

# Trzymaj, 86,00 PLN

Podtrzymana

23 sierpnia 2024 r., 07:30

## Napęd na dwie osie

**Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj i podwyższamy cenę docelową do 86,0 PLN.**

Dużo pozytywnego zadziało się ostatnio w Oponeo. Podwyższyliśmy naszą ścieżkę wyników na następne 3 lata średnio o około 22%.

Według nas Oponeo cały czas zwiększa udział w polskim rynku opon dla samochodów osobowych (wynosi on według nas około 36%) jednak jego udział w rosnącym segmencie on-line może delikatnie spadać. Sprzedaż online na rynku najpewniej wyraźnie przekroczyła już 50% udziału w całości.

W samym Oponeo w 2Q24 skokowo wzrosła rentowność brutto na sprzedaży do najwyższych poziomów od paru lat. Być może presja konkurencyjna na rynku online nieco zelżała. Jeśli zestawić to z wiarą głównych właścicieli w spółkę (w 1Q24 zwiększyli swój udział o 10p.p), można mieć nadzieję, że jest to dość trwała zmiana – choć oczywiście na tak wahlwym rynku nie ma nic pewnego.

Świetnie rozwija się spółka córka Dadelo (udział Oponeo 59%). Przy wzroście przychodów o ponad 50% i na dodatek poprawiającej się rentowności, wyniki gwałtownie się poprawiają. Spółka gwałtownie powiększa udział w rynku (obecnie około 6%). Dźwignia operacyjna mocno poprawia wyniki. W 2024 spółka powinna wygenerować 17% EBITu grupy (w zeszłym roku rentowność była bliska zeru). W 2025 rynek powinien być wsparty dopłatami do rowerów elektrycznych (co może zwiększyć wartość całego rynku o około 10%). Spodziewamy się, że Dadelo będzie poprawiać wyniki dużo szybciej niż Oponeo.

Wśród najważniejszych ryzyk wskazujemy na niedawny skok rentowności. Mamy nadzieję, że to dość trwała zmiana a nie wywołana jedynie lepszymi warunkami zakupowymi (w tym umocnienie PLN). To samo dotyczy Dadelo – na dodatek spółce udaje się utrzymać wysokie tempo wzrostu przy relatywnie wysokiej marży brutto.

mln PLN	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 695	1 872	2 025	2 231	2 408
EBITDA	82	87	119	129	140
EBIT	63	64	95	104	114
Zysk netto	41	54	63	70	76
P/E	14,8	8,8	14,2	12,9	11,8
P/BV	1,6	1,7	3,0	2,9	2,7
EV/EBITDA	5,9	7,1	8,4	7,9	7,3
EPS	2,92	4,85	5,63	6,19	6,75
DPS	1,36	2,00	5,00	5,50	6,00
FCF	-45	50	31	58	66
CAPEX	31	14	20	21	22

P - Prognozy DM PKO BP

### Informacje

Kurs akcji (PLN)	80,00
Upside	8%
Liczba akcji (mn)	11,24
Kapitalizacja (mln PLN)	898,88
Free float	29%
Free float (mln PLN)	264
Free float (mln USD)	68
EV (mln PLN)	1 002,17
Dług netto (mln PLN)	103,29

### Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	6,3%
Odciecie dywidendy	21.06.2024

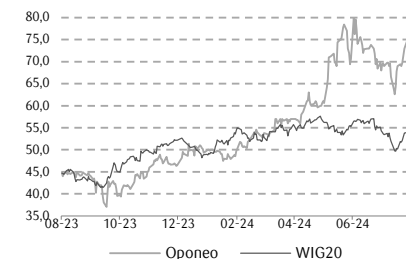
### Akcjonariusze

	% Akcji
Dariusz Topolewski	26,25
Ryszard Zawieruszyński	25,04
Oponeo	19,38
-	-

### Poprzednie rekom.

	Data i cena docelowa
Trzymaj	10-05-24 63,50
Kupuj	23-08-23 51,00

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-3,3%	14,6%
3 miesiące	-6,0%	32,0%
6 miesięcy	-1,9%	61,0%
12 miesięcy	19,4%	86,0%
Min 52 tyg. PLN		37,00
Max 52 tyg. PLN		80,00
Średni dzienny obrót mln PLN		0,25

### Analitik

Piotr Łopaciuk, CFA  
+48 609 091 976  
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

### Adres:

BM PKO BP  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

### Wyniki Grupy

mIn PLN	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Grupa przychody	1 872	2 025	2 231	2 408	2 598
Grupa EBIT	64	95	104	114	125
Oponeo* przychody	1 683	1 734	1 844	1 952	2 064
Oponeo* EBIT	64	79	84	90	96
DADELO przychody	189	291	387	456	534
Dadelo EBIT	0	16	20	24	29

Źródło: Oponeo, prognozy PKO BP securities

\*Zawiera Rotopino i pozostałe przychody składowych Grupy

Znacząca poprawa marży brutto na sprzedaży może wynikać z poprawy warunków rynkowych lub zatowarowania w korzystniejszych cenach (umocnienie PLN, spadek cen u producentów).

Biorąc pod uwagę skok rentowności Oponeo, zakładamy, że spółka będzie rozwijać się nieco wolniej (w tempie około 6% w najbliższych latach).

Zwracamy uwagę na gwałtowną poprawę wyników Dadelo. Spółka jest w stanie połączyć imponujące tempo wzrostu z lekkim umocnieniem marży brutto na sprzedaży. W dalszym ciągu oczekujemy wysokiego (lecz słabnącego) tempa wzrostu spółki.

### Ostatnie wydarzenia

Oponeo zanotowało bardzo dobry 2Q24. Spółka skorzystała na bardzo wysokiej rentowności w segmencie opon oraz dźwigni operacyjnej w szybko rozwijającej się spółce zależnej Dadelo.

mIn PLN	2Q23	2Q24	r/r	PKO BP 2Q24	różn.
Przychody	497,0	530,9	7%	566,0	-6%
EBITDA	19,2	43,6	127%	31,8	37%
EBIT	13,1	36,4	178%	25,5	43%
Zysk netto	11,6	23,7	104%	16,7	42%
marża EBITDA	4%	8%		6%	
marża EBIT	3%	7%		5%	
marża netto	2%	4%		3%	

Source: PKO BP Securities

#### PODSTAWOWE PARAMETRY

Wskaźnik	Wartość 2024P
EPS, GAAP (PLN)	5,63
Revenue (mn PLN)	2025,0
Gross Margin %	22,6%
EBIT (mn PLN)	94,9
EBITDA (mn PLN)	119,0
Net Income, GAAP (mn PLN)	63,2
Net Debt (mn PLN)	103,3
BPS (PLN)	26,71
DPS (PLN)	5,00
Return on Equity %	21,9%
Return on Assets %	9,3%
Depreciation (mn PLN)	16,0
Amortization (mn PLN)	3,7
Free Cash Flow (mn PLN)	30,9
CAPEX (mn PLN)	20,2

Źródło: PKO BP securities

#### CZYNNIKI RYZYKA

- Obecny poziom marż wydaje się stosunkowo wysoki.
- Sprzedaż opon jest mocno wrażliwa na warunki pogodowe.
- Sprzedaż opon jest dość wrażliwa na sentyment konsumencki.
- Sprzedaż przez Internet ma stosunkowo niskie bariery wejścia.
- Biznes model Oponeo charakteryzuje się dużym zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy.
- Wysoki poziom zapasów może być problemem, przy nietrafionych prognozach rynkowych.
- Biznes model Oponeo charakteryzuje się wysokim lewarem operacyjnym (dość niska marża brutto, wrażliwość na poziom sprzedaży).

**WYCENA**

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora dystrybucji. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2024P-2027P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, w tym w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów i pozycje bilansu. Faza druga zaczyna się po 2027P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 2,5% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 5.5%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1.0x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2024 r. i odejmujemy prognozowany dług netto bez leasingu (uwzględniając korektę sezonową) oraz udziały mniejszości. Używamy liczby akcji pomniejszonej o akcje własne (bazowo zakładamy, że akcje te zostaną umorzone).

**WACC**

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P<
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko długu	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>
Waga kapitału własnego	84%	80%	81%	80%	79%	79,0%
Waga długu	16%	20%	19%	20%	21%	21%
<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,4%</b>

Źródło: prognozy DM PKO BP

Model DCF						
mln PLN	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P<
EBIT	63,9	94,9	103,7	113,8	125,0	128,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	51,8	76,8	84,0	92,2	101,3	103,9
CAPEX	14,2	20,2	21,3	22,4	23,6	23,6
Amortyzacja	23,4	24,2	25,0	25,8	26,6	26,6
Leasing	10,5	15,5	15,8	16,9	18,1	18,1
Zmiany w kapitale obrotowym	0,5	34,4	13,9	12,1	13,4	8,9
<b>FCF</b>	50,0	30,9	58,0	66,5	72,8	79,8
WACC		9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	
Współczynnik dyskonta		0,00	0,91	0,83	0,76	
DFCF		0,0	53,0	55,5	55,5	
Wzrost w fazie II	2,5%					
Suma DFCF - Faza I	164,0					
Suma DFCF - Faza II	<b>888,8</b>					
Wartość Firmy (EV)	<b>1 052,8</b>					
Dług netto	17,0					
Sezonowa korekta długu netto	40,0					
Udziały mniejszości	-90,0					
<b>Wartość godziwa</b>	<b>905,7</b>					
Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)	11,2					
Wartość godziwa na akcję	80,6					
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>86,0</b>					
Cena bieżąca	80,0					
Oczekiwana stopa zwrotu	7%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

### Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	8,4%	86,0	92,6	100,4	109,6	120,7
	8,9%	80,2	<b>86,0</b>	<b>92,6</b>	<b>100,4</b>	109,6
	9,4%	75,2	<b>80,2</b>	<b>86,0</b>	<b>92,6</b>	100,4
	9,9%	70,8	<b>75,2</b>	<b>80,2</b>	<b>86,0</b>	92,6
	10,4%	66,9	70,8	75,2	80,2	86,0

Źródło: DM PKO BP

## WYCENA PORÓWNAWCZA

## Dystrybutorzy części samochodowych: wskaźniki

Spółka	Kapitalizacja mEUR	P/E			EV/EBITDA		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
<b>Polscy dystrybutorzy</b>							
Auto Partner	718	13,0	10,9	9,2	9,3	7,8	6,4
Inter Cars	1 687	9,2	7,7	6,4	7,3	6,3	5,5
<b>Globalni dystrybutorzy</b>							
Delti.com	35	6,6	5,1	4,5	5,8	5,1	4,7
Autozone	49 123	21,1	19,6	17,5	14,4	14,0	13,2
<b>Mediana</b>		<b>11,1</b>	<b>9,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>
<b>Oponeo</b>		<b>14,2</b>	<b>12,9</b>	<b>11,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>
<b>Premia/dyskonto</b>		<b>28%</b>	<b>39%</b>	<b>52%</b>	<b>-12%</b>	<b>-3%</b>	<b>5%</b>

Źródło: Bloomberg, PKO BP securities

Oponeo jest notowane z niewielką premią do dystrybutorów części samochodowych. Wydaje się być ona uzasadniona biorąc pod uwagę ekspozycję na segment online.

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	962	1 063	1 515	1 695	1 872	2 025	2 231	2 408	2 598
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-775	-846	-1 205	-1 361	-1 501	-1 568	-1 727	-1 864	-2 007
Zysk brutto ze sprzedaży	187	217	309	335	371	457	503	545	591
<b>EBITDA</b>	<b>41</b>	<b>49</b>	<b>94</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>119</b>	<b>129</b>	<b>140</b>	<b>152</b>
Koszty sprzedaży	-146	-169	-215	-271	-307	-362	-400	-431	-466
Zysk z działalności operacyjnej	29	37	79	63	64	95	104	114	125
Saldo działalności finansowej	2	-2	-1	-10	5	-7	-10	-11	-11
Zysk przed opodatkowaniem	30	35	78	53	69	87	94	103	114
Podatek dochodowy	-10	-3	-16	-10	-14	-19	-18	-20	-22
Zyski (straty) mniejszości	20	32	60	41	54	63	70	76	83
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>70</b>	<b>76</b>	<b>83</b>
Bilans	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>124</b>	<b>175</b>	<b>169</b>	<b>258</b>	<b>262</b>	<b>276</b>	<b>288</b>	<b>301</b>	<b>316</b>
Wartości niematerialne i prawne	40	89	87	87	87	87	88	88	89
Rzeczowe aktywa trwałe	82	83	78	167	172	185	196	209	223
Pozostałe aktywa długoterminowe	1	3	4	3	4	4	4	4	4
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>223</b>	<b>207</b>	<b>450</b>	<b>429</b>	<b>417</b>	<b>415</b>	<b>457</b>	<b>494</b>	<b>533</b>
Zapasy	100	100	159	242	261	294	323	349	377
Należności	44	50	78	61	71	81	89	96	104
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	79	56	213	126	85	41	45	48	52
<b>Aktywa razem</b>	<b>347</b>	<b>381</b>	<b>619</b>	<b>687</b>	<b>679</b>	<b>692</b>	<b>745</b>	<b>795</b>	<b>849</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>172</b>	<b>226</b>	<b>350</b>	<b>364</b>	<b>288</b>	<b>300</b>	<b>314</b>	<b>330</b>	<b>349</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>98</b>	<b>90</b>	<b>116</b>	<b>126</b>	<b>135</b>	<b>145</b>
Kredyty i pożyczki	0	0	24	21	17	41	50	58	66
Zobowiązania handlowe i pozostałe	15	14	11	78	73	74	76	77	79
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>160</b>	<b>141</b>	<b>233</b>	<b>224</b>	<b>301</b>	<b>276</b>	<b>305</b>	<b>329</b>	<b>355</b>
Kredyty i pożyczki	1	5	10	12	53	16	20	23	26
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	151	124	214	202	228	238	262	283	305
Zobowiązania handlowe i pozostałe	8	12	9	10	21	21	22	23	24
<b>Pasywa razem</b>	<b>347</b>	<b>381</b>	<b>619</b>	<b>687</b>	<b>679</b>	<b>692</b>	<b>745</b>	<b>795</b>	<b>849</b>
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	23	21	96	-19	79	59	91	101	110
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-3	-43	-22	-28	-7	-20	-21	-22	-24
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-11	-3	81	-37	-112	-67	-57	-69	-75
Wskaźniki (%)	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
ROE	12,1%	16,1%	20,9%	11,4%	16,7%	21,5%	22,6%	23,5%	24,4%
Dług netto	-63,3	-32,7	-167,0	-12,6	68,0	103,3	114,5	123,7	133,2

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gaming, ecommerce)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl

### Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczenko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 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, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ilekczo w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzanie rekomendacji. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem Świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów



EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS  
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji  
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

#### Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie badań inwestycyjnych. Po wznowieniu badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Oponeo	1: NIE, 2: NIE, 3: NIE, 4: NIE, 5: NIE, 6: NIE, 7: NIE, 8: NIE, 9: NIE

#### Objaśnienia:

- W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
  - BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
  - BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
  - BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
  - BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
  - BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
  - PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
  - PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
  - Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję długą netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
- Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

#### Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:55.

Ilekroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2023	2024P	2025P	2023	2024P	2025P	
Oponeo	Kupuj	2023-08-23	51,00	43,00	610,5							Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2023-09-08	115,00	78,20	1876,4							Piotr Zybala
Oponeo	Trzymaj	2024-05-10	63,50	44,70	707,9							Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2024-05-28	110,00	80,00	1919,6	nm	9,0	5,8	19,4	20,9	17,5	Piotr Zybala
Oponeo	Trzymaj	2024-08-23	86,00	80,00	898,9	8,8	14,2	12,9	7,1	8,4	7,9	Piotr Łopaciuk

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu