

Mercor

Sprzedaż najlepszej części biznesu

Wydajemy rekomendację Sprzedaj dla spółki Mercor z 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 24,50 PLN za akcję (14,0% potencjał spadku). Kluczową informacją jest wstępna umowa z Kingspan Group w sprawie sprzedaży znaczącej części biznesu, czego nie postrzegamy tak pozytywnie jak postrzega to rynek. Dla nas liczy się również obraz po transakcji. Uważamy, że cena rynkowa akcji spółki jest przewartościowana, zaś swoją opinię opieramy na:

- Chociaż cena sprzedaży za działalność będącą przedmiotem transakcji wydaje się przyzwoita i uczciwa, transakcja może dotyczyć od 2/3 do 3/4 przychodów Spółki i jeszcze większego udziału w EBITDA. Ponadto działalność będąca przedmiotem transakcji ma wyższą rentowność niż pozostała działalność, co powinno skutkować niższymi marżami w przyszłości. Poza tym, ze względu na odwrotny efekt ekonomii skali, stosunek kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu Spółki do jej przychodów powinien wzrosnąć, a wynikające z tego wyniki operacyjne z działalności kontynuowanej mogą być rozczarowujące dla rynku.
- Obecna sytuacja w branży budownictwa kubaturowego jest słaba. Wskaźnik pustostanów zbliżył się do około 8%. Jesteśmy świadkami erozji marż, a zwiększona konkurencja powinna wywierać dodatkową presję na rentowność. Nawiasem mówiąc, słabe krótkoterminowe perspektywy w sektorze narażają na ryzyko płatność odroczonego wynagrodzenia za transakcję.
- Chociaż zakładamy wysoką dywidendę na poziomie 15,00 PLN/akcja w 2025/26e, niższy poziom dywidendy mógłby skutkować negatywną reakcją rynku. Naszym zdaniem to właśnie perspektywa wysokiej dywidendy doprowadziła cenę rynkową do obecnego wysokiego poziomu.

Kluczowe dane finansowe

mIn PLN	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Przychody	628	587	477	145	151	160
EBITDA	88	76	44	251	23	10
Skoryg. EBITDA	88	76	44	6	8	10
EBIT	69	57	26	246	18	5
Skoryg. EBIT	69	57	26	2	3	5
Zysk netto	42	49	18	221	20	9
EPS	2.68	3.17	1.16	14.45	1.33	0.61
DPS	0.63	1.51	0.77	15.00	0.29	0.67
DY	2.3%	5.5%	5.5%	52.6%	1.0%	2.3%
C/Z	10.5	8.9	24.6	155.2	59.1	46.9
EV/EBITDA	5.7	6.7	11.6	55.3	40.4	33.4
Dług netto	67	74	69	-107	-119	-114
Dług netto/EBITDA	0.8	1.0	1.6	-17.9	-15.2	-11.8

Uwagi: Powyższa tabela przedstawia dane za 2022/23 i 2023/24 jako opublikowane przez Spółkę, dane za 2024/25 bez uwzględnienia OOO Mercor-Proof, oraz dane z działalności kontynuowanej od 2025/26.

Mnożniki bazują na skorygowanych danych.

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

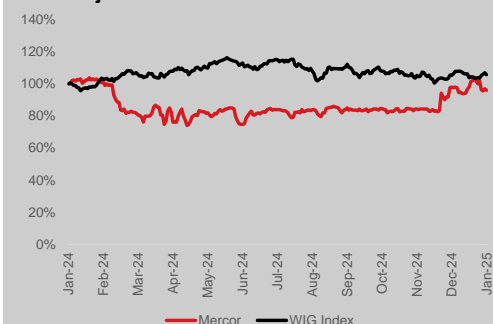
Sprzedaj (obniżona)

Cena docelowa 24,50 PLN

Potencjał wzrostu -14,0%
 Cena 9 stycznia 2025 28,50 PLN

Rating ESG C
Ocena końcowa ESG 0.87

Kurs akcji Mercor vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport 3Q'2024/25

INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg	MCRP.WA/MCR:PW
Free float (%)	41,7
Kapitalizacja (mln PLN)	437
Liczba akcji (mln)	15,3

Akcjonariat	PERMAG sp. z o.o. 26,35%
	Bangtino Limited 21,34%
	Nationale Nederlanden PTE 9,34%

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl



Spis treści

OSTATNIE WYDARZENIA	3
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	6
CZYNNIKI RYZYKA	11
WYCENA	12
ZASTRZEŻENIA PRAWNE	18



Ostatnie wydarzenia

Wstępna transakcja sprzedaży znacznej części biznesu do Kingspan Group

Kluczowe fakty

Pod koniec listopada 2024 r. Spółka poinformowała o zawarciu wstępnej transakcji sprzedaży znacznej części swojego biznesu z Kingspan Group PLC. Przedmiotem sprzedaży są udziały spółek posiadających aktywa związane z biznesem w zakresie:

- Produkcji i sprzedaży kompleksowych systemów oddymiana grawitacyjnego.
- Produkcji i sprzedaży kompleksowych systemów wentylacji pożarowej.

Na podstawie umowy, nabywca zobowiązał się do zapłaty na rzecz Spółki kwoty 420 mln PLN jako kwoty za udziały spółek zależnych będących przedmiotem transakcji, z czego zapłata części ceny w kwocie do 60 mln PLN jest odroczonej i uzależniona od osiągnięcia określonych progów skonsolidowanej EBITDA za okres 12 miesięcy kończący się 31 marca 2026 r. wygenerowanej z działalności objętej wydzieleniem. W zależności od wysokości docelowego poziomu EBITDA, Spółka może nie otrzymać dodatkowej płatności z tytułu odroczonej ceny, lub otrzymać dodatkową płatność w przedziale od 15 mln PLN do 60 mln PLN.

Z uwagi na fakt, że poszczególne podmioty będące przedmiotem transakcji prowadzą także inny rodzaj działalności, konieczne będzie wydzielenie aktywów związanych z transakcją do innych podmiotów, które to udziały nowego pomiotu będą sprzedane inwestorowi. W innym przypadku (Hiszpania), aktywa niezwiązane z przedmiotem transakcji zostaną przeniesione do spółki zależnej emitenta.

Zamknięcie transakcji będzie uzależnione od: (1) uzyskania zgody właściwego organu antymonopolowego, (2) uzyskania zgody WZA, (3) ukończenia procesu wydzielenia oraz (4) uzyskania zgody banków finansujących Spółkę. Spółka poinformowała, że planuje zarekomendować przeznaczenie istotnej części kwoty otrzymanej od inwestora w ramach transakcji na wypłatę dywidendy.

Nasza ocena

Naszym zdaniem informacja o planowanej sprzedaży korowych aktywów Spółki powinna być potraktowana neutralnie, ale rynkowi spodobała się ta wiadomość i cena akcji Spółki wkrótce potem wzrosła. Ważne jest, że zakładana bezwarunkowa wartość transakcji wynosi 360 mln PLN, co jest całkiem uczciwe, biorąc pod uwagę, że zdecydowana większość działalności Spółki jest przedmiotem transakcji. Niestety Spółka nie ujawniła przychodów ani wyników według segmentów operacyjnych, ale zakładamy, że transakcja może dotyczyć od około 2/3 do 3/4 przychodów Spółki. Ponadto działalność będąca przedmiotem transakcji ma lepszą rentowność w porównaniu z pozostałą działalnością. Głównym znakiem zapytania jest to, jaka część EBITDA Spółki podlega transakcji, zakładamy, że może to być około 80% lub nawet więcej.

Oceniając transakcję na podstawie danych za ostatnie 12 m-cy (LTM) znanych w dniu opublikowania informacji (tj. przychodów w wysokości 572,4 mln PLN i EBITDA w wysokości 71,1 mln PLN) i zakładając, że 80% EBITDA będzie przedmiotem transakcji (56,8 mln PLN), najgorszy scenariusz (bez żadnego dodatkowego wynagrodzenia) implikowałby LTM EV/EBITDA na poziomie 6,3x. Najlepszy scenariusz (z 60 mln PLN dodatkowego wynagrodzenia) implikowałby LTM EV/EBITDA na poziomie 7,4x. Jednak spodziewamy się pogorszenia wyników finansowych Spółki w tym roku w wyniku spowolnienia w branży, więc implikowane mnożniki EV/EBITDA mogą być wyższe. Biorąc to pod uwagę, transakcja może być postrzegana jako lekko pozytywna, ponieważ przyszłe mnożniki są z pewnością wyższe niż mnożniki za ostatnie 12 m-cy.

Najważniejszy jest obraz po transakcji. Biorąc pod uwagę, że 20% EBITDA pozostałoby w Spółce (14,2 mln zł), LTM EV/EBITDA dla pozostałej działalności oznaczałoby ok. 10,3x i 6,1x



dla odpowiednio najgorszego i najlepszego scenariusza, biorąc pod uwagę ostatnie zamknięcie i podobny poziom zadłużenia netto. Jednak ze względu na odwrotny efekt ekonomii skali, stosunek kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do przychodów Spółki powinien wzrosnąć, co powinno skutkować gorszymi wynikami finansowymi i implikowanymi wyższymi mnożnikami dla pozostałej działalności.

Patrząc na przyszły EV/EBITDA, ważne jest określenie poziomu powtarzalnego wyniku EBITDA po transakcji. Poniższa tabela przedstawia implikowane mnożniki EV/EBITDA po transakcji, biorąc pod uwagę różne poziomy skorygowanego wyniku EBITDA w roku 2025/26 i szereg scenariuszy dla dodatkowego wynagrodzenia (w rzeczywistości do wypłaty w roku obrotowym 2026/27, ale bierzemy to również pod uwagę i korygujemy wartość przedsięwzięcia o tę pozycję). Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobne poziomy EBITDA mieszczą się między wysokimi jednocyfrowymi a niskimi dwucyfrowymi. Jeśli chodzi o dodatkowe wynagrodzenie, Spółce może być trudno osiągnąć przyzwoity jego przyzwoity poziom, biorąc pod uwagę słabą krótkoterminową perspektywę w branży i fakt, że jego poziom będzie zależał od wyników działalności będącej przedmiotem transakcji w roku obrotowym 2025/26. W takich okolicznościach nie postrzegamy poziomu mnożników potransakcyjnych jako okazji. Tak więc nie widzimy tu większego potencjału wzrostu. Jedynie zamiar Spółki, aby przeznaczyć znaczną część ceny sprzedaży na dywidendę, można ocenić w umiarkowanym stopniu pozytywnie.

Implikowane mnożniki EV/EBITDA (x) po transakcji przy założeniu różnych poziomów wyniku EBITDA w roku 2025/26 (mln PLN) i szeregu scenariuszy dla dodatkowego wynagrodzenia

Skoryg. EBITDA (kolumny) / Odroczone cena (wiersze)	5.0	7.5	10.0	12.5	15.0	17.5	20.0
0 mln PLN	20.0x	13.3x	10.0x	8.0x	6.7x	5.7x	5.0x
15 mln PLN	17.6x	11.7x	8.8x	7.0x	5.9x	5.0x	4.4x
30 mln PLN	15.1x	10.1x	7.6x	6.1x	5.0x	4.3x	3.8x
45 mln PLN	12.7x	8.5x	6.4x	5.1x	4.2x	3.6x	3.2x
60 mln PLN	10.3x	6.9x	5.1x	4.1x	3.4x	2.9x	2.6x

Źródło: Pekao Equity Research.

Wyniki finansowe za 2Q'2024/25

W dn. 31 grudnia 2024 r. Spółka opublikowała swoje wyniki finansowe za 2Q'2024/25:

- Przychody ze sprzedaży wyniosły 125,3 mln PLN (-8% r/r, +0% kw/kw).
- Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 30,0 mln PLN (-10% r/r, -11% kw/kw).
- Wynik EBITDA wyniósł 11,6 mln PLN (-38% r/r, -15% kw/kw).
- Wynik operacyjny wyniósł 6,9 mln PLN (-52% r/r, -24% kw/kw).
- Wynik netto wyniósł 5,4 mln PLN (-70% r/r, -10% kw/kw).
- Przepływy z działalności operacyjnej w 2 połowie 2024/25 wyniosły 33,2 mln PLN (+9% r/r).
- Dług netto spółki na koniec 2Q'2024/25 wyniósł 66,5 mln PLN (w porównaniu z 73,8 mln PLN na koniec 4Q'2023/24).

Naszym zdaniem wyniki II kwartału 2024/25 były neutralne. Chociaż przychody były tylko nieznacznie niższe od naszych prognoz, byłyby wyższe od naszych prognoz przy założeniu braku zmian w metodzie konsolidacji OOO Mercor-Proof, rosyjskiej spółki zależnej. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, Spółka odnotowała spadek marży zysku brutto ze sprzedaży. Marża EBITDA była o 0,4 p.p. wyższa od naszej prognozy, co przełożyło się na nominalny wynik EBITDA w wysokości 11,6 mln zł, czyli zbliżony do naszej prognozy. Chociaż zysk netto spadł o 70% w ujęciu porównywalnym, był on o 39% wyższy od naszej prognozy. Ze względu na brak kwartalnych danych porównywalnych dotyczących przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, możemy skomentować jedynie przepływ z działalności operacyjnej wygenerowany



w całym pierwszym półroczu 2024/25, który był o 9% wyższy niż rok wcześniej (umiarkowanie pozytywnie).

Mercor: wyniki za 2Q'2024/25

mIn PLN	2Q'23/24	3Q'23/24	4Q'23/24	1Q'24/25	2Q'24/25	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao
Przychody	136.5	145.4	166.1	125.0	125.3	-8%	0%	127.9	-2%
Koszt własny sprzedaży	-103.2	-103.0	-122.9	-91.5	-95.4	-8%	4%	-97.3	-2%
Zysk brutto ze sprzedaży	33.3	42.4	43.2	33.5	30.0	-10%	-11%	30.7	-2%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-19.4	-26.4	-27.8	-23.7	-22.7	17%	-4%	-24.2	-6%
EBITDA	18.7	20.9	18.7	13.7	11.6	-38%	-15%	11.4	2%
EBIT	14.3	15.8	13.8	9.1	6.9	-52%	-24%	6.5	7%
Zysk brutto	16.9	17.6	10.6	8.3	6.7	-60%	-19%	5.2	29%
Zysk netto	18.3	13.1	6.2	6.1	5.4	-70%	-10%	3.9	39%
<i>Marża ZBzS</i>	24.4%	29.2%	26.0%	26.8%	23.9%			24.0%	
<i>Marża EBITDA</i>	13.7%	14.4%	11.2%	11.0%	9.3%			8.9%	
<i>Marża EBIT</i>	10.5%	10.9%	8.3%	7.3%	5.5%			5.1%	
<i>Marża netto</i>	13.4%	9.0%	3.7%	4.9%	4.3%			3.1%	
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	27.2	7.7	10.7	22.3	10.9	-60%	-51%	11.8	-8%
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-4.2	-8.3	-5.7	-4.0	-3.1	-26%	-23%	-3.4	-8%
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-14.0	-13.8	-9.1	-15.2	-7.7	-45%	-49%	-1.1	591%
Dług netto	80.1	76.0	73.8	58.6	66.5	-17%	13%	51.3	30%
<i>Dług netto/EBITDA (ostatnie 12 miesięcy)</i>	1.00	0.99	0.97	0.81	1.02			0.84	
Zamówienia	153.4	140.7	116.4	148.6	150.2	-2%	1%	125.6	20%
Wskaźnik zamówień do przychodów	1.12	0.83	0.82	1.19	1.20	7%	1%	0.98	22%

Uwagi: Ze względu na ograniczony zakres skorygowanych retrospektywnie danych, przedstawione powyżej dane są następujące: Rachunek zysków i strat: dane za 1Q'2024/25, 2Q'2024/25 i 2Q'2023/24 są przekształcone, pozostałe dane RZiS nie są przekształcone. Przepływy pieniężne: Zaprezentowane dane bazują na przekształconych danych za I połowę 2023/24 i 2024/25 oraz pozostałych danych historycznych, które nie zostały przekształcone (a zostały opublikowane we wcześniejszych raportach). Dług netto na II kwartał 2024/25 oraz IV kwartał 2023/24 jest przekształcony (na pozostałe okresy nie jest przekształcony). Dane dotyczące zamówień oraz wskaźnika zamówień do przychodów nie są przekształcone.

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

OOO Mercor-Proof już nie jest w pełni konsolidowany

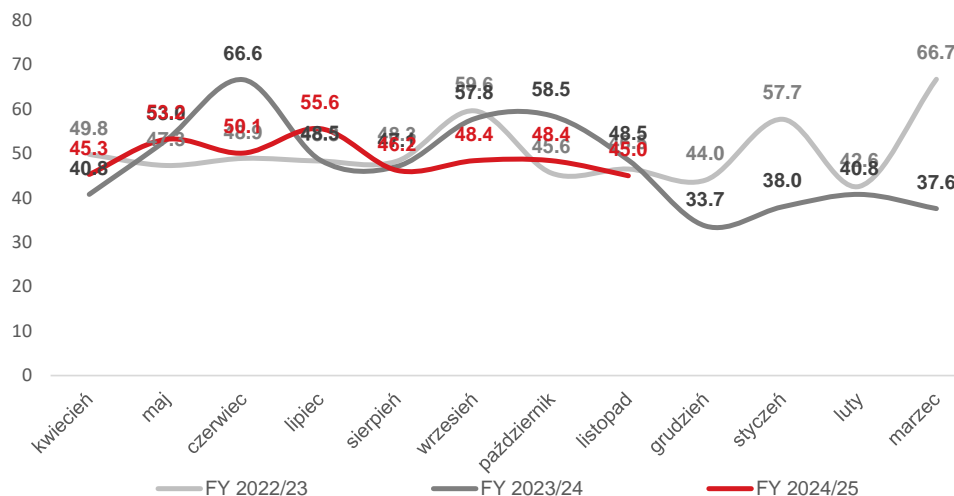
Warto wspomnieć, że Spółka zmieniła swoją politykę rachunkowości i jest to pierwszy raport, w którym rosyjska spółka zależna OOO Mercor-Proof nie jest już konsolidowana metodą pełną ze względu na nowe spojrzenie Spółki na kwestię kontroli w rosyjskiej spółce zależnej, a raczej jej braku. W rezultacie Spółka zmieniła swoje dane historyczne retrospektywnie. Nawiasem mówiąc, według danych Spółki za I połowę 2023/24 (rok wcześniej), OOO Mercor-Proof wygenerował 25,0 mln PLN przychodów, 5,0 mln PLN EBITDA i 3,5 mln PLN zysku netto w I połowie 2023/24. Zakładając, że wyniki finansowe spółki zależnej byłyby podobne w drugiej połowie 2023/24, przełożyłoby się to na przychody w wysokości ok. 50 mln PLN i EBITDA w wysokości ok. 10 mln PLN, co stanowiłoby około 8,5% i 13,2% całorocznych wyników Spółki za 2023/24 rok przed zmianą zasad rachunkowości. Spółka w swoich aktywach rozpoznała 13,1 mln PLN jako inwestycje w jednostki konsolidowane metodą praw własności.

Zamówienia

W ostatnich kwartałach mogliśmy zaobserwować spadek zamówień w Spółce. Między kwietniem a listopadem 2024 r. Spółka pozyskała 392 mln PLN nowych zamówień (-6,8% r/r). Spadek ten jest nieznacznie wyższy niż w całym 2023/24 r., w którym Spółka pozyskała 570 mln PLN (-5,8% r/r).



Wartość zamówień na produkty Mercor (mln PLN)

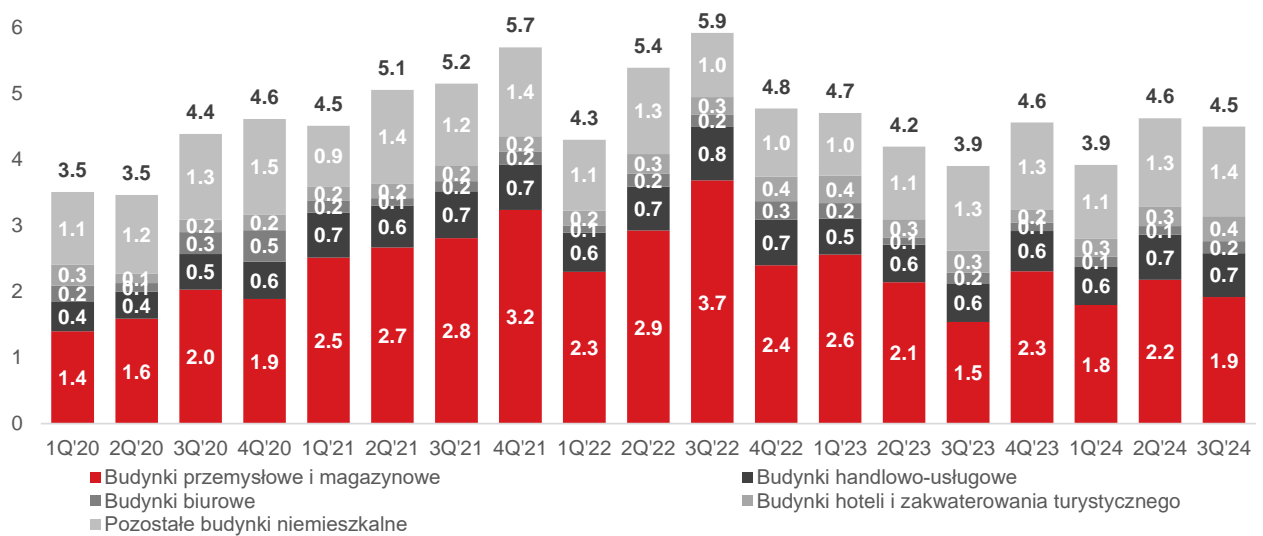


Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Aktualizacja prognoz finansowych

Lata 2021 i 2022 w budownictwie kubaturowym w Polsce były nadzwyczajnie dobre, co było widoczne w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach budowy z projektem budowlanym dla budynków niemieszkalnych. Pierwsze oznaki spowolnienia były widoczne już na przełomie 2022 i 2023 r., zaś bardzo słabo wypadł 3Q'2023, w którym spadek wyniósł 34% r/r. Ostatecznie, w 2023 r. wydane pozwolenia na budowę budynków niemieszkalnych w Polsce dotyczyły powierzchni 17,4 mln m², a więc 14,8% mniej niż rok wcześniej, z czego powierzchnia dotycząca budynków przemysłowych i magazynowych była mniejsza o 24,4% r/r. Pierwszy kwartał 2024 r. był słaby z wydanymi pozwoleniami na 3,9 mln m² (-16,7% r/r), ale byliśmy świadkami lekkiego odbicia z wydanymi pozwoleniami na budowę na 4,6 mln m² w II kwartale 2024 r. (+10,2% r/r) i 4,5 mln m² w III kwartale 2024 r. (+15,4% r/r). W pierwszych trzech kwartałach 2024 r. wydano pozwolenia na 13,1 mln m² budynków niemieszkalnych w Polsce (+1,9% r/r). Jednak budynki przemysłowe i magazynowe odnotowały spadek o 5,6% r/r do 5,9 mln m² w pierwszych trzech kwartałach 2024 r.

Powierzchnia użytkowa budynków niemieszkalnych w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach budowy z projektem budowlanym w Polsce w okresie od 2020 r. (mln m²)



Źródło: GUS.

Sytuacja na kluczowych rynkach Spółki różni się w zależności od rynku.

Zgodnie z danymi Eurostat, Węgry i Rumunia odnotowały spadek powierzchni wydanych pozwoleń na budowę obiektów niemieszkalnych w pierwszych trzech kwartałach 2024 r. odpowiednio o -41% r/r i -11% r/r. Słowacja natomiast podwoiła powierzchnię wydanych pozwoleń w pierwszych trzech kwartałach 2024 r., ale jest to bardzo mały rynek. Z kolei Hiszpania odnotowała wzrost o 34% r/r, a powierzchnia wydanych pozwoleń w Czechach wzrosła o 18% r/r w pierwszych trzech kwartałach 2024 r., ale warto pamiętać, że te dwa rynki łącznie były mniejsze w 2023 r. niż sama Polska. W Unii Europejskiej nastąpił wzrost powierzchni w pierwszych trzech kwartałach 2024 r o 2,7% r/r.

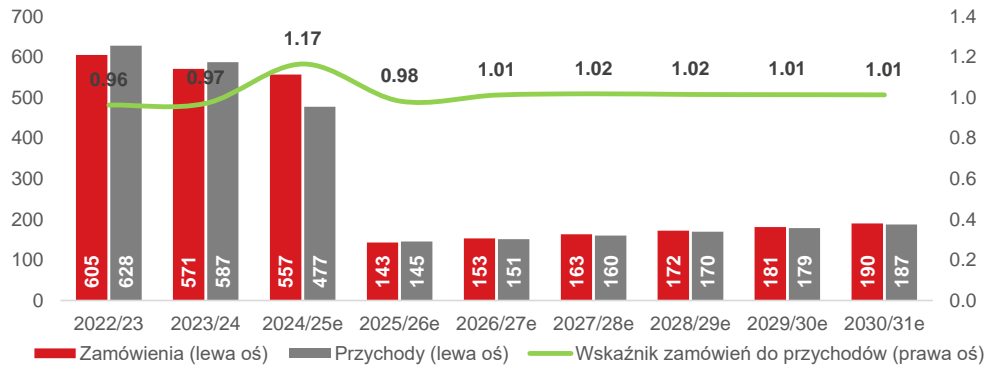
W krótkim okresie nie widzimy wyraźnych oznak poprawy koniunktury w branży. W Polsce spodziewalibyśmy się raczej nowego normalnego poziomu pozwoleń na budowę obiektów przemysłowych i magazynowych na poziomie około 8 mln m² rocznie w średnim okresie, biorąc pod uwagę wyższy poziom wskaźnika pustostanów zbliżający się do około 8%. Ponadto dane dotyczące produkcji budowlano-montażowej w budownictwie są słabe. Według GUS produkcja budowlano-montażowa od stycznia do listopada 2024 r. spadła o 11% r/r, jednak budowa budynków była niższa o 4% r/r. Dane z rynków zagranicznych są mieszane.

Spodziewamy się, że powyższe przyczyni się do spadku liczby zamówień w krótkim okresie i powrotu do znormalizowanych poziomów. W przypadku budynków magazynowych i przemysłowych w Polsce, wysoka liczba nowo wybudowanych obiektów będąca wynikiem rekordowej liczby wydanych pozwoleń w 2021 i 2022 r. oraz wysoki wskaźnik pustostanów może stanowić ryzyko dłuższego spowolnienia.

W 2024/25 zakładamy niewielki spadek wartości zamówień do 557 mln PLN (-2,4% r/r) (włącznie z rosyjskim OOO Mercor-Proof). Zgodnie z naszymi szacunkami, Spółka powinna wygenerować 477 mln PLN przychodów w roku obrotowym 2024/25 (bez rosyjskiego OOO Mercor-Proof). Poczynając od 2025/26 poniższy wykres przedstawia liczbę zamówień i przychody z działalności kontynuowanej.



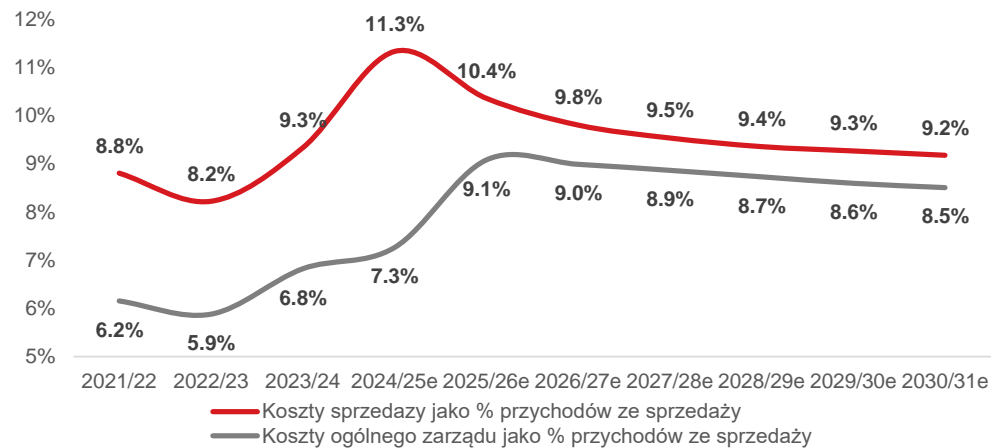
Prognoza zamówień i przychodów Mercor (mln PLN)



Uwagi: Powyższy wykres przedstawia dane za 2022/23 i 2023/24 jako opublikowane przez Spółkę, dane za 2024/25 be uwzględnienia OOO Mercor-Proof, oraz dane z działalności kontynuowanej od 2025/26. Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Dotychczas Mercor prezentował się przyzwoicie pod względem marży zysku brutto, jednak spodziewamy się jej pogorszenia ze względu na słabszy rynek i większą konkurencję, co już było widoczne w raportowanych danych. Ponadto, biznes pozostający w Spółce jest mniej dochodowy niż ten będący przedmiotem transakcji, więc spodziewamy się wyraźniej niższej marży zysku brutto w roku 2025/26. Poza tym relacja kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do przychodów Spółki powinna wzrosnąć, co powinno skutkować większym obciążeniem kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu oraz niższą rentownością. Marże powinny się poprawić, gdy rynek powróci do wzrostu. Naszym zdaniem Mercor jest w stanie osiągnąć wysoką jednocyfrową marżę EBITDA w perspektywie długoterminowej.

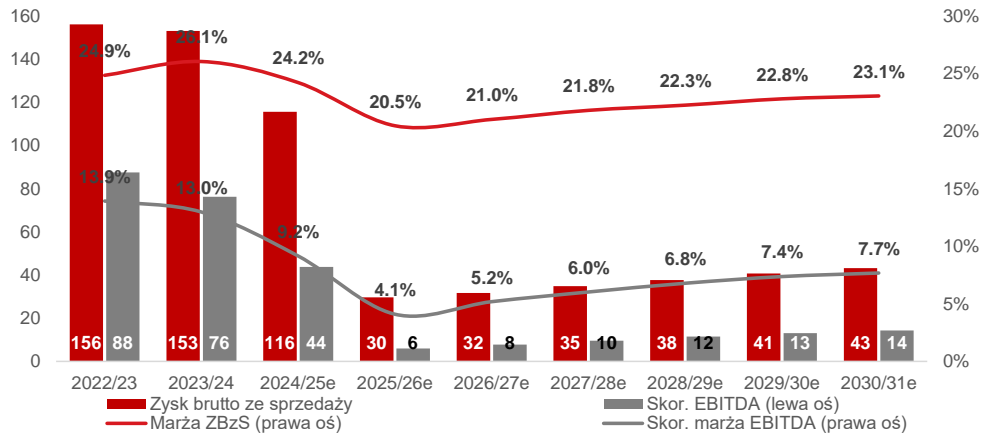
Koszty operacyjne grupy Mercor jako % przychodów



Uwagi: Powyższy wykres przedstawia dane za 2022/23 i 2023/24 jako opublikowane przez Spółkę, dane za 2024/25 be uwzględnienia OOO Mercor-Proof, oraz dane z działalności kontynuowanej od 2025/26. Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.



Zysk brutto ze sprzedaży i skoryg. EBITDA grupy Mercor (mln PLN)



Uwagi: Powyższy wykres przedstawia dane za 2022/23 i 2023/24 jako opublikowane przez Spółkę, dane za 2024/25 bez uwzględnienia OOO Mercor-Proof, oraz dane z działalności kontynuowanej od 2025/26.

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

W odniesieniu do transakcji z Kingspan Group istotne jest, że proces M&A może potrwać kilka miesięcy. Początkowo zakładalibyśmy zamknięcie transakcji latem 2025 r. (zakładamy, że w połowie sierpnia 2025 r.) z wypłatą dywidendy we wrześniu/październiku 2025 r. Nie spodziewamy się przeznaczenia przez Spółkę całej kwoty na dywidendę, ale może to być ponad połowa tej kwoty, co miało miejsce w przypadku transakcji z Assa Abloy w 2013 r. Po transakcji spodziewamy się, że Spółka wypłaci dywidendę w wysokości 15,00 PLN za akcję. W kolejnych latach zakładamy niewielki poziom dywidendy, biorąc pod uwagę mniejszą skalę działalności Spółki. Naszym zdaniem odroczone płatności wynagrodzenia jest zagrożona ze względu na słabe krótkoterminowe perspektywy w sektorze, więc zakładamy, że niższe poziomy dodatkowego wynagrodzenia są bardziej prawdopodobne niż wyższe poziomy. Z tego powodu zakładamy, że Spółka będzie uprawniona do osiągnięcia 15 mln PLN dodatkowego wynagrodzenia w roku obrotowym 2026/27. Zakładamy, że całkowity podatek związany z transakcją wyniesie 29 mln PLN (wliczając w to podatek od dodatkowego wynagrodzenia). Oczywiście spółka będzie miała dodatnią gotówkę netto po transakcji.

Mercor – kluczowe założenia czynników wpływających na wyniki finansowe

mIn PLN	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Zamówienia	605	571	557	143	153	163
Wskaźnik zamówień do przychodów	0.96	0.97	1.17	0.98	1.01	1.02
Przychody	628	587	477	145	151	160
zmiana r/r	26.7%	-6.5%	-18.7%	-69.6%	3.9%	6.1%
Koszt własny sprzedaży	-472	-434	-362	-116	-119	-125
Zysk brutto ze sprzedaży	156	153	116	30	32	35
Koszty sprzedaży	-52	-55	-54	-15	-15	-15
Koszty ogólnego zarządu	-37	-40	-35	-13	-14	-14
EBIT	69	57	26	246	18	5
Skoryg. EBIT	69	57	26	2	3	5
Amortyzacja	-19	-19	-18	-4	-4	-4
EBITDA	88	76	44	251	23	10
Skoryg. EBITDA	88	76	44	6	8	10
Zysk przed opodatkowaniem	60	59	24	248	24	11
Zysk netto	42	49	18	221	20	9
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	64	49	51	-23	17	5
Nakłady inwestycyjne	-11	-20	-12	-4	-4	-4
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorcy	53	29	39	1	2	3
Wolne przepływy (FCFF) na akcję (PLN)	3.41	1.85	2.53	0.04	0.16	0.19
Dług netto	67	74	69	-107	-119	-114
Kapitał obrotowy	112	120	100	28	29	31
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	1.7%	3.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	17.8%	20.4%	20.9%	19.6%	19.5%	19.4%

Uwagi: Powyższa tabela przedstawia dane za 2022/23 i 2023/24 jako opublikowane przez Spółkę, dane za 2024/25 bez uwzględnienia OOO Mercor-Proof, oraz dane z działalności kontynuowanej od 2025/26.

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.



Czynniki ryzyka

Mercor narażony jest na szereg ryzyk wewnętrznych i zewnętrznych związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej, spośród których najistotniejszymi są:

- **Koniunktura w budownictwie kubaturowym i wysokościowym.** Klientami Spółki są przede wszystkim generalni wykonawcy. Słabsza koniunktura w budownictwie może przełożyć się na spadek zapotrzebowania na produkty/usługi Spółki i pogorszenie się wyników finansowych.
- **Ceny materiałów produkcyjnych.** Wzrost cen materiałów produkcyjnych w stosunku do planowanego poziomu w momencie składania oferty może spowodować wzrost kosztów i pogorszenie się rentowności Spółki.
- **Dostępność istotnych zasobów surowców.** W swoim procesie produkcyjnym Spółka zużywa przede wszystkim stal, aluminium i poliwęglan. Mniejsza dostępność ww. surowców może negatywnie wpłynąć na wywiązywanie się Spółki z podpisanych kontraktów oraz spowodować wzrost cen tych surowców.
- **Wojna na Ukrainie.** Trwający konflikt zbrojny pomiędzy Rosją a Ukrainą ma wpływ pośredni oraz bezpośredni. Pośrednim wpływem jest m.in. ewentualna zmiana nastrojów i preferencji inwestorów, wzrost cen i problem z dostępnością surowców produkcyjnych i energetycznych, potencjalne zakłócenia łańcuchów dostaw. Poza tym Mercor posiada 55% udział w kapitale zakładowym spółki na Ukrainie (TOB MERCOR UKRAINA sp. z o.o.) oraz 55% udział w kapitale zakładowym spółki w Rosji (OOO Mercor-PROOF LLC). Utrata kontroli bądź inne niekorzystne zdarzenia mogą skutkować odpisem, wykazaniem straty w sprawozdaniu i utratą rynków zbytu.
- **Zmiana wysokości stóp procentowych.** Mercor posiada zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek oraz z tytułu leasingu finansowego. Wzrost stóp procentowych może spowodować zwiększony koszt obsługi tego zadłużenia.
- **Zmiana kursów walut.** Grupa posiada swoje oddziały i zakłady produkcyjne zagranicą, zawiera transakcje w walutach innych niż funkcjonalna. Grupa stosuje zabezpieczenia poprzez zawieranie transakcji typu forward, jednak nie jest możliwe całkowite wyeliminowanie wpływu zmian kursów walut.
- **Poziom inflacji.** Wyższe ceny mogą negatywnie wpłynąć na rentowność Spółki. Poza tym, wyższa inflacja może powodować wzrost oczekiwań płacowych pracowników.
- **Ryzyko kredytowe kontrahentów.** W przypadku pogorszenia się sytuacji płynnościowej klientów, Spółka może doświadczyć problemów a odzyskaniem należności w terminie.
- **Dostępność pracowników o odpowiednich kwalifikacjach.** Spółka dostarcza swoim klientom gotowe rozwiązania z zakresu ochrony przeciwpożarowej w budynkach, do czego konieczne jest posiadanie odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Niedobór pracowników może negatywnie wpłynąć na możliwość realizacji odpowiedniej liczby projektów i spadek przychodów.
- **Ryzyko niekorzystnych decyzji podatkowych.** Istnieje ryzyko zakwestionowania prawidłowości obliczonych zobowiązań podatkowych przez organy podatkowe i wydania niekorzystnych dla Spółki decyzji.
- **Ryzyko transakcji z Kingspan Group.** Ryzyko niesfinalizowania transakcji sprzedaży znacznej części biznesu może zmienić obraz Spółki w porównaniu do zakładanego scenariusza w niniejszym raporcie. Istnieje również ryzyko związane z możliwą wypłatą dodatkowego wynagrodzenia odroczonego w czasie.



Wycena

Nasza wycena implikuje 12M cenę docelową na poziomie 24,50 PLN/akcja, co stanowi 14,0% potencjał spadkowy. Naszą wycenę opieramy na wskaźniku DCF oraz mnożnikach z wagą odpowiednio 100% i 0%. Nasza wycena porównawcza jest przedstawiona w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

Mercor: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	24,50	100%
12M wycena mnożnikowa	16,24	0%
12M cena docelowa	24,50	
Cena bieżąca	28,50	
Potencjał (%)	-14,0%	

Źródło: Pekao Equity Research.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2024/25e	2025/26e	2026/27e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
ASSA ABLOY AB-B	ASSAB SS	22,7	20,4	18,5	14,4	13,4	12,5
LEGRAND SA	LR FP	20,6	19,1	17,8	14,2	13,2	12,4
DORMAKABA HOLDING AG	DOKA SW	21,4	19,0	16,8	7,5	6,8	6,3
ALLEGION PLC	ALLE US	17,2	16,4	15,1	13,8	13,0	12,3
BIFIRE SPA	FIRE IM	9,4	8,1	6,8	4,5	3,9	3,4
CARRIER GLOBAL CORP	CARR US	26,5	22,4	19,4	16,9	15,9	14,5
SYSTEMAIR AB	SYSR SS	21,8	19,0	16,6	11,6	10,3	9,5
Mediana		21,4	19,0	16,8	13,8	13,0	12,3
Mercor		24,6	155,2	59,1	11,6	55,3	40,4
Potencjał		14%	718%	251%	-16%	325%	229%
Implikowana cena (PLN/akcja)		24,89	3,49	8,12	34,81	12,04	14,09

Uwagi: Mnożniki i wycena porównawcza bazują na skorygowanym wyniku EBITDA i skorygowanym zysku netto Spółki..

Źródło: Pekao Equity Research.

Rating ESG

Mercor Inżynieria i budownictwo	E	S	G
Ocena	0.77	0.80	1.08
Waga sektora	30%	40%	30%
Ocena końcowa ESG	0.87		
Rating ESG	C		

	ocena od:	do	Ocena	Wpływ premii na koszt kapitału (% RFR)
Rating ESG	1.5	2	A	-15.0%
	1	1.5	B	-7.5%
	0.5	1	C	0.0%
	0	0.5	D	15.0%

Źródło: Pekao Equity Research.



Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letni model wyceny DCF w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności operacyjnej Spółki do roku 2030/31. Po tym okresie zakładamy fazę stałego wzrostu i stosujemy model Gordona do obliczenia wartości rezydualnej.

Uzyskane w ten sposób przepływy pieniężne stanowią dane wejściowe do naszej wyceny, na podstawie których obliczamy wartość bieżącą tych przepływów. Kluczowe założenia włączone do naszego modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,8% od 2025/26e do 2030/31e oraz 4,0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko w wysokości 6,0% od 2025/26e do 2030/31e oraz 5,0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1,0.
- Brak dodatkowej premii/dyskonta do kosztu kapitału własnego z tytułu ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 2,0%, na podstawie danych historycznych.
- Krańcowa stopa podatku dochodowego na poziomie 19%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Docelowa marża EBITDA na poziomie 8,0% oraz marża EBIT na poziomie 5,5% w okresie rezydualnym.
- CAPEX w okresie rezydualnym na poziomie z uwzględnieniem ROIC i założonej stopy wzrostu w okresie rezydualnym.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych o 2,5% w okresie rezydualnym.
- Skorygowaliśmy wycenę o: (1) wartość bieżącą wynagrodzenia za transakcję pomniejszonego o podatek w wysokości 313 mln PLN, którego wypłatę zakładamy w sierpniu 2025 r., (2) wartość bieżącą dodatkowego odroczonego wynagrodzenia pomniejszonego o podatek w wysokości 10 mln PLN, którego wypłatę zakładamy w sierpniu 2026 r. oraz (3) wartość bieżącą wolnych przepływów pieniężnych, które zostaną wygenerowane od kwietnia 2025 r. do sierpnia 2025 r. (zakładana data zamknięcia transakcji) w wysokości 8 mln PLN.
- Dodaliśmy również wartość aktywów nieoperacyjnych w wysokości 19 mln PLN, w tym 13 mln PLN udziału Spółki w spółce OOO Mercor-Proof konsolidowanej metodą praw własności.

Wycena DCF

Kalkulacja WACC

	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	2030/31e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Premia/dyskonto ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Koszt kapitału własnego	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	9.0%
Koszt długu	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
Koszt długu po opodatkowaniu	6.9%	6.6%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
Waga kapitału własnego	83%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.0%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	2030/31e	Rok końcowy
Przychody	145.4	151.0	160.2	169.6	178.5	187.3	192.0
EBIT	1.5	3.4	5.5	7.1	8.8	10.1	10.6
Podatek na EBIT	-0.3	-0.6	-1.0	-1.3	-1.7	-1.9	-2.0
NOPAT	1.2	2.7	4.4	5.7	7.2	8.2	8.6
Amortyzacja	4.5	4.5	4.2	4.4	4.3	4.3	4.4
CAPEX	-3.6	-3.8	-4.0	-4.2	-4.5	-4.7	-6.4
Zmiana w kapitale obrotowym netto	-1.5	-0.9	-1.7	-1.9	-1.8	-1.7	-0.9
FCFF	0.6	2.5	2.9	4.0	5.3	6.1	5.6
Wzrost w okresie rezydualnym							2.5%
Wartość rezydualna							86.9
Współczynnik dyskontujący	0.88	0.79	0.70	0.63	0.56	0.50	0.50
Zdyskontowane przepływy pieniężne	0.5	2.0	2.0	2.5	3.0	3.1	43.8
EV	56.8						
Udziały mniejszości	2.6						
Dług netto	69.0						
Aktywa nieoperacyjne	19.2						
Pozostałe korekty	331.4						
Wartość kapitału własnego	335.7						
Liczba akcji (mln)	15.3						
12M cena docelowa (PLN)	24.50						
Cena akcji w dniu 9 stycznia 2025 r. (PLN)	28.50						
Potencjał	-14.0%						

Wzrost przychodów	-70%	4%	6%	6%	5%	5%	2.5%
Marża EBIT	1.0%	2.2%	3.4%	4.2%	5.0%	5.4%	5.5%
Efektywna stopa podatkowa	22.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	
Capex/Amortyzacja	81.6%	84.5%	95.5%	95.7%	103.3%	108.7%	

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
-2.0%	26.65	26.70	26.76	26.83	26.92	27.04	27.19
-1.0%	25.52	25.51	25.49	25.48	25.46	25.43	25.40
0.0%	24.64	24.60	24.55	24.50	24.43	24.36	24.27
1.0%	23.93	23.88	23.82	23.75	23.66	23.57	23.46
2.0%	23.35	23.28	23.22	23.14	23.05	22.96	22.85

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBITDA/Zmiana udziałów w rynku	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
10.0%	24.35	24.67	24.98	25.29	25.60	25.92	26.23
9.0%	24.06	24.34	24.62	24.89	25.17	25.45	25.73
8.0%	23.76	24.01	24.25	24.50	24.74	24.99	25.23
7.0%	23.46	23.67	23.89	24.10	24.31	24.52	24.73
6.0%	23.15	23.33	23.51	23.70	23.88	24.05	24.23

Źródło: Pekao Equity Research.



Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Przychody	628	587	477	145	151	160
Zysk brutto ze sprzedaży	156	153	116	30	32	35
Koszty ogólnego zarządu	-89	-95	-89	-28	-28	-29
EBITDA	88	76	44	251	23	10
Skoryg. EBITDA	88	76	44	6	8	10
EBIT	69	57	26	246	18	5
Skoryg. EBIT	69	57	26	2	3	5
Przychody/koszty finansowe	-6	3	-5	-1	2	2
Zysk przed opodatkowaniem	60	59	24	248	24	11
Podatek dochodowy	-13	-7	-5	-27	-4	-2
Zysk netto	42	49	18	221	20	9
EPS (PLN)	2.68	3.17	1.16	14.45	1.33	0.61

Bilans (mln EUR)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Aktywa obrotowe	252	210	204	185	196	194
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29	14	15	130	143	137
Pozostałe aktywa obrotowe	223	196	189	54	53	56
Aktywa trwałe	195	200	193	70	73	76
Rzeczowe aktywa trwałe	79	74	68	15	14	13
Pozostałe aktywa trwałe	116	126	125	55	59	63
Aktywa	448	410	396	255	269	270
Kapitał własny	214	225	208	199	215	214
Udziały niekontrolujące	12	3	3	3	3	3
Zobowiązania długoterminowe	86	75	89	25	25	25
Zadłużenie finansowe długoterminowe	82	71	84	24	24	24
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	4	4	6	2	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	136	107	97	28	26	28
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	14	17	0	0	0	0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	121	90	97	28	26	28
Pasywa	448	410	396	255	269	270
Dług netto	67	74	69	-107	-119	-114

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Zysk netto	42	49	18	221	20	9
Amortyzacja	19	19	18	4	4	4
Pozostałe	3	-20	15	-249	-8	-9
Przepływy z działalności operacyjnej	64	49	51	-23	17	5
CAPEX	-11	-20	-12	-4	-4	-4
Pozostałe	-1	1	-1	362	4	4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12	-19	-13	359	0	0
Dywidendy wypłacone	-10	-24	-24	-230	-4	-10
Pozostałe	-33	-20	-14	11	-1	-1
Przepływy z działalności finansowej	-43	-44	-38	-219	-5	-11
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	-2	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	9	-14	1	116	13	-6
Środki pieniężna na koniec okresu	29	14	15	130	143	137

DPS (PLN)	0.63	1.51	0.77	15.00	0.29	0.67
-----------	------	------	------	-------	------	------

Wskaźniki wzrostu r/r	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Przychody	27%	-7%	-19%	-70%	4%	6%
EBITDA	50%	-13%	-43%	473%	-91%	-58%
EBIT	56%	-17%	-55%	850%	-93%	-70%
Zysk netto	40%	18%	-64%	1145%	-91%	-54%
EPS	40%	18%	-63%	1145%	-91%	-54%

Marże	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
EBITDA	13.9%	13.0%	9.2%	172.6%	15.1%	6.0%
Marża EBIT	10.9%	9.7%	5.4%	169.6%	12.2%	3.4%
Marża netto	6.6%	8.4%	3.7%	152.3%	13.5%	5.8%
ROE	20.9%	22.5%	8.2%	108.7%	9.8%	4.3%

Wskaźniki bilansu	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
BVPS (PLN)	13.73	14.48	13.56	13.01	14.05	13.99
Dług netto/EBITDA	0.8	1.0	1.6	-0.4	-5.2	-11.8
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	45.1%	38.9%	40.2%	11.8%	10.9%	11.0%

Uwagi: Powyższa tabela przedstawia dane za 2022/23 i 2023/24 jako opublikowane przez Spółkę, dane za 2024/25 bez uwzględnienia OOO Mercor-Proof, oraz dane z działalności kontynuowanej od 2025/26.

Źródło: Pekao Equity Research.



Podsumowanie kluczowych danych finansowych

mln PLN	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	2029/30e	2030/31e
EPS, GAAP	2.68	3.17	1.16	14.45	1.33	0.61	0.69	0.79	0.86
Revenue	628	587	477	145	151	160	170	179	187
Gross Margin %	24.9%	26.1%	24.2%	20.5%	21.0%	21.8%	22.3%	22.8%	23.1%
EBIT	69	57	26	246	18	5	7	9	10
EBITDA	88	76	44	251	23	10	12	13	14
Net Income, GAAP	42	49	18	221	20	9	11	12	13
Net Debt	67	74	69	-107	-119	-114	-115	-116	-118
BPS	13.73	14.48	13.56	13.01	14.05	13.99	14.38	14.82	15.29
DPS	0.63	1.51	0.77	15.00	0.29	0.67	0.30	0.34	0.39
Return on Equity %	20.9%	22.5%	8.2%	108.7%	9.8%	4.3%	4.9%	5.4%	5.7%
Return on Assets %	9.5%	11.5%	4.4%	68.0%	7.8%	3.5%	3.9%	4.3%	4.5%
Depreciation	13	14	12	3	3	3	3	3	3
Amortization	6	5	5	1	1	1	1	1	1
Free Cash Flow	53	29	39	1	2	3	4	5	6
CAPEX	11	20	12	4	4	4	4	4	5

Uwagi: Powyższa tabela przedstawia dane za 2022/23 i 2023/24 jako opublikowane przez Spółkę, dane za 2024/25 bez uwzględnienia OOO Mercor-Proof, oraz dane z działalności kontynuowanej od 2025/26.

Źródło: Pekao Equity Research.



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 10 STYCZNIA 2025 R. O GODZINIE 07:30 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 10 STYCZNIA 2025 R. O GODZINIE 07:50 CET.
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

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 czynników ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

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

UJAWNIA 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 datą 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
Damian Szparaga	Ekspert, Analityk	Mercor	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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 zawrze 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 zamieszczone 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 osiągnęte 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 trzyzłomowego 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 następujących dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następujących dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następujących 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) wyliczany 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