

## Mercor

Sprzedaj || Cena docelowa PLN 24.50/akcja

# 3Q'2024/25 EBITDA w wysokości 6,7 mln PLN, pochmurny obraz po transakcji

**Damian Szparaga, CFA**  
+48 601 408 342  
damian.szparaga@pekao.com.pl

Spółka opublikowała swoje wyniki finansowe za 3Q'2024/25:

- Przychody ze sprzedaży wyniosły 131,4 mln PLN (-2% r/r, +5% kw/kw).
- Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 29,6 mln PLN (-23% r/r, -1% kw/kw).
- Wynik EBITDA wyniósł 6,7 mln PLN (-64% r/r, -41% kw/kw).
- Wynik operacyjny wyniósł 2,1 mln PLN (-85% r/r, -70% kw/kw).
- Wynik netto wyniósł 2,6 mln PLN (-80% r/r, -52% kw/kw).
- Przepływy z działalności operacyjnej w 3Q'2024/25 były ujemne i wyniosły -6,5 mln PLN.
- Dług netto spółki na koniec 3Q'2024/25 wyniósł 74,1 mln PLN (w porównaniu z 66,5 mln PLN na koniec 2Q'2024/25).

Ponadto, **Spółka opublikowała dane dotyczące działalności będącej przedmiotem transakcji z Kingspan Group. Kluczowe dane za 1-3Q'2024/25 obejmują:**

- Przychody ze sprzedaży na poziomie 269,0 mln PLN (-8% r/r).
- Zysk brutto ze sprzedaży na poziomie 76,6 mln PLN (-8% r/r).
- Wynik operacyjny na poziomie 27,5 mln PLN (-22% r/r)
- Wynik netto na poziomie 20,1 mln PLN (-31% r/r).

W oparciu o powyższe oraz raportowane dane, **implikowane liczby działalności pozostającej w spółce za 1-3Q'2024/25 przedstawiają się następująco:**

- Przychody ze sprzedaży na poziomie 112,7 mln PLN (-5% r/r).
- Zysk brutto ze sprzedaży na poziomie 16,5 mln PLN (-27% r/r).
- Wynik operacyjny na poziomie -9,4 mln PLN.

### Opinia: Negatywna

**Zestaw danych przedstawiony w raporcie za 3Q'2024/25 jest dla nas negatywny.** Same wyniki za 3Q'2024/25 są mieszane, lecz mają negatywny wydźwięk. Z jednej strony przychody i zysk brutto były niższe w ujęciu rok do roku, ale wyższe od naszych oczekiwań. EBITDA i zysk operacyjny Spółki spadły odpowiednio o 64% r/r i 85% r/r, podczas gdy zysk netto był niższy o 80% r/r. Przypuszczamy, że tak znaczny spadek był związany z dodatkowymi kosztami doradztwa poniesionymi w ostatnim kwartale. Przepływy z działalności operacyjnej Spółki były poniżej oczekiwań i wyraźnie słabsze niż rok temu. W rezultacie wzrósł dług netto Spółki. Podsumowując, wyniki Spółki za 3Q'2024/25 oceniamy negatywnie.

Komentując niedawno ogłoszoną transakcję sprzedaży znacznej części jej działalności do Kingspan Group PLC, **podkreślaliśmy znaczenie obrazu po transakcji.** Okazuje się, że transakcja dotyczy około 70% przychodów Spółki w I-III kw. 2024/25 r. **Wydaje się również, że nasze obawy były uzasadnione i działalność będąca przedmiotem transakcji jest znacznie bardziej dochodowa niż pozostała działalność Spółki.** Implikowana marża zysku brutto pozostałej działalności wyniosła 14,7% w I-III kw. 2024/25 r. (w porównaniu z raporowaną 24,4%). Ponadto implikowany wynik operacyjny w I-III kw. 2024/25 r. był ujemny.

Uczciwie patrząc, I-III kw. 2024/25 r. zawiera jednorazowy koszt związany z kosztami doradztwa, ale zakładamy, że mogła to być kwota na poziomie średnich lub wysokich jednocyfrowych kilku mln PLN. Tak więc nawet bez uwzględnienia tego kosztu pozostała działalność Spółki miałaby trudności z osiągnięciem progu rentowności.

**Nie zmieniamy naszego poglądu i nadal uważamy, że obecna cena akcji jest przewartościowana.** Jednakże Spółka zamierza zapłacić dywidendę w wysokości 13-15 zł/akcję i przeprowadzić skup akcji. Ponadto Spółka zaoferowała 26,91 zł/akcję tym akcjonariuszom, którzy zażądają odkupienia akcji. Czynniki te mogą być korzystne w krótkim okresie. **Dla tych, którzy nie są przekonani co do obecnej wartości rynkowej akcji, najlepszym rozwiązaniem byłoby zażądanie odkupienia akcji za 26,91 zł/akcję, ale ta opcja jest obecnie dostępna tylko dla akcjonariuszy nieobecnych na NWZA do 6 marca 2025 r.**

### Mercor: wyniki za 3Q'2024/25 \*

mln PLN	3Q'23/24	4Q'23/24	1Q'24/25	2Q'24/25	3Q'24/25	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	2022/23	2023/24	2024/25e
<b>Przychody</b>	<b>133.8</b>	<b>177.7</b>	<b>125.0</b>	<b>125.3</b>	<b>131.4</b>	<b>-2%</b>	<b>5%</b>	<b>116.9</b>	<b>12%</b>	<b>628.4</b>	<b>587.4</b>	<b>477.4</b>
Koszt własny sprzedaży	-95.4	-130.5	-91.5	-95.4	-101.7	7%	7%	-90.0	13%	-472.2	-434.3	-361.8
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>38.4</b>	<b>47.2</b>	<b>33.5</b>	<b>30.0</b>	<b>29.6</b>	<b>-23%</b>	<b>-1%</b>	<b>26.9</b>	<b>10%</b>	<b>156.2</b>	<b>153.1</b>	<b>115.7</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-24.4	-29.7	-23.7	-22.7	-27.6	13%	21%	-22.0	26%	-88.6	-94.8	-88.7
<b>EBITDA</b>	<b>18.6</b>	<b>21.0</b>	<b>13.9</b>	<b>11.4</b>	<b>6.7</b>	<b>-64%</b>	<b>-41%</b>	<b>9.3</b>	<b>-28%</b>	<b>87.6</b>	<b>76.3</b>	<b>43.8</b>
EBIT	13.7	15.8	9.1	6.9	2.1	-85%	-70%	4.9	-58%	68.8	57.1	25.9
Zysk brutto	16.4	11.7	8.3	6.7	3.1	-81%	-53%	4.3	-26%	60.4	59.4	23.5
<b>Zysk netto</b>	<b>13.1</b>	<b>6.2</b>	<b>6.1</b>	<b>5.4</b>	<b>2.6</b>	<b>-80%</b>	<b>-52%</b>	<b>3.1</b>	<b>-17%</b>	<b>41.7</b>	<b>49.3</b>	<b>17.8</b>
Marża ZBzS	28.7%	26.6%	26.8%	23.9%	22.6%			23.0%		24.9%	26.1%	24.2%
Marża EBITDA	13.9%	11.8%	11.2%	9.1%	5.1%			7.9%		13.9%	13.0%	9.2%
Marża EBIT	10.3%	8.9%	7.3%	5.5%	1.6%			4.2%		10.9%	9.7%	5.4%
Marża netto	9.8%	3.5%	4.9%	4.3%	2.0%			2.7%		6.6%	8.4%	3.7%
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>9.6</b>	<b>8.9</b>	<b>22.3</b>	<b>10.9</b>	<b>-6.5</b>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<b>9.3</b>	<i>n/a</i>	<b>64.0</b>	<b>49.0</b>	<b>50.7</b>
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1.1	-12.9	-4.0	-3.1	-3.4	212%	10%	-2.8	23%	-12.0	-19.1	-12.6
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-12.5	-10.4	-15.2	-7.7	8.7	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	-13.3	<i>n/a</i>	-42.8	-43.5	-37.5
<b>Dług netto</b>	<b>76.0</b>	<b>73.8</b>	<b>58.6</b>	<b>66.5</b>	<b>74.1</b>	<b>-2%</b>	<b>12%</b>	<b>73.3</b>	<b>1%</b>	<b>67.1</b>	<b>73.8</b>	<b>69.0</b>
Dług netto/EBITDA (ostatnie 12 miesięcy)	1.02	0.97	0.81	1.02	1.40			1.38		0.77	0.97	1.58
Zamówienia	140.7	116.4	148.6	150.2	135.4	-4%	-10%	130.5	4%	605.3	570.9	557.0
Wskaźnik zamówień do przychodów	1.05	0.65	1.19	1.20	1.03	-2%	-14%	1.12	-8%	0.96	0.97	1.17

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, 3Q'2024/25 i 3Q'2023/24 są przekształcone, dane za 4Q'2023/24 nie są przekształcone.

Przepływy pieniężne: Zaprezentowane dane bazują na przekształconych danych za I połowę 2023/24 i 2024/25, przekształconych danych za 1-3Q'2023/24 oraz 1-3Q'2024/25, a także na pozostałych danych historycznych, które nie zostały przekształcone (a zostały opublikowane we wcześniejszych raportach).

Dług netto na II kwartał 2024/25, III 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: Spółka, Pekao Equity Research

### Mercor: Wyniki za 1-3Q'2024/25 po wydzieleniu biznesu będącego przedmiotem transakcji z Kingspan Group

mln PLN	Działalność będąca przedmiotem transakcji			Opublikowane wyniki			Implikowane wyniki pozostałej działalności		
	1-3Q'2024/25	1-3Q'2023/24	y/y	1-3Q'2024/25	1-3Q'2023/24	y/y	1-3Q'2024/25	1-3Q'2023/24	y/y
<b>Przychody</b>	<b>269.0</b>	<b>291.1</b>	<b>-7.6%</b>	<b>381.7</b>	<b>409.7</b>	<b>-6.8%</b>	<b>112.7</b>	<b>118.5</b>	<b>-5.0%</b>
Koszt własny sprzedaży	-192.4	-207.8	-7.4%	-288.6	-303.8	-5.0%	-96.149	-96.004	0.2%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>76.6</b>	<b>83.3</b>	<b>-8.1%</b>	<b>93.1</b>	<b>105.9</b>	<b>-12.1%</b>	<b>16.505</b>	<b>22.541</b>	<b>-26.8%</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-48.9	-46.9	4.2%	-74.0	65.1	-213.7%	-25.161	112.003	-122.5%
<b>EBIT</b>	<b>27.5</b>	<b>35.3</b>	<b>-22.2%</b>	<b>18.1</b>	<b>41.3</b>	<b>-56.1%</b>	<b>-9.357</b>	<b>5.919</b>	<b>-258.1%</b>
Zysk brutto	25.1	36.1	-30.4%	18.1	47.7	-62.0%			
Zysk netto	20.1	28.9	-30.5%	14.5	43.7	-66.8%			
Marża ZBzS	28.5%	28.6%		24.4%	25.8%		14.7%	19.0%	
Marża EBIT	10.2%	12.1%		4.7%	10.1%		-8.3%	5.0%	

Source: Spółka, Pekao Equity Research

## SECTOR ANALYSTS

**Director & Chief Analyst**  
**Mining, Construction & Real Estate**  
Tomasz Duda  
[tomasz.duda2@pekao.com.pl](mailto:tomasz.duda2@pekao.com.pl)

**Deputy Head of Research**  
**IT, Video Games**  
Emil Popławski  
+48 601 079 478  
[emil.poplawski@pekao.com.pl](mailto:emil.poplawski@pekao.com.pl)

**Banking & Financials (Poland)**  
Michał Fidelus  
+48 517 160 749  
[michal.fidelus@pekao.com.pl](mailto:michal.fidelus@pekao.com.pl)

**Banking & Financials (CEE)**  
Adam Motala  
[adam.motala@pekao.com.pl](mailto:adam.motala@pekao.com.pl)

**Chemicals, Oil & Gas**  
Krzysztof Kozieł, CFA  
+48 664 420 126  
[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

**Consumer**  
Dariusz Dziubiński  
+48 502 851 475  
[dariusz.dziubinski@pekao.com.pl](mailto:dariusz.dziubinski@pekao.com.pl)

**Telecommunication, E-commerce**  
Konrad Musiał  
+48 603 059 375  
[konrad.musial@pekao.com.pl](mailto:konrad.musial@pekao.com.pl)

**Real Estate**  
Michał Hanc  
[Michal.hanc@pekao.com.pl](mailto:Michal.hanc@pekao.com.pl)

**Foreign Markets**  
Patryk Olszanowski, CFA  
[patryk.olszanowski@pekao.com.pl](mailto:patryk.olszanowski@pekao.com.pl)

Damian Szparaga, CFA  
[damian.szparaga@pekao.com.pl](mailto:damian.szparaga@pekao.com.pl)

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

## INVESTMENT ANALYSIS OFFICE

**Market Projections**  
Piotr Kaźmierkiewicz  
[piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl)

**Technical Analyst**  
Bartosz Kulesza  
[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

## CONTACT AND PUBLICATION ADDRESS

**Pekao Brokerage Office**  
ul. Żubra 1  
01-066 Warsaw  
Poland  
[bm@pekao.com.pl](mailto:bm@pekao.com.pl)

**Sales**  
Poland  
+48 22 586 23 99

**Sales Trading**  
Poland  
+48 22 586 28 83

**Internet**  
[www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

## DISCLAIMER

Pekao Brokerage Office (BM) is an organizationally separated unit of Bank Polska Kasa Opieki S.A., based in Warsaw, ul. Żubra 1, 01-066 Warsaw, Poland. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna with its seat in Warsaw, at ul. Żubra 1, 01-066 Warsaw, Poland, entered in the register of entrepreneurs in the District Court for the Capital City of Warsaw in Warsaw, XIII Commercial Division of the National Court Register, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, share capital (entirely paid) in the amount of PLN: 262 470 034.

BM is supervised by Polish Financial Supervision Authority, ul. Piękna 20, 00-549 Warsaw, Poland and is subject to regulations issued by the Financial Supervision Authority as well as by certain other regulators in the European Union.

The investment analysis is addressed to clients who have entered into an investment research agreement with BM, it is not a general investment advice, nor an investment recommendation provided as part of the investment advisory service, nor a part of portfolio management service. The analysis is given without taking into consideration the needs and circumstances of the Client, in particular when preparing the analyses BM does not examine the Client's investment objectives, level of risk tolerance, time horizon as well as the financial situation of the Clients nor does it assess the suitability of the service.

The investment analysis is based on information obtained from, or are based upon public information sources that we consider to be reliable but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All estimates, projections, forecasts and opinions included in the report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice. While preparing the investment analysis, the company's compliance with the "Best Practices of WSE Listed Companies 2021" was taken into account, based on the GPW IT tool "Best Practices Scanner" - [Microsoft Power BI](#)

This investment analysis is for information purposes only and does not constitute an offer to buy, sell or subscribe to any financial instrument on any financial market. It is also not an advertisement.

BM is not responsible for the consequences of investment decisions made on the basis of the investment analysis. The investment analysis does not give any guarantee that a given strategy or price projection is appropriate for a specific Client, and when using it one should not resign from conducting an independent assessment and taking into account risk factors other than those presented. The securities discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial instrument or security under discussion are not explained in their entirety. The use of BM services involves investment risk, described in detail on the website [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)