

ML System

Niepewność pozostaje

Ponownie obniżyliśmy wycenę ML System, tym razem o 52,3%, po obniżeniu naszych szacunków EBITDA o 40,2%, 37,2% i 29,4% odpowiednio na lata 2025, 2026 i 2027, aby odzwierciedlić utrzymujące się spowolnienie makroekonomiczne w branży fotowoltaicznej. Firma walczy o utrzymanie się na powierzchni i oczekuje się, że będzie miała kilka rund negocjacji ze stronami finansującymi (BNP Paribas, Millennium Leasing, ARP, BGK), a także państwową agencją KUKE, co może obejmować (i gwarantować) część środków potrzebnych na kapitał obrotowy wymaganych do ponownego uruchomienia produkcji i realizacji kontraktów z bieżącego backlogu. Ta ostatnia kwota wynosi 231 mln zł, z czego naszym zdaniem co najmniej 140 mln zł jest do zrealizowania w 2025 r. ML System potrzebuje około 40–60 mln zł kapitału obrotowego, aby zrealizować tę minimalną wartość kontraktów zaplanowanych na 2025 r. Innym źródłem finansowania może być sprzedaż nieruchomości w nadchodzących miesiącach. Postrzegamy ten proces jako swego rodzaju wyprzedaż. Firma już obniżyła pensje pracowników w celu wprowadzenia szybkich oszczędności, ale niesie to ze sobą ryzyko odejścia kluczowego personelu. Obniżamy naszą wartość rynkową do 15,03 zł, co stanowi spadek o 52,3% w stosunku do poprzednich 31,45 zł. Podtrzymujemy naszą rekomendację SPRZEDAJ.

Podpisano kolejną niewiązącą umowę Term Sheet: ML System podpisał kolejną niewiązącą umowę Term Sheet, tym razem z Golen Energy Technology. Ta ostatnia zapewni dostęp do technologii magazynowania energii, w tym podłączenie i zarządzanie obiektami magazynowymi oraz systemami zarządzania energią, podczas gdy ML System zapewni kanały dystrybucji, infrastrukturę produkcyjną i system zarządzania energią dedykowany rozwiązaniom PV i BIPV, tak aby komponenty produktu wytwarzane w UE stanowiły co najmniej 60% wartości produktu. Strony zadeklarowały chęć utworzenia spółki celowej w ciągu czterech miesięcy od daty podpisania Term Sheet i rozpoczęcia produkcji do końca 2025 r. Według ML System przychody z tego źródła wyniosą co najmniej 20 mln EUR w 2026 r. Jesteśmy ostrożni i dopóki ta umowa nie przekształci się w wiążącą, nie uwzględniamy jej w naszej prognozie.

Konieczne jest zawarcie umowy standstill: Nadal istnieje niepewność co do utrzymania płynności w ML System. Spółka zakłada, że jej wierzyciele powstrzymają się od działań mających na celu windykację należności, a wierzyciele bankowi zobowiążą się do dalszego udzielania ML System finansowania obrotowego. Zamiarem stron jest natychmiastowe podpisanie umowy o współpracy, tj. umowy standstill, w celu stworzenia formalnych ram dla relacji ML System i jego wierzycieli w okresie przejściowym potrzebnym do uzgodnienia zasad dalszej współpracy, wdrożenia działań naprawczych i zapewnienia stabilizacji finansowania w ML System. Wynegocjowane warunki umowy o współpracy przewidują, że początkowy okres obowiązywania zakończy się 31 maja 2025 r., z możliwością wyrażenia przez wierzycieli zgody na przedłużenie okresu obowiązywania; ML System zakłada, że okres takiego przedłużenia nie przekroczy 12 miesięcy.

Figure 1. ML System financials (PLN m)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	281.7	189.3	162.3	174.7	265.2	364.4
EBIT	7.1	-9.1	-32.4	-7.6	-8.4	-0.1
EBITDA	36.5	18.2	-5.5	23.9	30.1	44.0
Zysk netto	0.2	-15.4	-40.8	-13.3	-13.9	-4.4
EV/EBITDA (x)	5.6	13.7	-46.3	12.9	8.9	5.3

Source: Company, IPOPEMA Research

Technology

ML System

SPRZEDAJ WARTOŚĆ GODZIWA PLN 15.03

12.7% potencjału spadku

Cena akcji 19 May 2025 PLN 17.22

Rekomendacja utrzymana



Share data

Liczba akcji (m)	7.4
Kapitalizacja (EUR m)	29.7
12M średni dzienny wolumen (k)	32.5
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.2
12M max/min (PLN)	55.9/12.8
Waga w WIG (%)	0.01
Reuters	MLSP.WA
Bloomberg	MLS PW

Total performance

1M	+42.0%
3M	+22.0%
12M	-59.9%

Shareholders

Dawid Cycoń	27.33%
Edyta Stanek	27.10%
NN OFE	5.89%

Analysts

Robert Maj
robert.maj@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 90

ML SYSTEM

SELL

FV PLN 15.03

Mkt Cap EUR 29.7m

Upside/downside -12.7%

Valuation multiples	2022	2023	2024	2025E	2026E
P/E (x)	519.3	-7.8	-3.1	-9.6	-9.1
EV/EBITDA (x)	5.6	13.7	-46.3	12.9	8.9
EV/Sales (x)	0.72	1.31	1.57	1.77	1.01
P/BV (x)	0.76	0.61	0.87	0.95	1.07
FCF yield (%)	-40%	na	-2%	-32%	32%
DY (%)	0%	0%	0%	0%	0%

Per share	2022	2023	2024	2025E	2026E
No. of shares (m units)	6.5	7.0	7.4	7.4	7.4
EPS (PLN)	0.03	-2.20	-5.53	-1.80	-1.88
BVPS (PLN)	22.58	28.36	19.84	18.04	16.16
FCFPS (PLN)	-6.97	-25.26	-0.40	-5.50	5.54
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Change y/y (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	49.2%	-32.8%	-14.3%	7.7%	51.8%
EBITDA	49.8%	-50.2%	-130.3%	-533.2%	26.3%
EBIT	60.8%	-228%	258%	-77%	11%
Pre-tax	-72.0%	na	182.6%	-64.6%	4.6%
Net profit	-87.7%	na	165.8%	-67.4%	4.6%

Leverage and return	2022	2023	2024	2025E	2026E
Gross margin (%)	13.1%	10.4%	9.1%	25.3%	26.0%
EBITDA margin (%)	13.0%	9.6%	-3.4%	13.6%	11.4%
EBIT margin (%)	2.5%	-4.8%	-20.0%	-4.3%	-3.2%
Net margin (%)	0.1%	-8.1%	-25.1%	-7.6%	-5.2%
Net debt / EBITDA (x)	2.51	7.05	-23.20	7.60	4.66
Net debt / Equity (x)	0.63	0.65	0.87	1.36	1.18
Leverage Ratio (x)	0.43	0.50	0.62	0.76	0.85
ROE (%)	0.1%	-8.9%	-23.7%	-9.5%	-11.0%
ROA (%)	0.3%	-17.8%	-38.5%	-12.6%	-12.9%
ROIC (%)	0.1%	-4.7%	-14.9%	-4.2%	-5.4%

Assumptions	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales (PLN m)	281.7	193.3	162.3	174.7	265.2
Quantum tiles/facades	0.0	0.0	0.0	0.0	41.2
PV	245.6	143.8	107.3	125.0	112.5
R&D	0.0	0.2	0.1	0.4	0.4
Unallocated	0.6	1.9	1.2	0.3	0.3
Quantum + 2D Glass	35.5	47.3	53.8	49.0	110.7
Active Glass	0.0	0.0	0.0	0.0	20.4
Poland GDP (%)	5.3%	0.2%	2.9%	4.3%	4.0%
Poland CPI (%)	14.3%	11.6%	3.7%	3.8%	3.0%
Constr. activity(%)	1.9%	1.9%	2.9%	2.7%	2.7%
USD PLN (avg)	4.46	4.20	3.97	3.92	3.86
EURPLN (avg)	4.68	4.54	4.31	4.23	4.25

P&L (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	281.7	189.3	162.3	174.7	265.2	364.4
Quantum tiles/facades	0.0	0.0	0.0	0.0	41.2	127.3
PV	245.6	143.8	107.3	125.0	112.5	101.3
R&D	0.0	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4
Unallocated	0.6	1.9	1.2	0.3	0.3	0.3
Quantum + 2D Glass	35.5	47.3	53.8	49.0	110.7	135.1
Active Glass	0.0	0.0	0.0	0.0	20.4	42.1
Costs	-244.6	-169.5	-147.5	-130.4	-196.4	-250.1
SG&A	-30.6	-35.1	-49.5	-53.2	-80.9	-111.1
EBIT	7.1	-9.1	-32.4	-7.6	-8.4	-0.1
EBITDA	36.5	18.2	-5.5	23.9	30.1	44.0
Financial income (cost) net	-6.2	-5.7	-9.2	-7.2	-7.0	-4.8
Pre-tax	0.9	-14.7	-41.7	-14.8	-15.4	-4.9
Tax	-0.7	-0.6	0.9	1.5	1.5	0.5
Net profit	0.2	-15.4	-40.8	-13.3	-13.9	-4.4

BALANCE SHEET (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Non-current assets	256.4	433.1	414.9	429.7	432.5	435.6
Intangible assets	17.0	25.1	30.5	31.5	31.6	31.6
PP&E	217.5	384.1	350.7	364.3	366.1	368.2
Receivables	0.8	1.0	1.2	1.3	2.0	2.7
Current assets	174.8	145.6	81.5	83.0	124.9	167.4
Inventories	66.5	44.1	28.4	25.0	37.7	48.0
Trade receivables	69.0	71.4	40.3	38.3	58.1	79.9
Cash and equivalents	27.1	20.7	6.0	8.7	13.3	18.2
Other current assets	12.3	9.4	6.8	10.9	15.9	21.3
Total assets	431.2	578.7	496.4	512.7	557.4	603.0
Equity	146.4	197.9	146.5	133.2	119.3	115.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Non-current liabilities	133.8	228.8	213.6	195.7	267.6	326.6
Loans and leasing	46.7	73.5	69.6	67.7	74.9	80.7
Other non-current liabilities	87.1	155.3	144.1	128.0	192.7	245.9
Current liabilities	151.0	151.9	136.3	183.8	170.6	161.5
Trade payables	65.3	70.5	67.9	57.2	86.1	109.6
Loans and leasing	72.0	75.3	64.1	122.3	78.8	44.6
Other current liabilities	13.6	6.2	4.3	4.3	5.8	7.2
Equity & liabilities	431.2	578.7	496.4	512.7	557.4	603.0
Inventories turnover (days)	99.2	94.9	70.3	70.0	70.0	70.0
Receivable turnover (days)	89.4	137.7	90.7	80.0	80.0	80.0
Net debt (PLN m)	91.7	128.1	127.7	181.3	140.4	107.1

CASH FLOW (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating cash flow	10.3	6.2	37.6	2.4	88.8	84.8
Net income	0.2	-15.4	-40.8	-13.3	-13.9	-4.4
D&A	29.4	20.8	26.6	31.4	38.5	44.1
Change in WC	-24.9	-22.6	16.9	-9.4	-8.5	-13.9
Other	5.6	23.3	34.9	-6.3	72.7	59.1
Investment cash flow	-45.9	-171.6	-10.1	-31.3	-38.7	-44.4
CAPEX	-45.9	-171.6	72.3	-31.3	-38.7	-44.4
Other	0.0	0.0	-82.4	0.0	0.0	0.0
Financial cash flow	37.8	159.1	-42.2	31.6	-45.7	-35.5
Change in equity	0.0	56.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Change in debt	27.8	31.8	-20.1	56.5	-36.4	-28.2
Lease payments	-3.5	-3.4	-20.0	-1.7	-1.8	-1.9
Interest	-6.1	-7.4	-10.4	-10.0	-7.5	-5.5
Other	19.7	82.0	8.4	-13.1	0.0	0.0
Change in cash	2.3	-6.3	-14.7	2.8	4.5	5.0
Cash as of eop	27.1	20.7	6.0	8.7	13.3	18.2

Source: Company data, IPOPEMA Research

CONTENTS

Wycena	4
Relative valuation	Błąd! Nie zdefiniowano zakładki.
Zmiana prognoz.....	6
Omówienie wyników za 4Q24.....	6
Prognoza na 1 kw. 2025.....	7
Ryzyka dla wartości godziwej.....	8
Financials	Błąd! Nie zdefiniowano zakładki.

Wycena

Nasze podejście do wyceny firm budowlanych wykorzystuje dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz model zdyskontowanych dywidendy (DDM). Wartość godziwą dla ML System wyliczamy na podstawie średniej z tych dwóch wyników. Obie metody są zbieżne, ponieważ obie opierają się na tym samym modelu finansowym. Model zakłada prognozy przepływów pieniężnych przez okres 10 lat dla spółki w oparciu o nasze prognozy dotyczące rynku budowlanego, PKB w Polsce, a także inne parametry, w tym wzrost wolumenu, zmiany asortymentu produktów, zmiany modelu finansowania, wzrost efektywności, wzrost kosztów produkcji, nakłady inwestycyjne i potrzeby kapitału obrotowego. Nasze prognozy dywidendowe są pochodną prognoz wyników w naszym modelu finansowym. DDM jest również użytecznym narzędziem do zrozumienia wskaźnika P/E [$P/E = (D/E)/(k-g)$], przy czym różnice należy wytłumaczyć zarówno wzrostem zysków jak i wypłatą dywidendy. Nasze modele DCF i DDM mają wartości końcowe ze stopą wzrostu na poziomie 2%.

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego zostały ustalone poprzez zastosowanie stałej stopy 5.5% i dodanie 5,5% premii za ryzyko kapitałowe w każdym roku. Następnie przyjmujemy stałą stopę procentową w wysokości 5,5%, która stanowi nasze oszacowanie stopy procentowej dla europejskich krajów rozwijających się w całym cyklu. Jednocześnie konsekwentnie używamy bety 1, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

Figure 2. Wycena DCF

PLN m	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Terminal Year
Przychody	162.3	174.7	265.2	364.4	440.8	521.4	560.0	576.8	594.1	611.9	611.9
EBIT	-7.6	-8.4	-0.1	32.8	53.3	60.8	61.5	56.2	56.5	56.8	56.8
Podatek na EBIT	-0.2	-0.8	0.0	3.3	10.1	11.6	11.7	10.7	10.7	10.8	10.8
NOPLAT	-7.4	-7.6	-0.1	29.5	43.1	49.3	49.8	45.5	45.8	46.0	46.0
Amortyzacja	31.4	38.5	44.1	41.5	44.2	47.2	50.4	53.7	57.3	61.2	61.2
Wydatki inwestycyjne	-31.3	-38.7	-44.4	-41.6	-44.4	-47.4	-50.6	-54.0	-57.6	-61.5	-61.5
Zmiana w kapitale pracującym	-9.4	-8.5	-13.9	-13.6	-13.0	-5.7	-1.8	-0.4	-1.9	8.8	8.8
Leasing	-1.7	-1.8	-1.9	-2.0	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4	-2.6	-2.6
Wolny przepływ gotówki	-18.4	-18.0	-16.2	13.8	27.9	41.2	45.5	42.5	41.2	51.8	51.8
Stopa wolna od ryzyka	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Premia za ryzyko	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Koszt kapitału	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
Koszt długu (przed podatkiem)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Efektywna stopa podatkowa	2.1%	10.0%	10.0%	10.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	7.8%	7.2%	7.2%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Waga długu	67.7%	46.8%	33.0%	22.3%	7.1%	-7.3%	-17.6%	-28.5%	-37.7%	-44.5%	-44.5%
Waga kapitału	32.3%	53.2%	67.0%	77.7%	92.9%	107.3%	117.6%	128.5%	137.7%	144.5%	144.5%
WACC	8.9%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.3%	11.8%	12.3%	12.7%	13.0%	13.0%
Współczynnik dyskontujący	0.92	0.84	0.77	0.70	0.63	0.56	0.51	0.45	0.40	0.35	0.31
Wartość bieżąca przepływu gotówki	-16.9	-15.2	-12.4	9.6	17.5	23.3	23.0	19.1	16.4	18.3	16.2
Suma	82.7										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku	2.0%										
Wartość końcowa	480.4										
Wartość bieżąca wartości końcowej	150.1										
Zwijanie dyskonta	7.6										
Wartość przedsiębiorstwa	240.5										
Dług netto 2024	127.7										
Zobowiązania pracownicze i inne	-1.3										
Dywidenda wypłacona w 2024	0.0										
Wartość na akcje (PLN)	14.86										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 3. DDM Valuation

PLNm	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Terminal Year
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.5	16.3	15.6	21.8	21.8
Stopa dyskonta	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Współczynnik dyskontujący	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.48	0.43	0.39	0.35	0.32
Zdyskontowana dywidenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.5	7.1	6.1	7.7	6.9
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)	28.3										
Wzrost dywidendy w końcowym roku	2.0%										
Wartość końcowa	246.6										
Wartość bieżąca wartości końcowej	78.2										
Zwijanie dyskonta	7.5										
Wartość kapitału	114.1										
Wartość na akcje (PLN)	15.21										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 4. Podsumowanie wyceny

PLN	
DCF	14.86
DDM	15.21
Average	15.03

Source: Company, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Ponieważ wielu międzynarodowych konkurentów firmy to prywatne, nienotowane na giełdzie firmy, a polskie firmy działające na rynku fotowoltaicznym są albo nieporównywalne z ML System, albo nie ma wystarczającej liczby odczytów konsensusu, zdecydowaliśmy się pokazać ML System w porównaniu z międzynarodowymi operatorami farm fotowoltaicznych na skalę przemysłową. To porównanie jest również niedoskonałe.

W porównaniu do mediany międzynarodowych konkurentów wynoszącej 11,1x EV/EBITDA w 2025 r., ML System handluje po 12,9x, co stanowi 16,6% premii. Naszym zdaniem tak wysoka premia nie jest uzasadniona.

Figure 5. Wycena porównawcza

PRICE	Ticker	NAME	P/E	EV/EBITDA				
(LCU)			2025	2026	2027	2025	2026	2027
10.9	CSIQ.O	CANADIAN SOLAR	NULL	5.4	3.1	11.7	7.3	7.0
350.0	TSLA.O	TESLA	196.9	132.6	95.3	78.6	57.5	47.4
178.5	FSLR.O	FIRST SOLAR	12.0	8.1	6.5	8.6	6.0	4.9
765.0	6753.T	SHARP CORPORATION	28.5	10.1	11.2	10.5	10.9	8.6
13.9	688599.SS	TRINA SOLAR	NULL	18.9	13.6	19.4	10.5	5.6
4,289.0	5201.T	AGC INC.	11.2	9.3	7.1	5.0	4.5	4.0
1,789.0	6971.T	KYOCERA	98.4	29.1	21.9	16.7	12.2	10.7
1.9	SPWR.O	SUNPOWER CORPORATION	NULL	21.6	5.2	NULL	11.1	NULL
33.3	WBSV.VI	WIENERBERGER	13.2	10.9	9.9	6.7	6.0	5.5
		MEDIAN	20.9	10.9	9.9	11.1	10.5	6.3
17.2	MLSP.WA	ML SYSTEM	-9.6	-9.1	-29.0	12.9	8.9	5.3
		Premium/discount to median						
		ML SYSTEM	NaN	NaN	NaN	16.6%	-15.2%	-15.6%
		Our valuation						
		ML SYSTEM	-8.25	-7.89	-25.01	12.20	8.30	4.94
		Premium/discount to median						
		ML SYSTEM	NaN	NaN	NaN	10.0%	-20.8%	-21.9%

Source: Reuters, IPOPEMA Research

Zmiana prognoz

Figure 6. Changes in forecast

	2025			2026			2027		
	OLD	NEW	change	OLD	NEW	change	OLD	NEW	change
Revenues	186.1	174.7	-6.1%	241.4	265.2	9.9%	343.6	364.4	6.1%
EBITDA	39.9	23.9	-40.2%	48.0	30.1	-37.2%	62.4	44.0	-29.4%
Net profit	-3.8	-13.3	na	-1.3	-13.9	na	7.0	-4.4	na

Source: Company, IPOPEMA Research

Omówienie wyników za 4Q24

Firma podała wyniki za 4Q24 zgodne z wstępnym szacunkiem. Nadal istnieją niepokojące klauzule w sprawozdaniach finansowych dotyczące kontynuacji działalności firmy:

- Zadłużenie brutto na koniec 4Q24 wynosi 133 mln zł.
- Zarząd ocenił, że założenie kontynuacji działalności Grupy przyjęte do sporządzenia niniejszych skonsolidowanych sprawozdań finansowych jest uzasadnione. Zarząd jest świadomy istnienia istotnych niepewności dotyczących zdarzeń lub okoliczności, które mogą budzić poważne wątpliwości co do zdolności Grupy do kontynuowania działalności, Grupa ujawnia istnienie takich niepewności.
- Biorąc pod uwagę konieczność znacznej redukcji zatrudnienia, w celu zmniejszenia luki kompetencyjnej, program restrukturyzacji organizacyjnej został rozłożony na kilka miesięcy. W efekcie podjętych działań redukcja kosztów stałych powinna przynieść blisko 15 mln zł oszczędności w 2025 r. w porównaniu do kosztów poniesionych w 2024 r.
- Na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania wartość podpisanych przez Grupę kontraktów wynosi 230,5 mln zł, a wartość złożonych przez Grupę ofert, których prawdopodobieństwo realizacji Zarządy Spółek Grupy oceniły na ponad 50%, wynosi 115,2 mln zł.
- Trwa proces sprzedaży hali produkcyjnej oddanej do użytkowania w 2024 r. na zasadzie sale & lease back, co pozwoli na pozyskanie znacznych środków na zwiększenie kapitału obrotowego i spłatę części zobowiązań, przy jednoczesnym zachowaniu aktywów niezbędnych do realizacji przyjętej strategii. Planowane jest zawarcie umowy przedwstępnej do końca maja 2025 r.
- Podejmowane są działania mające na celu pozyskanie finansowania „pomostowego” w kwocie wystarczającej do kontynuowania działalności operacyjnej Grupy do czasu pozyskania środków z transakcji opisanej w pkt. 1 powyżej. Spółka dominująca analizuje i negocjuje oferty otrzymanych w tym zakresie środków dłużnych. Proces ten ma zostać sfinalizowany w maju 2025 r.
- Pozyskiwane jest finansowanie na gwarancje płatności i gwarancje kontraktowe zabezpieczone przez Skarb Państwa (KUKA S.A.) w limicie ok. 24 mln zł oraz ok. 2,2 mln euro gwarancji eksportowych. W zakresie gwarancji płatności konieczna jest łączona struktura współpracy pomiędzy BNP Paribas Bank Polska S.A. i KUKA S.A. Ze względu na stopień zaawansowania ustaleń Zarząd Spółki spodziewa się decyzji KUKA S.A. w pierwszych dniach maja 2025 r., a następnie decyzji BNP Paribas Bank Polska S.A. ok. 2-3 tygodnie później. • Trwają prace nad ustaleniem warunków kontynuacji finansowania i spłaty należności wierzycieli finansowych (BNP Paribas Bank Polska S.A., Bank Gospodarstwa Krajowego, Agencja Rozwoju Przemysłu S.A., Millennium Leasing Sp. z o.o. – zwanych dalej „Wierzycielami”) wynikających z umów finansowania zawartych ze spółkami Grupy.
- Podjęto prace nad uzgodnieniem warunków umowy o współpracy na okres: (a) weryfikacji biznesplanu złożonego przez Spółkę przez niezależnego eksperta/doradcę finansowego działającego w imieniu Wierzycieli (na podstawie zweryfikowanego biznesplanu zostaną uzgodnione docelowe zasady spłaty zadłużenia finansowego zaciągniętego przez Spółki Grupy) oraz (b) negocjacji przez Spółkę warunków pozyskania finansowania na kapitał obrotowy.

- Równolegle Spółka Dominująca podejmuje działania w celu pozyskania kontraktów zagranicznych objętych gwarancjami eksportowymi, co umożliwi zapewnienie ich finansowania przez instytucje finansowe.
- Spółka zakłada, że na mocy umowy o współpracy Wierzyciele zobowiążą się do powstrzymania się od działań zmierzających do windykacji należności, a Wierzyciele Banku zobowiążą się, na uzgodnionych warunkach, do dalszego udzielania Spółkom finansowania obrotowego. Zamiarem stron jest niezwłoczne podpisanie umowy o współpracy, tj. umowy typu standstill, tworzącej formalne ramy relacji Spółek i Wierzycieli w okresie przejściowym potrzebnym do uzgodnienia zasad dalszej współpracy, wdrożenia działań naprawczych, zapewnienia stabilizacji finansowania Spółki dominującej i jej spółek zależnych. Wynegocjowane warunki umowy o współpracy przewidują, że początkowy okres obowiązywania tej umowy zakończy się 31 maja 2025 r., z możliwością wyrażenia przez Wierzycieli zgody na przedłużenie okresu jej obowiązywania, a Spółka dominująca zakłada, że okres takiego przedłużenia zasadniczo nie przekroczy 12 miesięcy.
- Spółka złożyła wnioski do Mazowieckiego Urzędu Skarbowego i Zakładu Ubezpieczeń Społecznych o odroczenie terminów płatności należności publicznoprawnych. Złożone wnioski zakładają odroczenie terminów płatności zaległości publicznoprawnych do lipca 2025 r., tj. do czasu uzyskania środków.

Figure 7. ML System: 4Q24A results overview (PLN m)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	Y/Y	Q/Q	4Q24Aprel.	diff.
Revenues	46.09	48.42	39.72	59.03	40.12	31.27	42.33	48.56	-17.7%	14.7%	48.57	0.0%
Gross profit	4.25	4.08	10.01	13.57	7.70	3.33	-7.43	11.23	-17.3%	na	11.19	0.3%
EBITDA	7.44	-0.21	6.38	12.08	13.34	1.24	-11.11	-9.25	na	na	-8.97	3.1%
EBIT	0.14	-6.44	1.84	7.53	6.66	-5.95	-18.21	-14.93	na	na	na	na
Net profit	-2.26	-8.39	-0.10	6.11	5.87	-8.81	-21.62	-16.24	na	na	-16.24	na

Source: Company, IPOPEMA Research

Prognoza na 1 kw. 2025

Figure 8. ML System: 1Q25 results preview (PLN m)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	Y/Y	Q/Q
Revenues	46.09	48.42	39.72	59.03	40.12	31.27	42.33	48.56	30.18	-24.8%	-37.8%
Gross profit	4.25	4.08	10.01	13.57	7.70	3.33	-7.43	11.23	-2.43	na	na
EBITDA	7.44	-0.21	6.38	12.08	13.34	1.24	-11.11	-9.25	-8.39	na	na
EBIT	0.14	-6.44	1.84	7.53	6.66	-5.95	-18.21	-14.93	-13.89	na	na
Net profit	-2.26	-8.39	-0.10	6.11	5.87	-8.81	-21.62	-16.23	-12.87	na	na

Source: Company, IPOPEMA Research

Ryzyka dla wartości godziwej

Ryzyka makro i regulacyjne

Ryzyka makro oraz regulacyjne. Otoczenie makroekonomiczne będzie wpływać na popyt na produkty spółki. Biorąc pod uwagę to, że najważniejsza grupa klientów spółki (rozumianych jako klienci końcowi) to sektor publiczny, zwracamy uwagę na to, iż każdorazowe większe zmiany w Ustawie o zamówieniach publicznych, jak również związane z tym prace legislacyjne mogą wpłynąć na istotne ograniczenie ogłoszeń liczby nowych zamówień publicznych lub zawieszenie postępowań przetargowych już ogłoszonych. Istnieje również ryzyko, że nie będą w pełni egzekwowane przepisy dotyczące efektywności energetycznej budynków, które fundamentalnie powinny być jednym z czynników wspierających sprzedaż spółki w przyszłości.

Ryzyko cen materiałów

Rosnące koszty materiałów i energii są ryzykiem dla Spółki.

Ryzyko trudności z pozyskaniem kontraktów na rynkach zagranicznych

Spółka planuje rozwój sprzedaży eksportowej w Europie Środkowo-Zachodniej oraz Australii. Model sprzedaży zakłada współpracę z partnerem-koordynatorem, który będzie odpowiadał za pozyskiwanie kontraktów. Istnieje ryzyko trudności z pozyskaniem kontraktów zagranicznych ze względu na (1) ugruntowaną pozycję konkurencji na rynku, (2) wzorce konsumenne i ich zmiany, (3) opóźnienia związane z wymogiem spełnienia dodatkowych norm, np. Krajową certyfikacją produktów.

Ryzyko konkurencji

Sektor fotowoltaiki znajduje się w intensywnej fazie rozwoju technologicznego. Globalne ośrodki naukowe i zagraniczna konkurencja podejmują prace nad zwiększeniem sprawności ogniw fotowoltaicznych, co ma szczególne znaczenie dla praktycznego ich zastosowania. Istnieje ryzyko wdrożenia przez konkurentów technologii o parametrach lepszych od tych, nad którymi obecnie pracuje ML System (m.in. Quantum Dots lub które obecnie są stosowane), a w konsekwencji spadek popytu na produkty.

Ryzyko odejścia kluczowych pracowników

Know-how pracowników stanowi znaczącą wartość w przypadku spółki technologicznej. Wysoka fluktuacja kadry specjalistycznej może mieć negatywny wpływ na działalność operacyjną spółki, powodować opóźnienia lub zaprzestanie realizacji projektów oraz generować dodatkowe koszty związane z pozyskaniem nowych pracowników. Ryzyko kadry zarządczej jest natomiast ograniczone przez wysokie zaangażowanie kapitałowe współzałożycieli spółki.

Ryzyka związane z niepowodzeniem prac badawczo-rozwojowych i trudności z przeskalowaniem produkcji.

Prowadzenie prac nad rozwojem nowych technologii wiąże się z dużym ryzykiem ich niepowodzenia. Istnieje ryzyko, że poszukiwane rozwiązania okażą się być mniej efektywne od istniejących rozwiązań, pojawią się trudności z ich wdrożeniem lub zachowaniem efektywności przy skalowaniu innowacji z fazy laboratoryjnej do produkcyjnej. Wobec czego istnieje ryzyko, że prowadzone prace badawczo-rozwojowe (m.in. nad Quantum Glass) zostaną opóźnione lub zakończą się niepowodzeniem.

Ryzyko utrzymania płynności.

Spółka jest w trakcie negocjacji z kredytorami. Wynik tych negocjacji jest w tej chwili nieznany.

Dane finansowe

Figure 9. Rachunek Zysków i Strat (PLN m)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	127.3	188.8	281.7	189.3	162.3	174.7	265.2	364.4
Koszty	-96.6	-162.2	-244.6	-169.5	-147.5	-130.4	-196.4	-250.1
Zysk Brutto	30.7	26.6	37.0	19.8	14.8	44.3	68.8	114.3
Koszty sprzedaży i administracji	-23.0	-30.0	-30.6	-35.1	-49.5	-53.2	-80.9	-111.1
Pozostała działalność operacyjna	3.8	7.8	0.7	6.2	2.2	1.3	3.6	-3.3
EBIT	11.5	4.4	7.1	-9.1	-32.4	-7.6	-8.4	-0.1
Działalność finansowa	-1.3	-1.2	-6.2	-5.7	-9.2	-7.2	-7.0	-4.8
Zysk przed podatkiem	10.3	3.2	0.9	-14.7	-41.7	-14.8	-15.4	-4.9
Podatek	-0.1	-1.4	-0.7	-0.6	0.9	1.5	1.5	0.5
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	10.2	1.7	0.2	-15.4	-40.8	-13.3	-13.9	-4.4
EBITDA	22.1	24.4	36.5	18.2	-5.5	23.9	30.1	44.0

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 10. Bilans (PLN m)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa długoterminowe	184.8	247.9	256.4	433.1	414.9	429.7	432.5	435.6
Aktywa trwałe	168.5	213.5	217.5	384.1	350.7	364.3	366.1	368.2
Należności	0.5	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3	2.0	2.7
Podatek odroczoney	11.0	11.8	17.0	25.1	30.5	31.5	31.6	31.6
Pozostałe	4.8	21.8	21.2	22.9	32.5	32.6	32.8	33.1
Aktywa bieżące	118.8	142.3	174.8	145.6	81.5	83.0	124.9	167.4
Zapasy	38.3	57.7	66.5	44.1	28.4	25.0	37.7	48.0
Należności handlowe	18.9	17.3	11.1	8.9	5.4	9.6	14.5	20.0
Gotówka	40.3	41.7	69.0	71.4	40.3	38.3	58.1	79.9
Pozostałe	21.3	25.6	28.2	21.2	7.3	10.1	14.6	19.6
Aktywa razem	303.5	390.2	431.2	578.7	496.4	512.7	557.4	603.0
Kapitał Własny	144.4	146.2	146.4	197.9	146.5	133.2	119.3	115.0
Zobowiązania długoterminowe	95.3	146.9	133.8	228.8	213.6	195.7	267.6	326.6
Dług	25.5	43.4	35.6	63.4	53.7	53.7	53.7	53.7
Odroczoney podatek	2.2	13.3	11.1	10.2	15.9	14.1	21.2	27.0
Rezerwy	61.4	85.9	82.7	149.9	141.2	124.9	188.1	239.6
Pozostałe zobowiązania	6.2	4.3	4.4	5.5	2.8	3.0	4.6	6.3
Zobowiązania krótkoterminowe	63.9	97.1	151.0	151.9	136.3	183.8	170.6	161.5
Dług	29.8	33.1	68.7	71.6	61.2	118.8	73.5	37.3
Zobowiązania finansowe	25.2	47.3	65.3	70.5	67.9	57.2	86.1	109.6
Rezerwy	6.4	8.7	10.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	1.1	3.3	3.3	3.7	3.0	3.5	5.3	7.3
Zobowiązania handlowe	1.4	4.6	3.3	6.2	4.3	4.3	5.8	7.2
Zobowiązania i Kapitał Razem	303.5	390.2	431.2	578.7	496.4	512.7	557.4	603.0

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 11. Rachunek Przepływów pieniężnych (PLN m)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Zysk netto	10.2	1.7	0.2	-15.4	-40.8	-13.3	-13.9	-4.4
Amortyzacja	10.6	20.0	29.4	20.8	26.6	31.4	38.5	44.1
Zmiana w kapitale pracującym	-44.4	-15.0	-24.9	-22.6	16.9	-9.4	-8.5	-13.9
Pozostałe	1.7	3.5	5.6	23.3	34.9	-6.3	72.7	59.1
Przepływy z działalności operacyjnej	-21.9	10.2	10.3	6.2	37.6	2.4	88.8	84.8
Inwestycje	-53.2	-55.4	-45.9	-171.6	72.3	-31.3	-38.7	-44.4
Pozostałe	4.2	0.0	0.0	0.0	-82.4	0.0	0.0	0.0
Inwestycje	-49.0	-55.4	-45.9	-171.6	-10.1	-31.3	-38.7	-44.4
Zmiana długu	9.4	23.0	27.8	31.8	-20.1	56.5	-36.4	-28.2
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	66.9	26.4	10.0	127.3	-22.1	-24.8	-9.3	-7.2
Przepływy z działalności finansowej	76.3	49.4	37.8	159.1	-42.2	31.6	-45.7	-35.5
Cały przepływ gotówki	5.4	4.2	2.3	-6.3	-14.7	2.8	4.5	5.0
Gotówka na początku okresu	15.1	20.5	24.7	27.1	20.7	6.0	8.7	13.3
Gotówka na końcu okresu	20.5	24.7	27.1	20.7	6.0	8.7	13.3	18.2

Source: Company, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Marvipol Development S.A., Medicalgorithmics S.A., Miraculum S.A., ML System S.A., Scope Fluidics S.A., Sunex S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A., Impact Developer & Contractor S.A., OMV Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje,p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Difference between FV and price at recommendation
Buy	Above 10%
Hold	In between (and including) -10% and 10%
Sell	Below -10%

IPOPEMA Research - Distribution by rating category (1 January – 31 March 2025)

	Number	%
Buy	13	81%
Hold	1	6%
Sell	2	13%
Total	16	100%

Rating History – ML System

Date	Recommendation	Fair Value	Price at recommendation	Author
09/09/2021	BUY	PLN 127.00	PLN 108.40	Robert Maj
06/05/2022	BUY	PLN 90.94	PLN 73.50	Robert Maj
26/08/2022	BUY	PLN 104.48	PLN 75.75	Robert Maj
21/11/2022	BUY	PLN 83.18	PLN 50.60	Robert Maj
05/04/2023	BUY	PLN 92.22	PLN 62.50	Robert Maj
02/10/2023	BUY	PLN 87.29	PLN 65.30	Robert Maj
24/04/2024	BUY	PLN 58.45	PLN 47.20	Robert Maj
10/10/2024	SELL	PLN 31.54	PLN 36.80	Robert Maj
20.05.2025	SELL	PLN 15.03	PLN 17.22	Robert Maj