

## Atende

### Utrzymująca się presja na rentowność

Obniżamy rekomendację do poziomu **SPRZEDAJ** (wcześniej: **KUPUJ**) z 12 miesięczną ceną docelową na poziomie **PLN 2.3** (wcześniej PLN 3.7).

- Grupa Atende S.A. odnotowała w 3Q'24 przychody na poziomie **PLN 93.8mn vs. 63.2mn** naszych założeń (-14% r/r). Największą sprzedaż odnotowano do sektora publicznego (PLN 29mn, 31% skonsolidowanych przychodów, +29% r/r). Drugim pod względem wielkości sprzedaży był sektor energetyczny, gdzie sprzedaż wzrosła do PLN 24mn z 5mn rok wcześniej (min z uwagi na dostawę infrastruktury data center dla operatora energetycznego). Po raz kolejny słabość pokazała sprzedaż do sektora TMT (-13% r/r, PLN 21mn).
- Skonsolidowana marża zysku brutto wyniosła **19.5% vs. 22.5%** rok wcześniej. Spadek r/r wynikał min. z utrzymującej się ujemnej kontrybucji A2CC z kontraktu PGE oraz jednorazowej, dużej realizacji sprzedaży do klienta z sektora publicznego na niższej marży. **Koszty SG&A były powyżej naszych założeń na poziomie PLN 15mn, co implikuje dwucyfrowe dynamiki wzrostu pierwszy raz od 4Q'23.** Jak poinformował zarząd, było to konsekwencją wzrostu kosztów pracowniczych związanych z pracami badawczymi prowadzonymi w spółkach zależnych.
- O ile zakładamy lekki wzrost przychodów w '25e do poziomu zbliżonego jak w '23, o tyle przedłużające się prace na kontrakcie z PGE oraz utrzymujące się, wysokie koszty SG&A wpłyną negatywnie na rentowność grupy, obciążając w konsekwencji marżę operacyjną (zakładamy 1.5% vs. 3.0% wcześniej). Prognozujemy, że kolejne okresy przyniosą odbudowę rentowności z uwagi na większy udział usług własnych w portfolio grupy oraz brak negatywnego wpływu kontraktu z PGE na wyniki (docelowo 3.2% w 27e).

### Podstawowe informacje finansowe

PLN mn	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	205.3	225.6	328.1	316.4	326.8	340.2	354.1
EBITDA	9.9	12.9	22.4	16.9	15.9	17.1	20.3
EBIT	0.1	3.0	11.8	5.6	4.8	7.4	11.2
Zysk netto	-1.2	1.8	7.4	2.8	2.2	4.1	7.0
EPS	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
DPS	1.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
DY	38.0%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	neg.	52.7	12.9	33.7	44.4	23.2	13.6
EV/EBITDA	10.3	7.2	3.7	6.0	6.0	5.3	4.1

Źródło: Spółka ('21-'23), Pekao Equity Research

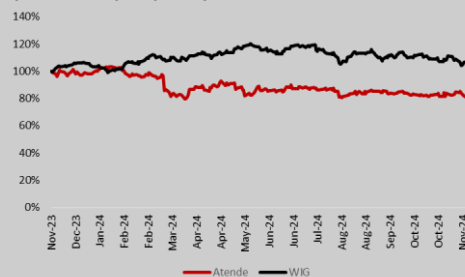
## SPRZEDAJ (wcześniej: KUPUJ)

**Cena docelowa** **PLN 2.3**

**Potencjał wzrostu** **-12.7%**  
 Cena z 29 listopada 2024 **PLN 2.6**

**ESG Rating** **C**  
**Punkty ESG** **0.69**

### Wykres relatywny akcji vs. WIG



### NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport roczny za '24 rok 03.25e

### INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg **ATD PW**  
 Free float (%) **40.3**  
 Kapitalizacja (PLNm) **95.6**  
 Liczba akcji (mn) **36.3**

Akcjonariusze Fundacja Rodzinna Spinoza **32.9%**  
 OFE NN **16.8%**  
 OFE PKO BP Bankowy **10.0%**

**Lukas Cinikas**

[lukas.cinikas@pekao.com.pl](mailto:lukas.cinikas@pekao.com.pl)



## Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Wycena	4
Ryzyka	8
Aktualizacja prognoz	9
Zastrzeżenia	13



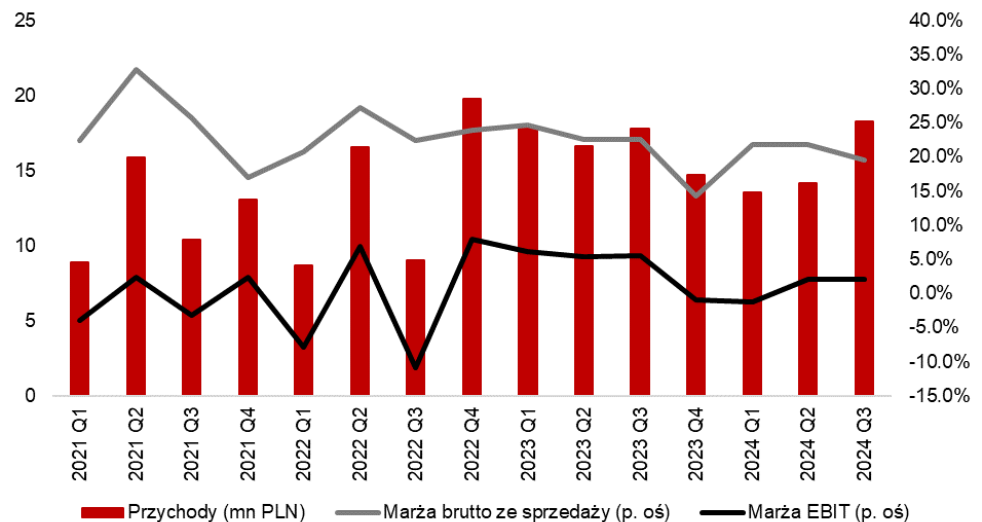
## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki za 3Q'24

**Grupa Atende S.A. odnotowała w 3Q'24 przychody na poziomie PLN 93.8mn vs. 63.2mn naszych założeń (-14% r/r).** Największą sprzedaż odnotowano do sektora publicznego (PLN 29mn, 31% skonsolidowanych przychodów, +29% r/r). Drugim pod względem wielkości sprzedaży był sektor energetyczny, gdzie sprzedaż wzrosła do PLN 24mn z 5mn rok wcześniej (min z uwagi na dostawę infrastruktury data center dla operatora energetycznego). Po raz kolejny słabość pokazała sprzedaż do sektora TMT (-13% r/r, PLN 21mn).

**Skonsolidowana marża zysku brutto wyniosła 19.5% vs. 22.5% rok wcześniej.** Spadek r/r wynikał min. z utrzymującej się ujemnej kontrybucji A2CC z kontraktu PGE oraz jednorazowej, dużej realizacji sprzedaży do klienta z sektora publicznego na niższej marży. Koszty SG&A były powyżej naszych założeń na poziomie 15 mln zł, co implikuje dwucyfrowe dynamiki wzrostu pierwszy raz od 4Q'23. Było to pokłosiem wzrostu kosztów w spółkach zależnych związanych z pracami badawczymi.

Skonsolidowany OCF wyniósł PLN +14.5mn vs. +2.8mn rok wcześniej, głównie za sprawą pozytywnego wpływu zmiany kapitału obrotowego (+7.9mn vs. +1.0mn rok wcześniej). Poziom gotówki spadł na poziomie skonsolidowanym do PLN 13.1mn, a na poziomie jednostkowym do PLN 8.8mn.



Źródło: Atende, Pekao Equity research

### Incydent bezpieczeństwa IT

W dniu 4.10.24 zarząd spółki powziął wiedzę o incydencie bezpieczeństwa IT i wycieku danych z sieci firmowej. Według stanowiska zarządu, incydent nie wpływa



na operacyjne działanie spółki i do tej pory nie wpłynęły żadne roszczenia od klientów w tym zakresie.

### Kolejne przedłużenie realizacji kontraktu z PGE

W listopadzie '24 roku spółka poinformowała o kolejnej zmianie harmonogramu realizacji wdrożenia pilotażowego w projekcie integracji systemu billingowego oraz CRM dla PGE Obrót S.A. i PGE Dystrybucja S.A., realizowanego przez spółkę i A2 CC. W związku z opóźnieniami w realizacji testów systemu, realizacja etapu pilotażowego planowana jest obecnie na luty '25e.

## Wycena

### Metoda wyceny

Nasza wycena opiera się w 100% na metodzie DCF, a wycena porównawcza jest prezentowana jedynie w celach informacyjnych (0% wagi). Zdecydowaliśmy się również wycenić rynkowo udziały mniejszości w spółkach Omnichip i Phoenix Systems, których profil ma charakter odmienny od głównej działalności grupy.

### Atende: Podsumowanie wyceny

Metoda	Cena (PLN)	Waga (%)
12M metoda DCF	2.3	100%
12M wycena mnożnikowa	4.0	0%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>2.3</b>	
Obecna cena	2.6	
Potencjał (%)	-12.7%	

Source: Pekao Equity Research.

### Peers valuation

Company name	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Capgemini SE	CAP FP Equit	1.2	1.2	1.1	8.8	8.5	8.0	12.9	12.8	11.8
Tieto OYJ	TIETO NO Eq	0.7	0.7	0.7	6.9	6.5	6.3	8.7	8.3	7.8
Sopra Steria Group	SOP FP Equit	0.6	0.6	0.6	7.3	7.0	6.7	9.9	9.2	8.5
Computacenter PLC	CCC LN Equit	0.4	0.3	0.3	6.5	6.1	5.7	13.6	12.4	11.6
Accenture PLC	ACN US Equit	3.5	3.3	3.1	18.5	17.0	15.8	30.3	28.3	25.8
Asseco Poland	ACP PW Equi	0.4	0.4	0.4	5.1	4.8	4.5	15.3	13.0	11.4
Asseco BS	ABS PW Equi	4.3	N/A	3.6	11.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Cognizant	CTSH US Equ	2.0	1.9	1.8	11.3	10.4	9.7	17.3	16.2	14.8
<b>Mediana</b>		<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>8.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.7</b>	<b>13.6</b>	<b>12.8</b>	<b>11.6</b>
<b>Atende</b>		<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>5.3</b>	<b>33.7</b>	<b>44.4</b>	<b>23.2</b>
<i>Premia/dyskonto</i>		<i>215%</i>	<i>143%</i>	<i>222%</i>	<i>34%</i>	<i>17%</i>	<i>26%</i>	<i>-60%</i>	<i>-71%</i>	<i>-50%</i>
<b>Implikowana wartość na akcję PLN</b>		<b>8.3</b>	<b>6.4</b>	<b>8.5</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

## Udziały w Omnichip

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2024e	2025e	2026e
Przychody	5.4	5.9	6.6
EBITDA	1.9	2.1	2.3
EBIT	1.5	1.7	1.9
Zysk netto	1.2	1.4	1.5
Dług netto	-2.5	-2.5	-2.5

Źródło: Pekao Equity Research

### Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Realtek Semiconductor Corp	Projektant, tester i dystrybutor układów scalonych	2379 TT Equit	2.1	1.9	1.7	11.9	10.6	9.0	16.2	14.7	12.6
Mediatek Inc	B+R, produkcja i sprzedaż półprzewodników	2454 TT Equit	3.8	3.4	2.9	15.1	13.5	11.5	19.1	17.7	15.1
AT&S	Producent płytek PCB i podłoża do półprzewodników	ATS AV Equit	0.3	0.3	0.2	7.7	8.4	4.6	N/A	N/A	16.4
Synopsys Inc	IP i software do produkcji układów scalonych	SNPS US Eq	13.7	12.2	10.8	33.8	30.7	27.1	41.7	36.8	31.7
Cadence Design Systems Inc	IP, software, hardware do produkcji układów scalonych	CDNS US Eq	18.0	15.9	14.2	41.5	34.7	29.7	51.4	44.4	38.5
<b>Mediana</b>			<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>15.1</b>	<b>13.5</b>	<b>11.5</b>	<b>30.4</b>	<b>27.2</b>	<b>16.4</b>
<b>Omnichip (implikowana wartość mnPLN)</b>			<b>20.6</b>	<b>20.0</b>	<b>19.1</b>	<b>31.7</b>	<b>30.8</b>	<b>28.7</b>	<b>37.4</b>	<b>37.1</b>	<b>24.8</b>
Udział ATD			55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Omnichip - wycena udziału ATD (mnPLN)			11.3	11.0	10.5	17.4	16.9	15.8	20.6	20.4	13.7
Omnichip - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			9.3	9.0	8.6	14.3	13.8	12.9	16.9	16.7	11.2
<b>Omnichip - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)</b>							<b>12.5</b>				

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

## Udziały w Phoenix Systems

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2024e	2025e	2026e
Przychody	5.9	6.5	7.1
EBITDA	1.9	1.0	1.1
EBIT	1.5	0.6	0.7
Zysk netto	1.2	1.3	1.4
Dług netto	0.4	0.4	0.4

Źródło: Pekao Equity Research

### Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Kontron AG	rozwiązania IoT dla biznesu	KTN GY Equity	0.6	0.5	0.5	7.5	6.3	5.6	11.3	8.8	7.7
Cancom SE	implementacja IoT dla biznesu	COK GR Equity	0.4	0.4	0.4	7.7	7.2	6.6	18.8	16.1	13.7
Seco SPA	systemy i rozwiązania IoT dla różnych branż	IOT IM Equity	1.3	1.1	1.0	12.6	8.2	6.7	N/A	26.3	16.0
Alam.com	dostarcza rozwiązania IoT (min. domowe)	ALRM US Eq	3.4	3.2	3.1	17.3	16.0	14.3	29.3	28.2	25.6
Johnson Controls PLC	dostarcza rozwiązania IoT (min. smart building)	JCIUS Equity	2.0	2.4	2.2	14.4	16.3	14.9	22.8	24.0	20.3
<b>Median total</b>			<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>12.6</b>	<b>8.2</b>	<b>6.7</b>	<b>20.8</b>	<b>24.0</b>	<b>16.0</b>
<b>Omnichip (implikowana wartość mnPLN)</b>			<b>7.7</b>	<b>7.4</b>	<b>7.2</b>	<b>23.5</b>	<b>8.0</b>	<b>6.9</b>	<b>23.9</b>	<b>30.2</b>	<b>22.1</b>
Udział ATD			51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
Phoenix Systems - wycena udziału ATD (mnPLN)			3.92	3.78	3.68	11.96	4.06	3.50	12.20	15.39	11.25
Phoenix Systems - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			3.77	3.63	3.54	11.49	3.90	3.36	11.72	14.79	10.81
<b>Phoenix Systems - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)</b>							<b>7.45</b>				

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research



Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.6% od 2025-30e i 4.0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 6.0% od 2025-30e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1.0.
- Marża kredytowa w wysokości 2.5%.
- Efektywna stawka podatku dochodowego w wysokości 23.9%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Udziały niekontrolujące na bazie wyceny rynkowej spółek Omnichip i Phoenix Systems.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 2.0% - uwzględniająca stopę reinwestycji kapitału.

R			
TMT	E	S	G
Score	0.26	0.60	1.00
Sector weight	20%	40%	40%
<b>Final ESG Score</b>	<b>0.69</b>		
<b>ESG Rating</b>	<b>C</b>		

E S G				
	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

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Premia/ryzyko ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Cost of equity</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.0%</b>
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.5%
<b>Koszty długu po opodatkowaniu</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.9%</b>
Waga kapitału własnego	77%	78%	79%	81%	82%	83%	83%
<b>WACC</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>8.3%</b>

### Wycena DCF

(PLN mn)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Rok końcowy
Przychody	327	340	354	368	383	399	406
EBIT	4.8	7.4	11.2	11.7	12.1	12.6	12.9
Podatek na EBIT	-1.1	-1.8	-2.7	-2.8	-2.9	-3.0	-3.1
<b>NOPAT</b>	<b>3.6</b>	<b>5.6</b>	<b>8.5</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>9.6</b>	<b>9.8</b>
Amortyzacja	11.1	9.7	9.1	8.8	8.9	9.1	9.1
Kapitał obrotowy	0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9
CAPEX	-7.9	-8.2	-8.6	-8.9	-9.3	-9.7	-10.1
<b>FCFF</b>	<b>7.5</b>	<b>6.3</b>	<b>8.2</b>	<b>8.0</b>	<b>8.0</b>	<b>8.1</b>	<b>7.8</b>
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Wartość rezydualna							126.0
Współczynnik dyskonta	0.91	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55	0.51
Zdyskontowane przepływy	6.8	5.1	6.1	5.3	4.8	4.5	67.8
<b>EV</b>	<b>100.5</b>						
Udziały mniejszościowe (rynkowe)	20.0						
Dług netto (31.12.24)	5.1						
Inne	0.0						
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>75.4</b>						
Liczba akcji (mn)	36.3						
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>2.3</b>						
Cena akcji w dniu 29.11.24 (PLN)	2.6						
<i>Potencjał</i>	<i>-12.7%</i>						

Wzrost przychodów	3.3%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	2.0%
Marża EBIT	1.5%	2.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
Stawka podatku	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
CAPEX/przychody	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%
CAPEX/amortyzacja	71.3%	85.0%	94.8%	100.9%	104.6%	106.6%	111.9%

### 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%
6.3%	2.5	2.7	2.9	3.2	3.6	4.2	4.9
7.3%	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9	3.2	3.6
8.3%	1.9	2.0	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9
9.3%	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	2.5
10.3%	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1

### Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBIT w okresie rezydualnym/WACC	0.2%	1.2%	2.2%	3.2%	4.2%	5.2%	6.2%
6.3%	0.3	3.2	2.5	3.2	4.0	4.8	5.6
7.3%	0.3	1.6	2.0	2.7	3.4	4.1	4.8
8.3%	0.3	1.2	1.7	2.3	2.9	3.5	4.1
9.3%	0.3	0.9	1.5	2.0	2.6	3.1	3.7
10.3%	0.3	0.8	1.3	1.8	2.3	2.8	3.3

Source: Pekao Equity Research



## Ryzyka

**Ryzyko otoczenia gospodarczego.** Działalność spółki jest zależna od kondycji krajowej i światowej gospodarki, która wpływa na wyniki finansowe oraz wysokość budżetów IT przedsiębiorstw. Sam wzrost niepewności gospodarczej może również wpłynąć na wysokość inwestycji informatycznych.

**Ryzyko walutowe.** Grupa importuje sprzęt teleinformatyczny, który jest rozliczany w walutach obcych (głównie EUR i USD), co implikuje ryzyko walutowe. W celu ograniczenia ryzyka, Spółka korzysta z instrumentów zabezpieczających na poziomie co najmniej 90.0% transakcji walutowych.

**Ryzyko utraty kluczowych pracowników.** Działalność spółki prowadzona jest z uwzględnieniem min. specjalistów w zakresie IT, co powoduje, że ich utrata mogłaby narazić spółkę na ryzyko opóźnień w realizacji kontraktów oraz pozyskiwania nowych.

**Opóźnienia dostaw.** Grupa prowadzi działalność min. w oparciu o sprzęt IT przez co jest narażona na ryzyko opóźnień, utraty kontraktów i problemów z pozyskaniem nowych w sytuacji zakłóceń w łańcuchach dostaw.

**Ryzyko konkurencji.** Grupa działa na mocno rozdrobnionym rynku usług teleinformatycznych, co może negatywnie wpływać na wyniki finansowe oraz wymuszać ciągłą innowacyjność.

**Ryzyko utraty kluczowego klienta i koncentracji zamówień.** Grupa prowadzi sprzedaż usług do dużych podmiotów oraz klienta publicznego. W 2023 r. udział dwóch klientów przekroczył 10% przychodów ze sprzedaży jednostki dominującej - Atende. Przychody uzyskane od klienta z sektora publicznego wyniosły 40,6 mln zł, co oznacza 14% udziału w sprzedaży Spółki. Przychody od klienta z sektora telekomunikacji wyniosły 37,5 mln zł, co oznacza 12,9% udziału w sprzedaży Spółki.

**Ryzyko związane z działalnością z klientem z sektora obronnego.** Grupa prowadzi sprzedaż części usług, gdzie wymogiem jest posiadanie poświadczenia dostępu do informacji niejawnych o najwyższych klauzulach. Utrata takich poświadczeń może narazić spółkę na utratę klientów i przychodów z tego obszaru.

**Ryzyko związane z pozyskiwaniem nowych kontraktów.** Grupa prowadzi działalność w sektorze, gdzie większość zamówień jest rozstrzygana w formie przetargów, a presja cenowa konkurencji może powodować utratę zleceń oraz wpływać negatywnie na marżę.

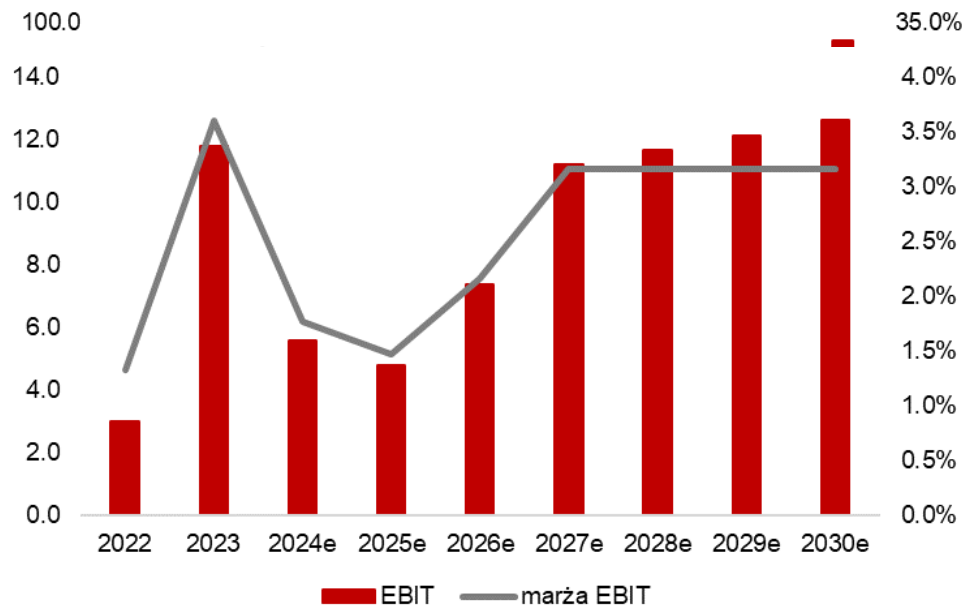
**Ryzyko związane z cyberbezpieczeństwem.** W przypadku incydentu bezpieczeństwa IT i wycieku danych grupa jest narażona na ryzyko odszkodowawcze i reputacyjne, co może prowadzić do utraty klientów i roszczenia w tym zakresie.





## Aktualizacja prognoz

**Obniżamy nieznacznie prognozę przychodów na ten rok do poziomu PLN 316.4mn, zakładając że grupie nie uda się zwiększyć sprzedaży r/r.** Zakładamy konserwatywnie, że prace na kontrakcie z PGE oraz utrzymujące się, wysokie koszty SG&A wpłyną negatywnie na rentowność w kolejnym roku, obciążając w konsekwencji marżę operacyjną w '25e (1.5% vs. 3.0% wcześniej). Zakładamy jednocześnie, że kolejne okresy prognozy przyniosą odbudowę rentowności z uwagi na większy udział usług własnych w portfolio grupy oraz brak negatywnego wpływu kontraktu z PGE na wyniki (docelowo 3.2% w 27e).



Source: Pekao Equity Research

Podsumowanie zmian naszych prognoz przedstawiamy w poniższej tabeli:

	2024e			2025e			2026e		
	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana
Przychody	346.7	316.4	-8.7%	362.5	326.8	-9.9%	376.5	340.2	-9.6%
EBITDA	26.2	16.9	-35.6%	26.9	15.9	-41.0%	27.3	17.1	-37.5%
EBIT	15.8	5.6	-64.7%	17.6	4.8	-72.8%	18.3	7.4	-59.8%
Zysk netto	10.4	2.8	-72.7%	11.8	2.2	-81.8%	12.4	4.1	-66.8%

Source: Pekao Equity Research



<b>Rachunek zysków i strat (PLN mn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Przychody</b>	<b>205</b>	<b>226</b>	<b>328</b>	<b>316</b>	<b>327</b>	<b>340</b>	<b>354</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>86</b>
Inne koszty operacyjne	-48	-51	-55	-60	-67	-72	-75
<b>EBITDA</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
<b>EBIT</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>11</b>
Działalność finansowa	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>9</b>
Podatek dochodowy	0	0	-1	-1	-1	-1	-2
<b>Zysk netto</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>7</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>-0.03</b>	<b>0.05</b>	<b>0.20</b>	<b>0.08</b>	<b>0.06</b>	<b>0.11</b>	<b>0.19</b>
<b>Bilans (PLN mn)</b>							
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>117</b>	<b>109</b>	<b>153</b>	<b>137</b>	<b>124</b>	<b>132</b>	<b>141</b>
Gotówka i ekwiwalenty	10	17	34	19	25	30	37
Pozostałe	107	91	119	118	99	102	105
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>61</b>	<b>55</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>62</b>	<b>62</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	27	24	23	25	22	21	20
Pozostałe	33	31	41	42	42	42	42
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>178</b>	<b>164</b>	<b>218</b>	<b>204</b>	<b>188</b>	<b>194</b>	<b>203</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>73</b>	<b>75</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>82</b>	<b>86</b>	<b>93</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
Zadłużenie długoterminowe	8	4	7	9	9	9	9
Pozostałe	12	9	18	14	14	14	14
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>85</b>	<b>76</b>	<b>110</b>	<b>101</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>87</b>
Zadłużenie krótkoterminowe	8	10	15	16	16	16	16
Pozostałe	77	66	96	86	68	70	72
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>178</b>	<b>164</b>	<b>218</b>	<b>204</b>	<b>188</b>	<b>194</b>	<b>203</b>
Dług netto	7	-3	-12	5	-1	-6	-12
<b>Przepływy pieniężne (PLN m)</b>							
Zysk netto	-1	2	7	3	2	4	7
Amortyzacja	10	10	11	11	11	10	9
Inne (w tym ZKO)	-34	3	5	-12	5	3	3
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-25</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
CAPEX	-7	-6	-8	-8	-8	-8	-9
Pozostałe	2	0	-1	0	0	0	0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>
Dywidenda	-36	0	0	-5	0	0	0
Pozostałe	-14	-2	3	-5	-4	-4	-4
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-51</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
Zmiana gotówki	-81	8	17	-15	6	5	7
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>34</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>37</b>
<b>DPS (PLN)</b>	<b>1.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.14</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>Wzrost r/r</b>							
Przychody	-30%	10%	45%	-4%	3%	4%	4%
EBITDA	-71%	30%	74%	-25%	-6%	7%	19%
EBIT	-99%	1928%	293%	-53%	-14%	54%	52%
Zysk netto	-109%	-249%	310%	-62%	-24%	91%	71%
EPS	-109%	-249%	310%	-62%	-24%	91%	71%
<b>Marże</b>							
<b>EBITDA</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.8%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.7%</b>
EBIT	0.1%	1.3%	3.6%	1.8%	1.5%	2.2%	3.2%
Zysku netto	-0.6%	0.8%	2.3%	0.9%	0.7%	1.2%	2.0%
<b>ROE</b>	<b>-1.7%</b>	<b>2.4%</b>	<b>9.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>7.5%</b>
<b>Wskaźniki bilansowe</b>							
BVPS (PLN)	2.0	2.1	2.3	2.2	2.3	2.4	2.6
Dług netto/EBITDA	0.7	-0.2	-0.5	0.3	-0.1	-0.3	-0.6
Zadłużenie/Kapitał własny	22.1%	18.9%	26.8%	30.2%	29.4%	28.0%	25.9%

Source: Pekao Equity Research



**Tabela wskaźnikowa**

Tabela wskaźnikowa (PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>EPS, GAAP</b>	-0.03	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Revenue</b>	205	226	328	316	327	340	354	368	383	399
Gross Margin %	23.5%	24.0%	20.4%	20.8%	22.1%	23.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
<b>EBIT</b>	0.1	3.0	11.8	5.6	4.8	7.4	11.2	11.7	12.1	12.6
<b>EBITDA</b>	9.9	12.9	22.4	16.9	15.9	17.1	20.3	20.5	21.0	0.0
<b>Net Income, GAAP</b>	-1.2	1.8	7.4	2.8	2.2	4.1	7.0	7.4	7.7	8.1
Net Debt	7	-3	-12	5	-1	-6	-12	-19	-25	-32
BPS	2.02	2.07	2.27	2.21	2.27	2.38	2.57	2.78	2.99	3.21
DPS	1.00	0.00	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Return on Equity %	-1.7%	2.4%	9.0%	3.5%	2.6%	4.8%	7.5%	7.3%	7.1%	6.9%
Return on Assets %	-0.7%	1.1%	3.4%	1.4%	1.1%	2.1%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Depreciation	10	10	11	11	11	10	9	9	9	9
Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-33	9	15	-5	10	9	11	10	10	11
CAPEX	-7	-6	-8	-8	-8	-8	-9	-9	-9	-10

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



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 2 GRUDNIA 2024 R. O GODZINIE 07:50 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 2 GRUDNIA 2024 R. O GODZINIE 07:55 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](http://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](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

#### UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta 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	Atende	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 powiązanyymi 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