)

**Utilities, Biotechnology**  
Marcin Górnik  
[marcin.gornik@pekao.com.pl](mailto:marcin.gornik@pekao.com.pl)

**Telecommunication**  
Konrad Musiał  
[konrad.musial@pekao.com.pl](mailto:konrad.musial@pekao.com.pl)

**Foreign Markets:**  
Patryk Olszanowski, CFA  
[patryk.olszanowski@pekao.com.pl](mailto:patryk.olszanowski@pekao.com.pl)

Damian Szparaga, CFA  
[damian.szparaga@pekao.com.pl](mailto:damian.szparaga@pekao.com.pl)

Maciej Madej  
[maciej.madej@pekao.com.pl](mailto:maciej.madej@pekao.com.pl)

## INVESTMENT ANALYSIS OFFICE

**Market Projections**  
Piotr Kaźmierkiewicz  
[piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl)

**Technical Analyst**  
Bartosz Kulesza  
[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

## CONTACT AND PUBLICATION ADDRESS

**Pekao Brokerage Office**  
ul. Wołoska 18  
02-675 Warsaw  
Poland  
[bm@pekao.com.pl](mailto:bm@pekao.com.pl)

**Internet**  
[www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)



## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

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

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

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

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

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

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

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

### INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu



ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

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

#### UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta SA 3; Asseco Poland 3; CCC 3; CD Projekt 3; Cyfrowy Polsat 3; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; Mercator 3; Orange Polska 3; PGE 3; PGNiG 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Krzysztof Kozieł	Ekspert, Analityk	IMC	-	-	-	-

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

#### WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 15.09.2022

Data i godzina zakończenia sporządzania raportu: 16.09.2022, godz. 07:45.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 16.09.2022, godz. 07:55.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.