

Creotech

W oczekiwaniu na start

Utrzymujemy naszą rekomendację dla Creotech na poziomie **KUPUJ** z 12 miesięczną ceną docelową na poziomie **PLN 233.9** (wcześniej PLN 235.6). Zaktualizowaliśmy wycenę o wyniki za I kwartał '24, co implikuje nieco niższe przychody za cały rok na poziomie PLN 48.6mn (vs. 52.1mn wcześniej) oraz PLN 22.6mn straty operacyjnej (PLN 21.2mn wcześniej).

- W 1Q'24 spółka odnotowała spadek przychodów r/r o 16% (do PLN 8.8mn), co w głównej mierze wynikało z spadku rozpoznanych dotacji (PLN 2.9mn vs. 4.3mn rok wcześniej i 3.4mn naszych założeń). Przychody ze sprzedaży produktów w segmencie produkcji elektroniki spadły kolejny kwartał r/r o ok. 30% do PLN 1.9mn. O 19% r/r spadły również przychody ze sprzedaży produktów w segmencie systemów kwantowych (do PLN 1.1mn, zakładaliśmy 1.5mn). Przychody z sprzedaży produktów w segmencie kosmicznym wzrosły do PLN 2.8mn (vs. 2.0mn rok wcześniej).
- Kluczowym wydarzeniem dla działalności spółki w bieżącym roku pozostaje wciąż wynik misji EagleEye w ramach której zaplanowano umieszczenie na niskiej orbicie okołoziemskiej satelity obserwacyjnej opartej na platformie HyperSat. Emitent w dniu 22 maja 2024 roku otrzymał informację o zakończeniu z sukcesem procedury transportowej satelity na teren USA. Start misji przewidziany jest na przełomie I i II półrocza '24e (w ramach startu Transporter 11 – rakieta Falcon 9 SpaceX). Jej pozytywny wynik pozwoli na osiągnięcie 9 poziomu gotowości technologicznej (TRL 9) dzięki czemu produkt będzie gotowy do komercjalizacji.
- W zakresie projektu Mikroglob zwracamy uwagę na ostatnie wypowiedzi członków Rządu RP, którzy podkreślali konieczność pozyskania autonomicznych zdolności pozwalających na obrazowanie satelitarne.

Podstawowe informacje finansowe

PLN mn	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	33.4	33.6	44.0	48.6	141.6	199.7	310.4
EBITDA	3.1	-4.1	-8.6	-11.0	24.0	41.0	81.1
EBIT	1.0	-8.7	-16.9	-22.5	9.0	25.9	66.8
Zysk netto	0.5	-7.1	-15.4	-23.1	6.8	20.5	53.6
EPS	0.3	-4.5	-6.5	-9.7	2.9	8.6	22.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	514.8	neg.	neg.	neg.	60.8	20.3	7.7
EV/EBITDA	132.6	neg.	neg.	neg.	17.0	9.6	4.5

Source: Creotech (21-23), Pekao Equity Research

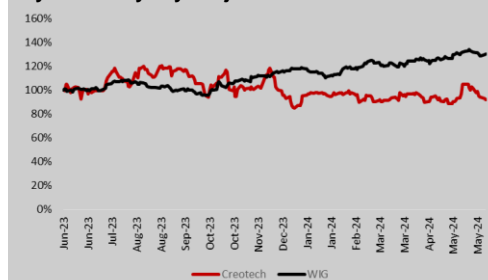
Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa **PLN 233.9**

Potencjał wzrostu **+34.0%**
 Cena z 6 czerwca 2024 PLN 174.5

ESG Rating **C**
Punkty ESG **0.63**

Wykres relatywny akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport za I półrocze '24 27.09.24
 Raport za III kwartał '24 27.11.24

INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg CRI PW
 Free float (%) 31.6
 Kapitalizacja (PLNm) 415.2
 Liczba akcji (mn) 2.4

Akcjonariusze
 ARP 11.4%
 Paweł Kasprzowicz 10.2%
 Grzegorz Brona 10.2%
 OFE Allianz Polska 9.8%

Lukas Cinikas

lukas.cinikas@pekao.com.pl



Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Wycena	5
Ryzyka	9
Aktualizacja prognoz	10
Zastrzeżenia	14



Ostatnie wydarzenia

Odstąpienie od umowy na realizację prac remontowych i adaptacyjnych powierzchni produkcyjnych wynajmowanych przez Spółkę

W dniu 21 maja '24 roku emitent złożył oświadczenie o odstąpieniu od umowy na realizację prac remontowych i adaptacyjnych w pomieszczeniach o charakterze produkcyjnym wynajmowanych w Piasecznie. Wg spółki, odstąpienie od umowy nie wpływa negatywnie na posiadane zdolności produkcyjne. Oddanie inwestycji do użytkowania planowane jest na II połowę '24e.

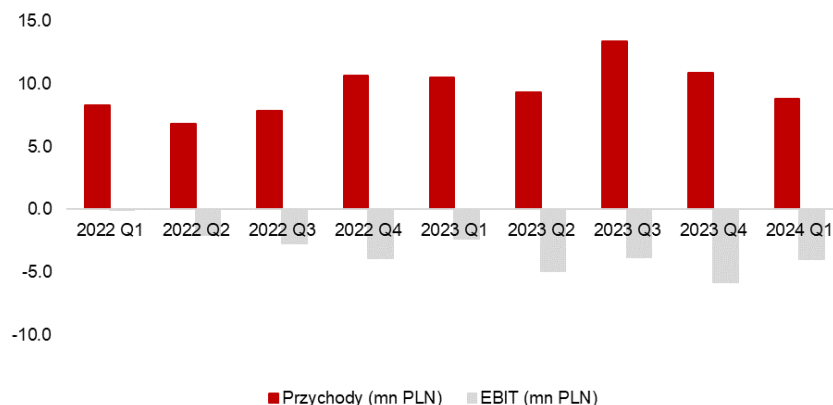
Zakończenie procedur transportowych satelity EagleEye do USA

22 maja '24 roku spółka otrzymała informację o zakończeniu z sukcesem procedury transportowej na teren USA satelity EagleEye. Po odprawie satelita znalazł się na terenie USA, gdzie został odebrany przez spółkę Exolaunch GmbH, która przejęła odpowiedzialność za jej transport do bazy Vandenberg, gdzie przeprowadzona zostanie integracja z rakiętą firmy SpaceX.

Wyniki za 1Q'24

W 1Q'24 spółka odnotowała spadek przychodów r/r o 16% (do PLN 8.8mn), co w głównej mierze wynikało z spadku rozpoznanych dotacji (PLN 2.9mn vs. 4.3mn rok wcześniej i 3.4mn naszych założeń). Przychody ze sprzedaży produktów w segmencie produkcji elektroniki spadły kolejny kwartał r/r o ok. 30% do PLN 1.9mn. O 19% r/r spadły również przychody ze sprzedaży produktów w segmencie systemów kwantowych (do PLN 1.1mn, zakładaliśmy 1.5mn). Przychody z sprzedaży produktów w segmencie kosmicznym wzrosły do PLN 2.8mn (vs. 2.0mn rok wcześniej). Koszty wynagrodzeń wzrosły r/r do PLN 6.8mn (zakładaliśmy 7.0mn) vs. 5.6mn rok wcześniej.

Zakładaliśmy PLN 5.2mn wydatków CAPEX vs. 5.6mn zaraportowane przez spółkę. W połączeniu z ujemnym OCF poziom gotówki netto spadł na koniec kwartału do PLN 38.5mn vs. 49.2mn na koniec zeszłego roku.



Źródło: Creotech, Pekao Equity research



Przeprowadziliśmy analizę scenariuszową w trzech różnych przypadkach w zakresie komercjalizacji platformy HyperSat:

- **Scenariusz bazowy** - zakładamy, że w '26e spółka dokona pierwszej, komercyjnej sprzedaży platformy.

Projekt "Microglob" - zakładając, że spółka zostanie wybrana do realizacji kolejnych faz projektu i będzie odpowiedzialna za dostarczenie 4 platform satelitarnych Hypersat (klasy Eagle). Budżet tego projektu wynosi EUR 108.2mn. Zakładamy, że ok. 70.0% tej kwoty zostanie przeznaczona na satelity, a pozostała część na komponent naziemny. Zakładamy, że realizacja kontraktu w zakresie dostaw satelit będzie rozłożona w czasie, w latach '25e-27e.

Zamówienia z ESA – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 112.6mn, rozpoznaną w latach '24-27e.

Zamówienia komercyjne – zakładamy sprzedaż 16 platform satelitarnych Hypersat w latach '26-'29e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 492.0mn.

CAPEX – zakładamy, że w latach '24-25e spółka będzie musiała ponieść wydatki inwestycyjne w wysokości PLN 38.0mn z uwagi min. na nakłady w bieżących projektach B+R, rozbudowę i dostosowanie zaplecza produkcyjnego oraz poszerzenie portfolio produktowego zgodnie z celami emisyjnymi przedstawionymi w raporcie bieżącym 33/2023.

W kolejnych latach zakładamy spadek wskaźnika CAPEX/przychody do jednocyfrowych wartości.

- **Scenariusz optymistyczny** – zakładamy, że w '26e spółka dokona pierwszej komercyjnej sprzedaży platformy.

Projekt "Microglob" - zakładając, że spółka zostanie wybrana do realizacji kolejnych faz projektu i będzie odpowiedzialna za dostarczenie 4 platform satelitarnych Hypersat (klasy Eagle). Budżet tego projektu wynosi EUR 108.2mn. Zakładamy, że 70.0% tej kwoty zostanie przeznaczona na satelity, a pozostała część na komponent naziemny. Zakładamy, że realizacja kontraktu w zakresie dostaw satelit będzie rozłożona w czasie, w latach '25e-27e.

Zamówienia z ESA – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 174.2mn, rozpoznaną w latach '24-27e.

Zamówienia komercyjne – zakładamy sprzedaż 24 platform satelitarnych Hypersat w latach '26-'29e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 744.0mn.

- **Scenariusz pesymistyczny** – zakładamy, że spółka dokona pierwszej komercyjnej sprzedaży platformy dopiero w '27 roku.

Projekt "Microglob" - zakładając, że spółka zostanie wybrana do realizacji kolejnych faz projektu i będzie odpowiedzialna za dostarczenie 4 platform satelitarnych Hypersat (klasy Eagle). Budżet tego projektu wynosi EUR 108.2mn. Zakładamy, że 70.0% tej kwoty zostanie przeznaczona na satelity, a pozostała część na komponent naziemny. Zakładamy, że realizacja kontraktu w zakresie dostaw satelit będzie rozłożona w czasie, w latach '25e-27e.

Zamówienia z ESA – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 112.6mn, rozpoznaną w latach '24-27e.



Zamówienia komercyjne – zakładamy sprzedaż 7 platform satelitarnych Hypersat w latach '27-'29e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 220.0mn.

- **USD/PLN = 4.0, EUR/PLN = 4.3.**

Wycena

Metoda wyceny

Nasza wycena opiera się w 100% na metodzie DCF, a wycena porównawcza jest prezentowana jedynie w celach informacyjnych (0% wagi).

Creotech: Podsumowanie wyceny

Metoda	Cena (PLN)	Waga (%)
12M metoda DCF	233.9	100%
12M wycena mnożnikowa	86.1	0%
12M cena docelowa	233.9	
Obecna cena	174.5	
Potencjał (%)	34.0%	

Source: Pekao Equity Research.

Peer comparison

Compay name	Ticker	P/S			EV/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AAC Clyde Space	AAC SS Equit	0.5	0.4	N/A	6.5	2.7	N/A
Thales SA	HO FP Equity	1.8	1.7	1.5	12.5	11.4	10.6
Terran Orbital	LLAP US Equi	0.7	0.3	0.2	N/A	155.2	2.9
Planet Labs	PL US Equity	2.4	2.1	1.7	N/A	N/A	6.3
OHB SE	OHB GR Equit	0.6	0.6	0.5	9.1	7.7	6.9
Spire Global	SPIR US Equit	2.0	1.6	1.3	27.1	10.9	5.7
Median total		1.2	1.1	1.3	10.8	10.9	6.3
Creotech Instruments		8.5	2.9	2.1	neg.	17.0	9.6
Premium/discount vs. Median		592%	170%	59%	N/A	56%	52%
Implied value PLN p.s.		25.2	64.7	109.8	N/A	113.5	117.5

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research



Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.7% od 2024-29e i 4.0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 6.0% od 2024-29e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1.1.
- Marża kredytowa w wysokości 2.8%.
- Stawka podatku dochodowego w wysokości 19.0%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 2.0% - uwzględniająca stopę reinwestycji kapitału.

Rating ESG

Capital Goods	E	S	G
Score	0.27	0.60	0.85
Sector weight	20%	40%	40%
Final ESG Score	0.63		
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%

Kalkulacja WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Koszt kapitału	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	9.5%
Koszt długu	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	6.8%
Koszt długu po opodatkowaniu	8.5%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	5.5%
Waga kapitału własnego	79%	75%	77%	81%	86%	90%	100%
WACC	11.5%	11.0%	11.0%	11.2%	11.6%	11.7%	9.5%

Wycena DCF

(PLN mn)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Rok końcowy
Przychody	49	142	200	310	239	244	248.9
EBIT	-22.5	9.0	25.9	66.8	67.8	76.2	80.4
Podatek	0.0	-1.7	-4.9	-12.7	-12.9	-14.5	-15.3
NOPAT	-22.5	7.3	21.0	54.1	54.9	61.7	65.1
Amortyzacja	8.2	11.5	14.9	15.1	14.3	13.5	13.5
Kapitał obrotowy	-6.1	-12.2	-14.1	-25.8	9.0	-6.2	-6.2
CAPEX	-21.8	-16.1	-10.7	-11.1	-8.5	-8.7	-21.0
FCFF	-42.2	-9.5	11.1	32.4	69.6	60.4	51.5
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Wartość rezydualna							700.5
Współczynnik dyskonta	0.90	0.81	0.73	0.65	0.59	0.52	0.48
Zdyskontowane przepływy	-37.8	-7.7	8.1	21.2	40.8	31.7	360.4
EV	416.8						
Aktywo podatkowe	5.2						
Dług netto - Dec 31 2023	-49.2						
Inne	0.0						
Wartość kapitału własnego (31.12.2023)	471.1						
Liczba akcji (mn)	2.4						
12M cena docelowa (PLN)	233.9						
Cena akcji na dzień 6 czerwca (PLN)	174.5						
Potencjał wzrostu/spadku	34.0%						

Wzrost przychodów	10%	191%	41%	55%	-23%	2%	2.0%
Marża EBIT	-46.3%	6.4%	13.0%	21.5%	28.4%	31.2%	32.3%
Stopa podatkowa	0.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	44.9%	11.4%	5.3%	3.6%	3.6%	3.6%	8.4%
Capex/amortyzacja	264.7%	140.3%	71.6%	73.3%	59.5%	64.2%	155.1%

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
7.5%	246.6	261.4	278.6	299.0	323.3	353.1	390.4
8.5%	222.7	233.9	246.6	261.4	278.6	298.9	323.3
9.5%	204.0	212.8	222.7	233.9	246.6	261.4	278.6
10.5%	189.1	196.2	204.0	212.8	222.7	233.9	246.6
11.5%	176.9	182.7	189.1	196.2	204.0	212.8	222.7

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBIT w okresie rezydualnym/WACC	26.3%	28.3%	30.3%	32.3%	34.3%	36.3%	38.3%
7.5%	258.6	271.9	285.4	299.0	312.6	326.3	340.0
8.5%	224.9	237.0	249.2	261.4	273.7	285.9	298.2
9.5%	200.7	211.8	222.8	233.9	244.9	256.0	267.1
10.5%	182.6	192.7	202.8	212.8	222.9	232.9	243.0
11.5%	168.5	177.8	187.0	196.2	205.4	214.6	223.8

Źródło: Pekao Equity Research



Analiza scenariuszowa - scenariusz bazowy

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychód ze sprzedaży y/y	48.6	141.6 191.1%	199.7 41.1%	310.4 55.4%	238.6 -23.1%	244.0 2.2%
Dotacje	16.4	11.2	10.5	7.4	6.1	5.0
Produkcja elektroniki	7.4	9.6	10.8	11.9	13.1	14.3
Nauka	6.8	9.0	11.7	15.3	19.5	24.7
Geoprzestrzeń	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kosmos	18.0	111.8	166.8	275.8	200.0	200.0
EBIT	-22.5	9.0	25.9	66.8	67.8	76.2
Marża EBIT (%)	-46.3%	6.4%	13.0%	21.5%	28.4%	31.2%
Zysk netto	-23.1	6.8	20.5	53.6	54.4	61.2
Cena docelowa (upside/downside)					233.9	34.0%

Analiza scenariuszowa - scenariusz optymistyczny

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychód ze sprzedaży y/y	48.6	141.6 191.1%	261.3 84.6%	338.4 29.5%	302.6 -10.6%	404.0 33.5%
Dotacje	16.4	11.2	10.5	7.4	6.1	5.0
Produkcja elektroniki	7.4	9.6	10.8	11.9	13.1	14.3
Nauka	6.8	9.0	11.7	15.3	19.5	24.7
Geoprzestrzeń	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kosmos	18.0	111.8	228.4	303.8	264.0	360.0
EBIT	-22.5	9.0	54.9	79.4	97.7	155.7
Marża EBIT (%)	-46.3%	6.4%	21.0%	23.5%	32.3%	38.5%
Zysk netto	-23.1	6.8	43.9	63.8	78.6	125.6
Cena docelowa (upside/downside)					407.2	133.3%

Analiza scenariuszowa - scenariusz pesymistyczny

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychód ze sprzedaży y/y	48.6	141.6 191.1%	175.7 24.1%	254.4 44.8%	110.6 -56.5%	180.0 62.7%
Dotacje	16.4	11.2	10.5	7.4	6.1	5.0
Produkcja elektroniki	7.4	9.6	10.8	11.9	13.1	14.3
Nauka	6.8	9.0	11.7	15.3	19.5	24.7
Geoprzestrzeń	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kosmos	18.0	111.8	142.8	219.8	72.0	136.0
EBIT	-22.5	9.0	15.6	41.6	7.9	45.1
Marża EBIT (%)	-46.3%	6.4%	8.9%	16.4%	7.2%	25.1%
Zysk netto	-23.1	6.8	12.1	33.2	5.9	36.0
Cena docelowa (upside/downside)					112.6	-35.5%

Źródło: Pekao Equity Research



Ryzyka

Wśród kluczowych ryzyk dla działalności i wyników Spółki zauważamy:

- **Ryzyko związane z publicznymi grantami** – stałą częścią źródła przychodów Spółki jest działalność związana z projektami badawczo-rozwojowymi finansowanymi lub współfinansowanymi ze środków publicznych, co wiąże się z ryzykiem zwrotu dofinansowania. Spółka narażona jest również na ryzyko braku lub ograniczenia zamówień w przypadku zmian polityki finansowej i priorytetów instytucji finansujących.
- **Potencjalne emisje akcji** – przychody i wyniki finansowe Spółki mogą podlegać dużej zmienności, a Spółka znajduje się obecnie w okresie wysokiego zapotrzebowania na kapitał ze względu na swój wzrostowy charakter. Wszelkie odchylenia od naszych założeń modelowych, w szczególności fiasko komercjalizacji projektu Hypersat, mogą stwarzać istotne ryzyko płynności, skutkując ryzykiem rozwodnienia obecnych akcjonariuszy w związku z koniecznością pozyskania kapitału udziałowego.
- **Ryzyko utraty kluczowych pracowników i presja płacowa** - Spółka działa w sektorze, w którym odpowiednio wykwalifikowany personel jest ważnym czynnikiem operacyjnym. Wykwalifikowana kadra inżynierska wymaga odpowiednio wysokich wynagrodzeń, co może wywierać presję na koszty działalności.
- **Niepowodzenie procesu komercjalizacji platformy Hypersat** - opieramy nasze scenariusze wyceny na udanej komercjalizacji projektu platformy Hypersat. W przypadku niepowodzenia tego projektu uważamy, że wycena spółki będzie znacząco odbiegać od dzisiejszej kapitalizacji, a przyszłość spółki stanie pod znakiem zapytania.
- **Problemy związane z łańcuchami dostaw** - niestabilne łańcuchy dostaw na rynku komponentów elektronicznych mogą skutkować znacznym wydłużeniem czasu dostawy kluczowych materiałów produkcyjnych.
- **Potencjalne przesunięcia projektów i ich rozliczenia** – każde przesunięcie terminu realizacji projektów oraz rozliczenia ich kamieni milowych może mieć istotny wpływ na osiągnięte wyniki finansowe.



Aktualizacja prognoz

Zaktualizowaliśmy wycenę o wyniki za I kwartał '24, co implikuje nieco niższe przychody za cały rok na poziomie PLN 48.6mn (vs. 52.1mn wcześniej) oraz PLN 22.6mn straty operacyjnej (PLN 21.2mn wcześniej).

Kluczowym wydarzeniem dla działalności spółki w bieżącym roku pozostaje wciąż wynik misji EagleEye w ramach której zaplanowano umieszczenie na niskiej orbicie okołoziemskiej satelity obserwacyjnej opartej na platformie HyperSat. Emitent w dniu 22 maja 2024 roku otrzymał informację o zakończeniu z sukcesem procedury transportowej satelity na teren USA. Start misji przewidziany jest na przełomie I i II półrocza '24e (w ramach startu Transporter 11 – rakieta Falcon 9 SpaceX). Jej pozytywny wynik pozwoli na osiągnięcie 9 poziomu gotowości technologicznej (TRL 9) dzięki czemu produkt będzie gotowy do komercjalizacji.

W zakresie projektu Mikroglob zwracamy uwagę na ostatnie wypowiedzi członków Rządu RP, którzy podkreślali konieczność pozyskania autonomicznych zdolności pozwalających na obrazowanie satelitarne.

Podsumowanie zmian naszych prognoz przedstawiamy w poniższej tabeli:

	2024e			2025e			2026e		
	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana
Przychody	52.1	48.6	-6.7%	141.6	141.6	0.0%	199.5	199.7	0.1%
EBITDA	-9.1	-11.0	21.0%	23.9	24.0	0.2%	41.1	41.0	-0.3%
EBIT	-21.2	-22.5	6.2%	9.4	9.0	-3.9%	26.3	25.9	-1.5%
Zysk netto	-21.8	-23.1	6.1%	7.1	6.8	-3.8%	20.8	20.5	-1.5%

Source: Pekao Equity Research

P&L (PLN mn)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	33	34	44	49	142	200	310
Koszty operacyjne	-41	-42	-61	-71	-133	-174	-244
Pozostałe dochody/koszty	9	-1	0	0	0	0	0
EBITDA	3	-4	-9	-11	24	41	81
EBIT	1	-9	-17	-23	9	26	67
Działalność finansowa	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1
Zysk przed opodatkowaniem	0	-9	-17	-23	8	25	66
Podatek dochodowy	0	2	2	0	0	0	0
Zysk netto	0	-7	-15	-23	7	20	54
Bilans (PLN mn)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Aktywa obrotowe	24	45	95	78	131	183	290
Środki pieniężne i ekwiwalenty	12	26	73	40	33	44	75
Pozostałe	13	19	22	39	98	139	216
Aktywa trwałe	22	30	77	88	90	85	82
Rzeczowe aktywa trwałe	7	7	33	33	35	35	41
Pozostałe	14	23	44	55	54	50	41
Aktywa ogółem	46	75	173	167	221	268	372
Kapitał własny	18	48	91	73	80	100	154
Zobowiązania długoterminowe	14	14	57	58	58	58	58
Zobowiązania finansowe	1	2	22	22	22	22	22
Pozostałe	14	12	35	35	35	35	35
Zobowiązania krótkoterminowe	13	13	24	36	83	110	161
Zobowiązania finansowe	5	1	2	2	2	2	2
Pozostałe	9	12	22	34	81	108	159
Pasywa ogółem	46	75	173	167	221	268	372
Dług netto	-7	-23	-49	-15	-9	-20	-51
Cash Flow (PLN m)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Zysk netto	0	-7	-15	-18	7	20	54
Amortyzacja	2	5	8	12	15	15	14
Inne (w tym KO)	-14	-5	23	-4	-12	-14	-27
Cash flow operacyjny	-11	-7	15	-11	10	21	41
CAPEX	-8	-12	-23	-22	-16	-11	-11
Pozostałe	0	3	1	0	0	0	0
Cash flow inwestycyjny	-8	-9	-22	-22	-16	-10	-11
Dywidenda	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	25	31	54	-1	0	0	0
Cash flow finansowy	25	31	54	-1	0	0	0
Zmiana gotówki	6	14	48	-34	-6	11	31
Gotówka na koniec okresu	12	26	73	40	33	44	75
Dynamika R/R							
Przychody	15%	1%	31%	10%	191%	41%	55%
EBITDA	-19%	-232%	112%	28%	-317%	71%	98%
EBIT	-55%	-983%	94%	34%	-140%	187%	158%
Zysk netto	-73%	-1592%	117%	50%	-130%	200%	162%
Marże							
EBITDA	9.2%	-12.1%	-19.6%	-22.6%	16.9%	20.5%	26.1%
EBIT	3.0%	-25.9%	-38.3%	-46.3%	6.4%	13.0%	21.5%
Zysk netto	1.4%	-21.1%	-35.0%	-47.5%	4.8%	10.3%	17.3%
ROE	2.6%	-14.6%	-16.9%	-31.7%	8.6%	20.4%	34.8%

Źródło: Spółka – dane za 2020-23, Pekao Equity Research



Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	0.3	-4.5	-6.5	-9.7	2.9	8.6	22.5	22.9	25.7
Revenue	33	34	44	49	142	200	310	239	244
EBIT	1.0	-8.7	-16.9	-22.5	9.0	25.9	66.8	67.8	76.2
EBITDA	3.1	-4.1	-8.6	-11.0	24.0	41.0	81.1	81.3	88.7
Net Income, GAAP	0.5	-7.1	-15.4	-23.1	6.8	20.5	53.6	54.4	61.2
Net Debt	-7	-23	-49	-15	-9	-20	-51	-119	-178
BPS	12.99	30.57	38.40	30.69	33.56	42.17	64.71	87.57	113.30
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Return on Equity %	2.6%	-14.6%	-16.9%	-31.7%	8.6%	20.4%	34.8%	26.1%	22.7%
Return on Assets %	1.0%	-9.4%	-8.9%	-13.8%	3.1%	7.6%	14.4%	14.3%	14.0%
Depreciation	2	5	8	12	15	15	14	14	13
Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-20	-19	-7	-33	-7	11	30	68	59
CAPEX	-8	-12	-23	-22	-16	-11	-11	-8	-9

Source: Creotech (20-23), Pekao Equity Research



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 7 CZERWCA 2024 R. O GODZINIE 07:40 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 7 CZERWCA 2024 R. O GODZINIE 07:50 CET.

ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 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

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 OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

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
Lukas Cinikas	Analityk	Creotech	brak	brak	brak	brak

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 zawarze 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 powiązanymi 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 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