

Mercor

Pochmurny widok po sprzedaży części biznesu

Wydajemy rekomendację Sprzedaj dla spółki Mercor z 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 24,30 PLN za akcję. Warto podkreślić, że cena docelowa uwzględnia prawo do otrzymania dywidendy we wrześniu/październiku 2025 r. W międzyczasie Spółka opublikowała dane za 1-3Q'2024/25 dotyczące działalności objętej transakcją z Kingspan Group. Uważamy, że cena rynkowa akcji spółki jest przewartościowana, zaś swoją opinię opieramy na:

- Wydaje się, że nasze obawy były uzasadnione i działalność będąca przedmiotem transakcji jest znacznie bardziej dochodowa niż działalność pozostająca w Spółce. Na podstawie danych za 1-3Q'2024/25, działalność będąca przedmiotem transakcji miała odpowiednio 70% i 82% udział odpowiednio w całkowitych przychodach i zysku brutto ze sprzedaży (ZBzS) Spółki. Implikowana marża ZBzS pozostałej działalności wyniosła 14,7% w 1-3Q'2024/25 r. (w porównaniu z 24,4% całości). Ponadto implikowany EBIT w 1-3Q'2024/25 był ujemny. Warto zauważyć, że ze względu na odwrotny efekt ekonomii skali, stosunek kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu Spółki do jej przychodów powinien wzrosnąć. Naszym zdaniem, biznes pozostający w Spółce może mieć trudności z osiągnięciem punktu rentowności na poziomie operacyjnym, chyba że sytuacja w branży ulegnie znaczącej poprawie.
- Obecna sytuacja w branży budownictwa kubaturowego jest słaba i nie widzimy wyraźnych sygnałów odbicia. Jesteśmy świadkami erozji marż, a zwiększona konkurencja powinna wywierać dodatkową presję na rentowność. Nawiasem mówiąc, podejrzewamy, że słabe krótkoterminowe perspektywy w sektorze mogą potencjalnie narazić na ryzyko płatność odroczonego wynagrodzenia za transakcję.

Kluczowe dane finansowe

mIn PLN	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Przychody	628	587	506	154	163	173
EBITDA	88	76	42	279	24	11
Skoryg. EBITDA	88	76	42	7	9	11
EBIT	69	57	24	268	14	1
Skoryg. EBIT	69	57	24	-4	-1	1
Zysk netto	42	49	18	243	16	6
EPS	2.68	3.17	1.14	15.98	1.08	0.39
DPS	0.63	1.51	0.77	13.00	0.32	0.27
DY	2.6%	6.0%	3.0%	50.0%	1.2%	1.0%
C/Z	9.5	8.1	22.7	neg.	53.5	34.2
EV/EBITDA	5.3	6.2	11.3	9.2	5.9	4.9
Dług netto	67	74	75	-138	-148	-147
Dług netto/EBITDA	0.8	1.0	1.8	-20.6	-17.2	-13.9

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 za działalność kontynuowanej od 2025/26.

Mnożniki bazują na skorygowanych danych (od 2025/26e także o dywidendę).

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

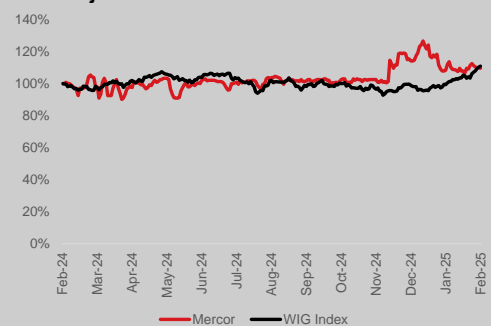
Sprzedaj (podtrzymana)

Cena docelowa 24,30 PLN

Potencjał wzrostu -6,5%
Cena 26 lutego 2025 26,00 PLN

Rating ESG C
Ocena końcowa ESG 0.87

Kurs akcji Mercor vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 4Q'2024/25 15 lipca 2025 r.

INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg MCRP.WA/MCR:PW
 Free float (%) 41,9
 Kapitalizacja (mln PLN) 398
 Licza akcji (mln) 15,3

Akcjonariat PERMAG sp. z o.o. 26,35%
 Bangtino Limited 21,20%
 Nationale Nederlanden PTE 9,34%

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



Spis treści

OSTATNIE WYDARZENIA	3
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	7
CZYNNIKI RYZYKA	12
WYCENA	13
ZASTRZEŻENIA PRAWNE	19



Ostatnie wydarzenia

Zmiany w działalności i ostatnie wydarzenia w Spółce

Uzasadnienie spółki stojące za transakcją z Kingspan Group

W dniu 17 stycznia 2025 r. Spółka zorganizowała telekonferencję z inwestorami, podczas której omówiła wyniki za 1H'2024/25, skomentowała rynek budownictwa kubaturowego oraz przedstawiła przesłanki stojące za transakcją z Grupą Kingspan, a także perspektywy Spółki. Kluczowe komunikaty obejmują:

- Decyzja o ewentualnej sprzedaży przedsiębiorstwa była rozważana od około 3 lat. Spółka jest przekonana, że transakcja jest właściwa i uczciwa zarówno dla akcjonariuszy, jak i pracowników.
- Transakcja powinna zostać zamknięta w lipcu lub sierpniu. Na wrześnieowym WZA może zostać uchwalona dywidenda zaliczkowa. Według prezesa, wypłata dodatkowego wynagrodzenia (earn-out) jest możliwa.
- Rynek budownictwa kubaturowego w Polsce jest obecnie trudny, nie należy spodziewać się poprawy sytuacji w branży w krótkim terminie. Perspektywy za granicą również są trudne. Biorąc pod uwagę trudne otoczenie rynkowe, trudno było oczekiwać wzrostu biznesu. Po transakcji Spółce powinno być łatwiej rosnąć biorąc pod uwagę, że pozostała działalność jest mniej dojrzała.
- Po transakcji Spółka będzie prowadzić działalność w zakresie zabezpieczeń ochronnych konstrukcji i oddzieleni przeciwpożarowych. Spółka zamierza skupić się na aktywnym gaszeniu z użyciem mgły wodnej, a także na automatyce i elektronice w systemach przeciwpożarowych.
- Rentowność pozostałej działalności jest niższa o kilka punktów procentowych w porównaniu do działalności będącej przedmiotem transakcji ze względu na fakt, że pozostała działalność jest mniej dojrzała. Z drugiej strony, Spółka widzi tu perspektywy rozwoju.
- Obciążenie kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu powinno być wyższe
- Spółka spodziewa się niewielkiego przejścia, które uzupełni jej ofertę produktową.

Ogólnie rzecz biorąc, komunikat Spółki z konferencji był zgodny z naszymi założeniami, ponieważ spodziewaliśmy się niższej rentowności pozostałej działalności w porównaniu do działalności będącej przedmiotem transakcji.

Ujawnienie wyników za rok obrotowy 2023/24 w podziale na działalność kontynuowaną i sprzedawaną

Na tydzień przed Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniem (NWZ) Spółka opublikowała prezentację zawierającą kluczowe informacje dotyczące transakcji z Grupą Kingspan oraz późniejszego obrazu Spółki. W związku z tym kluczowe nowe informacje obejmują:

- Dane dotyczące rachunku zysków i strat z działalności kontynuowanej w roku obrotowym 2023/24 (bez pełnej konsolidacji OOO Mercor Proof):
 - Przychody na poziomie 160.0 mln PLN.
 - Zysk brutto ze sprzedaży na poziomie 33.6 mln PLN.
 - Marża ZBzS na poziomie 21.03%.
 - EBIT bez kosztów ogólnego zarządu na poziomie 17.9 mln PLN.



- Spółka przewiduje, że wpływy netto z transakcji (po redukcji zadłużenia, poniesieniu kosztów wynagrodzeń doradców, zwrotu dotacji i zapłacie podatku od transakcji) wyniosą pomiędzy 250 a 300 mln PLN.
- Spółka określiła przedział dywidendy do wypłaty na poziomie 13-15 PLN na akcję bez uwzględnienia dodatkowego wynagrodzenia (earn-out).
- Spółka będzie prowadzić działalność w 5 zakładach produkcyjnych i zatrudniać około 350 pracowników.

Uchwały NWZA, skup akcji własnych

W dniu 6 lutego 2025 r. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie (NWZ) opowiedziało się za sprzedażą należących do Spółki zakładów oddymiania grawitacyjnego i wentylacji pożarowej wraz z zakładem produkcyjnym w Ciepłowie. Taki wynik był oczekiwany, ponieważ był to jeden z warunków zawieszających koniecznych do spełnienia w związku z transakcją z Grupą Kingspan.

Ponadto Spółka zmieniła swój profil działalności poprzez zaprzestanie prowadzenia biznesu w zakresie (1) oddymiania grawitacyjnego, (2) wentylacji pożarowej oraz (3) zabezpieczeń konstrukcyjnych. Nikt nie głosował przeciw. Nieobecni akcjonariusze mają prawo żądać wykupu akcji za cenę 26,91 PLN/akcja na swój wniosek w terminie miesiąca od ogłoszenia niniejszej uchwały (tj. do 6 marca 2025 roku). Teraz Grupa przyjmie strukturę holdingową.

NWZA uchwaliło plan skupu akcji własnych. Skupem zostanie objętych nie więcej niż 778.463 akcji. Spółka przeznaczyła na ten cel 10 mln PLN. Cena maksymalna została ustalona na 33 PLN za akcję. Biorąc pod uwagę obecną cenę rynkową, spółka mogłaby skupić do 2,5% wszystkich wyemitowanych akcji. Jednakże po odcięciu prawa do dywidendy i jej wypłacie, cena rynkowa akcji powinna być niższa, co umożliwiłoby odkupienie większej liczby akcji. Skup akcji własnych może potrwać do 6 lutego 2030 roku.

Możliwa akwizycja spółki Ela-compil

W pierwszej połowie lutego Spółka podpisała pakiet umów o współpracy z Ela-compil sp. z o.o. Umowy przewidują współpracę m.in. na poziomie badań i rozwoju oraz sprzedaży, a także możliwość zakupu pakietu kontrolnego. Celem współpracy jest wykorzystanie potencjału Ela-compil, czyli lidera sprzedaży zaawansowanych systemów BMS/PSIM/SIUP, a także mcr Tech Lab – dynamicznie rozwijającej się w zakresie Przemysłu 4.0 spółki z Grupy Mercor.

Ela-compil ma siedzibę w Poznaniu. Ostatnie dostępne dane finansowe dotyczą 2023 r., w którym Ela-compil wygenerowała 11,0 mln PLN przychodów (w tym 7,7 mln PLN w kraju), 1,53 mln PLN EBITDA, 1,39 mln PLN EBIT i 1,05 mln PLN zysku netto. Ponadto spółka wygenerowała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wysokości 1,60 mln PLN w 2023 r., a jej sytuacja finansowa była dobra, biorąc pod uwagę środki pieniężne netto w wysokości prawie 3,0 mln PLN na koniec 2023 r.

Kluczowe dane finansowe Ela-compil (mln PLN)

tys. PLN	2022	2023
Przychody	10,187	10,965
EBITDA	972	1,527
EBIT	839	1,394
Zysk netto	645	1,049
<i>marża EBITDA</i>	9.5%	13.9%
<i>marża EBIT</i>	8.2%	12.7%
<i>marża netto</i>	6.3%	9.6%
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	3	1,604
Nakłady inwestycyjne	-43	-67

Źródło: KRS, Pekao Equity Research.



Uważamy to za krok dobrą stroną i sądzimy, że ewentualna transakcja może przynieść zarówno synergie przychodowe, jak i kosztowe, ale ich znaczenie powinno być ograniczone ze względu na dość niewielką skalę działalności celu. Niemniej jednak jest zbyt wcześnie, aby uwzględnić ją w naszych prognozach ze względu na brak aktualnych informacji dotyczących finansów i jakichkolwiek warunków transakcji, więc nasz scenariusz bazowy nie zakłada przejęcia. Podobnie jak nie zakładamy żadnego wpływu gotówki związanego z ewentualnym przejęciem.

Wyniki finansowe za 3Q'2024/25

W dn. 17 lutego 2025 r. 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).

Naszym zdaniem wyniki III kwartału 2024/25 były 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.

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
Przychody	133.8	177.7	125.0	125.3	131.4	-2%	5%	116.9	12%
Koszt własny sprzedaży	-95.4	-130.5	-91.5	-95.4	-101.7	7%	7%	-90.0	13%
Zysk brutto ze sprzedaży	38.4	47.2	33.5	30.0	29.6	-23%	-1%	26.9	10%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-24.4	-29.7	-23.7	-22.7	-27.6	13%	21%	-22.0	26%
EBITDA	18.6	21.0	13.9	11.4	6.7	-64%	-41%	9.3	-28%
EBIT	13.7	15.8	9.1	6.9	2.1	-85%	-70%	4.9	-58%
Zysk brutto	16.4	11.7	8.3	6.7	3.1	-81%	-53%	4.3	-26%
Zysk netto	13.1	6.2	6.1	5.4	2.6	-80%	-52%	3.1	-17%
<i>Marża ZBzS</i>	28.7%	26.6%	26.8%	23.9%	22.6%			23.0%	
<i>Marża EBITDA</i>	13.9%	11.8%	11.2%	9.1%	5.1%			7.9%	
<i>Marża EBIT</i>	10.3%	8.9%	7.3%	5.5%	1.6%			4.2%	
<i>Marża netto</i>	9.8%	3.5%	4.9%	4.3%	2.0%			2.7%	
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	9.6	8.9	22.3	10.9	-6.5	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	9.3	<i>n/a</i>
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1.1	-12.9	-4.0	-3.1	-3.4	212%	10%	-2.8	23%
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>
Dług netto	76.0	73.8	58.6	66.5	74.1	-2%	12%	73.3	1%
Zamówienia	140.7	116.4	148.6	150.2	135.4	-4%	-10%	130.5	4%
Wskaźnik zamówień do przychodów	1.05	0.65	1.19	1.20	1.03	-2%	-14%	1.12	-8%

Uwagi: Ze względu na ograniczony zakres skorygowanych retrospektywnie danych, przedstawione powyżej dane są następujące:

RZIS: 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 przekształcony).

Dane dotyczące zamówień oraz wskaźnika zamówień do przychodów nie są przekształcone.

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.



Ujawnienie danych finansowych działalności będącej przedmiotem transakcji z Grupą Kingspan za pierwsze trzy kwartały 2024/25 i 2023/24

Wraz z publikacją raportu za 3Q'2024/25 Spółka opublikowała dane dotyczące działalności będącej przedmiotem transakcji z Grupą Kingspan. Kluczowe dane dotyczące rachunku zysków i strat 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).
- EBIT na poziomie 27.5 mln PLN (-22% r/r).
- Zysk 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 16.5mn (-27% r/r).
- Strata EBIT na poziomie -9.4 mln PLN (w porównaniu do zysku EBIT w wysokości 5.9 mln PLN rok wcześniej).

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 działalność pozostająca w Spółce. Implikowana marża zysku brutto pozostałej działalności wyniosła 14,7% w I-III kw. 2024/25 r. (w porównaniu z raportowaną 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 w wysokości ponad 5 mln PLN. Nawet jeśli ten jednorazowy koszt został w pełni przypisany do działalności pozostającej w Spółce, miałaby ona trudności z osiągnięciem progu rentowności nawet po skorygowaniu o ten jednorazowy koszt.

Mercor: wyniki za 1-3Q'2024/25 oraz 1-3Q'2023/24 po oddzieleniu działalności będącej przedmiotem transakcji z Grupą Kingspan

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
Przychody	269.0	291.1	-7.6%	381.7	409.7	-6.8%	112.7	118.5	-5.0%
Koszt własny sprzedaży	-192.4	-207.8	-7.4%	-288.6	-303.8	-5.0%	-96.1	-96.0	0.2%
Zysk brutto ze sprzedaży	76.6	83.3	-8.1%	93.1	105.9	-12.1%	16.5	22.5	-26.8%
Koszty sprzedaży	-28.3	-26.2	7.9%	-42.4	-37.7	12.6%	-14.1	-11.4	23.5%
Koszty ogólnego zarządu	-20.6	-20.7	-0.5%	-31.6	-27.5	15.1%	-11.0	-6.8	62.4%
EBIT	27.5	35.3	-22.2%	18.1	41.3	-56.1%	-9.4	5.9	-258.1%
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%			
<i>Marża ZBzS</i>	<i>28.5%</i>	<i>28.6%</i>		<i>24.4%</i>	<i>25.8%</i>		<i>14.7%</i>	<i>19.0%</i>	
<i>Marża EBIT</i>	<i>10.2%</i>	<i>12.1%</i>		<i>4.7%</i>	<i>10.1%</i>		<i>-8.3%</i>	<i>5.0%</i>	

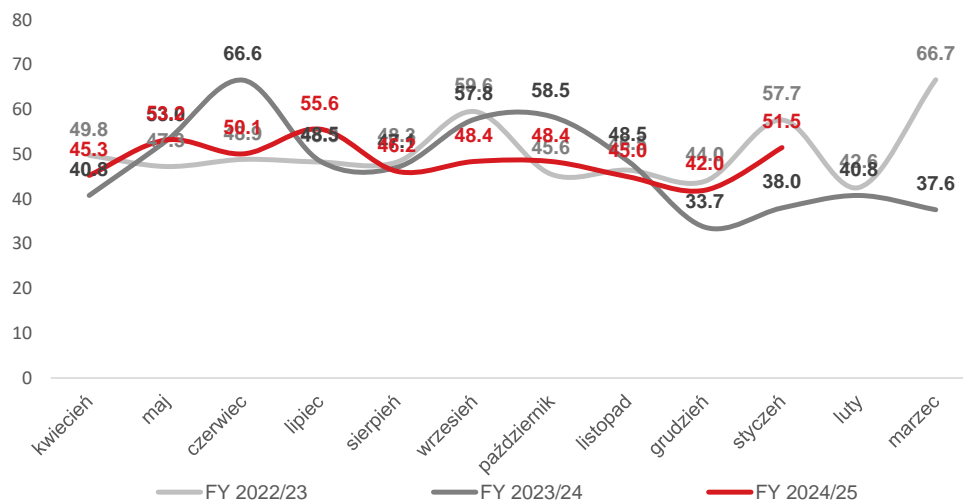
Source: Mercor, Pekao Equity Research.

Zamówienia

W ostatnich kwartałach mogliśmy zaobserwować spadek zamówień w Spółce. Jednakże w styczniu poziom zamówień odbił do 52 mln PLN (+36% r/r), lecz tak wysoka dynamika jest częściowo rezultatem bardzo niskiego poziomu zamówień przed rokiem. Między kwietniem 2024 r. a styczniem 2025 r. Spółka pozyskała 486 mln PLN nowych zamówień (-1,4% r/r).



Wartość zamówień na produkty Mercor (mln PLN)



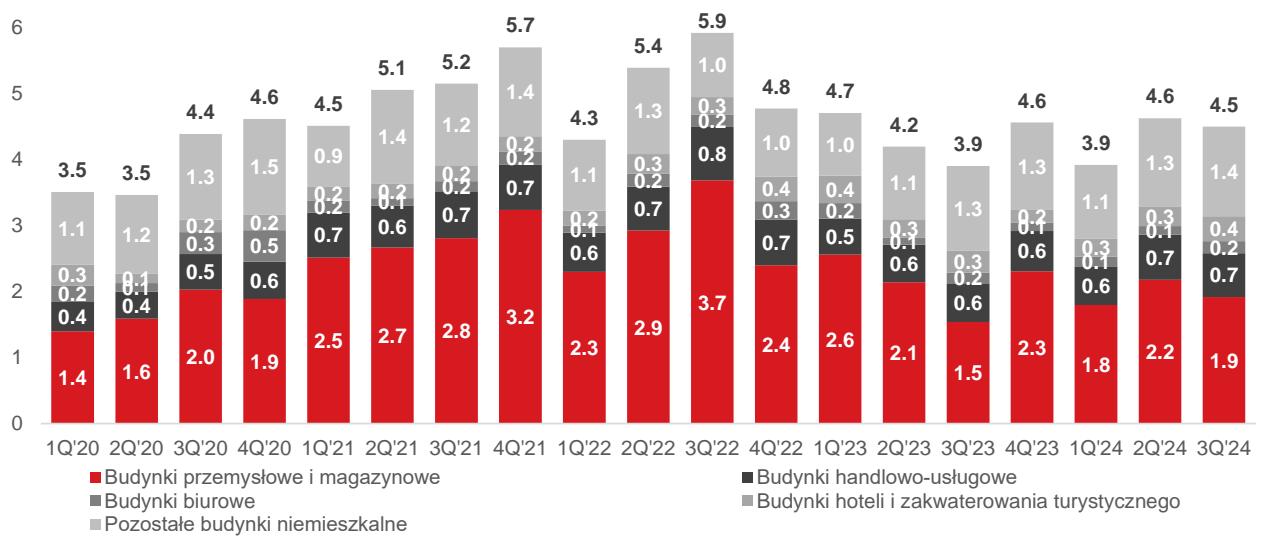
Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

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.

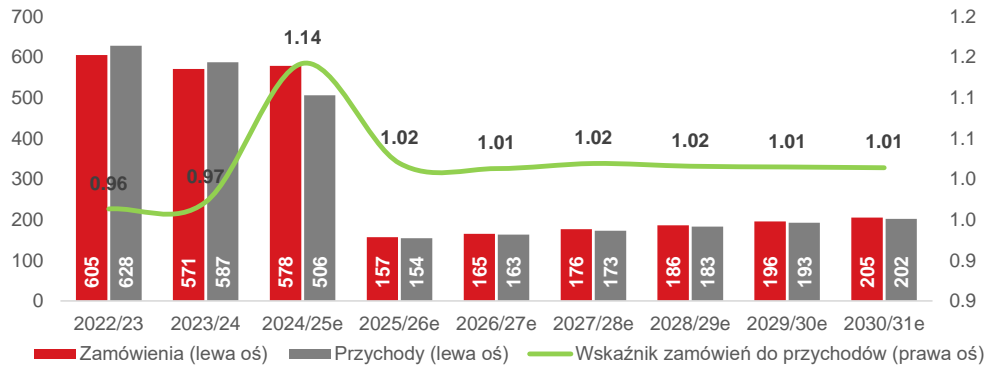
W krótkim okresie nie widzimy wyraźnych oznak poprawy koniunktury w branży. W Polsce spodziewalibyśmy się raczej nowego normalnego poziomu pozwoleń na budowę obiektów przemysłowych i magazynowych na poziomie około 8 mln m² rocznie w średnim okresie, biorąc pod uwagę wyższy poziom wskaźnika pustostanów zbliżający się do około 8%. Ponadto dane dotyczące produkcji budowlano-montażowej w budownictwie są słabe. Według GUS produkcja budowlano-montażowa w 2024 r. spadła o 7,7% r/r, jednak budowa budynków była niższa o 7,3% r/r. Słabość była zwłaszcza widoczna od sierpnia 2024 r. Dane za styczeń tego roku były nieznacznie lepsze, produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 4,3% r/r, podczas gdy budowa budynków wzrosła o 7,1% 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 wzrost wartości zamówień do 578 mln PLN (+1,3% r/r) (włącznie z rosyjskim OOO Mercor-Proof). Zgodnie z naszymi szacunkami, Spółka powinna wygenerować 506 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.



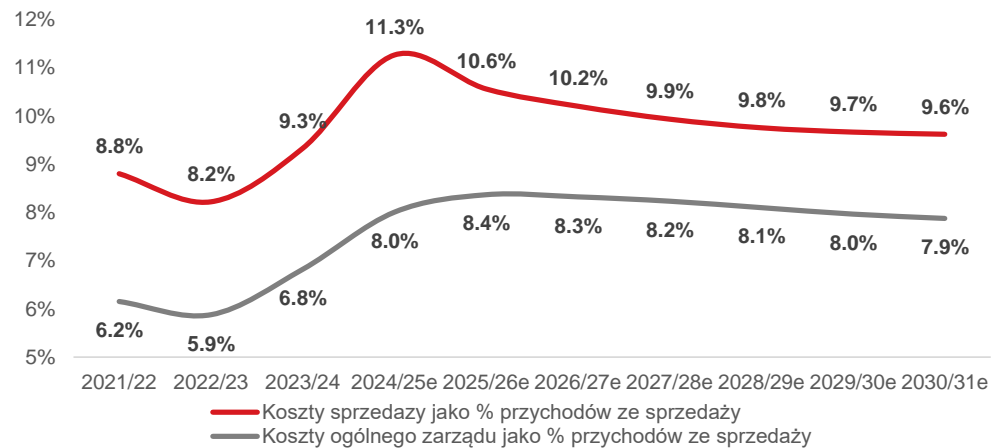
Prognoza zamówień i przychodów Mercor (mln PLN)



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 wyraźnie 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.

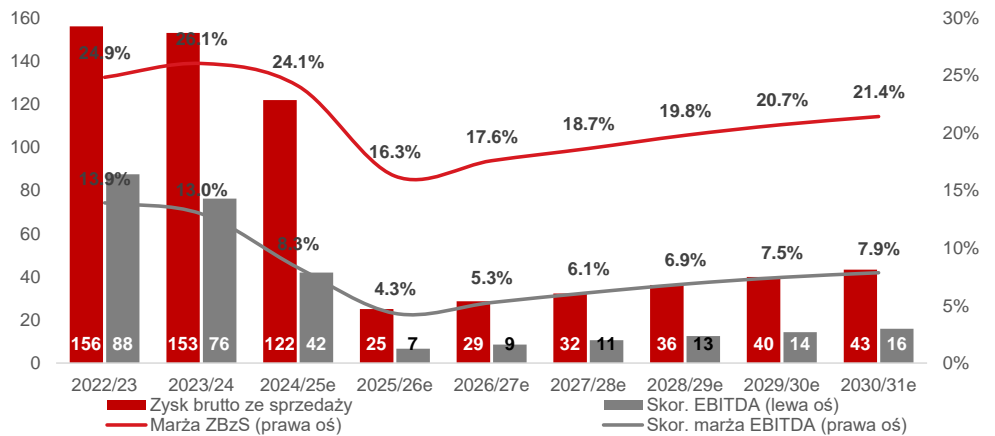
Koszty operacyjne grupy Mercor jako % przychodów



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.

Transakcja z Kingspan Group powinna zostać zamknięta w trzecim kwartale 2025 r. Zakładalibyśmy wypłatę dywidendy w kwocie 13 PLN/akcja we wrześniu/październiku 2025 r., a następnie rozpoczęcie skupu akcji. 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. 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	578	157	165	176
Wskaźnik zamówień do przychodów	0.96	0.97	1.14	1.02	1.01	1.02
Przychody	628	587	506	154	163	173
zmiana r/r	26.7%	-6.5%	-13.8%	-69.5%	5.8%	6.1%
Koszt własny sprzedaży	-472	-434	-384	-129	-134	-141
Zysk brutto ze sprzedaży	156	153	122	25	29	32
Koszty sprzedaży	-52	-55	-57	-16	-17	-17
Koszty ogólnego zarządu	-37	-40	-41	-13	-14	-14
EBIT	69	57	24	268	14	1
Skoryg. EBIT	69	57	24	-4	-1	1
Amortyzacja	-19	-19	-18	-11	-10	-10
EBITDA	88	76	42	279	24	11
Skoryg. EBITDA	88	76	42	7	9	11
Zysk przed opodatkowaniem	60	59	23	270	20	7
Zysk netto	42	49	18	243	16	6
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	64	49	31	-22	19	7
Nakłady inwestycyjne	-11	-20	-13	-5	-5	-5
Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa	53	29	18	1	2	3
Wolne przepływy (FCFF) na akcję (PLN)	3.41	1.85	1.15	0.04	0.17	0.22
Dług netto	67	74	75	-138	-148	-147
Kapitał obrotowy	112	120	109	31	32	34
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	1.7%	3.4%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	17.8%	20.4%	21.6%	20.1%	19.7%	19.7%

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 24,30 PLN/akcja, co stanowi 6,5% potencjał spadkowy. Warto podkreślić, że cena docelowa uwzględnia prawo do otrzymania dywidendy we wrześniu/październiku 2025 r. 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	24,30	100%
12M wycena mnożnikowa	16,00	0%
12M cena docelowa	24,30	
Cena bieżąca	26,00	
Potencjał (%)	-6,5%	

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		22,7	neg,	53,5	11,3	9,2	5,9
Potencjał		6%	n/a	218%	-18%	-30%	-52%
Implikowana cena (PLN/akcja)		24,54	n/a	8,18	32,86	14,76	16,84

Uwagi: Mnożniki i wycena porównawcza bazują na skorygowanym wyniku EBITDA i skorygowanym zysku netto Spółki (od 2025/26e także o dywidendę).

Źródło: Pekao Equity Research.

Rating ESG

Mercor	E	S	G
Inżynieria i budownictwo			
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 5,0% 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 317 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 9 mln PLN.
- Dodaliśmy również wartość aktywów nieoperacyjnych w wysokości 19 mln PLN, w tym 14 mln PLN udziału Spółki w spółce OOO Mercor-Proof i innych podmiotów konsolidowanych 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	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
Waga kapitału własnego	82%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	10.8%	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	154.1	163.1	173.0	183.2	192.8	202.3	207.4
EBIT	-4.1	-1.5	0.9	3.6	6.0	8.0	10.4
Podatek na EBIT	0.0	0.0	-0.2	-0.7	-1.1	-1.5	-2.0
NOPAT	-4.1	-1.5	0.7	2.9	4.9	6.5	8.4
Amortyzacja	10.8	10.1	9.7	9.0	8.4	7.9	8.1
CAPEX	-4.6	-4.9	-5.2	-5.5	-5.8	-6.1	-10.4
Zmiana w kapitale obrotowym netto	-1.5	-1.2	-1.9	-2.1	-1.9	-1.9	-1.0
FCFF	0.6	2.5	3.4	4.3	5.5	6.4	5.1
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>							2.5%
Wartość rezydualna							78.8
Współczynnik dyskontujący	0.89	0.80	0.72	0.64	0.57	0.51	0.51
Zdyskontowane przepływy pieniężne	0.5	2.0	2.4	2.8	3.2	3.3	40.3
EV	54.5						
Udziały mniejszości	2.9						
Dług netto	75.1						
Aktywa nieoperacyjne	19.5						
Pozostałe korekty	336.6						
Wartość kapitału własnego	332.5						
Liczba akcji (mln)	15.3						
12M cena docelowa (PLN)	24.30						
Cena akcji w dniu 26 lutego 2025 r. (PLN)	26.00						
<i>Potencjał</i>	-6.5%						

Wzrost przychodów	-70%	6%	6%	6%	5%	5%	2.5%
Marża EBIT	-2.7%	-0.9%	0.5%	2.0%	3.1%	3.9%	5.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.8%	0.0%	0.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
Capex/Amortyzacja	42.9%	48.5%	53.4%	61.0%	68.9%	76.6%	

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%	26.52	26.49	26.46	26.42	26.38	26.32	26.24
-1.0%	25.44	25.37	25.29	25.19	25.07	24.93	24.75
0.0%	24.61	24.52	24.42	24.30	24.16	24.00	23.81
1.0%	23.94	23.84	23.74	23.62	23.48	23.32	23.13
2.0%	23.38	23.29	23.18	23.07	22.94	22.79	22.62

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%	24.06	24.41	24.77	25.12	25.46	25.81	26.15
9.0%	23.74	24.07	24.39	24.71	25.03	25.34	25.65
8.0%	23.42	23.72	24.01	24.30	24.59	24.87	25.15
7.0%	23.10	23.36	23.62	23.88	24.13	24.38	24.63
6.0%	22.78	23.00	23.22	23.45	23.67	23.89	24.11

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	506	154	163	173
Zysk brutto ze sprzedaży	156	153	122	25	29	32
Koszty ogólnego zarządu	-89	-95	-98	-29	-30	-31
EBITDA	88	76	42	279	24	11
Skoryg. EBITDA	88	76	42	7	9	11
EBIT	69	57	24	268	14	1
Skoryg. EBIT	69	57	24	-4	-1	1
Przychody/koszty finansowe	-6	3	-5	-2	3	3
Zysk przed opodatkowaniem	60	59	23	270	20	7
Podatek dochodowy	-13	-7	-4	-27	-3	-1
Zysk netto	42	49	18	243	16	6
EPS (PLN)	2.68	3.17	1.14	15.98	1.08	0.39
Bilans (mln EUR)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Aktywa obrotowe	252	210	306	230	240	243
Środki pieniężne i ekwiwalenty	29	14	15	173	183	182
Pozostałe aktywa obrotowe	223	196	291	57	57	60
Aktywa trwałe	195	200	104	97	96	95
Rzeczowe aktywa trwałe	79	74	41	36	32	28
Pozostałe aktywa trwałe	116	126	63	61	64	67
Aktywa	448	410	410	327	337	338
Kapitał własny	214	225	218	261	271	270
Udziały niekontrolujące	12	3	3	3	3	3
Zobowiązania długoterminowe	86	75	96	37	36	36
Zadłużenie finansowe długoterminowe	82	71	90	35	35	35
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	4	4	6	2	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	136	107	93	27	27	28
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	14	17	0	0	0	0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	121	90	93	27	27	28
Pasywa	448	410	410	327	337	338
Dług netto	67	74	75	-138	-148	-147
Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2022/23	2023/24	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e
Zysk netto	42	49	18	243	16	6
Amortyzacja	19	19	18	11	10	10
Pozostałe	3	-20	-5	-276	-8	-9
Przepływy z działalności operacyjnej	64	49	31	-22	19	7
CAPEX	-11	-20	-13	-5	-5	-5
Pozostałe	-1	1	-1	363	5	6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-12	-19	-14	358	0	0
Dywidendy wypłacone	-10	-24	-12	-199	-5	-4
Pozostałe	-33	-20	-4	20	-4	-4
Przepływy z działalności finansowej	-43	-44	-16	-179	-9	-8
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	-2	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	9	-14	1	158	10	-1
Środki pieniężna na koniec okresu	29	14	15	173	183	182
DPS (PLN)	0.63	1.51	0.77	13.00	0.32	0.27
Wskaźniki wzrostu r/r						
Przychody	27%	-7%	-14%	-70%	6%	6%
EBITDA	50%	-13%	-45%	564%	-92%	-55%
EBIT	56%	-17%	-59%	1039%	-95%	-94%
Zysk netto	40%	18%	-64%	1289%	-93%	-64%
EPS	40%	18%	-64%	1296%	-93%	-64%
Marże						
EBITDA	13.9%	13.0%	8.3%	180.8%	14.5%	6.1%
Marża EBIT	10.9%	9.7%	4.6%	173.8%	8.3%	0.5%
Marża netto	6.6%	8.4%	3.5%	157.8%	10.0%	3.4%
ROE	20.9%	22.5%	7.9%	101.6%	6.1%	2.2%
Wskaźniki bilansu						
BVPS (PLN)	13.73	14.48	14.24	17.16	17.96	18.13
Dług netto/EBITDA	0.8	1.0	1.8	-0.5	-6.3	-13.9
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	45.1%	38.9%	41.3%	13.4%	12.9%	13.0%

Uwagi: Powyższa tabela 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: 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	1.14	15.98	1.08	0.39	0.55	0.69	0.82
Revenue	628	587	506	154	163	173	183	193	202
Gross Margin %	24.9%	26.1%	24.1%	16.3%	17.6%	18.7%	19.8%	20.7%	21.4%
EBIT	69	57	24	268	14	1	4	6	8
EBITDA	88	76	42	279	24	11	13	14	16
Net Income, GAAP	42	49	18	243	16	6	8	10	12
Net Debt	67	74	75	-138	-148	-147	-149	-150	-151
BPS	13.73	14.48	14.24	17.16	17.96	18.13	18.53	19.00	19.54
DPS	0.63	1.51	0.77	13.00	0.32	0.27	0.20	0.28	0.35
Return on Equity %	20.9%	22.5%	7.9%	101.6%	6.1%	2.2%	3.0%	3.7%	4.2%
Return on Assets %	9.5%	11.5%	4.3%	66.0%	4.9%	1.7%	2.4%	2.9%	3.4%
Depreciation	13	14	13	8	7	7	6	6	6
Amortization	6	5	6	3	3	3	3	3	2
Free Cash Flow	53	29	18	1	2	3	4	6	6
CAPEX	11	20	13	5	5	5	5	6	6

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. 26 LUTEGO 2025 R. O GODZINIE 17:25 CET.
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 26 LUTEGO 2025 R. O GODZINIE 17:30 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 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

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 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 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 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) 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