

Atende

Na drodze do odbudowy rentowności

Podwyższamy rekomendację do poziomu KUPUJ (wcześniej: TRZYMAJ) z 12 miesięczną ceną docelową na poziomie PLN 3.77 (wcześniej PLN 3.1).

- Grupa Atende S.A. odnotowała w 1Q'25 wyniki lepsze od naszych założeń. Przychody wyniosły 78mn (+25% r/r), vs. 70mn naszych oczekiwań. Grupa odnotowała marżę brutto na poziomie 22.9% vs. 21.8% naszych założeń (głównie zasługa poziomu marży w spółkach zależnych, która wzrosła o 4.8p.p.). Powyższe, przy utrzymaniu kosztów SG&A na poziomie PLN 15mn przełożyło się na dodatni wynik EBIT na poziomie PLN 3mn. Wzrost przychodów był wynikiem mocnej sprzedaży do segmentu publicznego (+145% r/r, do 29.9mn vs. 12.2mn rok wcześniej - najwięcej projektów zrealizowano dla służb mundurowych i dla jednostek administracji państwowej), wzrost odnotowano też w sprzedaży do klientów z obszaru finansowego (+26% r/r) i przemysł/handel/usługi (+13% r/r). Sprzedaż do sektora TMT odnotowała spadek o 21% r/r. Produktowo, największe wzrosty sprzedaży odnotowano w ramach dostaw sprzętu (PLN 46.7mn vs. 28.4mn rok wcześniej).
- Grupa Atende opublikowała również swoje strategiczne cele do '27e. Zakładają one PLN 41.4mn wyniku EBITDA (bez akwizycji), wzrost marży ze sprzedaży usług abonamentowych do PLN 66.7mn (w tym przekroczenie poziomu 50% pokrycia kosztów stałych). Spółka planuje również coroczną wypłatę dywidendy na poziomie minimum 30% zysku netto.
- Po lepszym od naszych oczekiwań 1Q'25, podwyższamy prognozę przychodów na cały rok do poziomu PLN 376mn (+7% r/r) vs. 365mn wcześniej. Wciąż zakładamy poprawę marży EBIT r/r biorąc pod uwagę planowane ukończenie I etapu prac na kontrakcie z PGE do poziomu 2.7%. Zakładamy, że kolejne okresy prognozy przyniosą dalszą odbudowę rentowności (docelowo 3.6% w 27e).

Podstawowe informacje finansowe

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	225.6	328.1	352.3	375.8	385.5	395.1	404.5
EBITDA	12.9	22.4	-0.7	22.5	20.7	22.8	22.7
EBIT	3.0	11.8	-12.0	10.1	11.0	14.1	14.4
Zysk netto	1.8	7.4	-12.0	6.6	7.7	10.1	10.4
EPS	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
DY	0.0%	0.0%	4.6%	3.5%	4.4%	5.3%	6.2%
P/E	61.6	15.0	neg.	16.9	14.6	11.0	10.7
EV/EBITDA	8.4	4.4	neg.	4.1	4.7	4.1	4.0

Źródło: Spółka ('22-'24), Pekao Equity Research

KUPUJ (wcześniej: TRZYMAJ)

Cena docelowa

PLN 3.77

Potencjał wzrostu

22.9%

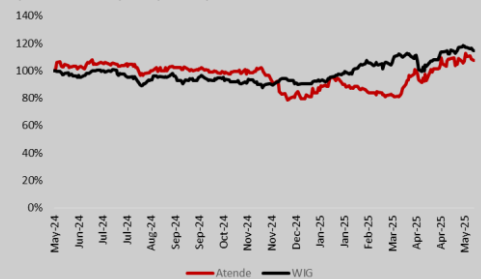
Cena z 23 maja 2025

PLN 3.07

ESG Rating
Punkty ESG

C
0.69

Wykres relatywny akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport półroczny za 1HY'25	16.09.25
Raport kwartalny za 3Q'25	13.11.25

INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg	ATD PW
Free float (%)	45.0
Kapitalizacja (PLNmn)	111.2
Liczba akcji (mn)	36.3

Akcjonariusze	Fundacja Rodzinna Spinoza 32.9%
	Piotr Nadolski 12.3%
	OFE PKO BP Bankowy 9.9%

Lukas Cinikas

lukas.cinikas@pekao.com.pl



Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Wycena	4
Ryzyka	8
Aktualizacja prognoz	9
Zastrzeżenia	13



Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 4Q'24

Grupa Atende opublikowała wyniki finansowe za 1Q'25, notując na poziomie skonsolidowanym:

- Przychody w wysokości PLN 78mn (+25% r/r), vs. 70mn naszych oczekiwań.
- Wynik operacyjny = PLN 3mn vs. -1mn rok wcześniej i mn naszych założeń.
- EBITDA = PLN +3mn vs. -1mn rok wcześniej i -0.1mn naszych założeń.
- Wynik netto = PLN +2mn vs. -0.5mn naszych założeń i -1mn rok wcześniej.
- Na poziomie jednostkowym Spółka wygenerowała OCF w wysokości PLN -41.7mn, a środki pieniężne na koniec 2024 roku wyniosły PLN 10.8mn

Opublikowane dane finansowe grupy Atende okazały się lepsze na poziomie przychodów i rentowności od naszych założeń. Grupa odnotowała I marżę na poziomie 22.9% vs. 21.8% naszych założeń (głównie zasługa poziomu marży w spółkach zależnych, która wzrosła o 4.8p.p.). Powyższe, przy utrzymaniu kosztów SG&A na poziomie PLN 15mn przełożyło się na dodatni wynik EBIT na poziomie PLN 3mn. Wzrost przychodów był wynikiem mocnej sprzedaży do segmentu publicznego (+145% r/r, do 29.9mn vs. 12.2mn rok wcześniej - najwięcej projektów zrealizowano dla służb mundurowych i dla jednostek administracji państwowej), wzrost odnotowano też w sprzedaży do klientów z obszaru finansowego (+26% r/r) i przemysł/handel/usługi (+13% r/r). Sprzedaż do sektora TMT odnotowała spadek o 21% r/r. Produktowo, największe wzrosty sprzedaży odnotowano w ramach dostaw sprzętu (PLN 46.7mn vs. 28.4mn rok wcześniej). Skonsolidowana marża ze sprzedaży usług abonamentowych wyniosła PLN 13.4mn (+23% r/r) i pokryła 46% kosztów stałych. Słaby OCF był w głównej mierze efektem normalizacji poziomu kapitału obrotowego po 4Q'24.

Rachunek zysków i strat (PLN m)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	'24	'25e
Przychody	62	65	94	132	78	25%	-41%	70	11%	352	327
Zysk brutto na sprzedaży	14	14	18	3	18	31%	472%	15	17%	49	72
Koszty ogólnego zarządu	-15	-13	-16	-15	-15	5%	1%	-15	0%		
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0	0	0	-3	0	88%	-113%	0	#DZIEL/0!		
EBITDA	2	4	5	-12	6	179%	-150%	3	107%	17	16
EBIT	-1	1	2	-15	3	-473%	-120%	0	-2276%	-12	5
Przychody/koszty finansowe	-1	-1	0	-1	0	-26%	-46%	0	35%	-2	-2
Zysk przed opodatkowaniem	-1	1	2	-15	2	-279%	-116%	0	-632%	-14	3
Zysk/strata netto	-1	1	1	-13	2	-269%	-116%	0	-535%	-12	2

Źródło: Atende, Pekao Equity Research

Wycena

Metoda wyceny

Nasza wycena opiera się w 100% na metodzie DCF, a wycena porównawcza jest prezentowana jedynie w celach informacyjnych (0% wagi). Zdecydowaliśmy się również wycenić rynkowo udziały mniejszości w spółkach Omnichip i Phoenix Systems, których profil ma charakter odmienny od głównej działalności grupy.

Atende: Podsumowanie wyceny

Metoda	Cena (PLN)	Waga (%)
12M metoda DCF	3.77	100%
12M wycena mnożnikowa	6.55	0%
12M cena docelowa	3.77	
Obecna cena	3.07	
Potencjał (%)	22.9%	

Peers valuation

Company name	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Cargill SE	CAP FP Equit	1.2	1.1	1.1	8.3	8.0	7.6	13.1	12.4	11.5
Tieto OYJ	TETO NO Equ	1.0	1.0	0.9	9.9	8.3	7.8	13.9	10.4	9.8
Sopra Steria Group	SOP FP Equit	0.7	0.7	0.6	6.8	6.5	6.2	11.2	10.2	9.4
Computacenter PLC	CCC LN Equit	0.4	0.3	0.3	6.8	6.4	5.9	14.5	13.3	12.1
Accenture PLC	ACN US Equit	2.9	2.7	2.6	15.2	14.2	13.2	25.0	23.3	21.3
Asseco Poland	ACP PW Equi	0.8	0.8	0.7	7.0	6.8	6.4	23.5	20.8	18.4
Asseco BS	ABS PW Equi	6.3	5.8	5.4	16.5	14.9	13.8	24.0	21.4	19.9
Cognizant	CTSH US Equ	1.9	1.8	1.7	10.0	9.6	8.9	15.7	14.6	13.5
Mediana		1.1	1.0	1.0	9.1	8.1	7.7	15.1	14.0	12.8
Atende		0.3	0.3	0.3	4.1	4.7	4.1	16.9	14.6	11.0
<i>Premia/dyskonto</i>		265%	262%	255%	120%	72%	88%	-11%	-4%	17%
Implikowana wartość na akcję PLN		11.21	11.13	10.91	6.14	5.00	5.33	2.74	2.95	3.58

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Source: Pekao Equity Research.

Udziały w Omnichip

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2025e	2026e	2027e
Przychody	6.0	6.6	7.3
EBITDA	2.1	2.3	2.5
EBIT	1.7	1.9	2.1
Zysk netto	1.4	1.5	1.7
Dług netto	-2.5	-2.5	-2.5

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Realtek Semiconductor Corp	Projektant, tester i dystrybutor układów scalonych	2379 TT Equit	2.0	1.9	1.7	10.7	10.0	8.6	15.6	14.4	12.1
Mediatek Inc	B+R, produkcja i sprzedaż półprzewodników	2454 TT Equit	3.5	3.0	2.6	13.9	12.1	10.5	18.1	15.4	13.3
AT&S	Producent płytek PCB i podłoża do półprzewodników	ATS AV Equit	0.4	0.4	0.3	8.8	5.9	5.0	#N/A	#N/A	135.0
Synopsys Inc	IP i software do produkcji układów scalonych	SNPS US Equ	11.5	10.2	9.0	26.2	22.7	19.6	33.6	29.5	25.4
Cadence Design Systems Inc	IP, software, hardware do produkcji układów scalonych	CDNS US Equ	16.6	14.9	13.3	35.8	31.4	27.5	46.8	40.9	35.9
Mediana			3.5	3.0	2.6	13.9	12.1	10.5	25.9	22.4	25.4
Omnichip (implikowana wartość mnPLN)			20.6	19.7	18.7	31.8	30.1	28.7	36.0	34.6	43.3
Udział ATD			55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Omnichip - wycena udziału ATD (mnPLN)			11.3	10.8	10.3	17.5	16.6	15.8	19.8	19.0	23.8
Omnichip - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			9.3	8.9	8.4	14.3	13.6	12.9	16.2	15.6	19.5
Omnichip - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)			13.2								

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Udziały w Phoenix Systems

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2025e	2026e	2027e
Przychody	5.7	6.1	6.4
EBITDA	0.9	1.0	7.5
EBIT	0.6	0.6	7.1
Zysk netto	1.3	1.4	1.5
Dług netto	0.4	0.4	0.4

Źródło: Pekao Equity Research

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Kontron AG	rozwiązania IoT dla biznesu	KTN GY Equit	0.8	0.7	0.7	7.9	7.0	6.2	12.8	10.9	9.8
Cancom SE	implementacja IoT dla biznesu	COK GR Equit	0.5	0.5	0.4	7.9	7.1	6.5	22.6	18.4	15.9
Seco SPA	systemy i rozwiązania IoT dla różnych branż	IOT IM Equity	1.5	1.3	1.2	9.5	7.8	6.7	38.2	22.2	15.9
Alarm.com	dostarcza rozwiązania IoT (min. domowe)	ALRM US Equ	2.9	2.8	2.7	14.2	13.0	11.6	25.1	23.8	26.7
Johnson Controls PLC	dostarcza rozwiązania IoT (min. smart building)	JCI US Equity	2.7	2.6	2.5	19.4	17.4	16.0	26.9	23.0	20.1
Median total			1.5	1.3	1.2	9.5	7.8	6.7	25.1	22.2	15.9
Omnichip (implikowana wartość mnPLN)			8.5	8.0	7.7	17.0	14.6	13.2	33.5	31.5	23.9
Udział ATD			51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
Phoenix Systems - wycena udziału ATD (mnPLN)			4.35	4.10	3.94	8.69	7.44	6.74	17.10	16.06	12.20
Phoenix Systems - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			4.18	3.94	3.79	8.35	7.15	6.48	16.43	15.43	11.72
Phoenix Systems - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)			8.61								

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.4% od 2025-30e i 4.0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 6.0% od 2025-30e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1.0.
- Marża kredytowa w wysokości 2.5%.
- Stawka podatku dochodowego w wysokości 18.7%.
- Marża EBIT w okresie rezydualnym jako średnia z okresu prognozy.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Udziały niekontrolujące na bazie wyceny rynkowej spółek Omnichip i Phoenix Systems.
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 2.0% - uwzględniająca stopę reinwestycji kapitału.

Rating ESG

TMT	E	S	G
Score	0.26	0.60	1.00
Sector weight	20%	40%	40%
Final ESG Score	0.69		
ESG Rating	C		

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

Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Premia/ryzyko ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cost of equity	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	9.0%
Koszt długu	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	6.5%
Koszty długu po opodatkowaniu	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	5.3%
Waga kapitału własnego	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%
WACC	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	8.3%

Wycena DCF

(PLN mn)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Rok końcowy
Przychody	376	385	395	404	414	423	432
EBIT	10.1	11.0	14.1	14.4	14.7	15.1	14.2
Podatek na EBIT	-1.9	-2.1	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.7
NOPAT	8.2	9.0	11.4	11.7	12.0	12.2	11.6
Amortyzacja	12.4	9.7	8.7	8.3	8.2	8.2	8.2
Kapitał obrotowy	-24.2	-9.3	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
CAPEX	-6.7	-7.7	-7.9	-8.1	-8.3	-8.5	-9.3
FCFF	-10.4	1.6	11.3	11.1	11.0	11.1	9.6
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Wartość rezydualna							156.4
Współczynnik dyskonta	0.91	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55	0.51
Zdyskontowane przepływy	-9.4	1.3	8.4	7.4	6.7	6.1	84.5
EV	105.1						
Udziały mniejszościowe (rynkowe)	21.8						
Dług netto (31.12.24)	-34.6						
Inne	0.0						
Wartość kapitału własnego	117.9						
Liczba akcji (mn)	36.3						
12M cena docelowa (PLN)	3.77						
Cena akcji w dniu 23.05.25 (PLN)	3.07						
Potencjał	22.9%						

Wzrost przychodów	7%	3%	3%	2%	2%	2%	2.0%
Marża EBIT	2.7%	2.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.3%
Stawka podatku	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
CAPEX/przychody	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.2%
CAPEX/amortyzacja	54.1%	79.8%	90.6%	97.1%	100.8%	102.6%	113.3%

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
6.3%	4.0	4.3	4.6	5.0	5.5	6.2	7.2
7.3%	3.6	3.8	4.0	4.3	4.6	5.0	5.5
8.3%	3.2	3.4	3.6	3.8	4.0	4.3	4.6
9.3%	3.0	3.1	3.2	3.4	3.6	3.8	4.0
10.3%	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.4	3.6

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBIT w okresie rezydualnym/WACC	2.0%	2.5%	3.0%	3.3%	3.8%	4.3%	4.8%
6.3%	4.1	4.4	4.8	5.0	5.5	5.9	6.4
7.3%	3.3	3.7	4.0	4.3	4.7	5.1	5.5
8.3%	2.9	3.2	3.6	3.8	4.1	4.5	4.9
9.3%	2.6	2.9	3.2	3.4	3.7	4.1	4.4
10.3%	2.3	2.6	2.9	3.1	3.4	3.7	4.0

Source: Pekao Equity Research

Ryzyka

Ryzyko otoczenia gospodarczego. Działalność spółki jest zależna od kondycji krajowej i światowej gospodarki, która wpływa na wyniki finansowe oraz wysokość budżetów IT przedsiębiorstw. Sam wzrost niepewności gospodarczej może również wpłynąć na wysokość inwestycji informatycznych.

Ryzyko walutowe. Grupa importuje sprzęt teleinformatyczny, który jest rozliczany w walutach obcych (głównie EUR i USD), co implikuje ryzyko walutowe. W celu ograniczenia ryzyka, Spółka korzysta z instrumentów zabezpieczających na poziomie co najmniej 90.0% transakcji walutowych.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników. Działalność spółki prowadzona jest z uwzględnieniem min. specjalistów w zakresie IT, co powoduje, że ich utrata mogłaby narazić spółkę na ryzyko opóźnień w realizacji kontraktów oraz pozyskiwania nowych.

Opóźnienia dostaw. Grupa prowadzi działalność min. w oparciu o sprzęt IT przez co jest narażona na ryzyko opóźnień, utraty kontraktów i problemów z pozyskaniem nowych w sytuacji zakłóceń w łańcuchach dostaw.

Ryzyko konkurencji. Grupa działa na mocno rozdrobnionym rynku usług teleinformatycznych, co może negatywnie wpływać na wyniki finansowe oraz wymuszać ciągłą innowacyjność.

Ryzyko utraty kluczowego klienta i koncentracji zamówień. Grupa prowadzi sprzedaż usług do dużych podmiotów oraz klienta publicznego. W 2023 r. udział dwóch klientów przekroczył 10% przychodów ze sprzedaży jednostki dominującej - Atende. Przychody uzyskane od klienta z sektora publicznego wyniosły 40,6 mln zł, co oznacza 14% udziału w sprzedaży Spółki. Przychody od klienta z sektora telekomunikacji wyniosły 37,5 mln zł, co oznacza 12,9% udziału w sprzedaży Spółki.

Ryzyko związane z działalnością z klientem z sektora obronnego. Grupa prowadzi sprzedaż części usług, gdzie wymogiem jest posiadanie poświadczenia dostępu do informacji niejawnych o najwyższych klauzulach. Utrata takich poświadczeń może narazić spółkę na utratę klientów i przychodów z tego obszaru.

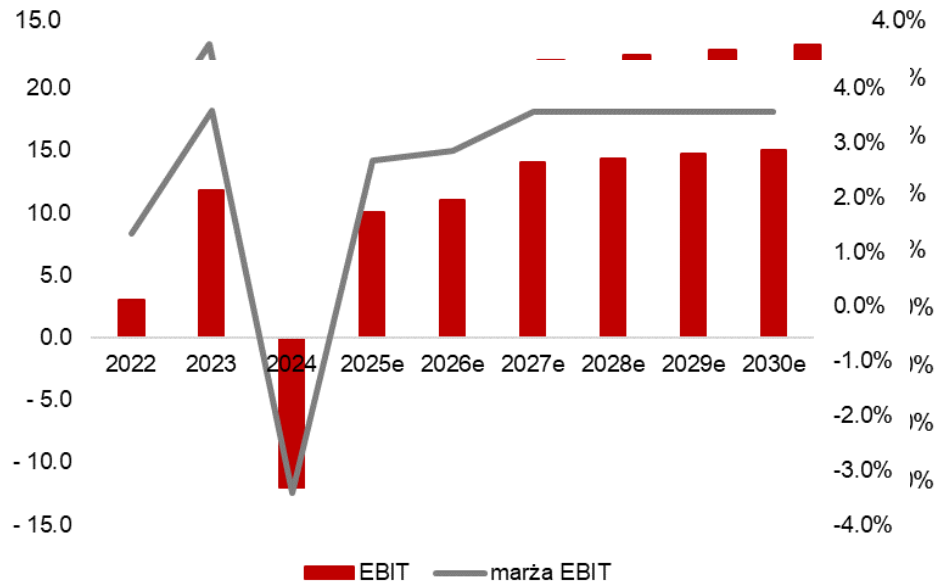
Ryzyko związane z pozyskiwaniem nowych kontraktów. Grupa prowadzi działalność w sektorze, gdzie większość zamówień jest rozstrzygana w formie przetargów, a presja cenowa konkurencji może powodować utratę zleceń oraz wpływać negatywnie na marżę.

Ryzyko związane z cyberbezpieczeństwem. W przypadku incydentu bezpieczeństwa IT i wycieku danych grupa jest narażona na ryzyko odszkodowawcze i reputacyjne, co może prowadzić do utraty klientów i roszczenia w tym zakresie.



Aktualizacja prognoz

Po lepszym od naszych oczekiwań 1Q'25, podwyższamy prognozę przychodów na cały rok do poziomu PLN 376mn (+7% r/r) vs. 365mn wcześniej. Wciąż zakładamy poprawę marży EBIT r/r biorąc pod uwagę planowane ukończenie I etapu prac na kontrakcie z PGE do poziomu 2.7%. Zakładamy, że kolejne okresy prognozy przyniosą dalszą odbudowę rentowności (docelowo 3.6% w 27e).



• Ź
Źródło: Pekao Equity Research

Podsumowanie zmian naszych prognoz przedstawiamy w poniższej tabeli:

	2025e			2026e			2027e		
	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana
Przychody	364.8	375.8	3.0%	375.4	385.5	2.7%	386.0	395.1	2.4%
EBITDA	17.9	22.5	25.4%	19.4	20.7	6.6%	21.2	22.8	7.4%
EBIT	5.5	10.1	82.8%	9.4	11.0	17.2%	12.4	14.1	13.4%
Zysk netto	2.9	6.6	127.5%	6.1	7.7	25.6%	8.5	10.1	19.2%

Source: Pekao Equity Research

Rachunek zysków i strat (PLN mn)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	226	328	352	376	385	395	404
Zysk brutto	54	67	49	76	80	84	86
Inne koszty operacyjne	-51	-55	-61	-66	-69	-70	-72
EBITDA	13	22	-1	22	21	23	23
EBIT	3	12	-12	10	11	14	14
Działalność finansowa	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
Zysk przed opodatkowaniem	-1	2	-14	8	9	12	13
Podatek dochodowy	0	-1	2	-2	-2	-2	-2
Zysk netto	2	7	-12	7	8	10	10
EPS (PLN)	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Bilans (PLN mn)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	109	153	181	191	193	200	206
Gotówka i ekwiwalenty	17	34	61	46	41	45	48
Pozostałe	91	119	120	145	152	155	158
Aktywa trwałe	55	65	70	65	63	62	62
Rzeczowe aktywa trwałe	24	23	26	20	18	17	17
Pozostałe	31	41	45	45	45	45	45
Aktywa ogółem	164	218	251	255	256	262	268
Kapitał własny	75	82	65	68	71	75	79
Zobowiązania długoterminowe	13	25	29	29	29	29	29
Zadłużenie długoterminowe	4	7	13	13	13	13	13
Pozostałe	9	18	16	16	16	16	16
Zobowiązania krótkoterminowe	76	110	157	158	156	158	160
Zadłużenie krótkoterminowe	10	15	13	13	13	13	13
Pozostałe	66	96	143	145	142	145	147
Pasywa ogółem	164	218	251	255	256	262	268
Dług netto	-3	-12	-35	-19	-14	-18	-21
Przepływy pieniężne (PLN m)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	2	7	-12	7	8	10	10
Amortyzacja	10	11	11	12	10	9	8
Inne (w tym ZKO)	3	5	45	-25	-9	-1	-1
Przepływy operacyjne	15	23	45	-6	8	18	18
CAPEX	-6	-8	-6	-7	-8	-8	-8
Pozostałe	0	-1	0	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	-6	-8	-5	-7	-8	-8	-8
Dywidenda	0	0	-5	-4	-5	-6	-7
Pozostałe	-2	3	-7	1	0	0	0
Przepływy finansowe	-2	3	-12	-3	-5	-6	-7
Zmiana gotówki	8	17	27	-16	-5	4	3
Gotówka na koniec okresu	17	34	61	46	41	45	48
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Wzrost r/r							
Przychody	10%	45%	7%	7%	3%	3%	2%
EBITDA	30%	74%	-103%	-3135%	-8%	10%	0%
EBIT	1928%	293%	-202%	-184%	10%	28%	2%
Zysk netto	-249%	310%	-262%	-155%	16%	32%	3%
EPS	-249%	310%	-262%	-155%	16%	32%	3%
Marże							
EBITDA	5.7%	6.8%	-0.2%	6.0%	5.4%	5.8%	5.6%
EBIT	1.3%	3.6%	-3.4%	2.7%	2.9%	3.6%	3.6%
Zysku netto	0.8%	2.3%	-3.4%	1.8%	2.0%	2.6%	2.6%
ROE	2.4%	9.0%	-18.4%	9.7%	10.8%	13.5%	13.2%
Wskaźniki bilansowe							
BVPS (PLN)	2.1	2.3	1.8	1.9	1.9	2.1	2.2
Dług netto/EBITDA	-0.2	-0.5	46.8	-0.8	-0.7	-0.8	-0.9
Zadłużenie/Kapitał własny	18.9%	26.8%	41.0%	39.3%	37.8%	35.7%	34.1%

Source: Pekao Equity Research

Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EPS, GAAP	0.0	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Revenue	226	328	352	376	385	395	404	414	423
Gross Margin %	24.0%	20.4%	13.9%	20.2%	20.7%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
EBIT	3.0	11.8	-12.0	10.1	11.0	14.1	14.4	14.7	15.1
EBITDA	12.9	22.4	-0.7	22.5	20.7	22.8	22.7	22.9	23.3
Net Income, GAAP	1.8	7.4	-12.0	6.6	7.7	10.1	10.4	10.7	10.9
Net Debt	-3	-12	-35	-19	-14	-18	-21	-23	-24
BPS	2.07	2.27	1.80	1.87	1.95	2.06	2.16	2.24	2.29
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Return on Equity %	2.4%	9.0%	-18.4%	9.7%	10.8%	13.5%	13.2%	13.1%	13.1%
Return on Assets %	1.1%	3.4%	-4.8%	2.6%	3.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
Depreciation	10	11	11	12	10	9	8	8	8
Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	9	15	39	-13	0	10	10	10	10
CAPEX	-6	-8	-6	-7	-8	-8	-8	-8	-8

Source: Atende (22-24), Pekao Equity Research

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 26 MAJA 2025 R. O GODZINIE 07:30 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 26 MAJA 2025 R. O GODZINIE 07:35 CET.

ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

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.

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE 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
Lukas Cinikas	Analityk	Atende	brak	brak	brak	brak

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

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

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

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

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

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

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

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

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

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

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

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

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

Zastrzeżone: rating i / lub prognozy finansowe i / lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszane. 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