

## Creotech

### Mikroglob – kluczowa szansa

Obniżamy naszą 12 miesięczną cenę docelową do poziomu PLN 155.4 (wcześniej PLN 233.9) zalecając TRZYMAJ.

- Biorąc pod uwagę tegoroczną trajektorię wyników, **obniżamy nasze prognozy na cały '24 rok** zakładając że spółce nie uda się zwiększyć przychodów r/r (obecnie spodziewamy się PLN 32mn vs. 44mn rok wcześniej). Powyższe wpłynie również na pogłębienie ujemnej rentowności EBIT do poziomu PLN -23mn.
- Kluczowym wydarzeniem dla działalności i wyników finansowych spółki w krótkim terminie pozostaje **rozstrzygnięcie konkursu w projekcie Mikroglob**. Zakładając, że Creotech zostanie wybrany do realizacji kolejnych faz, w '25e spółka powinna zwiększyć przychody do poziomu PLN 96mn vs. 142mn które zakładaliśmy wcześniej. **Obniżenie prognoz wynika z obecnego statusu projektów prowadzonych na zlecenie ESA**. Zakładamy, że fazy wykonawcze rozpoczną się w nich nie wcześniej niż w '26e roku, a w '25e będą prowadzone jedynie prace we wstępnych etapach o relatywnie niskim strumieniu przychodów. Powyższe przełoży się wg nas na kolejny rok ujemnej rentowności operacyjnej.
- Zwracamy również uwagę na sytuację bilansową spółki, która biorąc pod uwagę planowany przez nas cash-burn w przyszłym roku (PLN 25mn vs. 42mn gotówki na koniec tego roku, w tym zaliczki na dotacje w projektach B+R na kwotę PLN 23mn na koniec III kwartału b.r.) będzie wymagająca. Zakładamy, że część przyszłorocznych potrzeb będzie finansowanych z kapitału dłużnego jednak nie wykluczamy, że w przypadku odstępstw od naszych modelowych założeń spółka będzie musiała rozważyć emisję akcji.

#### Podstawowe informacje finansowe:

PLN mn	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	33.4	33.6	44.0	32.3	96.1	201.1	317.2
EBITDA	3.1	-4.1	-8.6	-14.8	-3.2	40.3	81.6
EBIT	1.0	-8.7	-16.9	-22.7	-11.9	31.1	72.2
Zysk netto	-0.2	-7.0	-14.3	-19.7	-11.8	22.8	56.3
EPS	-0.1	-4.4	-6.0	-8.3	-5.0	9.6	23.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-1008.7	neg.	neg.	neg.	neg.	15.7	6.3
EV/EBITDA	132.6	neg.	neg.	neg.	neg.	9.0	4.4

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

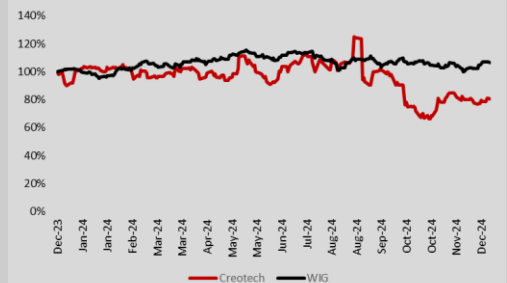
## Trzymaj (poprzednio: Kupuj)

**Cena docelowa** **PLN 155.4**

**Potencjał wzrostu** **+3.6%**  
Cena z 13 grudnia 2024 **PLN 150.0**

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

#### Wykres relatywny akcji vs. WIG



**NAJBLIŻSZE WYDARZENIA**  
Raport za '24 rok **04.25e**

**INFORMACJE DOT. AKCJI**

Bloomberg	CRI PW
Free float (%)	29.1
Kapitalizacja (PLNmn)	356.9
Liczba akcji (mn)	2.4

Akcjonariusze

ARP	11.4%
Grzegorz Brona	10.2%
OFE Allianz Polska	9.8%

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



## Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Wycena	5
Ryzyka	10
Aktualizacja prognoz	11
Zastrzeżenia	15



## Ostatnie wydarzenia

### Projekt PIAST

12.06.2024 r. Spółka podpisała umowę ze spółką Exolaunch GmbH, zapewniającą pośrednictwo w obsłudze kampanii startowej dla satelitów PIAST (Polish Imaging SaTellites). Wartość umowy wynosi 1 260 000 EUR netto. Rakieta wynosząca będzie Falcon 9 firmy SpaceX. Dnia 13.06.2024 r. Spółka otrzymała potwierdzenie zakończenia z sukcesem Etapu 2 projektu, kończącego się przeglądem projektu tzw. Critical Design i budowy satelitów, obok tzw. Preliminary Design Review (PDR) i Flight Acceptance Review (FAR).

### Projekt „Plasma Observatory”

25.07.24 Spółka zakończyła pomyślnie negocjacje z Europejską Agencją Kosmiczną w sprawie ustalenia warunków kontraktu „DAUGHTER SPACECRAFT PLATFORMS for PLASMA OBSERVATORYM7 Mission – Phase A/B1”. Celem projektu jest przystosowanie platformy HyperSat do uczestnictwa w misji ESA o nazwie Plasma Observatory. Ma ona składać się z 6 mniejszych satelitów oraz jednego większego, a jej celem będzie badanie środowiska cząstek naładowanych elektrycznie w okolicach Ziemi. Koszt całej misji szacowany jest na EUR 0.5mld. Ostateczna decyzja co do wyboru misji przez ESA nastąpi po obecnej fazie wstępnej w 2026 roku. Realizacja projektu rozpoczęła się w III kwartale 2024 i potrwa 24 miesiące. Wartość projektu wynosi EUR 3.95mn, a Spółka jest jedynym jego wykonawcą. 3.09.24 podpisano umowę w tym zakresie.

### Misja EagleEye

W dniu 16.08.24 doszło do udanego wystrzelenia i skutecznej separacji satelity EagleEye. Dzień później uzyskano dwukierunkową łączność i uruchomiono kluczowe podsystemy platformy. Zakończona również została faza LEOP (launch and early orbit phase), w szczególności ustabilizowano orientację przestrzenną oraz rozłożono panele słoneczne. Po okresie stabilnej pracy orbitalnej satelity zostały zidentyfikowane istotne problemy z łącznością dwustronną skutkujące brakiem możliwości odbierania danych telemetrycznych. Problemy te uznano w wyniku analizy przeprowadzonej 25.08.24 za trwałe. Zgodnie z informacją zarządu, z wysokim prawdopodobieństwem rozwiązano problem związany z pozycjonowaniem. W zakresie problemu z łącznością, zarząd uznał, że w przypadku korzystnego ustawienia satelity względem słońca możliwe będzie uruchomienie kanału komunikacji. W związku z powyższym spółka uznaje, że misja jest obecnie w trudnej sytuacji, ale nie uznaje jej na tym etapie za trwałe utraconą. W tym celu podejmuje cykliczne próby nawiązania komunikacji z wykorzystaniem stacji naziemnych.

### Dofinansowanie do projektów przez PARP

21.09.24 Spółka poinformowała o projektach rekomendowanych do dofinansowania przez Polską Agencję Rozwoju Przemysłu. Dwa z dofinansowanych projektów poświęcone są rozbudowaniu portfolio w obszarze kosmicznym tj. satelitarnych paneli fotowoltaicznych (wartość projektu = PLN 14mn, dofinansowania = PLN 8mn) oraz systemu radiowej komunikacji (wartość projektu = PLN 10mn, dofinansowania = PLN 5mn). Ostatni projekt to system



monitowania operacji bezzałogowych w obszarze dronowym (wartość projektu = PLN 7mn, dofinansowania = PLN 5mn).

#### **Projekt "Space weather nanosatellites system"**

31.10.2024 Spółka zakończyła negocjacje z ESA w sprawie realizacji projektu „SPACE WEATHER NANOSATELLITES SYSTEM ENHANCEMENT PHASE 0/A”, w którym jest liderem. Projekt obejmuje fazę 0-A (wstępną) przygotowania satelity i misji kosmicznej polegającej na pomiarze parametrów pogody kosmicznej za pośrednictwem satelity opartego na platformie HyperSat. Wartość fazy wstępnej wyniesie ok. EUR 175tys., z czego około połowa przypadnie na spółkę. Projekt ma rozpocząć się w 4Q'24e i potrwa 9 miesięcy. Po tym etapie planowane są kolejne rozmowy z ESA w celu negocjowania kontraktu na budowę satelity pogody kosmicznej, a następnie możliwej konstelacji satelitarnej. Umowę podpisano 19.11.24.

#### **Projekt "Space Based Observation Mission (SBOM) Feasibility Study"**

W dniu 02.10.2024 Spółka zakończyła negocjacje z Europejską Agencją Kosmiczną w sprawie realizacji projektu „Space Based Observation Mission (SBOM) Feasibility Study”, w którym jest głównym wykonawcą. Projekt obejmuje fazę 0-A (wstępną) przygotowania satelity i misji kosmicznej polegającej na wykrywaniu tzw. śmieci kosmicznych na orbicie okołoziemskiej. Emitent będzie odpowiedzialny za projektowanie całej misji i satelity opartego na autorskiej platformie mikrosatelitarnej HyperSat. Wartość Fazy 0-A wyniesie ok. 125 tys. EUR, z czego ponad 100 tys. EUR przypadnie na Emitenta. Realizacja projektu rozpocznie się w 4Q'24 i potrwa 12 miesięcy. Po tym etapie planowane są kolejne rozmowy z ESA w celu negocjowania kontraktu na budowę satelity w oparciu o projekt realizowany w fazie 0-A.

#### **Wyniki za 3Q'24**

W 3Q'24 spółka odnotowała spadek przychodów r/r o 56% i najniższy poziom przychodów ze sprzedaży od 2Q'22 na poziomie PLN 5.9mn. Rozpoznane przychody z dotacji spadły w raportowanym kwartale r/r o 22% do PLN 2.2mn. W segmencie produkcji elektroniki odnotowano spadek przychodów ze sprzedaży produktów do PLN 1.1mn (vs. 1.6mn rok wcześniej). O 73% r/r wzrosły przychody ze sprzedaży produktów w segmencie systemów kwantowych (do PLN 2.6mn). Koszty wynagrodzeń wzrosły r/r do PLN 7.4mn (zakładaliśmy 7.6mn) vs. 4.4mn rok wcześniej, co pogłębiło stratę EBITDA do PLN 6mn. Zakładaliśmy PLN 4.5mn wydatków CAPEX vs. 4.7mn zaraportowane przez spółkę. Średni, miesięczny cash-burn wyniósł w 3Q'24 PLN 2.6mn. Poziom środków pieniężnych i ekwiwalentów spadł do PLN 52.0mn vs. 60.0mn na koniec zeszłego kwartału.



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

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

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

**Zamówienia z ESA** – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 88.5mn, rozpoznaną w latach '24-27e.

**Zamówienia komercyjne** – zakładamy sprzedaż 19 platform satelitarnych Hypersat w latach '27-'30e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 588.0mn.

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

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

**Zamówienia z ESA** – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 161.6mn, rozpoznaną w latach '24-27e.

**Zamówienia komercyjne** – zakładamy sprzedaż 27 platform satelitarnych Hypersat w latach '26-'30e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 844.0mn.

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

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

**Zamówienia z ESA** – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 88.5mn, rozpoznaną w latach '24-27e.

**Zamówienia komercyjne** – zakładamy sprzedaż 10 platform satelitarnych Hypersat w latach '27-'30e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 316.0mn.

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



## Wycena

### Metoda wyceny

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

### Creotech: Podsumowanie wyceny

Metoda	Cena (PLN)	Waga (%)
12M metoda DCF	155.4	100%
12M wycena mnożnikowa	180.3	0%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>155.4</b>	
Obecna cena	150.0	
Potencjał (%)	3.6%	

Source: Pekao Equity Research.

### Peer comparison

Company name	Ticker	P/S			EV/EBITDA		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Thales SA	HO FP Equity	1.3	1.2	1.2	9.6	8.8	8.1
Planet Labs	PL US Equity	4.8	4.2	3.4	N/A	55.0	17.4
Spire Global	SPIR US Equit	2.5	2.1	1.2	7.4	10.3	4.3
<b>Median total</b>		<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>1.2</b>	<b>8.5</b>	<b>10.3</b>	<b>8.1</b>
<b>Creotech Instruments</b>		<b>3.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>neg.</b>	<b>9.0</b>	<b>4.4</b>
<i>Premium/discount vs. Median</i>		<i>48%</i>	<i>-14%</i>	<i>-9%</i>	<i>N/A</i>	<i>-13%</i>	<i>-45%</i>
<b>Implied value PLN p.s.</b>		<b>101.5</b>	<b>173.9</b>	<b>164.8</b>	<b>N/A</b>	<b>173.3</b>	<b>288.2</b>

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research



Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.7% 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 1.1.
- Marża kredytowa w wysokości 2.8%.
- Stawka podatku dochodowego w wysokości 19.0%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 2.0% - uwzględniająca stopę reinwestycji kapitału.

### Rating ESG

Capital Goods	E	S	G
Score	0.27	0.60	0.85
Sector weight	20%	40%	40%
<b>Final ESG Score</b>	<b>0.63</b>		
<b>ESG Rating</b>	<b>C</b>		

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

**Kalkulacja WACC**

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>9.5%</b>
Koszt długu	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	6.8%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.5%</b>
Waga kapitału własnego	94%	94%	92%	92%	93%	93%	100%
<b>WACC</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>9.5%</b>

**Wycena DCF**

(PLN mn)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Year
Przychody	96	201	317	167	205	244	248.5
EBIT	-11.9	31.1	72.2	34.4	55.9	72.8	74.2
Podatek	0.0	-5.9	-13.7	-6.5	-10.6	-13.8	-14.1
<b>NOPAT</b>	<b>-11.9</b>	<b>25.2</b>	<b>58.5</b>	<b>27.9</b>	<b>45.2</b>	<b>58.9</b>	<b>60.1</b>
Amortyzacja	8.6	9.3	9.3	10.0	9.7	9.7	9.7
Zmiana kapitału obrotowego	-5.9	-19.6	-24.4	22.8	-11.4	-13.2	-13.2
CAPEX	-15.8	-10.4	-11.3	-6.0	-7.3	-8.7	-24.1
<b>FCFF</b>	<b>-25.0</b>	<b>4.5</b>	<b>32.2</b>	<b>54.8</b>	<b>36.3</b>	<b>46.8</b>	<b>32.5</b>
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Wartość rezydualna							443.7
Współczynnik dyskonta	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57	0.51	0.46
Zdyskontowane przepływy	-22.3	3.6	22.9	34.9	20.7	23.8	221.1
<b>EV</b>	<b>304.6</b>						
Aktywo podatkowe	8.0						
Dług netto - Dec 31 2024	-18.2						
Inne	0.0						
<b>Wartość kapitału własnego 31.12.2024</b>	<b>330.7</b>						
Liczba akcji (mn)	2.4						
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>155.4</b>						
Cena akcji na dzień 13 grudnia (PLN)	150.0						
Potencjał wzrostu/spadku	3.6%						

Wzrost przychodów	118%	109%	58%	-47%	22%	19%	2.0%
Marża EBIT	-12.3%	15.4%	22.8%	20.6%	27.3%	29.9%	29.9%
Stawka podatkowa	0.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	16.5%	5.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	9.7%
Capex/amortyzacja	183.3%	111.9%	120.8%	59.6%	74.8%	89.4%	248.3%

**Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC**

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
7.5%	162.5	171.1	181.0	193.2	206.9	224.2	245.8
8.5%	148.7	155.1	<b>162.5</b>	<b>171.4</b>	<b>181.0</b>	192.8	206.9
9.5%	137.9	142.9	<b>148.7</b>	<b>155.4</b>	<b>162.5</b>	171.1	181.0
10.5%	129.2	133.3	<b>137.9</b>	<b>143.1</b>	<b>148.7</b>	155.1	162.5
11.5%	122.2	125.5	129.2	133.5	137.9	142.9	148.7

**Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu**

Marża EBIT w okresie rezydualnym/WACC	23.9%	25.9%	27.9%	29.9%	31.9%	33.9%	35.9%
7.5%	149.7	164.6	179.1	193.2	207.2	220.9	234.6
8.5%	133.3	146.3	<b>158.9</b>	<b>171.4</b>	<b>183.6</b>	195.7	207.7
9.5%	121.6	133.1	<b>144.3</b>	<b>155.4</b>	<b>166.3</b>	177.1	187.8
10.5%	112.8	123.1	<b>133.2</b>	<b>143.1</b>	<b>152.9</b>	162.7	172.3
11.5%	106.0	115.3	124.4	133.5	142.4	151.2	160.0

Source: Pekao Equity Research





**Analiza scenariuszowa - scenariusz bazowy**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Przychód ze sprzedaży y/y	32.3	96.1 197.7%	201.1 109.2%	317.2 57.7%	167.4 -47.2%	204.8 22.4%	243.7 19.0%
Dotacje	9.6	11.1	5.8	4.4	4.1	3.8	3.6
Produkcja elektroniki	6.2	6.2	6.8	7.3	7.7	8.2	8.5
Nauka	7.6	9.0	11.8	15.4	19.6	24.9	31.6
Geoprzestrzeń	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kosmos	8.8	69.8	176.8	290.1	136.0	168.0	200.0
EBIT	-22.7	-11.9	31.1	72.2	34.4	55.9	72.8
Marża EBIT (%)	-70.4%	-12.3%	15.4%	22.8%	20.6%	27.3%	29.9%
Zysk netto	-19.7	-11.8	22.8	56.3	26.4	44.8	59.3
Cena docelowa (upside/downside)						155.4	3.6%

**Analiza scenariuszowa - scenariusz optymistyczny**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Przychód ze sprzedaży y/y	32.3	96.1 197.7%	237.6 147.2%	353.7 48.8%	199.4 -43.6%	300.8 50.9%	371.7 23.5%
Dotacje	9.6	11.1	5.8	4.4	4.1	3.8	3.6
Produkcja elektroniki	6.2	6.2	6.8	7.3	7.7	8.2	8.5
Nauka	7.6	9.0	11.8	15.4	19.6	24.9	31.6
Geoprzestrzeń	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kosmos	8.8	69.8	213.4	326.7	168.0	264.0	328.0
EBIT	-22.7	-11.9	48.2	89.4	49.3	103.5	136.0
Marża EBIT (%)	-70.4%	-12.3%	20.3%	25.3%	24.7%	34.4%	36.6%
Zysk netto	-19.7	-11.8	36.7	70.4	38.8	84.0	111.4
Cena docelowa (upside/downside)						284.2	89.5%

**Analiza scenariuszowa - scenariusz pesymistyczny**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Przychód ze sprzedaży y/y	32.3	96.1 197.7%	177.1 84.2%	261.2 47.5%	103.4 -60.4%	140.8 36.2%	179.7 27.6%
Dotacje	9.6	11.1	5.8	4.4	4.1	3.8	3.6
Produkcja elektroniki	6.2	6.2	6.8	7.3	7.7	8.2	8.5
Nauka	7.6	9.0	11.8	15.4	19.6	24.9	31.6
Geoprzestrzeń	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kosmos	8.8	69.8	152.8	234.1	72.0	104.0	136.0
EBIT	-22.7	-11.9	20.7	47.0	4.7	24.4	41.6
Marża EBIT (%)	-70.4%	-12.3%	11.7%	18.0%	4.5%	17.4%	23.2%
Zysk netto	-19.7	-11.8	14.4	35.9	2.0	18.8	33.1
Cena docelowa (upside/downside)						60.0	-60.0%

Źródło: Pekao Equity Research



## Ryzyka

Wśród kluczowych ryzyk dla działalności i wyników Spółki zauważamy:

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



## Aktualizacja prognoz

Biorąc pod uwagę obecną trajektorię wyników, obniżamy nasze prognozy na cały '24 rok zakładając że spółce nie uda się zwiększyć przychodów r/r (obecnie spodziewamy się PLN 32mn vs. 44mn rok wcześniej). Powyższe wpłynie również na pogłębienie ujemnej rentowności EBIT do poziomu PLN -23mn.

Kluczowym wydarzeniem dla działalności i wyników finansowych spółki w krótkim terminie pozostaje rozstrzygnięcie konkursu w projekcie Mikroglob. Zakładając, że Creotech zostanie wybrany do realizacji kolejnych faz, w '25e spółka powinna zwiększyć przychody do poziomu PLN 96mn vs. 142mn które zakładaliśmy wcześniej. Obniżenie prognoz wynika z obecnego statusu projektów prowadzonych na zlecenie ESA. Zakładamy, że fazy wykonawcze rozpoczną się w nich nie wcześniej niż w '26e roku, a w '25e będą prowadzone jedynie prace we wstępnych etapach o relatywnie niskim strumieniu przychodów. Powyższe przełoży się wg nas na kolejny rok ujemnej rentowności operacyjnej. Zwracamy również uwagę na sytuację bilansową spółki, która biorąc pod uwagę planowany przez nas cash-burn w przyszłym roku (PLN 25mn vs. 42mn gotówki na koniec tego roku, w tym zaliczki na dotacje w projektach B+R na kwotę PLN 23mn na koniec III kwartału b.r.) będzie wymagająca. Zakładamy, że część przyszłorocznych potrzeb będzie finansowanych z kapitału dłużnego jednak nie wykluczamy, że w przypadku odstępstw od naszych modelowych założeń spółka będzie musiała rozważyć emisję akcji.

Podsumowanie zmian naszych prognoz vs. poprzedni raport przedstawiamy w poniższej tabeli:

	2024e			2025e			2026e		
	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana
Przychody	48.6	32.3	-33.6%	141.6	96.1	-32.1%	199.7	201.1	0.7%
EBITDA	-11.0	-14.8	34.8%	24.0	-3.2	-113.4%	41.0	40.3	-1.6%
EBIT	-22.5	-22.7	1.1%	9.0	-11.9	-231.8%	25.9	31.1	19.9%
Zysk netto	-23.1	-19.7	-14.8%	6.8	-11.8	-274.0%	20.5	22.8	11.1%

Source: Pekao Equity Research



<b>P&amp;L (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>33</b>	<b>34</b>	<b>44</b>	<b>32</b>	<b>96</b>	<b>201</b>	<b>317</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-41</b>	<b>-42</b>	<b>-61</b>	<b>-55</b>	<b>-108</b>	<b>-170</b>	<b>-245</b>
Pozostałe dochody/koszty	9	-1	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-3</b>	<b>40</b>	<b>82</b>
<b>EBIT</b>	<b>1</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-12</b>	<b>31</b>	<b>72</b>
Działalność finansowa	-1	0	-1	-1	-3	-3	-3
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-15</b>	<b>28</b>	<b>70</b>
Podatek dochodowy	0	2	3	4	3	-5	-13
<b>Zysk netto</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>-14</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>23</b>	<b>56</b>
<b>Bilans (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>Aktywa obrotowe</b>	<b>24</b>	<b>45</b>	<b>95</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>127</b>	<b>209</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	12	26	73	42	25	25	53
Pozostałe	13	19	22	19	46	102	156
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>77</b>	<b>92</b>	<b>99</b>	<b>100</b>	<b>102</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	7	7	33	31	33	33	40
Pozostałe	14	23	44	61	66	67	63
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>46</b>	<b>75</b>	<b>173</b>	<b>153</b>	<b>170</b>	<b>227</b>	<b>312</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>18</b>	<b>48</b>	<b>91</b>	<b>72</b>	<b>60</b>	<b>83</b>	<b>139</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>55</b>
Zobowiązania finansowe	1	2	22	22	20	18	16
Pozostałe	14	12	35	39	39	39	39
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>52</b>	<b>88</b>	<b>118</b>
Zobowiązania finansowe	5	1	2	2	12	12	12
Pozostałe	9	12	22	19	40	76	106
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>46</b>	<b>75</b>	<b>173</b>	<b>153</b>	<b>170</b>	<b>227</b>	<b>312</b>
Dług netto	-7	-23	-49	-18	7	5	-25
<b>Cash Flow (PLN m)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>0</b>	<b>-7</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	<b>-12</b>	<b>23</b>	<b>56</b>
Amortyzacja	2	5	8	8	9	9	9
Inne (w tym KO)	-14	-5	23	2	-6	-20	-24
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>-11</b>	<b>-7</b>	<b>15</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>	<b>12</b>	<b>41</b>
CAPEX	-8	-12	-23	-20	-16	-10	-11
Pozostałe	0	3	1	1	0	0	0
<b>Cash flow inwestycyjny</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-22</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>
Dywidenda	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	25	31	54	-3	8	-2	-2
<b>Cash flow finansowy</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>54</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
Zmiana gotówki	6	14	48	-32	-17	0	28
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>73</b>	<b>42</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>53</b>
<b>Dynamika R/R</b>							
Przychody	15%	1%	31%	-27%	198%	109%	58%
EBITDA	-19%	-232%	112%	72%	-78%	-1352%	102%
EBIT	-55%	-983%	94%	35%	-48%	-362%	133%
Zysk netto	-112%	3259%	105%	37%	-40%	-292%	147%
<b>Marże</b>							
<b>EBITDA</b>	<b>9.2%</b>	<b>-12.1%</b>	<b>-19.6%</b>	<b>-45.9%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>20.1%</b>	<b>25.7%</b>
EBIT	3.0%	-25.9%	-38.3%	-70.4%	-12.3%	15.4%	22.8%
Zysk netto	-0.6%	-20.9%	-32.6%	-60.9%	-12.3%	11.3%	17.8%
<b>ROE</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-14.4%</b>	<b>-15.7%</b>	<b>-27.4%</b>	<b>-19.8%</b>	<b>27.6%</b>	<b>40.5%</b>

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



**Tabela wskaźnikowa**

Tabela wskaźnikowa (PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EPS, GAAP	-0.1	-4.4	-6.0	-8.3	-5.0	9.6	23.7	11.1	18.8	24.9
Revenue	33	34	44	32	96	201	317	167	205	244
EBIT	1.0	-8.7	-16.9	-22.7	-11.9	31.1	72.2	34.4	55.9	72.8
EBITDA	3.1	-4.1	-8.6	-14.8	-3.2	40.3	81.6	44.5	65.6	82.5
Net Income, GAAP	-0.2	-7.0	-14.3	-19.7	-11.8	22.8	56.3	26.4	44.8	59.3
Net Debt	-7	-23	-49	-18	7	5	-25	-79	-115	-162
BPS	13.0	30.6	38.4	30.1	25.2	34.7	58.4	69.5	88.4	113.3
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
Return on Equity %	-1.1%	-14.4%	-15.7%	-27.4%	-19.8%	27.6%	40.5%	16.0%	21.3%	22.0%
Return on Assets %	-0.5%	-9.3%	-8.3%	-12.9%	-7.0%	10.0%	18.1%	9.4%	13.7%	15.5%
Depreciation	2	5	8	8	9	9	9	10	10	10
Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-20	-19	-7	-30	-25	2	30	53	36	47
CAPEX	-8	-12	-23	-20	-16	-10	-11	-6	-7	-9

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



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 16 GRUDNIA 2024 R. O GODZINIE 07:30 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 16 GRUDNIA 2024 R. O GODZINIE 07:35 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 OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:**

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

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

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

<b>Imię i nazwisko</b>	<b>Stanowisko</b>	<b>Instrument</b>	<b>Liczba akcji</b>	<b>Pozycja (długa/krótka)</b>	<b>Średnia cena transakcji</b>	<b>Daty transakcji</b>
Lukas Cinikas	Analityk	Creotech	brak	brak	brak	brak

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i



Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawarze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem / działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczane w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

Nasze wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów.

**Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne.

**Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej.

**Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i na wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

Obecnie używamy trzypoziomowego 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