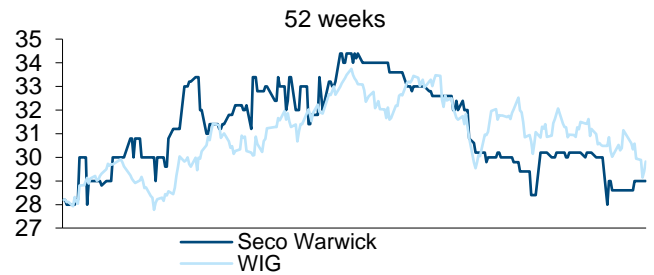


RAPORT ANALITYCZNY

Seco Warwick

Trzymaj

(mn PLN)	2023	2024e	2025e	2026e
Przychody	684	713	753	790
EBITDA	57	44	48	56
EBIT	41	26	29	36
Zysk netto	35	18	21	25
EPS (PLN)	3.5	1.8	2.1	2.5
CEPS (PLN)	5.2	3.6	3.9	4.5
BVPS (PLN)	24.3	25.1	26.2	27.5
DPS (PLN)	1.0	1.0	1.0	1.2
EV/EBITDA (x)	5.4	7.6	6.9	5.8
P/E (x)	8.2	15.8	14.1	11.5
P/CE (x)	5.6	8.1	7.4	6.4
Dividend yield	3.4%	3.4%	3.4%	4.2%



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	2.8%	-14.7%	-4.0%	-3.3%

Cena akcji (PLN)	29.00	Reuters	SWG.WA Free float	34.5%
Liczba akcji (mn)	10.0	Bloomberg	SWG.PW Akcjonariusze	SW Holding
Wartość rynkowa (PLN mn)	290	Dzienniki	-	SecoWarwick
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	334	Cena docelowa	29.3 Strona internetowa	https://www.secowarwick.com

Analyst:

Jakub Szkopek
+48 22 257 5753
jakub.szkopek@erstegroup.com

Perspektywy nieco lepsze, ale prognozy na 2024 rok w dół

Obniżamy nasze prognozy na 2024 rok z uwagi na słabsze momentum wynikowe w 2Q24 oraz 3Q24 oraz naszą cenę docelową dla Seco Warwick do 29.3PLN /akcja (wcześniej 30,9 PLN/akcja). Podtrzymujemy bez zmian rekomendację Trzymaj.

Niższa kontraktacja zamówień w IH24 oraz słabsze momentum wynikowe w 2Q24 oraz 3Q24 zmuszają nasz do rewizji w dół prognoz wyników na 2024 rok. Z drugiej strony obserwowane odbicie kontraktacji w 2H24 połączone z obserwowanym osłabieniem PLN powinno przekładać się na poprawę wyników w 2025 roku. Największym wyzwaniem dla Seco Warwick jest obecnie obserwowane spowolnienie w przemyśle europejskim oraz słabe nastroje w przemyśle samochodowym w Chinach. Spółka tym niemniej naszym zdaniem może korzystać na wyraźnej ekspozycji na rynek amerykański z uwagi na oczekiwane przyspieszenie tamtejszej gospodarki po wygranej Donalda Trumpa na prezydenta.

Według naszych szacunków Seco Warwick wciąż w 4Q24 będzie notować spadki wyników finansowych, co może się odwrócić już od 2Q25. Naszym zdaniem Spółka na koniec 2024 roku może zanotować portfel zamówień blisko rekordowej wartości z końca 2023 roku.

Seco Warwick jest obecnie notowany blisko swojej grupy porównawczej na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Zakładamy również, że Spółka wróci do generowania dodatnich FCFF w 2025 i 2026 roku. Pewnym game changer byłyby rozpoczęcie seryjnej sprzedaży pieców redukcyjnych w ramach projektu Green Iron (element instalacji NG-DRI w transformacji energetycznej produkcji stali).

Czynniki ryzyka

- 1. Duża wrażliwość wyników na cykle koniunkturalne.**
Historycznie sprzedaż i wyniki SecoWarwick były w dużej mierze uzależnione od cykli koniunkturalnych (rynek dóbr inwestycyjnych). Wyraźniejsze spowolnienie może prowadzić do drastycznego spadku przychodów ze sprzedaży i w efekcie wyników finansowych (patrz 2009 rok).
- 2. Umocnienie PLN do USD.** Umocnienie złotówki do walut obcych to jedno z największych wyzwań dla SecoWarwick z punktu widzenia konkurencyjności i rentowności realizowanych kontraktów. Na ryzyko walutowe najbardziej eksponowane są zakłady w Polsce (Europa ~30% sprzedaży; 30% sprzedaży w EUR, 20% w USD). Spółka w momencie zawarcia umowy zabezpiecza 60% wartości ekspozycji netto na kontrakcie. Spółki w USA kontraktują w USD, a Chiny głównie w CNY.
- 3. Duża ekspozycja na Chiny.** Obecnie ponad 30% sprzedaży Grupy realizowane jest w Azji (przede wszystkim w Chinach). Natomiast w 2022 roku Chiny odpowiadały za 55% realizowanego EBIT w Grupie. Ewentualne drastyczne spowolnienie gospodarcze w Chinach, wojny handlowe USA-Chiny, wojna o Tajwan mogą negatywnie wpłynąć na koniunkturę w Chinach a pośrednio na wyniki tamtejszej spółki.
- 4. Wzrost kosztów osobowych i dostęp do wysoko wykwalifikowanej kadry.** Koszty osobowe, to po kosztach materiałów i energii druga największa kategoria odpowiadająca za 22% kosztów ogółem w 2022 roku. Kadra SecoWarwick, to przede wszystkim wykwalifikowani inżynierowie (ponad 60%), którzy są często zachęcani przez konkurencyjne spółki. Grupa musi pilnować, aby wynagrodzenia były na konkurencyjnym poziomie, aby uniknąć migracji talentów z Grupy. SecoWarwick otwiera biura w lokalizacjach, gdzie dostęp do kadry jest lepszy – np. Biuro w Zielonej Górze, w Tarnowskich Górach, w pobliżu Poznania
- 5. Ekspozycja na przemysł obronny.** Seco Warwick w efekcie znacznej sprzedaży do branży lotniczej (ok. 1/3 sprzedaży) eksponowane jest również branżą obronną (samoloty, helikoptery, drony wojskowe). Naszym zdaniem ekspozycja na branżę zbrojeniową nie przekracza 10% przychodów ogółem. Część z inwestorów może statutowo wykluczać inwestycje w firmy eksponowane na przemysł obronny, co może zawęzić grono potencjalnych inwestorów (z drugiej strony to jeden z czynników wzrostu przychodów).
- 6. Ryzyko barier handlowych.** Zaawansowanie technologiczne produktów SecoWarwick może powodować, że w przyszłości część asortymentu może zostać objęta sankcjami, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Rosji. Spółka posiada nierozliczony depozyt na poziomie 252 tys. EUR dotyczący kontraktu, którego realizacja nie może zostać ukończona ze względu na obowiązujące sankcje (dotychczas realizowana, istotna (ponad 80%) część kontraktu została zakończona, wszystkie dotychczasowe należności zostały uregulowane przez kontrahenta). Również obecnie bariery handlowe między Chinami a Indiami powodują, że SecoWarwick w Chinach nie może dostarczać produktów do Indii. Grupa w przyszłości planuje powrót do Indii poprzez budowę tam oddziału (już teraz działa tam oddział sales & service).

Wycena

Wycenę Grupy Seco Warwick bazujemy w 50% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w 50% na wycenie porównawczej.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	31.2
Wycena DCF (PLN)	50%	27.4
12M cena docelowa (PLN)		29.3

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej staramy się zestawić wyniki SecoWarwick z producentami dóbr inwestycyjnych dla przemysłu. W wycenie uwzględniamy 20% dyskonto z uwagi na fakt, że spółki porównywalne są wyraźnie większe pod względem skali biznesu oraz wiele z nich ma większą dywersyfikację sprzedaży.

	P/E			EV/EBITDA			Dyid		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AMG CRITICAL MAT	-	9.9	7.6	7.3	5.5	4.7	2.1%	3.9%	4.5%
PVA TEPLA AG	8.7	9.7	8.2	5.1	5.5	4.7	-	-	-
ANDRITZ AG	9.8	9.2	8.2	5.3	5.3	4.7	5.1%	5.4%	6.0%
MITSUBISHI HEAVY	26.7	22.9	20.2	15.2	13.7	12.6	1.1%	1.2%	1.5%
AIDA ENGINEERING	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DANIELI & CO	6.8	6.5	-	-	-	-	1.6%	2.2%	-
GEA GROUP AG	16.8	15.5	14.1	9.6	9.1	8.5	2.5%	2.8%	3.1%
JUDGES SCIENTIFI	32.7	24.3	21.8	20.6	16.1	14.9	1.1%	1.2%	1.4%
EINHELL (HANS)-P	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PALFINGER AG	7.4	9.2	6.9	5.6	5.9	5.6	4.8%	4.1%	5.1%
INTERROLL HLDG-R	26.9	22.7	20.7	15.8	13.7	12.5	1.4%	1.6%	1.7%
MIN	6.8	6.5	6.9	5.1	5.3	4.7	1.1%	1.2%	1.4%
MAX	32.7	24.3	21.8	20.6	16.1	14.9	5.1%	5.4%	6.0%
Mediana	13.3	9.9	11.2	8.5	7.5	7.1	1.8%	2.5%	3.1%
Seco Warwick	15.8	14.1	11.5	7.6	6.9	5.8	3.4%	3.4%	4.2%
premia (dyskonto)	19%	43%	3%	-10%	-8%	-18%	90%	41%	36%
Implikowana wycena									
Mediana	13.3	9.9	11.2	8.5	7.5	7.1			
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%			
Waga wskaźnika		50%			50%				
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	29.6								
12m wartość firmy na akcję (PLN)	31.2								

Wycena DCF

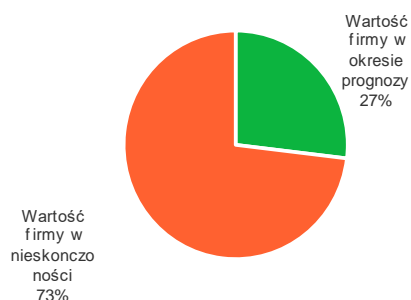
- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.75% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Beta 1.2. duża zmienność wyników w przeszłości (rynek dóbr inwestycyjnych narażony na cykle koniunkturalne).

Szacunki WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Premia za ryzyko	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
Koszt długu	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
Efektów na stopa podatkowa	19.8%	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Udział kapitału w wycenie	88%	87%	90%	92%	94%	96%
WACC	11.5%	11.4%	11.0%	11.0%	11.1%	11.3%

Wycena DCF

(mn PLN)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Wzrost sprzedaży	4.2%	5.7%	4.9%	3.1%	2.5%	2.2%
EBIT	26	29	36	37	39	39
marża EBIT	3.6%	3.9%	4.5%	4.5%	4.7%	4.6%
Stopa podatkowa	19.8%	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Opodatkowanie EBIT	5	6	8	8	9	9
NOPAT	21	24	28	29	31	30
Amortyzacja	18	18	20	20	20	
CAPEX	-50	-25	-19	-20	-20	
Kapitał obrotowy	-4	-1	-1	0	1	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	-16	16	28	29	32	31
Zdyskontowane przepływy	56	36	-14	13	21	19
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	330					
Zdyskontowana wartość rezydualna	193					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	264					
Udziałowcy mniejszości	3					
Dług netto	42					
Akcje własne	40					
Wartość firmy	259					
Liczba akcji (mn)	10					
Koszt kapitału	5.7%					
12 miesięczna cena docelowa	27.4					
Potencjał wzrostu / spadku	-6%					



WACC	Wzrost w nieskonczoności				
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
+1,0 p.p.	22.9	23.6	24.4	25.3	26.3
+0,5 p.p.	24.1	24.9	25.8	26.8	27.9
+0,0 p.p.	25.5	26.4	27.4	28.5	29.8
-0,5 p.p.	26.9	28.0	29.1	30.4	31.9
-1,0 p.p.	28.6	29.8	31.1	32.6	34.2

Seco Warwick zmiana prognoz

Obniżamy nasze prognozy wyników na 2024 rok z uwagi na słabsze momentum wynikowe w 2Q24 oraz 3Q24 oraz słabsze pozyskanie nowych zamówień w IH'24. Zagadamy obecnie niższe obroty w 2024 roku w segmentach pieców topielnych oraz Aftersales. Wyższych niż wcześniej zakładaliśmy oczekujemy w 2024 roku obrotów w segmencie CAB AP.

W 2025 roku zakładamy, że sprzedaż może być o 15% wyższa niż wcześniej zakładaliśmy, głównie przez wysoką kontraktację zamówień w 2H24. Prognozy wyników na 2025 rok pozostawiamy bez zmian.

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	-0.2%	+14.9%	+13.9%	+9.0%	+9.1%
EBITDA	-18.2%	+0.2%	+9.5%	-12.3%	-7.5%
Zysk netto	-29.1%	+2.0%	+10.2%	-22.8%	-15.9%
DPS	0.0%	0.0%	+2.0%	+10.2%	-22.8%
Piece próżniowe	+0.3%	+28.4%	+5.4%	-11.4%	-13.0%
CAB AP	+22.0%	+38.5%	+4.8%	+16.5%	+9.0%
Piece Topielne	-8.5%	+15.7%	+10.4%	+17.7%	+14.1%
Aftersales	-3.0%	-8.0%	+36.1%	+13.6%	+28.1%
Portfel zamowien	+30.7%	+19.8%	+10.5%	+7.1%	+4.5%
Nowe zamowienia	+33.1%	+5.4%	+6.5%	+6.4%	+6.4%

Wyniki 3Q24

Przychody ze sprzedaży Seco Warwick w 3Q24 wyniosły 172mn PLN i były zbliżone do naszych prognoz oraz konsensusu. Sprzedaż segmentowa również pokrywała się z naszymi oczekiwaniami.

EBITDA w 3Q24 wyniosła 11mn PLN i była 14% powyżej naszych oczekiwań oraz 10% powyżej konsensusu. Nieco wyższa niż zakładaliśmy rentowność Aftersales i pieców topielnych rekompensowała słabszą marżowość w CAB i piecach atmosferycznych.

PLN mn	Q3'24	Q3'23	Zmiana	Q3'24e	Rożnica	Konsensus	Rożnica	2024e	YTD
Przychody	172	152	13%	174	-1%	173	-1%	713	75%
EBITDA	11	12	-7%	10	14%	10	10%	44	73%
marża EBITDA	6%	8%		6%		6%		6%	
EBIT	6	8	-14%	5	19%	6	18%	26	71%
Zysk netto	4	5	-31%	3	10%	3	14%	18	72%

PLN mn	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	zmiana r/r	Q3'24e	rożnica
Piece próżniowe	45	49	48	42	45	42	43	-11%	42	2%
Atmosfera	0	0	0	0	0	0	0	-	0	
CAB AP	33	41	32	32	35	31	35	10%	35	1%
Piece Topielne	60	50	39	58	64	53	53	35%	53	0%
Aftersales	33	39	33	49	38	54	41	21%	44	-8%
Pozostałe	0	0	-2	2	0	0	0	-100%	0	-
EBITDA	16	13	12	15	14	7	11	-7%	10	14%
marża EBITDA	10%	7%	8%	9%	7%	4%	6%		6%	
OCF	2	-9	10	56	7	-6	40	313%	7	483%
Backlog	560	525	530	776	686	635	695	31%	661	5%
Order intake	174	136	157	436	98	114	233	-	200	-

Wynik netto w 3Q24 wyniósł 4mn PLN i przewyższał nasze oczekiwania o 10% oraz konsensus o 14%.

Mocną stroną wyników jest wysoki **przepływ gotówki z działalności operacyjnej** w 3Q24. W efekcie również **dług netto** spadł o 19mn PLN do 41mn PLN na przestrzeni kwartału.

Wartość pozyskanych **nowych zamówień** w 3Q24 wyniosła przekroczyła zakładane przez nas 200mn PLN. Zarząd po wynikach IH'24 zakładał pozyskanie ~400mn PLN w drugiej połowie roku. **Portfel zamówień** wyniósł prawie 700mn PLN na koniec 3Q24 i był najwyższy od 4Q23.

Konferencja po wynikach 3Q24

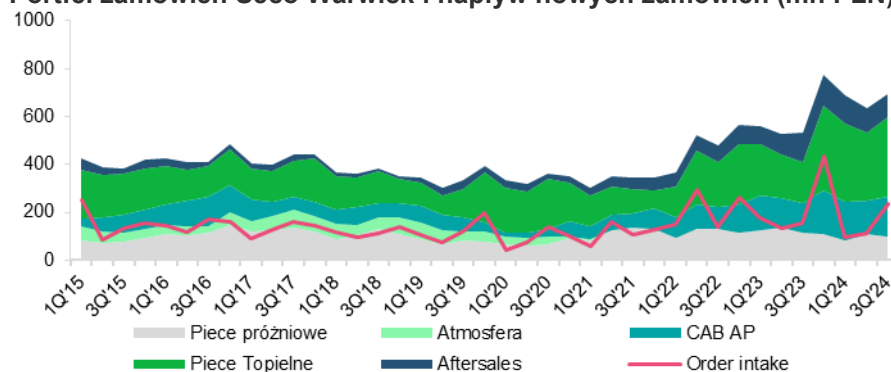
W 3Q24 sprzedaży była nieco wyższa q/q mimo sezonowego dołka sprzedażowego. Negatywnie na przychody działały kursy walut, przede wszystkim umocnienie PLN. Koszty SG&A były zbliżone r/r przez umocnienie PLN i większą kontrolę kosztów. Pomagała wycena transakcji zabezpieczających kursy walutowe.

Zarząd liczy na rekordowy poziom sprzedaży w 2024 roku przy utrzymującym się wysokim backlog. Kolejny (3Q24) mocny kwartał w piecach próżniowych dzięki dobrej sprzedaży m.in. do branży lotniczej. Spadek marży w AP i CAB wynikają z niższej sprzedaży oraz umocnienia PLN. W 3Q'24 dalej spadały obroty w EU kosztem wyższej sprzedaży w USA.

3Q24 był dobrym kwartałem pod względem generacji PLN. Wydatki inwestycyjne zgodnie z całorocznymi założeniami - 34.4 w 1-3Q24. Spółka zwiększyła wartość zadłużenia o 40mn PLN (wyższe wykorzystanie linii kredytowych).

Napływ nowych zamówień w 3Q24 wyniósł 233mn PLN, głównie w VME, słabiej w piecach próżniowych. Portfel zamówień wzrósł na koniec 3Q24 do 695mn PLN. Z tego backlog na 4Q24 przypada do realizacji 155mn PLN i 437mn PLN na 2025 rok. Zarząd stawia sobie cel, żeby portfel zamówień na koniec roku był zbliżony do końca 2023.

Portfel zamówień Seco Warwick i napływ nowych zamówień (mn PLN)



Źródło: Seco Warwick

Seco Warwick dostarczyło prototyp pieca redukcyjnego do klienta. W grudniu rozpocznie się testowanie urządzenia ze wsadem (Green Iron). Później klient zdecyduje o kolejnych zamówieniach.

Jak na razie nie ma sygnałów, aby program motywacyjny na 2025 rok był kontynuowany.

Outlook: Potencjał rekordowej sprzedaży w 2024 roku. Obserwowane osłabienie PLN korzystnie wpływa na rentowność sprzedaży w kolejnych

kwartałach i poprawę konkurencyjności. Wyzwaniem są potencjalne zmiany polityczno-gospodarcze w USA, ale samo stymulowanie gospodarki USA powinno pozytywnie przekładać się na obroty. Zarząd zwiększa samodzielność spółek w USA, aby być przygotowanym na potencjalne taryfy celne. W Europie ma miejsce niska aktywność przemysłu ogółem. W USA widać dużą aktywność w lotnictwie, zbrojeniach i metalurgii. W Chinach wyższa aktywność w energetyce i lotnictwie, ale wyraźnie słabe nastroje w sektorze Automotive. Zarząd liczy na kolejny kwartał wysokiego napływu nowych zamówień i wzrostu wartości portfela zamówień na koniec roku. CAPEX w całym roku powinien się znaleźć w komunikowanym wcześniej przedziale 45-50mn PLN.

RZiS

(mln PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Przychody	463	623	684	713	753	790
Piece próżniowe	137	191	184	166	150	159
Atmosfera	2	0	0	0	0	0
CAB AP	98	154	138	143	142	127
Piece Topielne	127	152	208	228	299	292
Aftersales	98	124	154	176	163	212
Pozostałe	0	2	0	0	0	0
Koszty	359	485	531	571	604	631
Zysk brutto ze sprzedaży	104	137	153	142	149	159
Piece próżniowe	32	44	42	37	35	35
Atmosfera	-3	0	0	0	0	0
CAB AP	18	38	38	27	26	23
Piece Topielne	30	16	23	21	33	31
Aftersales	27	40	51	58	55	70
Pozostałe	0	0	-1	-2	0	0
EBIT	24	42	41	26	29	36
dz. fin.	-1	-3	-10	-3	-4	-3
Zysk brutto	19	33	30	23	26	32
Podatek doch.	2	1	6	5	6	8
Mniejszości	0	1	1	0	1	1
Zysk netto	17	31	35	18	21	25
Skor. EBITDA	37	57	57	44	48	56
Skor. ZN	17	31	35	18	21	25

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Portfel zamówień

(mln PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Portfel zamówień	347	566	776	756	687	648
Nowe pozyskane zamówienia	459	842	902	685	685	750
Book to bill	1.3	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Rachunek CF

(mIn PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
CF oper.	10	27	59	32	38	45
Kapitał obrot.	-3	12	7	-4	-1	-1
CF inw.	-9	-12	-22	-50	-25	-19
CAPEX	-9	-12	-22	-50	-25	-19
CF fin.	0	5	-35	-10	-19	-21
Dywidenda/buyback	-14	-3	-10	-10	-10	-12
CF	0	0	2	-29	-6	5
CFO/EBITDA	26%	47%	103%	73%	79%	80%
FCFF	1	15	37	-18	13	26
FCFF/EV	0%	5%	12%	-6%	4%	8%
DPS	0.48	0.25	1.00	1.00	1.00	1.23
Wsk. wypłaty	35.9%	15.1%	32.7%	28.2%	54.6%	60.0%
DYield	1.7%	0.9%	3.4%	3.4%	3.4%	4.2%

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Bilans

(mIn PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aktywa trwałe	167	166	190	222	229	228
Rzeczowe	75	82	101	133	140	139
Niematerialne	47	48	52	52	52	52
Goodwill	41	32	32	32	32	32
Rozliczenia międzyokresowe	1	2	3	3	3	3
Aktywa obrot.	295	415	437	423	438	462
Zapasy	62	89	89	93	98	103
Należności	106	106	132	138	146	153
Gotówka	41	74	76	47	41	46
Kapitały wł.	167	222	243	251	262	275
Mniejszości	1	2	3	3	4	4
Zob. długo.	23	26	44	39	34	29
Kredyty	23	26	41	36	31	26
Zob. krótko.	100	150	159	164	170	176
Kredyty	34	65	51	51	51	51
Zob. Handlowe	66	85	108	112	119	124
Rozliczenia międzyokresowe	80	127	158	165	174	183
Dług netto	16	18	17	41	42	32
DN/EBITDA	0.4	0.3	0.3	0.9	0.9	0.6
DN/EA skor.	0.4	0.3	0.3	0.9	0.9	0.6

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E	17.7	9.8	8.2	15.8	14.1	11.5
P/E skor.	17.7	9.8	8.2	15.8	14.1	11.5
EV/EBITDA	8.5	5.5	5.4	7.6	6.9	5.8
EV/EA skor.	8.5	5.5	5.4	7.6	6.9	5.8
P/S	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
P/BV	1.8	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
Marża EBITDA	8.0%	9.2%	8.3%	6.1%	6.4%	7.1%
Zm. EBITDA r/r	15%	55%	0%	-23%	10%	17%
Marża netto	3.7%	4.9%	5.2%	2.6%	2.7%	3.2%
Zm. EPS r/r	23%	81%	19%	-48%	12%	22%
Cena (PLN)	29.00	29.00	29.00	29.00	29.00	29.00
L. akcji (mln)	10.3	10.3	10.0	10.0	10.0	10.0
MCap	299	299	290	290	290	290
EV	315	317	307	331	332	322

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Income Statement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Net sales	463.20	622.73	683.66	712.62	753.28	789.85
Cost of goods sold	358.94	485.39	530.55	570.59	604.26	630.73
Gross profit	104.26	137.34	153.11	142.03	149.02	159.12
SG&A	76.41	94.77	112.71	115.52	119.54	123.32
Other operating revenues	2.12	4.84	4.34	1.98	0.00	0.00
Other operating expenses	-5.96	-5.36	-4.24	-2.54	0.00	0.00
EBITDA	36.91	57.06	56.80	43.54	47.96	55.96
Depreciation/amortization	-12.89	-15.01	-16.30	-17.57	-18.48	-20.15
EBIT	24.01	42.05	40.50	25.96	29.48	35.81
Financial result	-0.62	-3.09	-10.02	-2.91	-3.57	-3.44
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBT	19.45	33.34	30.27	23.05	25.91	32.36
Income taxes	2.15	1.28	6.23	5.14	5.90	7.88
Result from discontinued operations						
Minorities and cost of hybrid capital	11.40	13.44	14.10	14.40	15.52	16.65
Net result after minorities	16.91	30.62	35.41	18.31	20.54	25.13
Balance Sheet	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Intangible assets	75.23	82.00	100.94	133.36	139.88	138.73
Tangible assets	47.30	48.47	52.31	52.31	52.31	52.31
Financial assets	2.06	2.19	1.64	1.64	1.64	1.64
Total fixed assets	166.89	166.20	189.88	222.30	228.82	227.67
Inventories	295.35	415.46	436.70	422.97	438.32	462.16
Receivables and other current assets	105.57	106.38	132.32	137.93	145.80	152.87
Other assets	98.01	157.94	148.67	155.42	164.49	172.75
Cash and cash equivalents	41.20	73.90	75.74	46.95	41.08	45.84
Total current assets	393.35	573.41	585.37	578.39	602.81	634.91
TOTAL ASSETS	462.24	581.66	626.58	645.28	667.15	689.83
Shareholders'equity	166.64	221.66	242.89	251.20	261.73	274.54
Minorities	1.20	2.41	2.68	3.08	3.59	4.24
Hybrid capital and other reserves	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pension and other LT personnel accruals	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LT provisions	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest-bearing LT debts	23.47	26.34	41.46	36.46	31.46	26.46
Other LT liabilities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total long-term liabilities	23.47	26.34	44.41	39.41	34.41	29.41
Interest-bearing ST debts	34.05	65.45	51.49	51.49	51.49	51.49
Other ST liabilities	157.46	224.12	278.93	291.19	308.01	323.23
Total short-term liabilities	100.07	150.14	159.10	163.66	170.06	175.82
TOTAL LIAB. , EQUITY	462.24	581.66	626.58	641.55	663.42	686.10
Cash Flow Statement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	9.56	26.55	58.57	31.65	37.70	44.52
Cash flow from investing activities	-8.55	-11.67	-21.62	-50.00	-25.00	-19.00
Cash flow from financing activities	0.00	0.00	1.84	-28.78	-5.87	4.75
CHANGE IN CASH , CASH EQU.	54.22	73.90	75.74	46.95	41.08	45.84
Margins & Ratios	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Sales growth	18.9%	34.4%	9.8%	4.2%	5.7%	4.9%
EBITDA margin	8.0%	9.2%	8.3%	6.1%	6.4%	7.1%
EBIT margin	5.2%	6.8%	5.9%	3.6%	3.9%	4.5%
Net profit margin	3.7%	4.9%	5.2%	2.6%	2.7%	3.2%
ROE	9.1%	15.8%	15.2%	7.4%	8.0%	9.4%
ROCE	7.6%	11.3%	9.7%	5.0%	4.3%	5.8%
Equity ratio	35.8%	37.7%	38.3%	38.7%	38.9%	39.4%
Net debt	16.3	17.9	17.2	41.0	41.9	32.1
Working capital	195.3	265.3	277.6	259.3	268.3	286.3
Capital employed	181.8	237.1	260.4	292.1	303.0	305.4
Inventory turnover	-1.2	-1.4	-1.2	-1.3	-1.4	-1.4

Source: Company data, Erste Group estimates

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). SecoWarwick została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym SecoWarwick Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi

z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiegokolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyraźnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładności takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszernie zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do

Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązаныmi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

Definicje ocen Erste Group

Kupuj	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethode/index.phtml>

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Zjednoczone Królestwo (UK): Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

Wielka Brytania: Niniejszy dokument jest skierowany wyłącznie do inwestorów profesjonalnych (zgodnie z definicją tego terminu zawartą w art. 19(5) Ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (promocja finansowa) Rozporządzenie z 2005 r. ("FPO")) lub do osób, dla których jego dystrybucja byłaby w inny sposób zgodna z prawem. W związku z tym osoby, które nie mają profesjonalnego doświadczenia w kwestiach związanych z inwestycjami, nie powinny polegać na niniejszym dokumencie.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2023.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16
Siedziba: Warszawa
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl
oraz:

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m
Sąd Gospodarczy w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group Bank AG: www.erstegroup.com