

IMC S.A.

Spadki cen zbóż będą ciężać na rentowności

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe oraz wycenę spółki IMC zmieniając rekomendację na Trzymaj i obniżając cenę docelową z PLN 22.56 do PLN 18.28 za akcję. Od wydania naszego poprzedniego raportu we wrześniu, ceny pszenicy i kukurydzy spadły odpowiednio o 31% i 14%. Spadki odzwierciedlają dość komfortową sytuację podażową, a największą presję na ceny spotowe wywiera bardzo wysoki eksport rosyjski. Prognozowane przez Departament Rolnictwa USA tegoroczne światowe zbiory zbóż również mają być wysokie co dodatkowo obniża poziom oczekiwanych w przyszłości cen terminowych. Od strony kosztu wytworzenia zwracamy uwagę na spadki spotowych cen nawozów oraz diesla, czyli największych pozycji kosztowych w sektorze produkcji zbóż. W przypadku prognoz finansowych IMC, obniżamy poziom zysku w bieżącym roku co ma związek z jednej strony ze spadającymi cenami zbóż, z drugiej zaś z wysokim poziomem zabezpieczonych cen nawozów (spółka zabezpiecza koszty z dużym wyprzedzeniem). Spodziewamy się również niższych niż poprzednio wolumenów, głównie za sprawą wyższej sprzedaży zapasów w okresie 3Q22-1Q23. Uzyskiwane przez IMC ceny w dalszym ciągu uwzględniają spore dyskonto do cen europejskich i wysokie koszty transportu. Słabe makro i pogorszenie perspektyw operacyjnych w bieżącym roku może zejść na drugi plan w przypadku spadku ryzyka geopolitycznego. Sukcesy ukraińskiej kontrofensywy, nadzieja na zakończenie wojny, lub zawieszenie broni może dostarczyć paliwa kupującym, oczekującym re-ratingu mnożników spółek ukraińskich. Tak jak w przypadku poprzedniego raportu, zwracamy uwagę na założone wysokie stopę wolną od ryzyka oraz premię za ryzyko. Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 36%/20%/7% w 2023/24/25+ oraz premię za ryzyko w wysokości 20% w 2023 i 10% później. Zmiana sytuacji geopolitycznej będzie prowadzić do odpowiedniej weryfikacji założeń, co do poziomu ryzyka związanego z inwestowaniem w spółki prowadzące działalność na terenie kraju, gdzie obecnie toczy się pełnoskalowa wojna. Z punktu widzenia przepływów operacyjnych, dzięki wysokiej sprzedaży zarówno w 4Q22 jak i 1Q23 generacja gotówki wyglądała solidnie, dlatego na tę chwilę ryzyko płynnościowe znacząco spadło. Spółka poinformowała w raporcie za 1Q23 o przedłużeniu linii kredytowej i spłacie kredytu krótkoterminowego.

mIn USD	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Sprzedaż	182	114	197	174	170	172
EBITDA	110	36	38	66	66	65
Zysk netto	79	-1	10	37	38	39
DPS (PLN)	3.6	0.0	0.0	1.9	1.9	1.9
C/Z (x)	3.4	n.m.	14.1	3.7	3.6	3.6
EV/EBITDA (x)	4.0	7.5	6.2	3.2	3.0	2.7
Stopa dywidendy (%)	11%	0%	0%	12%	12%	12%

Source: IMC, BM Pekao

Trzymaj (poprzednio: Kupuj)

Cena docelowa **PLN 18.28**

Poprzednio PLN 22.56

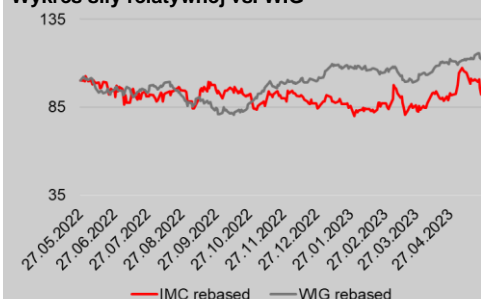
Potencjał wzrostu **+12.1%**

Cena na 30 maja 2023 PLN 16.30

ESG rating **C**

Final ESG score **0.76**

Wykres siły relatywnej vs. WIG



INFORMACJE OGÓLNE

Reuters/Bloomberg	IMC.WA/IMC.PW
Akcje w wolnym obrocie (%)	18.3
Kapitalizacja (mln zł)	579
Liczba akcji (mln)	35.5

Akcjonariat Oleksandr Petrov 76.14%

Krzysztof Kozieł, CFA

krzysztof.koziel@pekao.com.pl



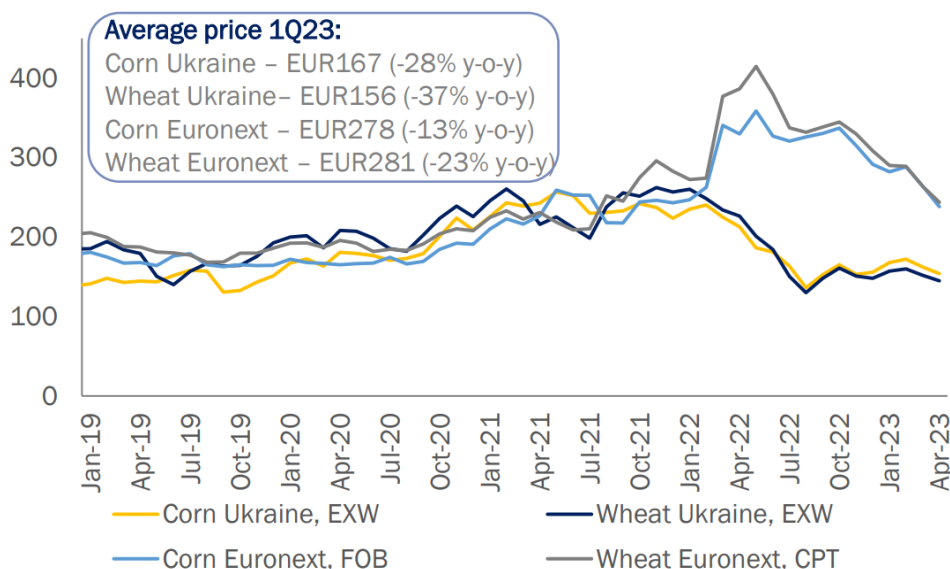
Aktualizacja prognoz i wyceny

Aktualizacja prognoz finansowych

W niniejszym raporcie zmieniamy nasze prognozy finansowe dla IMC głównie za sprawą spadków cen zbóż, znajdujących się w trendzie spadkowym od czasu wydania naszej poprzedniej rekomendacji we wrześniu 2022 r. Zarówno kukurydza jak i pszenica pozostają pod presją co związane jest głównie z dość wysoką podażą jak również spowolnieniem gospodarczym (uderzającym bardziej w zużycie kukurydzy niż pszenicy). Należy również pamiętać o wysokim dyskoncie jakie odnotowuje IMC w realizacji cen sprzedaży w porównaniu do Europejskich cen rynkowych. Z dyskontem wiąże się również wysoki koszt sprzedaży na tonę, wynikający z kosztownego procesu wywozu z kraju kolejną (wyższy koszt ogółem) czy statkiem (ubezpieczenia, frachty itd.). W ostatnich kilku miesiącach koszt eksportu kukurydzy i pszenicy obniżył się z ok. USD 60/t do USD 30/t, natomiast wzrost wolumenów sprzedaży powoduje, że całkowite koszty sprzedaży ujęte w rachunku wyników pozostają wysokie.

Zwracamy również uwagę na rosnący koszt produkcji: co prawda nawozy mocno ostatnio tanieją, ale zabezpieczanie cen miało prawdopodobnie miejsce jeszcze zimą 2022 r. W naszej ocenie do poprawy oceny biznesu IMC potrzeba odwróceniu trendu na cenach zbóż, lub spadku ryzyka geopolitycznego w związku z oczekiwaną kontrofensywą Ukrainy. Z perspektywy otoczenia biznesowego wolimy pozostać po bezpiecznej stronie, stąd zmiana naszego nastawienia i wskazania inwestycyjnego. W przypadku rozwoju optymistycznego scenariusza na Ukrainie notowania spółek ukraińskich mogą bardzo mocno zyskiwać na samej zmianie sentymentu.

Ceny zbóż: Ukraina vs Europa, EUR/t



Source: Astarta

Indeks cen zbóż FAO spadł do 136 punktów w kwietniu 2023 (-1.7% mdm, -19.8% rdr), notując najniższą wartość od lutego 2022 r. kiedy rozpoczęła się wojna na Ukrainie. W kwietniu spadki cen dotknęły większość zbóż oprócz ryżu. W przypadku pszenicy, ceny pozostawały pod presją ze względu na dużą dostępność podaży z Rosji oraz Australii. Sprzyjające warunki pogodowe w USA, Rosji jak i Europie, jak również zawarcie porozumienia umożliwiającego eksport ukraińskiego zboża przez kraje sąsiadujące (w tym Polskę) również sprzyjały presji na ceny. USDA podniosła



w maju szacunek amerykańskich zasiewów o bardzo wysokiej ocenie z 26% do 28%. USDA prognozuje również drugie w historii (po wybitnym ubiegłym roku) najlepsze zbiory pszenicy w Rosji. Produkcja ma wynieść 81.5mn ton, -11% rdr, ale wciąż 2% wyżej od 5-letniej średniej. Agencja jest również optymistyczna co do zbiorów w Europie, z wyłączeniem dotkniętego suszą Półwyspu Iberyjskiego. Zbiory w sezonie 2023/24 są szacowane na 139mn ton, +3% rdr, oraz 5% powyżej 5-letniej średniej.

W przypadku kukurydzy, spadki cen były podyktowane sezonowym wzrostem dostępności w związku ze zbiorami w Ameryce Południowej, wskazującymi na rekordowe żniwa w Brazylii. Dodatkowymi czynnikami pozytywnie wpływającymi na dostępność zbóż i spadki cen były również spadki spotowych cen czynników produkcji takich jak nawozy oraz paliwa.

Po wypchnięciu Rosjan z Kijowa i regionu Połtawy, 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.

W maju 2023 umowa zbożowa z lipca 2022 została przedłużona na kolejne 60 dni, co zostało potwierdzone przez stronę ukraińską jak i turecką, będącą gwarantem porozumień stambulskich. Transport morski stanowił w przeciągu ostatnich 12 miesięcy aż 70% eksportu zbóż przez Ukrainę natomiast transport kolejowy był odpowiedzialny za ok. 20% sprzedaży ukraińskiego zboża. Biorąc pod uwagę jak duże znaczenie dla obowiązywania umowy ma wsparcie Turcji i jej siła perswazji w odniesieniu do strony rosyjskiej, nie spodziewamy się aby ten rodzaj eksportu został wstrzymany. Niemniej jednak, naszym zdaniem istnieje niezerowe prawdopodobieństwo takiego wydarzenia zwłaszcza w kontekście eskalacji konfliktu.

W połowie kwietnia Polska, a w ślad za nią kilka innych krajów graniczących z Ukrainą wprowadziło jednostronny zakaz importu ukraińskich zbóż i produktów rolniczych. Zakaz był poprzedzony protestami rolników, którzy obwiniają ukraiński import o zaniżanie cen na rynku krajowym i wzrost konkurencyjności. Ograniczenie importu spotkało się z chłodnym przyjęciem ze strony Kijowa oraz Brukseli, która zauważyła, że w jej gestii leżą kompetencje w zakresie polityki handlowej UE. Pod koniec kwietnia udało się uzyskać porozumienie zakazujące sprzedaży ukraińskiego zboża w Polsce, Słowacji, Węgier, Rumunii i Bułgarii jednocześnie pozwalając na tranzyt przez te kraje do pozostałych krajów wspólnoty. Trudno jednoznacznie stwierdzić, na ile rynki krajów ościennych odpowiadały za absorbowanie wyprzedawanego przez Ukrainę zboża, ale nawet biorąc pod uwagę całkowity udział kolei w strukturze sprzedaży ukraińskich zbóż, w porównaniu do portów morskich, kolej ma drugorzędne znaczenie. Nie zakładamy, aby wprowadzony zakaz miał znaczący wpływ na całkowity poziom eksportu zbóż z Ukrainy, który ucierpiałby dużo mocniej w przypadku zerwania porozumień stambulskich.

Zakładamy sprzedaż zbóż przez IMC na poziomie 874 tys. ton w bieżącym roku i ok. 770 tys. ton w kolejnych latach. Zwracamy jednak uwagę na zmianę struktury zasiewów kukurydzy, słonecznika i pszenicy z ok. 75%/10%/15% do 58%/14%/19%. Zmiana struktury produkcji wynika z chęci ograniczenia zużycia i kosztu gazu i energii elektrycznej w procesie suszenia ziarna kukurydzy. Sprzedaż w 2022



okazała się wyższa niż oczekiwaliśmy stąd niższy szacunek na rok bieżący, dzięki wcześniejszej wyprzedaży zapasu.

Z punktu widzenia struktury wyników spodziewamy się w tym roku dużo niższego niż w poprzednim raporcie zysku na rozpoznaniu aktywów biologicznych powstałych w bieżącym sezonie. Będzie to spowodowane niższymi bieżącymi cenami zbóż (które efektywnie zostaną obniżone o koszty sprzedaży) a także wyższymi kosztami produkcji. Jednocześnie istnieje szansa na rozpoznanie wyższego wyniku brutto ze sprzedaży z uwagi na bardzo niskie wartości cen, które spółka stosowała w ostatnich kwartałach do wyceny aktywów biologicznych/zapasów. Słaba dynamika zysków rdr w 2023e, nie odzwierciedla generacji gotówki, która powinna w dalszym ciągu rosnać wraz z dalszym ograniczaniem kapitału obrotowego (ok. PLN 40mn według naszych szacunków).

Zwracamy uwagę, że wynik na rozpoznaniu aktywów biologicznych ma charakter memoriałowy, wynikający z zasad rachunkowości i nie jest tożsamy z przepływami pieniężnymi, które dużo lepiej pokazują jak tak naprawdę wygląda pozycja finansowa spółki.

IMC: rewizja prognoz finansowych

	2023E			2024E			2025E		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Poprzednio
USD mln									
Przychody	197.1	251.9	-21.8%	174.0	165.5	5.2%	168.7	-	-
EBITDA	37.6	109.1	-65.5%	65.9	62.5	5.4%	65.7	-	-
EBIT	18.1	84.5	-78.6%	46.4	38.0	22.0%	46.1	-	-
Zysk netto	9.7	66.6	-85.4%	37.2	32.3	15.3%	37.9	-	-
Areał (ha)									
Kukurydza	48,000	69,600	-31.0%	48,000	69,600	-31.0%	48,000	-	-
Słonecznik	33,600	22,036	52.5%	33,600	22,036	52.5%	33,600	-	-
Pszemica	32,400	25,050	29.3%	32,400	25,050	29.3%	32,400	-	-
Ceny benchmarkowe (USD/tona)									
Kukurydza	235	233	0.9%	197	213.0	-7.3%	190	-	-
Słonecznik	369	598	-38.4%	414	497.0	-16.6%	410	-	-
Pszemica	245	228	7.5%	187	206.0	-9.3%	181	-	-
Plony (ton/ha)									
Kukurydza	10.6	9.5	11.6%	10.6	9.5	11.6%	10.6	-	-
Słonecznik	3.4	3.5	-2.9%	3.4	3.5	-2.9%	3.4	-	-
Pszemica	6.7	5.7	17.5%	6.7	5.7	17.5%	6.7	-	-

Źródło: Spółka, 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 2023 - 2025 (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 27.75 i ok. PLN 20.62 dla samego mnożnika EVEBITDA.

IMC: Wycena porównawcza

Company name	Ticker	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
COSTA GROUP HOLDINGS LTD	CGC AU Equity	18.8	16.7	13.6	6.1	5.8	5.4
ADECOAGRO SA	AGRO US Equity	9.6	9.7	11.2	4.0	3.5	3.8
SIPEF NV	SIP BB Equity	9.2	9.5	11.5	4.3	4.3	4.6
SLC AGRICOLA SA	SLCE3 BZ Equity	6.1	6.5	6.6	4.4	4.9	4.6
ASTARTA HOLDING NV	AST PW Equity	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
KERNEL HOLDING SA	KER PW Equity	n.a.	n.a.	n.a.	2.2	2.7	2.2
Mediana		9.4	9.6	11.3	4.3	4.3	4.6
Wartość implikowana dla danego roku		10.91	42.64	51.09	8.02	24.64	29.20
Średnia z wycen		27.75					

Źródło: BM Pekao, Bloomberg

ESG rating

ESG Rating

IMC	E	S	G
Consumer Staple			
Score	0.59	0.77	1.08
Sector weight	50%	25%	25%
Final ESG Score	0.76		
ESG Rating	C		

	score from:	to	Rating	WACC risk premium impact (% of RFR)
ESG Score	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Source: Pekao Equity Research

IMC: model DCF
Kalkulacja WACC

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	36.0%	20.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Premia za ryzyko rynkowe	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Beta niezalewarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Beta zalewarowana	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	58.8%	30.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
Koszt długu	38.0%	22.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Koszt długu po podatku	74.9%	19.8%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Dług/Kapitał własny	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0.0%
Dług/Dług + Kapitał własny	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0.0%
WACC	59.9%	30.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%

IMC: Wycena DCF

(USD mn)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Terminal Year
Przychody	197	174	170	172	175	177	180
EBIT	18	46	46	46	46	45	45
Podatek na EBIT	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4
NOPAT	17	42	42	42	41	41	41
Amortyzacja i odpisy	20	20	20	20	20	20	20
Zmiana kapitału obrotowego	40	0	0	0	0	0	0
Nakłady inwestycyjne	-16	-10	-10	-10	-10	-10	-10
FCFF	60	52	51	51	51	51	50
<i>Wzrost po okresie prognozy</i>							2.0%
Wartość rezydualna							342.3
Stopa dyskonta	0.63	0.48	0.41	0.35	0.30	0.26	0.22
Zdyskontowane przepływy pieniężne	37.6	24.8	21.1	18.0	15.3	13.0	86.1
Wartość przedsiębiorstwa (EV) na 31.12.2022	216						
Dług netto	11						
Zobowiązania z tyt. prawa do użytkowania (leasing)	125						
Equity value - 31.12.2022	80						
Liczba akcji (mn)	36						
12M cena docelowa (USD)	4.3						
12M cena docelowa (PLN)	18.28						
Cena akcji na 30.05.2023 (PLN)	16.30						
<i>Upside/Downside vs. current price</i>	12.1%						
Wzrost przychodów	-37%	-12%	-2%	1%	1%	1%	2%
Marża EBIT	9%	27%	27%	27%	26%	26%	25%
Stawka podatku	-97%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Nakłady inwestycyjne/przychody	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Nakłady inwestycyjne/amortyzacja	82%	51%	51%	51%	51%	51%	51%

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%
7.0%	21.0	21.5	22.1	22.7	24.0	25.5	27.2
21.0%	18.9	19.5	20.0	20.7	22.0	23.6	25.4
36.0%	16.5	17.0	17.6	18.28	19.7	21.3	23.2
41.0%	15.6	16.2	16.8	17.4	18.9	20.5	22.4
46.0%	14.7	15.3	15.9	16.6	18.0	19.7	21.6

Źródło: BM Pekao



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 wskazałobyśmy 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)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2025e
Przychody	182	114	197	174	170	172
Zysk na zmianie wartości aktywów biologicznych	113	46	48	73	73	73
EBITDA	110	36	38	66	66	65
EBIT	86	17	18	46	46	46
Saldo na działalności finansowej	-6	-17	-7	-5	-4	-3
Zysk przed opodatkowaniem	80	-1	11	41	42	43
Podatek	-1	-1	-1	-4	-4	-4
Zysk netto	79	-1	10	37	38	39
EPS (USD)	2.22	-0.03	0.27	1.05	1.07	1.08

Bilans (USD mn)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2025e
Aktywa obrotowe	178	161	153	171	189	208
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29	25	56	74	92	111
Pozostałe	150	136	97	97	97	97
Aktywa trwałe	236	166	173	175	177	178
Rzeczowe aktywa trwałe	64	46	54	55	57	59
Pozostałe	171	119	119	119	119	119
Aktywa	414	326	327	346	366	387
Kapitał własny	192	151	161	180	200	221
Zobowiązania	222	176	166	166	166	166
Długoterminowe zobowiązania finansowe	155	112	112	112	112	112
Krótkoterminowe zobowiązania finansowe	47	49	39	39	39	39
Zobowiązania handlowe	3	3	3	3	3	3
Pozostałe	17	12	12	12	12	12
Pasywa	414	326	327	346	366	387
Dług netto (wraz z leasingiem)	173	136	95	77	59	40
Dług netto	2	11	-31	-48	-67	-86

Przepływy pieniężne (USD mn)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2025e
Zysk netto	79	-1	10	37	38	39
Amortyzacja	25	20	20	20	20	20
Pozostałe (wraz ze zmianą kapitału obrotowego)	-36	-4	40	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	67	15	69	57	57	58
Nakłady pieniężne	-7	-5	-16	-10	-10	-10
Pozostałe	1	1	0	0	0	0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-6	-4	-16	-10	-10	-10
Dywidenda	-31	0	0	-18	-18	-18
Pozostałe	-19	-8	-21	-11	-11	-11
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-50	-8	-21	-29	-29	-29
Przepływy pieniężne netto	11	2	32	18	18	19
Środki pieniężne na koniec okresu	29	25	56	74	92	111
DPS (USD)	0.88	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50

Zmiana rdr

Przychody	13%	-37%	73%	-12%	-2%	1%
EBITDA	56%	-67%	4%	75%	0%	0%
EBIT	70%	-81%	8%	156%	0%	0%
Zysk netto	148%	-101%	-1117%	283%	2%	2%
EPS	148%	-101%	-1117%	283%	2%	2%

Wskaźniki rentowności

EBITDA	60.6%	31.8%	19.1%	37.9%	38.5%	38.0%
EBIT	47.1%	14.6%	9.2%	26.6%	27.1%	26.7%
marża netto	43.3%	-0.8%	4.9%	21.4%	22.2%	22.4%
ROE	41.1%	-0.6%	6.1%	20.7%	18.9%	17.4%

Wskaźniki bilansowe

BVPS (USD)	5.4	4.3	4.5	5.1	5.6	6.2
Dług netto/EBITDA	1.6	3.8	2.5	1.2	0.9	0.6
Dług netto/kapitał własny	105.5%	106.7%	94.0%	83.8%	75.4%	68.3%

Źródło: Spółka, BM Pekao



SECTOR ANALYSTS

Director & Chief Analyst Mining, Construction & Real Estate

Tomasz Duda
+48 727 418 628
tomasz.duda2@pekao.com.pl

Polish Banking & Financials

Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Chemicals, Oil & Gas

Krzysztof Kozieł, CFA
+48 664 420 126
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Consumer

Dariusz Dziubiński
dariusz.dziubinski@pekao.com.pl

IT, Video Games

Emil Popławski
+48 601 079 478
emil.poplawski@pekao.com.pl

Utilities, Biotechnology

Marcin Górnik
+48 691 701 088
marcin.gornik@pekao.com.pl

Telecommunication, E-commerce

Konrad Musiał
konrad.musial@pekao.com.pl

Maciej Madej
maciej.madej@pekao.com.pl

Foreign Markets

Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl

INVESTMENT ANALYSIS OFFICE

Market Projections

Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Technical Analyst

Bartosz Kulesza
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

CONTACT AND PUBLICATION ADDRESS

Pekao Brokerage Office

ul. Wołoska 18
02-675 Warsaw
Poland
bm@pekao.com.pl

Sales

Poland
+48 22 586 23 99

Sales Trading

Poland
+48 22 586 28 83

Internet

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 Gieldzie 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

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

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 powiązаныmi 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 trypoziomowego 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 Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 30.05.2023

Data i godzina zakończenia sporządzania raportu: 31.05.2023, godz. 07:45.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 31.05.2023, godz. 08:00.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.