

05.10.2022 09:45

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	30
Wycena DCF [PLN]	36
Wycena porównawcza [PLN]	23
Cena rynkowa [PLN]	34,8
Pot.wzrostu/spadku [%]	-12,82%
Kapitalizacja [mln PLN]	82,4
Free float [mln PLN]	32,3
Sektor	BUDOWNICTWO PRZEMYSŁOWE
Kod GPW	PRM
Bloomberg	PRM PW

Analityk:
Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

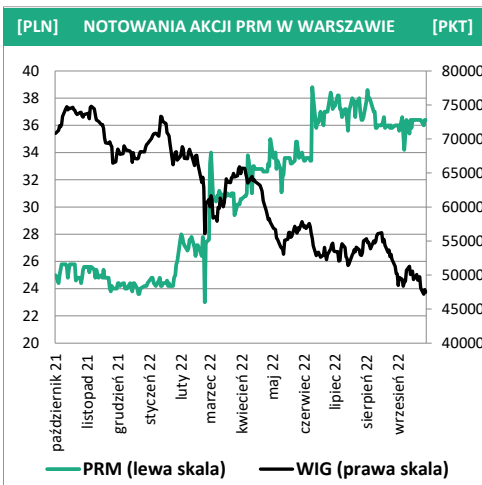
Profil Spółki:

Firma inżynierska, która specjalizuje się w kompleksowym projektowaniu oraz realizacji inwestycji budowlanych. Uczestniczy też w organizacji i zarządzaniu inwestycją pełniąc funkcję doradcy, dewelopera, inwestora zastępczego, inspektora nadzoru inwestorskiego, inżyniera kontraktu FIDIC, czy też generalnego realizatora inwestycji. Świadczy również usługi konsultingowe w zakresie realizacji kontraktów finansowanych z funduszy

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze : [%]

Steven Trappan	42,46
PTE PZU S.A.	12,10
Jean Jaques Alphandery oraz APUS SA	6,20
Pozostali	39,24



PROCHEM SA

raport analityczny

W kontrze do rynku

Wyniki Prochem-u za I półrocze 2022 nawet biorąc pod uwagę trudną i nieprzewidywalną sytuację na rynku, ciężko uznać za zadowalające. Przy zbliżonych do ubiegłorocznych przychodach w wysokości 102,9 mln zł (-2,9% r/r), Spółka odnotowała spadek zysku brutto ze sprzedaży z 10,3 do 6,5 mln zł (-37,1% r/r) oraz stratę na poziomie operacyjnym w wysokości 3,7 mln zł w porównaniu do 4,1 mln zł zysku w analogicznym okresie ubiegłego roku. Dodatni wynik netto w wysokości 0,5 mln zł został osiągnięty dzięki sprzedaży kompleksu biurowego Astrum Business Park w Warszawie.

Podczas gdy większość spółek notowanych na GPW od początku roku zaliczyła solidne spadki, notowania Prochemu opierają się temu trendowi pozostając na kursie stabilnie-wzrostowym. W naszej ocenie, za Spółką stoją solidne fundamenty w postaci bogatego portfela kontraktów oraz silnej branży chemicznej, która mimo wielu zawirowań na rynku radzi sobie nadzwyczaj dobrze. W obliczu rosnących kosztów surowców i materiałów budowlanych, wyzwaniem dla Spółki w najbliższym okresie mogą być kontrakty realizowane w formie generalnego wykonawstwa zawarte w ubiegłym roku i wcześniej. Prawdopodobnie będą one podlegały renegocjacji, natomiast kierując się ostrożnościowymi zasadami sporządzania wyceny, biorąc pod uwagę wyniki pierwszego półrocza, uwzględniając wzrost premii za ryzyko dla kraju a także znaczny spadek mnożników spółek z grupy porównawczej, korygujemy nasze poprzednie prognozy i obniżamy cenę docelową z 37 do 30 zł na koniec 2022 roku.

[mln PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	248	238	245	260	268	276
EBITDA	11,5	3,4	7,8	9,7	10,9	13,6
<i>marża EBITDA</i>	4,6%	1,4%	3,2%	3,8%	4,1%	4,9%
EBIT	4,7	-1,1	2,6	4,2	5,1	7,4
Wynik netto	6,3	2,7	3,8	5,5	6,4	8,5
Kapitał własny	102,8	105,7	110,5	116,4	123,2	132,2
Dług netto	13,0	-12,1	-11,3	-19,3	-27,8	-26,6
P/E	13,1	30,8	21,6	14,9	12,8	9,7
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,3	20,7	9,1	6,5	5,0	4,1
EPS	2,7	1,1	1,6	2,3	2,7	3,6

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Spis treści

OSTATNIE WYDARZENIA	3
PODSUMOWANIE WYNIKÓW ZA 2021 ROK	3
ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	5
WYCENA	7
PROGNOZY FINANSOWE.....	10
ESG	12
CZYNNIKI RYZYKA	14
WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW	16
INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE	16

OSTATNIE WYDARZENIA

- 05.09.2022 (ESPI RB 20/2022) Zawarcie znaczącej umowy.
Zarząd PROCHEM S.A. z siedzibą w Warszawie, informuje, że w dniu 05 września 2022 r. otrzymał podpisaną przez BIOAGRA S.A. umowę o generalną realizację inwestycji obejmującej budowę instalacji pod nazwą "Instalacja do odzysku ciepła technologicznego i wykorzystania go w dalszym ciągu technologicznym". (...)
- 15.07.2022 (ESPI RB 12/2022) Podpisanie listu intencyjnego.
Zarząd spółki PROCHEM S.A. z siedzibą w Warszawie, w nawiązaniu do raportu nr 15 / 2019 z dnia 06 listopada 2019 r., informuje, że w dniu 15 lipca 2022 r., Emitent zawarł z FOOSUNG POLAND sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach umowę na wykonanie prac projektowych i pełnienie roli Generalnego Realizatora Inwestycji dla budowy zakładu produkującego składniki wykorzystywane w budowie akumulatorów litowo-jonowych do samochodów elektrycznych w Kędzierzynie-Koźlu (dalej jako "Inwestycja"). (...)
- 22.06.2022 (ESPI RB 9/2022) Zawarcie umowy na prace projektowe.
Zarząd PROCHEM S.A. z siedzibą w Warszawie, informuje, że w dniu 22 czerwca 2022 r., ze spółką PCC Exol S.A. z siedzibą w Brzegu Dolnym (dalej jako "Inwestor") została podpisana umowa na wykonanie dokumentacji projektowej dla zadania o nazwie "Instalacja do filtracji produktów oksyalkilenowania". (...)
- 09.06.2022 (ESPI RB 8/2022) Zawarcie umowy sprzedaży nieruchomości przez jednostkę współzależną (współkontrolowaną).
Zarząd PROCHEM S.A. z siedzibą w Warszawie, w nawiązaniu do informacji bieżącej przekazanej w raporcie nr 5 / 2022 z dnia 01 marca 2022 r. informuje, że w dniu 08 czerwca 2022 r. jednostka współzależna (współkontrolowana) Emitenta - Irydion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, zawarła - jako sprzedający - umowę sprzedaży nieruchomości gruntowej położonej w Warszawie, przy ul. Łopuszańskiej 95 wraz ze zlokalizowanymi na tej nieruchomości kompleksem biurowym Astrum Business Park, parkingiem oraz infrastrukturą (dalej jako "Nieruchomość"), stanowiącej własność Irydion sp. z o.o. (...)

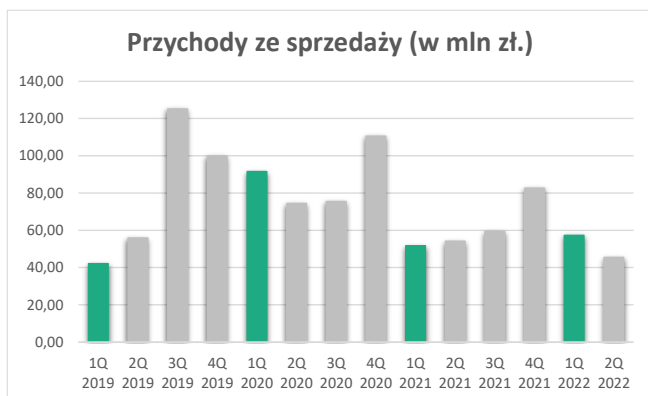
PODSUMOWANIE WYNIKÓW ZA I PÓŁROCZE 2022

W pierwszym półroczu 2022 roku PROCHEM odnotował niewielki spadek (-2,9%) przychodów ze sprzedaży w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Analizując wyniki już na pierwszym poziomie zysku widać, że wzrost cen materiałów budowlanych wywarł istotny wpływ na rentowność realizowanych kontraktów. Zysk brutto ze sprzedaży spadł z 10,3 mln zł w I połowie 2021 do 6,5 mln zł (-37,1%). Spółce nie udało się utrzymać wysokich marż z 2021 roku – spadek marży brutto z 9,77 % do 6,33%, marży EBITDA z 7,02% do -0,27% oraz marży netto z 3,28% do 0,44%. Uwagę zwraca również wzrost pozostałych przychodów operacyjnych z 346 do 844 tys. zł oraz pozostałych kosztów operacyjnych z 7 tys. zł do 3,42 mln zł w pierwszym półroczu 2022. Tak znaczący wzrost kosztów przełożył się na wyraźny spadek zysku operacyjnego z 4,14 mln zł do -3,72 mln zł. Dodatni wynik na poziomie netto w wysokości 457 tys. zł jest rezultatem transakcji sprzedaży kompleksu biurowego Astrum Business Park

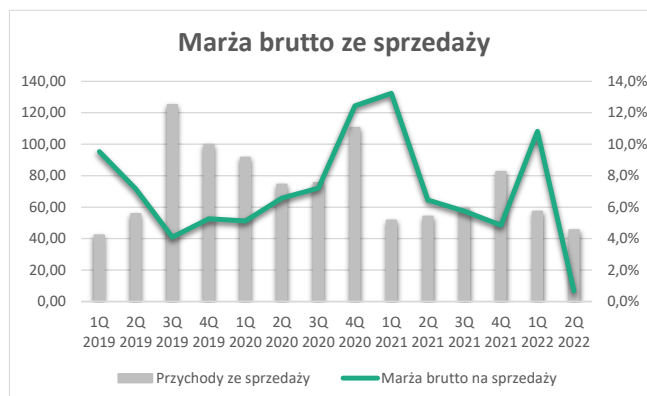
w Warszawie, która przyniosła Spółce zysk w kwocie 3,73 mln zł i znacząco poprawiła pozycję gotówkową.

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022
Przychody ze sprzedaży	42 175,0	55 869,0	125 182,0	99 797,0	91 631,0	74 450,0	75 536,0	110 590,0	51 768,0	54 127,0	59 337,0	82 616,0	57 321,0	45 530,0
Przychody ze sprzedaży usług	40 220,0	55 370,0	124 943,0	98 670,0	91 279,0	73 650,0	74 227,0	109 835,0	50 393,0	54 902,0	58 391,0	82 082,0	56 614,0	45 256,0
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	1 955,0	499,0	239,0	1 127,0	352,0	800,0	1 309,0	755,0	1 375,0	-775,0	946,0	534,0	707,0	274,0
Zysk brutto ze sprzedaży	4 018,0	3 996,0	5 126,0	5 243,0	4 688,0	4 898,0	5 447,0	13 761,0	6 849,0	3 494,0	3 408,0	4 002,0	6 199,0	3 080,0
Pozostałe przychody operacyjne	85,0	91,0	136,0	1 782,0	119,0	760,0	190,0	2 205,0	348,0	-2,0	1 112,0	1 330,0	112,0	732,0
SG&A	3 036,0	3 383,0	3 388,0	4 211,0	3 450,0	3 753,0	4 229,0	4 610,0	3 237,0	4 081,0	3 815,0	4 671,0	3 599,0	7 472,0
Koszty ogólnego zarządu	3 025,0	3 360,0	3 107,0	3 245,0	3 433,0	3 622,0	3 866,0	3 731,0	3 230,0	4 081,0	3 463,0	4 125,0	3 461,0	4 192,0
Pozostałe koszty operacyjne	11,0	23,0	281,0	966,0	17,0	131,0	363,0	879,0	7,0	0,0	352,0	546,0	138,0	3 280,0
EBITDA	2 593,0	1 863,0	3 291,0	4 367,0	2 885,0	4 486,0	2 993,0	12 988,0	5 592,0	1 838,0	1 625,0	2 441,0	4 422,0	-4 702,0
EBIT	1 067,0	704,0	1 874,0	2 814,0	1 357,0	2 920,0	1 408,0	11 356,0	3 960,0	187,0	-71,0	661,0	2 712,0	-6 432,0
Przychody finansowe	148,0	193,0	274,0	1 228,0	322,0	101,0	79,0	345,0	167,0	67,0	119,0	1 465,0	224,0	1 125,0
Koszty finansowe	577,0	351,0	338,0	811,0	552,0	958,0	390,0	538,0	509,0	665,0	192,0	1 230,0	556,0	822,0
Udział w zysku js	569,0	1 169,0	91,0	1 559,0	-1 015,0	1 514,0	509,0	1 400,0	849,0	1 656,0	168,0	2 560,0	832,0	4 219,0
Zysk brutto	1 207,0	1 715,0	1 901,0	4 878,0	172,0	3 577,0	1 606,0	12 563,0	3 429,0	1 239,0	24,0	3 456,0	3 212,0	-1 876,0
Zysk netto za okres	990,0	1 590,0	1 571,0	3 892,0	-434,0	3 139,0	1 192,0	10 111,0	2 476,0	998,0	-105,0	2 911,0	2 030,0	-1 573,0
Marża brutto na sprzedaży	9,5%	7,2%	4,1%	5,3%	5,1%	6,6%	7,2%	12,4%	13,2%	6,5%	5,7%	4,8%	10,8%	0,7%
Marża EBITDA	6,1%	3,3%	2,6%	4,4%	3,1%	6,0%	4,0%	11,7%	10,8%	3,4%	2,7%	3,0%	7,7%	-10,3%
Marża netto	2,3%	2,8%	1,3%	3,9%	-0,5%	4,2%	1,6%	9,1%	4,8%	1,8%	-0,2%	3,5%	3,5%	-3,5%

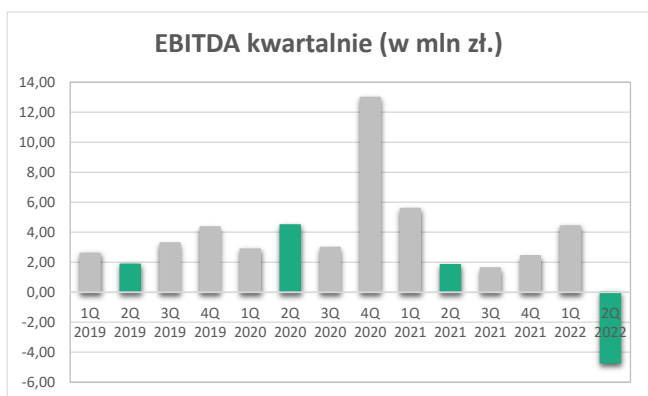
Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe



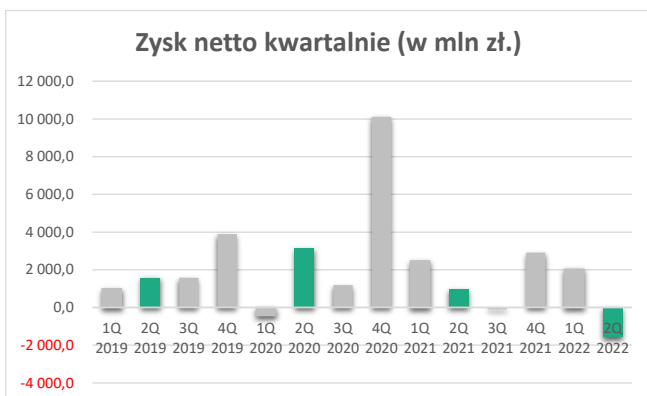
źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



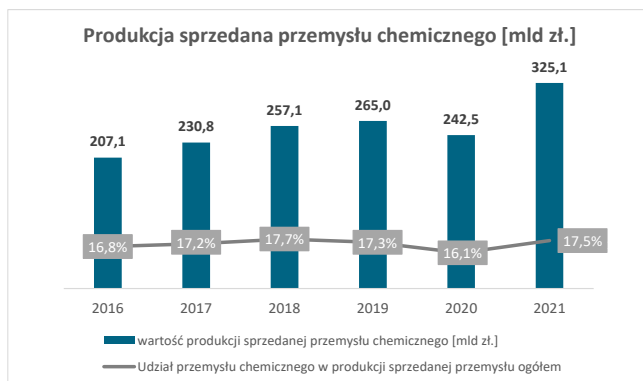
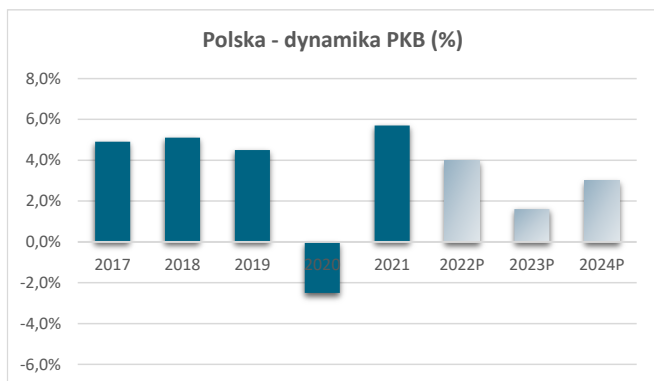
źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka

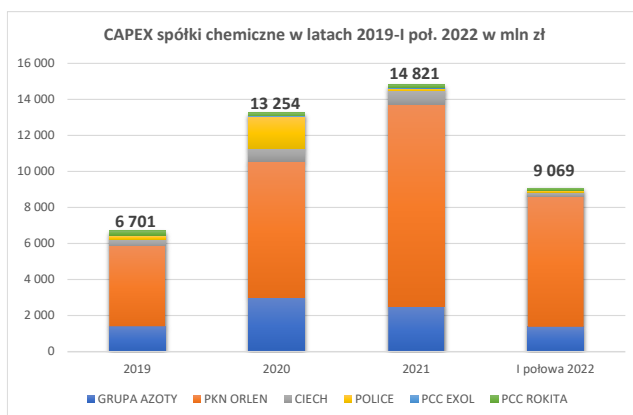
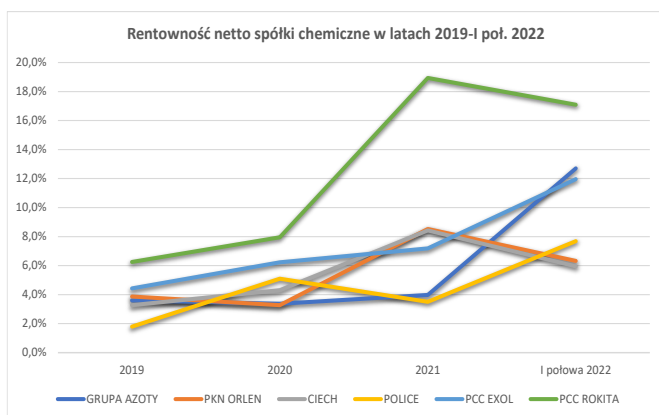
OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Bieżący rok jest wyjątkowo wymagający dla powoli wychodzącej na prostą po dwóch latach pandemii polskiej gospodarki. W lutym 2022 wraz z rosyjską inwazją na Ukrainę nastąpił znaczący wzrost kosztów energii i surowców, co przyczyniło się do wzrostu inflacji oraz stóp procentowych, jako narzędzia do jej ograniczenia. Te dotyczące niemal wszystkie gałęzie przemysłu czynniki sprawiły, że światowa gospodarka zaczęła hamować, a w szczególności zagrożone brakiem rosyjskiego gazu oraz wysokimi kosztami energii gospodarki europejskie. Według najnowszych prognoz Banku Światowego, wzrost gospodarczy w Polsce w 2022 roku ma wynieść 4%, w 2023 spaść do 1,6%, a w 2024 osiągnąć 3% wzrost.



Źródło: opracowanie DM BPS, EUROSTAT, P- prognoza Banku Światowego Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie GUS biuletyn statystyczny 07/22

Na tym niezbyt optymistycznym tle polska branża chemiczna radzi sobie nadzwyczaj dobrze. Zgodnie z danymi GUS w samym pierwszym półroczu 2022 produkcja sprzedana przemysłu chemicznego wyniosła 233,6 mld zł, czyli niewiele mniej niż w całym 2020 roku, powiększając przy tym swój udział w strukturze polskiego przemysłu do 19,5%. Należy przy tym zaznaczyć, że szacunkowy udział eksportu do Rosji, Białorusi i Ukrainy jeszcze do 2021 roku, bazując na danych Eurostat oscylował w okolicach 3,5-4%. Patrząc na dane ze sprawozdań finansowych za I półrocze 2022 największych spółek z branży chemicznej notowanych na GPW, widać że pomimo wzrostu kosztów rentowność netto większości spółek z sektora wzrosła w porównaniu do poprzednich lat. Również nakłady inwestycyjne ponoszone przez analizowane spółki utrzymują się w tendencji wzrostowej. Łączny CAPEX sześciu największych notowanych spółek w I półroczu 2022 roku wyniósł ponad 9 mld zł, co zapowiada kolejny rekordowy rok pod tym względem.



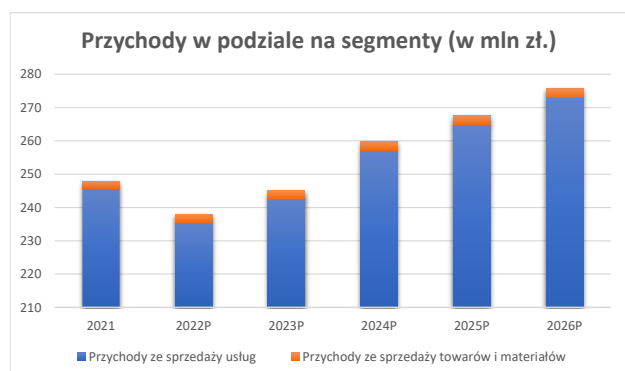
Źródło: opracowanie DM BPS na podstawie sprawozdań finansowych Grupy Azoty SA, PKN Orlen SA, Ciech SA, PCC Exol SA, PCC Rokita SA

Grupa Azoty szacuje, że nakłady inwestycyjne w bieżącym roku, nie licząc sztandarowego projektu „Polimery Police” wzrosną o ok. 10% w stosunku do roku 2021, w którym wyniosły 2,56 mld zł. Według strategii Ciechu wydatki inwestycyjne w 2022 mają wynieść między 400-450 mln zł w 2022 roku, a do 2024 roku utrzymać się na poziomie ok. 400 mln rocznie. PKN Orlen planuje CAPEX na 2022 r. w wysokości 15,2 mld zł, a w ostatnim wywiadzie prezes PKN Orlen Daniel Obajtek zapowiedział wzrost wydatków inwestycyjnych do 23 mld zł w 2023 roku. Grupa PCC podjęła decyzję o rozbudowie wytwórni w Płocku z terminem realizacji do końca 2024 roku oraz o utworzeniu do 2026 roku nowego uniwersalnego zakładu w Brzegu Dolnym, natomiast nie podaje szacunkowych nakładów inwestycyjnych kwotowo.

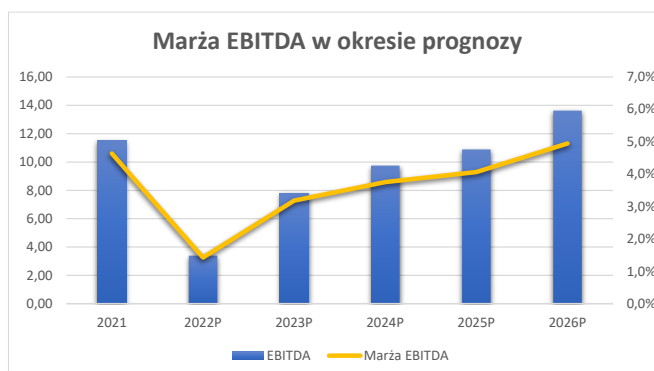
Biorąc pod uwagę fakt, że popyt na wyroby chemiczne w Polsce wciąż znacząco przewyższa możliwości produkcyjne krajowego sektora oraz konieczność dostosowywania procesów technologicznych do regulacji klimatycznych i środowiskowych, w zgodzie z założeniami Europejskiego Zielonego Ładu. W naszej ocenie jedynie materializacja najczarniejszego scenariusza dla branży zakładającego długotrwałą wojnę na Ukrainie w połączeniu z wieloma nierozwiązanymi postpandemicznymi problemami logistycznymi, a także nawrotem pandemii w Chinach, skutkującym ponownymi zakłóceniami globalnych łańcuchów dostaw, wywołującymi dodatkową presję kosztową, spowodowałyby konieczność rewizji planów inwestycyjnych i stworzyłyby zagrożenie dla przyszłych przychodów spółek inżynierskich takich jak Prochem. Scenariusza rozszerzenia konfliktu zbrojnego z Ukrainy na inne kraje (w tym Polskę) nie bierzemy pod uwagę.

ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

Na podstawie wyników za I półrocze 2022 pozostawiamy prognozowane przychody na zbliżonym poziomie, uważając że są osiągalne przy aktualnym poziomie podpisanych kontaktów. Jednocześnie biorąc pod uwagę to, że tegoroczne przychody w szczególności w segmencie generalnego wykonawstwa znalazły się pod dużą presją rosnących cen surowców i materiałów budowlanych, obniżamy prognozowane marże. Najprawdopodobniej Prochem będzie próbował renegecować wcześniej zawarte kontrakty, jednak mimo to ich rentowność może nie być zadowalająca. Zakładamy, że dopiero aktualnie zawierane kontrakty, zawierają premię z tytułu ryzyka dalszego wzrostu kosztów, co pozwoli Spółce na stopniowe odbudowywanie marż na wszystkich poziomach w kolejnych latach.



źródło: P-Prognoza DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: P-Prognoza DM Banku BPS SA, Spółka

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 10.05.2022 [tys. zł.]

	2022P			2023P			2024P		
	prognoza	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	260 240,4	237 934,1	-8,6%	268 047,6	245 072,1	-8,6%	276 089,0	259 776,4	-5,9%
Przychody ze sprzedaży usług	257 638,0	235 554,7	-8,6%	265 367,1	242 621,4	-8,6%	273 328,1	257 178,7	-5,9%
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	2 602,4	2 379,3	-8,6%	2 680,5	2 450,7	-8,6%	2 760,9	2 597,8	-5,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	18 190,8	16 726,8	-8,0%	21 390,2	18 441,7	-13,8%	22 031,9	20 834,1	-5,4%
Pozostałe przychody operacyjne	6 847,9	2 379,3	-65,3%	3 216,6	2 450,7	-23,8%	3 313,1	2 597,8	-21,6%
Koszty ogólnego zarządu	15 420,5	15 420,5	0,0%	15 960,2	15 960,2	0,0%	16 518,8	16 518,8	0,0%
Pozostałe koszty operacyjne	1 192,0	4 768,0	300,0%	1 162,3	2 354,3	102,6%	1 086,4	2 675,8	146,3%
EBITDA	11 662,8	3 398,1	-70,9%	12 513,3	7 806,0	-37,6%	13 025,1	9 749,4	-25,1%
EBIT	8 426,2	-1 082,4	-	7 484,3	2 577,9	-65,6%	7 739,7	4 237,3	-45,3%
Przychody finansowe	1 502,7	1 502,7	0,0%	1 389,2	1 103,3	-20,6%	1 570,0	1 154,6	-26,5%
Koszty finansowe	2 647,9	2 544,1	-3,9%	2 700,9	2 493,2	-7,7%	2 754,9	2 443,3	-11,3%
Udział w zysku js	3 676,3	5 514,5	50,0%	3 772,4	3 633,3	-3,7%	4 227,3	4 035,4	-4,5%
Zysk brutto	10 957,3	3 390,7	-69,1%	9 945,0	4 821,3	-51,5%	10 782,1	6 983,9	-35,2%
Zysk netto za okres	8 656,3	2 678,7	-69,1%	7 856,6	3 808,8	-51,5%	8 517,8	5 517,3	-35,2%
Marża brutto ze sprzedaży	7,0%	7,0%		8,0%	7,5%		8,0%	8,0%	
Marża EBITDA	4,5%	1,4%		4,7%	3,2%		4,7%	3,8%	
Marża EBIT	3,2%	-0,5%		2,8%	1,1%		2,8%	1,6%	
Marża netto	3,3%	1,1%		2,9%	1,6%		3,1%	2,1%	

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS S.A.

WYCENA

PROCHEM wyceniliśmy dwiema metodami DCF oraz metodą porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, P/BV i EV/EBITDA dla zagranicznych spółek z sektora spółek inżynierskich, uzyskując średnią wycenę w horyzoncie do końca bieżącego roku na poziomie 30,3 zł na akcję.

Cenę akcji PROCHEM S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 36,2 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 23,4 zł.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	23,4
Wycena DCF	50%	36,2
Cena wynikowa		29,8
Cena docelowa na koniec roku 2022		30,3

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji PROCHEM S.A. odnieśliśmy do 7 europejskich spółek inżynierskich. Z uwagi na brak istotnych zmian w prognozowanych wskaźnikach na lata 2022-24 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) zachowujemy dotychczasową wagę przyznaną wycenie porównawczej oraz dochodowej.

Firmy inżynieryjne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
KELLER GROUP PLC	6,7	6,3	6,0	-	-	-	3,7	3,6	3,4
MORGAN SINDALL GROUP PLC	6,8	6,8	6,3	1,5	1,3	1,2	3,3	3,2	2,9
COSTAIN GROUP PLC	4,3	4,2	3,7	-	-	-	0,9	0,8	0,7
MULTICONSULT ASA	12,9	12,9	12,0	3,8	3,4	3,1	7,9	7,7	7,3
TEKFEN HOLDING AS	5,3	4,6	3,5	1,2	1,0	0,8	3,0	2,5	2,0
BILFINGER SE	13,4	10,9	8,6	0,9	0,9	0,9	4,2	3,9	3,3
INDUS HOLDING AG	9,7	7,3	5,7	0,6	0,6	0,5	6,0	4,7	4,7
Mediana	6,8	6,8	6,0	1,2	1,0	0,9	3,7	3,6	3,3
PROCHEM	30,8	21,6	14,9	0,8	0,7	0,7	20,7	9,0	7,2
premia (dyskonto)	3,5	2,2	1,5	-0,3	-0,2	-0,2	4,6	1,5	1,2
Implikowana wycena	18,2	25,9	33,3	125,7	108,5	99,3	14,7	32,5	37,6
Wycena 1 akcji (PLN)	23,38								

Źródło: Bloomberg dane na 05.10.2022

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Beta na poziomie: 0,118 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 10.2020-10.2022). (poprzednio: 0,117)
- Premia za ryzyko: 7,19% (poprzednio 5,08%)
- Stopa wolna od ryzyka: 6,85% (poprzednio: 6,996%), zakładamy wzrost o 0,5 pp r/r w 2022 roku 2022, a od 2024 roku proporcjonalny spadek
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 21,0% w latach 2022-26 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wpłacała dywidendy.
- Dług netto: na poziomie z końca 2022 roku
- Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika charakteru branży budowlanej i przemysłowej).

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	247 848,0	237 934,1	245 072,1	259 776,4	267 569,7	275 596,8	276 974,8
EBITDA	11 496,0	3 398,1	7 806,0	9 749,4	10 882,5	13 626,8	13 663,8
EBIT	4 737,0	-1 082,4	2 577,9	4 237,3	5 096,3	7 399,4	7 436,4
Stopa podatkowa	23%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
NOPLAT	3 651,0	0,0	2 036,5	3 347,4	4 026,1	5 845,5	5 845,5
Amortyzacja	6 759,0	4 480,5	5 228,1	5 512,1	5 786,2	6 227,4	6 227,4
CAPEX	-1 532,0	-482,0	-10 476,3	-2 505,4	-2 517,4	-5 030,1	-5 030,1
Inwestycje w kapitał obrotowy	7 590,0	7 658,4	-2 497,8	-8 020,5	-6 292,1	3 100,7	3 100,7
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	1 288,0	-3 660,0	-713,9	14 374,6	13 586,9	3 942,0	3 942,0
Współczynnik dyskontujący		0,98	0,91	0,85	0,80	0,76	0,71
DFCFF		-3 595,0	-649,8	12 232,1	10 900,9	2 982,0	2 813,3
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		71 723,3					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		51 186,5					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		73 056,7					
Dług netto/(gotówka netto)		-12 079,6					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		85 136,3					
Liczba akcji [w tys]		2355,0					
Cena jednej akcji [PLN]		36,15					
Przychody zmiana r/r		-4,0%	3,0%	6,0%	3,0%	3,0%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-122,8%	-338,2%	64,4%	20,3%	45,2%	0,5%
FCF zmiana r/r		-384,2%	-80,5%	-2113,6%	-5,5%	-71,0%	0,0%
Marża EBITDA		1,4%	3,2%	3,8%	4,1%	4,9%	4,9%
Marża EBIT		-0,5%	1,1%	1,6%	1,9%	2,7%	2,7%
Marża NOPLAT		0,0%	0,8%	1,3%	1,5%	2,1%	2,1%
CAPEX/Przychody		-0,2%	-4,3%	-1,0%	-0,9%	-1,8%	-1,8%
CAPEX/Amortyzacja		-10,8%	-200,4%	-45,5%	-43,5%	-80,8%	-80,8%
Zmiana kapitału obrotowego		7 658,4	-2 497,8	-8 020,5	-6 292,1	3 100,7	3 100,7

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Stopa wolna od ryzyka	7,4%	7,4%	6,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Premia za ryzyko	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Beta	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Beta (zlewarowana)	0,15	0,14	0,14	0,14	0,14	0,12
Koszt kapitału własnego	8,4%	8,4%	7,4%	6,3%	6,3%	6,2%
Udział kapitału własnego	42,0%	52,0%	49,6%	47,3%	48,4%	48,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,4%	7,4%	6,6%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	58,0%	48,0%	50,4%	52,7%	51,6%	51,6%
WACC	7,82%	7,90%	6,98%	6,06%	6,06%	6,00%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-2,00%	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	30,2	31,3	32,6	34,1	35,8	38,0	40,5	43,8	47,9
	0,75%	30,2	31,3	32,6	34,1	35,9	38,1	40,7	43,9	48,1
	0,50%	30,3	31,4	32,7	34,2	36,0	38,1	40,8	44,0	48,2
	0,25%	30,3	31,4	32,7	34,3	36,1	38,2	40,9	44,2	48,4
	0,00%	30,4	31,5	32,8	34,3	36,2	38,3	41,0	44,3	48,6
	-0,25%	30,4	31,5	32,9	34,4	36,2	38,4	41,1	44,4	48,8
	-0,50%	30,4	31,6	32,9	34,5	36,3	38,5	41,2	44,6	48,9
	-0,75%	30,5	31,7	33,0	34,5	36,4	38,6	41,3	44,7	49,1
	-1,00%	30,5	31,7	33,0	34,6	36,5	38,7	41,4	44,9	49,3

Źródło: DM Banku BPS S.A.

PROGNOZY FINANSOWE

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	323 023,0	352 207,0	247 848,0	237 934,1	245 072,1	259 776,4	267 569,7	275 596,8
Przychody ze sprzedaży usług	319 203,0	348 991,0	245 768,0	235 554,7	242 621,4	257 178,7	264 894,0	272 840,8
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	3 820,0	3 216,0	2 080,0	2 379,3	2 450,7	2 597,8	2 675,7	2 756,0
Koszt własny sprzedaży	304 640,0	323 413,0	230 095,0	221 207,3	226 630,4	238 942,4	244 786,2	250 492,7
Koszty wytworzenia sprzedanych usług	301 385,0	320 526,0	228 096,0	219 065,9	224 424,8	236 604,4	242 378,0	248 012,3
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	3 691,0	2 887,0	1 999,0	2 141,4	2 205,6	2 338,0	2 408,1	2 480,4
Zysk brutto ze sprzedaży	18 383,0	28 794,0	17 753,0	16 726,8	18 441,7	20 834,1	22 783,6	25 104,1
Pozostałe przychody operacyjne	2 094,0	3 274,0	2 788,0	2 379,3	2 450,7	2 597,8	2 675,7	2 756,0
Koszty ogólnego zarządu	12 737,0	14 652,0	14 899,0	15 420,5	15 960,2	16 518,8	17 096,9	17 695,3
Pozostałe koszty operacyjne	1 281,0	1 390,0	905,0	4 768,0	2 354,3	2 675,8	3 266,0	2 765,4
Zysk na działalności operacyjnej	6 459,0	17 041,0	4 737,0	-1 082,4	2 577,9	4 237,3	5 096,3	7 399,4
Przychody finansowe	1 843,0	847,0	1 818,0	1 502,7	1 103,3	1 154,6	1 253,5	1 170,5
Zysk ze sprzedaży udziałów jednostki podporządk.	88,0	60,0	-1 044,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Koszty finansowe	2 077,0	2 438,0	2 596,0	2 544,1	2 493,2	2 443,3	2 394,5	2 346,6
Udział w zysku js	3 388,0	2 408,0	5 233,0	5 514,5	3 633,3	4 035,4	4 164,8	4 516,2
Zysk brutto	9 701,0	17 918,0	8 148,0	3 390,7	4 821,3	6 983,9	8 120,2	10 739,5
Podatek dochodowy część bieżąca	1 658,0	3 910,0	1 868,0	712,1	1 012,5	1 466,6	1 705,2	2 255,3
część odroczone	257,0	4 222,0	1 423,0	106,8	151,9	220,0	255,8	338,3
ZN z działalności kontynuowanej	8 043,0	14 008,0	6 280,0	2 678,7	3 808,8	5 517,3	6 414,9	8 484,2
Zysk netto za okres	8 043,0	14 008,0	6 280,0	2 678,7	3 808,8	5 517,3	6 414,9	8 484,2

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	35 949	4 290	-5 017	-2 481	7 010	15 581	15 822	8 665
Wynik brutto	9 701	17 918	8 148	3 391	4 821	6 984	8 120	10 739
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	-3 388	-2 408	-5 233	-5 515	-3 633	-4 035	-4 165	-4 516
Amortyzacja	5 655	6 311	6 759	4 480	5 228	5 512	5 786	6 227
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	1 034	736	657	809	499	451	586	512
Zysk/strata ze zbycia składników rzeczowych aktywów trwałych	-1 545	-2 301	-784	0	-617	-280	-299	-399
Zysk/Strata z inwestycji	-131	-60	1 066	0	0	0	0	0
Zmiana stanu rezerw	47,0	354,0	-1 579,0	-412,0	-214,1	-441,1	-233,8	-240,8
Zmiana stanu zapasów	-780	-1 181	-3 040	3 382	-150	-309	-164	-169
Zmiana stanu należności	-45 388	11 761	-13 489	35 321	-12 097	-8 010	4 498	-5 158
Zmiana stanu zobowiązań	79 442	-22 089	2 332	-47 574	13 324	15 930	1 948	2 007
Zapłacony podatek dochodowy	-281	-4 834	-1 246	-107	-152	-220	-256	-338
Przepływy inwestycyjne	5 797	5 153	-1 532	30 913	-9 975	-1 989	-1 985	-4 482
Przepływy finansowe	-10 215	-5 296	-17 985	6 516	-6 169	-6 282	-6 151	-6 201
Zmiana stanu środków pieniężnych	31 531	4 147	-24 534	34 947	-9 134	7 310	7 685	-2 018
Środki pieniężne na koniec okresu	34 781	38 928	14 394	49 341	40 207	47 517	55 202	53 184

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Prognoza bilansu

BILANS (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	255 602	251 465	244 577	203 484	222 817	245 830	254 570	265 749
Aktywa trwałe	113 488	107 632	109 428	74 674	87 135	91 869	96 436	103 790
Rzeczowe aktywa trwałe	17 832	17 190	15 757	16 230	16 717	17 218	17 735	18 267
Wartości niematerialne	130	76	89	98	88	92	93	91
Nieruchomości inwestycyjne	8 310	9 861	10 598	10 598	20 598	22 598	24 598	29 098
Aktywa z tytułu praw do użytkowania	26 909	26 318	24 422	31 016	31 636	32 269	32 914	33 573
Akcje i udziały	830	830	830	830	830	830	830	830
Akcje i udziały w jedn. wycenianych metodą praw własności	31 499	33 907	39 139	15 000	16 050	17 174	18 376	19 662
Należności z tytułu zatrzymanych kaucji	11	883	231	297	356	442	442	353
Pozostałe aktywa finansowe	26 884	17 083	17 000	-	-	-	-	-
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 083	1 484	1 362	605	861	1 247	1 449	1 917
Aktywa obrotowe	142 114	143 833	135 149	128 810	135 682	153 962	158 133	161 958
Zapasy	4 158	5 339	8 379	4 997	5 147	5 455	5 619	5 788
Należności handlowe oraz pozostałe należności	77 980	75 855	87 724	52 403	64 499	72 509	68 011	73 170
Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów	22 851	13 163	14 996	14 276	14 704	15 587	16 054	16 536
Pozostałe aktywa finansowe	1 401	9 669	8 658	7 750	7 750	7 750	7 750	7 750
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34 781	38 928	14 394	45 599	40 207	47 517	55 202	53 184
Pozostałe aktywa	943	879	998	3 785	3 375	5 143	5 496	5 531
PASYWA	259 375	251 465	244 577	203 484	222 817	245 831	254 570	265 749
Kapitał własny	98 613	112 565	102 774	105 722	110 454	116 364	123 210	132 199
Kapitały przypadające akcjonariuszom jednostki dominującej	91 816	105 623	99 138	102 110	106 805	112 642	119 392	128 225
Kapitał podstawowy	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935
Akcje własne	0	0	-580	-580	0	0	0	0
Kapitał z aktualizacji wyceny	6 928	7 043	6 513	6 806	7 112	7 432	7 767	8 116
Zyski zatrzymane	81 953	95 645	90 270	92 949	96 758	102 275	108 690	117 174
Udziały niekontrolujące	6 797	6 942	3 636	3 613	3 649	3 722	3 819	3 974
Zobowiązania	160 762	138 900	141 803	97 762	112 363	129 467	131 360	133 549
Zobowiązania długoterminowe	45 517	42 521	36 272	39 313	38 741	38 624	38 091	37 573
w tym zobowiązania finansowe	23 750	23 562	22 037	25 037	24 037	23 037	22 037	21 037
Zobowiązania krótkoterminowe	115 245	96 379	105 531	58 449	73 621	90 843	93 269	95 977
w tym zobowiązania finansowe	6 252	5 910	5 323	8 483	4 901	5 196	5 351	5 512
w tym zobowiązania handlowe oraz inne operacyjne	100 171	81 437	83 264	35 690	49 014	64 944	66 892	68 899

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	110,9%	9,0%	-29,6%	-4,0%	3,0%	6,0%	3,0%	3,0%
EBITDA zmiana r/r	317,7%	92,8%	-50,8%	-70,4%	129,7%	24,9%	11,6%	25,2%
EBIT zmiana r/r	692,5%	163,8%	-72,2%	-	-	64,4%	20,3%	45,2%
Zysk netto zmiana r/r	337,4%	74,2%	-55,2%	-57,3%	42,2%	44,9%	16,3%	32,3%
Marża brutto na sprzedaży	5,7%	8,2%	7,2%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,1%
Marża EBITDA	3,8%	6,6%	4,6%	1,4%	3,2%	3,8%	4,1%	4,9%
Marża EBIT	2,0%	4,8%	1,9%	-0,5%	1,1%	1,6%	1,9%	2,7%
Marża brutto	3,0%	5,1%	3,3%	1,4%	2,0%	2,7%	3,0%	3,9%
Marża netto	2,5%	4,0%	2,5%	1,1%	1,6%	2,1%	2,4%	3,1%
COGS / Przychody	94,4%	91,8%	92,8%	93,0%	92,5%	92,0%	91,5%	90,9%
SG&A / Przychody	4,3%	4,6%	6,4%	8,5%	7,5%	7,4%	7,6%	7,4%
SG&A / COGS	4,6%	5,0%	6,9%	9,1%	8,1%	8,0%	8,3%	8,2%
ROE	8,2%	12,4%	6,1%	2,5%	3,4%	4,7%	5,2%	6,4%
ROA	3,8%	7,1%	3,3%	1,7%	2,2%	2,8%	3,2%	4,0%
Dług	30 002,0	29 472,0	27 360,0	33 519,7	28 938,4	28 232,5	27 388,4	26 548,9
D/(D+E)	23,3%	20,7%	21,0%	24,1%	20,8%	19,5%	18,2%	16,7%
D/E	30,4%	26,2%	26,6%	31,7%	26,2%	24,3%	22,2%	20,1%
EV	87 204,0	91 881,0	69 459,0	94 504,6	93 693,4	101 709,6	110 239,1	109 060,3
Dług / EV	34,4%	32,1%	39,4%	35,5%	30,9%	27,8%	24,8%	24,3%
CAPEX / Przychody	0,5%	0,3%	0,5%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	26,2%	17,7%	17,7%	22,6%	10,8%	9,1%	9,2%	8,9%
Amortyzacja / Przychody	1,8%	1,8%	2,5%	2,8%	1,8%	2,0%	2,1%	2,1%
Zmiana KO / Przychody	10,3%	-3,3%	-4,6%	-6,0%	-3,6%	0,4%	2,8%	2,3%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez NTT System w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (Environment), społecznej (Social) i ładu korporacyjnego (Governance) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosując DM BPS ESG Score, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW. Analizę przeprowadzamy raz w roku. Poprzedni scoring dokonany został w maju i bazował na danych z 2021 r. Stąd na potrzeby obecnego raportu aktualizującego, utrzymujemy ocenę raportowania w obszarze ESG z maja br.

Environmental

PROCHEM jako spółka inżynierska od lat przywiązuje bardzo dużą uwagę do kwestii środowiskowych. W swoim portfolio posiada projekty związane z elektro mobilnością (projektuje dla koreańskiego Foosunga zakład produkujący żele do akumulatorów litowo-jonowych), eko-spalarnię śmieci w Krakowie oraz kilka projektów biopaliwowych i wodorowych. Pod koniec ubiegłego roku PROCHEM jako jedyna polska firma został zaproszony do europejskiego programu BIM4EEB, mającego na celu wspieranie branży renowacji

poprzez opracowanie atrakcyjnego i wydajnego systemu zarządzania BIM (Building Information Modeling) mającego m.in. na celu wzrost wydajności oraz redukcję zużycia energii w budynkach.

Social

Działalność społeczna jest bardzo istotna dla PROCHEM-u, zarówno w odniesieniu do obecnych pracowników (pakiety benefitów), byłych (spotkania okolicznościowe) jak również potencjalnych, poprzez udział w Inżynierskich Targach Pracy oraz stałą współpracę z Politechniką w Warszawie.

Governance

PROCHEM stosuje zasady ładu korporacyjnego zawarte w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”, za wyjątkiem polityki różnorodności. Podstawowym kryterium przy podejmowaniu decyzji o wyborze osób do władz Spółki oraz przy powoływaniu kluczowych, menadżerów są kompetencje kandydatów. PROCHEM uważa swoich pracowników za najważniejsze aktywo, w związku z czym dba o ich rozwój, zapewniając szkolenia, możliwość pracy z nowoczesnymi narzędziami oraz możliwość udziału w sympozjach, konferencjach oraz międzynarodowych programach i konkursach. Również zatrudniając inżynierów z wielu krajów m.in. z Niemiec, Ukrainy, Tajlandii i Korei, PROCHEM tworzy międzynarodowe środowisko pracy, w którym pracownicy mogą poszerzać swoje doświadczenia a Spółka buduje tym samym przewagę konkurencyjną przy pozyskiwaniu kontraktów od zagranicznych inwestorów.

Prochem nie sporządza dedykowanych raportów poświęconych informacjom niefinansowym (w tym ESG), stąd informacji o działaniach społecznie odpowiedzialnych poszukujemy w raportach rocznych, sprawozdaniach Zarządu z działalności oraz na stronach internetowych Spółki. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez Prochem oceniamy jako niedostateczne. **DM BPS ESG Score** wyniósł 2,43 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę **E**.

DM BPS ESG SCORE	E
------------------	----------

L. PUNKTÓW	2,43
------------	-------------

ESG score	2,43
(E) Środowisko	0,00
(S) Społeczeństwo	0,29
(G) Ład korporacyjny	2,13

(E) Środowisko	Emisje gazów cieplarniach	0%					
	Zużycie energii	0%					
	Ryzyka i szanse związane z klimatem	0%					
	Intensywność emisji gazów cieplarnianych	0%					
	Zarządzanie emisjami	0%					
	Zużycie wody	0%					
	Zarządzanie zasobami wodnymi	0%					
	Wpływ na bioróżnorodność	0%					
	Zarządzanie odpadami	0%					
	(S) Społeczeństwo	Różnorodność w organach nadzorczych	0%				
Wskaźnik równości wynagrodzeń		0%					
Rotacja zatrudnienia		0%					
Wolność zrzeszania się i negocjacji zbiorowych		0%					
Bezpieczeństwo i higiena pracy		100%					
Polityka praw człowieka		0%					
(G) Ład korporacyjny	Procedury należytej staranności dot. praw człowieka	0%					
	Struktura organów zarządzających	100%					
	Kodeks etyczny	0%					
	Polityka antykorupcyjna	0%					
	Mechanizm zgłaszania naruszeń	0%					
	Polityka ochrony danych	100%					

DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS

ŹRÓDŁA DANYCH
Sprawozdanie Zarządu 2020
Sprawozdanie Zarządu 2021
Strona internetowa prochem.pl

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępny na stronie: www.dmbps.pl/wsparcieanalizy

CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko koniunktury na rynku inwestycyjnym.

Część firm wchodzących w skład Grupy Kapitałowej świadczy usługi na rynku inwestycyjnym, charakteryzującym się dużą skalą wahań popytu silnie powiązanego z ogólną sytuacją makroekonomiczną kraju, na którą wpływała pandemia SARS-CoV-2, a aktualnie tocząca się wojna na Ukrainie. Stosowane przez Grupę metody ograniczenia negatywnego wpływu tego czynnika na wyniki finansowe (gromadzenie rezerw finansowych, dywersyfikacja świadczonych usług, stosowanie odpowiednich narzędzi i rozwiązań informatycznych), mogą nie w pełni zneutralizować to ryzyko.

Ryzyko wystąpienia zagrożeń przy wykonywaniu kontraktów.

Rodzaje działalności prowadzone w spółkach z Grupy Kapitałowej, polegające na przygotowaniu i zarządzaniu skomplikowanymi technicznie projektami inwestycyjnymi, realizowanymi na podstawie kontraktów zawieranych w warunkach silnej konkurencji cenowej, generują ryzyko wystąpienia problemów technicznych i finansowych.

Ryzyko kar umownych

Naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki a konieczność ich zapłaty może skutkować utratą płynności.

Ryzyko związane z personelem.

Ryzyko uzależnienia od personelu występuje szczególnie w jednostce dominującej. Podnoszenie jakości świadczonych usług, podejmowanie się realizacji skomplikowanych projektów technologicznych, wykorzystywanie nowoczesnych systemów informatycznych oraz praca na rzecz renomowanych klientów wymaga od pracowników najwyższych kwalifikacji zawodowych. Pozyskanie takich osób, szczególnie w sytuacji liberalizacji europejskiego rynku pracy może być trudne. Spółka próbuje minimalizować to zagrożenie podnosząc kwalifikacje zatrudnionego personelu i stosując programy motywacyjne wiążące pracowników z firmą.

Ryzyko walutowe

Część kontraktów (głównie kontrakty jednostki dominującej) na sprzedaż usług zawierana jest z firmami zagranicznymi w walutach obcych (EUR, USD). W przypadku znacznego umocnienia się waluty krajowej może to mieć niekorzystny wpływ na wyniki Grupy. Ryzyko to jest niwelowane w sposób naturalny, poprzez zakup urządzeń i usług niezbędnych do realizacji tych kontraktów za granicą.

Ryzyko uzależnienia od znaczących nabywców usług

Realizacja kontraktów o dużej wartości wymaga poniesienia znacznych nakładów na zakup usług i urządzeń, które w następnej kolejności w formie gotowego obiektu są sprzedawane klientowi. Brak odpowiedniej korelacji pomiędzy ponoszonymi wydatkami, a wpływami z tytułu realizacji umowy z klientem może powodować konieczność korzystania przez spółkę z finansowania zewnętrznego. Ryzyko to jest w dużym stopniu zabezpieczone poprzez odpowiednie zapisy w umowie.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW

CAPEX (ang. *capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

DCF (ang. *discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

DFCF – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

EBIT (ang. *earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

EBITDA (ang. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (ang. *amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (ang. *depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

EV (ang. *Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

EV/EBITDA – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

FCFF (ang. *Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

FIDIC Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżynieryjno – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

NOPLAT – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT*(1 - stopa podatkowa).

P/BV (ang. *price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

P/E (ang. *price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

PV TV – wartość bieżąca (ang. *Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

TP – (ang. *Target Price*) – cena docelowa.

TV (ang. *Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

WACC (ang. *weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 5 października 2022 roku, 09:45

Pierwsze udostępnienie opracowania: 5 października 2022 roku, 09:55

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/prochem-s-a>.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zlecających.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególności sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy .

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	06.10.2021	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	08.10.2021	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	18.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	17.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	24.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	02.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	03.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	10.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	10.12.2021	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	30.12.2021	Łukasz Bryl
JSW	KUPIJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	30.12.2021	Artur Wizner
JSW	KUPIJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	04.01.2022	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPIJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Analiza wyników	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner

Dom Maklerski Banku BPS S.A.

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,

tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556

www.dmbps.pl

dm@dmbps.pl

Departament Analiz

<p>Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542</p> <p>Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548</p> <p>Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874</p>	<p>Jacek Borawski Analityk techniczny</p>
<p>Departament Sprzedaży</p>	
<p>Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541</p>	<p>Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559</p> <p>Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522</p> <p>Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560</p> <p>Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511</p> <p>Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>