

Atende

Nie tylko integrator

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji na spółkę, rekomendując KUPNO z 12 miesięczną ceną docelową na poziomie PLN 4.8. Grupa Atende skupia się na sprzedaży usług IT (głównie integracji) do dużych klientów korporacyjnych oraz sektora publicznego.

- Wyniki finansowe grupy za 2021 i '22 rok były obciążone negatywną sytuacją związaną z utratą dostępu do certyfikatów bezpieczeństwa przemysłowego oraz opóźnieniami w dostawach produktów od głównych dostawców. Skonsolidowane przychody spadły w '21 i '22 roku do odpowiednio PLN 205.3mn i PLN 225.6mn vs. PLN 260.1mn w '20 roku.
- Wg danych szacunkowych Spółki, w I półroczu b.r. grupa odnotowała PLN 145.8mn przychodów, co oznacza wzrost r/r o 41.9% przy jednoczesnym zwiększeniu wyniku EBIT do poziomu PLN 8.4mn (PLN 0.9mn w I półroczu '22 roku). Biorąc powyższe pod uwagę, zakładamy, że w całym '23 roku grupa zwiększy skonsolidowane przychody do poziomu PLN 295.4mn (+31.0% r/r – najwyższa dynamika od '17 roku) i odnotuje PLN 18.1mn zysku operacyjnego (EBIT). W kolejnych latach zakładamy normalizację dynamik wzrostu przychodów, w '24 i '25 roku prognozujemy ich wzrost o odpowiednio 18.3% i 10.7% r/r.
- Grupa odnotowała w ostatnich kwartałach wzrost marży brutto ze sprzedaży (24.7% w Q1'23 vs. 20.8% rok wcześniej). Zakładamy poprawę rentowności w obecnym roku do 26.3% vs. 24.0% w '22 i lekki spadek poziomów marży brutto ze sprzedaży w kolejnych latach (25.1% w '29 roku), zakładając konserwatywnie, że presja wynagrodzeń ze strony pracowników IT może wciąż wpływać na rentowność biznesu.

Podstawowe informacje finansowe

PLN mn	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	260.1	205.3	225.6	295.4	349.5	387.0	412.9
EBITDA	65.9	9.9	12.9	28.3	30.9	32.0	32.9
EBIT	52.9	0.1	3.0	18.1	20.9	22.3	23.0
Zysk netto	38.7	-1.2	1.8	14.5	16.6	17.8	18.3
EPS	1.06	-0.03	0.05	0.38	0.44	0.47	0.49
DPS	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	5.8%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	2.7	neg.	58.2	7.6	6.6	6.1	6.0
EV/EBITDA	0.7	neg.	8.0	3.4	2.7	2.3	1.8

Źródło: Spółka ('20-'22), Pekao Equity Research

Kupuj (raport inicjujący)

Cena docelowa **PLN 4.8**

Potencjał wzrostu **+66.4%**
 Cena z 8 września 2023 **PLN 2.90**

ESG Rating **C**
Punkty ESG **0.76**

Wykres relatywny akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport za I półrocze '23	12.09.23
Raport za III kwartał '23	14.11.23

INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg	ATD PW
Free float (%)	41.2
Kapitalizacja (PLNmn)	105.4

Akcjonariusze	Roman Szwed z podmiotem powiązany 32.9%
	OFE NN 16.8%
	OFE PKO BP Bankowy 9.1%

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl



Spis treści

Model biznesowy	3
Otoczenie rynkowe	10
Prognozy finansowe	10
Podsumowanie wyceny	12
Ryzyka	17
Zastrzeżenia	21

Dane na dzień: 08.09.23 17:50



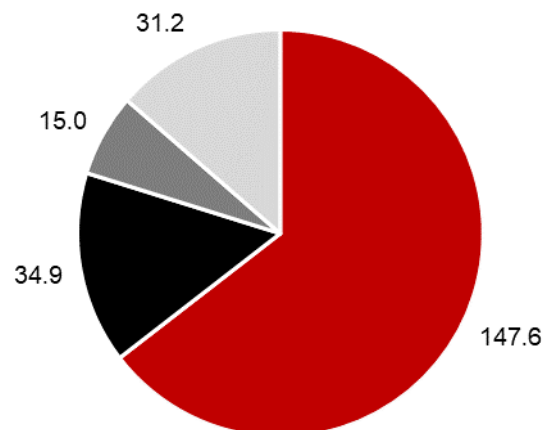
Model biznesowy

Przedmiot, segmenty działalności oraz przychody

Głównym przedmiotem działalności Grupy Kapitałowej Atende jest **integracja systemów teleinformatycznych dla dużych klientów korporacyjnych z sektora TMT, energetycznego i finansowego**. Spółka ma ponad trzydziestoletnie doświadczenie w realizacji wielu projektów wdrożeniowych, obejmujących doradztwo, projektowanie, budowę, uruchamianie i usługi serwisowe systemów służących do gromadzenia i przetwarzania danych.

Ponadto, grupa posiada min. kompetencje w zakresie usług inteligentnego opomiarowania sieci energetycznych, projektowania układów elektrycznych, wdrażania systemów ERP i outsourcingu IT.

2022 (PLN mn)



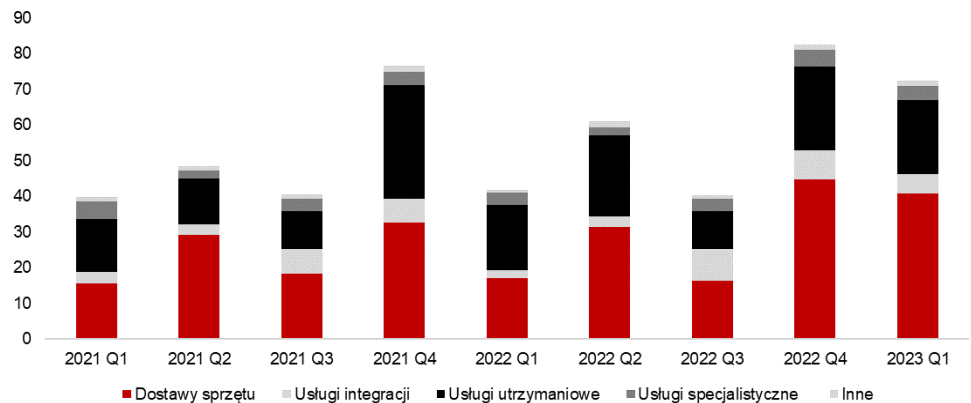
■ Integracja IT ■ Dedykowane rozwiązania własne ■ Infrastruktura IT ■ Pozostałe

Źródło: Atende (bez wyłączeń konsolidacyjnych), Pekao Equity Research

Pod względem linii produktowych, historycznie, w strukturze sprzedaży dominowały dostawy sprzętu (gdzie Spółka prezentuje min. wartość sprzętu przekazywanego w ramach usług wdrożeniowych) oraz usługi serwisowe i utrzymaniowe.



Podział przychodów według linii produktowych (PLN mn)

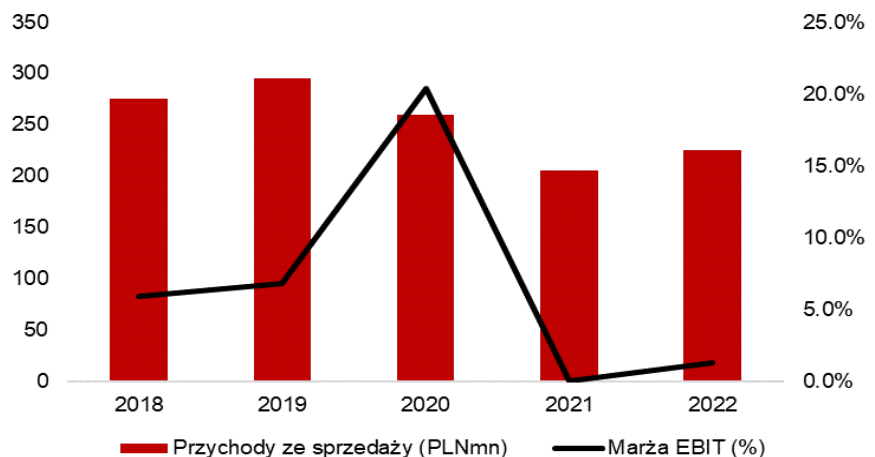


Źródło: Atende, Pekao Equity Research

Przychody grupy charakteryzują się sezonowością. Największe przychody grupa odnotowuje w IV kwartale. Wiąże się to ze wzrostem w tym okresie wydatków przedsiębiorstw oraz instytucji publicznych na modernizację i rozbudowę infrastruktury technicznej. Z kolei III kwartał roku był historycznie okresem najniższych przychodów z uwagi na sezon wakacyjny i mniejszą intensywność prac. Geograficznie, zarówno w '21 jak i '22 roku dominowała sprzedaż krajowa – odpowiednio 96.4% i 95.6% przychodów ze sprzedaży.

Na osiągnięte wyniki finansowe w '21 roku znaczący wpływ miała utrata przez spółkę świadectw bezpieczeństwa przemysłowego przez co otrzymała ona kary umowne od klienta oraz nie zrealizowała marży z zawartych umów. **Wg Spółki, spowodowało to zmniejszenie EBIT o PLN 7.9mn.** Drugim, negatywnym czynnikiem, który wpływał również na wyniki '22 roku były opóźnienia w dostawach produktów związane z zakłóceniami w łańcuchu dostaw kluczowego dostawcy spółki, co wpłynęło na przesunięcie części przychodów ze sprzedaży na kolejne kwartały i mniejszą marżę realizowanych kontraktów oraz utratę potencjalnych korzyści w konsekwencji rezygnacji niektórych klientów z zamawiania sprzętu.

Z kolei znaczący wzrost marży EBIT w '20 r. był wynikiem sprzedaży udziałów w spółce zależnej Atende Software, dzięki czemu odnotowano dodatni wynik na transakcji w wysokości PLN 33.3mn.



Źródło: Atende, Pekao Equity Research



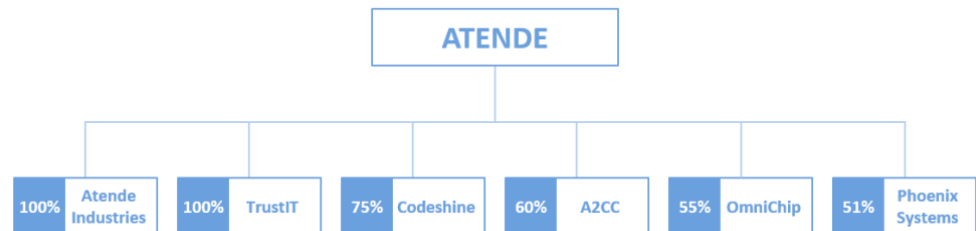
Koszty

W strukturze kosztów operacyjnych dominowały historycznie usługi obce oraz wynagrodzenia, które stanowiły w '22 roku ponad 80% kosztów operacyjnych.

PLNm	2018	2019	2020	2021	2022
Amortyzacja	8.0	14.4	13.0	9.8	9.9
Zużycie materiałów i energii	7.5	7.8	3.7	3.4	4.0
Usługi obce	102.9	106.9	83.9	66.0	74.6
Podatki i opłaty	1.1	1.0	0.7	0.8	0.7
Wynagrodzenia	40.6	44.6	42.5	34.2	38.7
Ubezpieczenia społeczne	7.8	8.9	7.6	6.6	7.7
Pozostałe koszty rodzajowe	4.9	4.8	2.1	2.2	2.6
Koszty operacyjne	172.8	188.3	153.5	122.9	138.1
Udział w kosztach operacyjnych %					
Amortyzacja	4.6%	7.6%	8.5%	8.0%	7.2%
Zużycie materiałów i energii	4.4%	4.1%	2.4%	2.8%	2.9%
Usługi obce	59.5%	56.7%	54.7%	53.7%	54.0%
Podatki i opłaty	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
Wynagrodzenia	23.5%	23.7%	27.7%	27.8%	28.0%
Ubezpieczenia społeczne	4.5%	4.7%	4.9%	5.3%	5.6%
Pozostałe koszty rodzajowe	2.8%	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%

Źródło: Spółka, Pekeao Equity Research

Struktura grupy kapitałowej



Źródło: Spółka

W 2022 r. udział spółek zależnych w sprzedaży Grupy (bez wyłączeń konsolidacyjnych i sprzedaży pozostałej poza segmentami działalności) wyniósł 13.6%, jednak udział w marży ze sprzedaży sięgnął 29.4%, a w wyniku EBITDA już 37.5%.

Spółki zależne świadczą głównie usługi własne, charakteryzujące się wyższą rentownością. W 2022 r. średnia marża ze sprzedaży w spółkach zależnych wyniosła 81,5% a w Atende S.A. 30.9%.

Na dzień 31 marca 2023 r. grupa kapitałowa Atende składała się z jednostki dominującej oraz sześciu podmiotów zależnych:



- Atende Industries sp. z o.o (emitent posiada 100% kapitału zakładowego i głosów na zgromadzeniu wspólników). Spółka tworzy głównie oprogramowanie i platformy dla sektora energetycznego. redGrid to platforma umożliwiająca zdalny pomiar parametrów energii elektrycznej oraz zarządzanie zainstalowanymi urządzeniami pomiarowymi. System został wdrożony w '12 roku przez Energa-Operator.

- TrustIT sp. z o.o. (Emitent posiada 100% udziałów i głosów na zgromadzeniu wspólników). Spółka zajmuje się kompleksową dostawą usług outsourcingu IT dla klienta biznesowego (min. obsługa sieciowa i administracyjna).

- Codeshine sp. z o.o. (Emitent posiada 75,31% kapitału zakładowego i głosów na zgromadzeniu wspólników). Spółka tworzy strony i aplikacje (web, mobile) dla sektora B2B. W ostatnim czasie, spółka angażuje się również w projekty dotyczące wdrażania rozwiązania Open Source – Decidim, stosowanego do procesów partycypacyjnych przez organy samorządowe oraz systemy elektronicznego obiegu dokumentów.

- A2 Customer Care sp. z o.o. (Emitent posiada 60% kapitału zakładowego i głosów na zgromadzeniu wspólników). Spółka prowadzi działalność w zakresie wdrażania rozwiązań ERP dla klienta biznesowego w oparciu o oprogramowanie SAP, Oracle i IBM. W '22 roku spółka oraz emitent (jako członek konsorcjum) zawarła umowę na wykonanie i wdrożenie systemu CRM w grupie PGE o wartości 154.3 mln zł brutto.

- OmniChip sp. z o.o. (Emitent posiada 55% kapitału zakładowego i głosów na zgromadzeniu wspólników). Spółka specjalizuje się w projektowaniu układów elektronicznych (scalonych), wykonując głównie usługi dla zewnętrznych firm półprzewodnikowych. Spółka tworzy również technologię dla półprzewodnikowego rynku IP.

- Phoenix Systems sp. z o.o. (Emitent posiada 51% kapitału zakładowego i głosów na zgromadzeniu wspólników). Spółka tworzy oprogramowanie dla rozwiązań Internetu Rzeczy (IoT). Flagowym produktem jest system operacyjny Phoenix-RTOS przeznaczony dla urządzeń IoT, stosowany np. w Inteligentnych licznikach (min. kooperacja z spółką Apator S.A.). Spółka planuje również rozwój systemu dla sektora lotniczego oraz kosmicznego.

27 kwietnia 2023 r. nastąpiło:

- 1) zawarcie umowy inwestycyjnej w wykonaniu której Spółka obejmie 20.0% wszystkich akcji w kapitale zakładowym Cryptomage S.A. w zamian za cenę PLN 1.0mn
- 2) umowy sprzedaży 102.055 uprzywilejowanych akcji imiennych w kapitale zakładowym Cryptomage S.A. za cenę uzależnioną od wyników finansowych Cryptomage S.A. za 2024 r. (nie niższą niż PLN 0.2mn i nie wyższą niż PLN 8.0mn) przy czym docelowo zamiarem Emitenta jest uzyskanie pakietu kontrolnego w Cryptomage.

Cryptomage realizuje rozwój technologiczny produktu Cryptomage Cyber Eye, którego celem jest wykrywanie zagrożeń cybernetycznych poprzez analizę nietypowych zachowań w ruchu sieciowym przy użyciu autorskich algorytmów.

Poniżej prezentujemy historyczne wyniki finansowe spółek zależnych:



	% udziałów	Przychody netto ze sprzedaży			EBIT			Zysk netto		
		2022	2021	2020	2022	2021	2020	2022	2021	2020
Atende Industries	100%	7.3	7.0	2.4	0.3	-0.4	0.7	0.1	-0.4	0.6
TrustIT	100%	7.1	6.1	4.8	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4	0.1
A2 Customer Care	60%	5.5	4.0	4.7	-1.2	1.1	1.3	-1.1	1.0	1.3
Phoenix Systems	51%	5.2	4.5	3.9	1.0	0.7	0.6	0.8	0.5	0.5
OmniChip	55%	4.7	2.8	1.9	1.5	0.9	0.1	1.3	0.8	0.0
Codeshine	75%	1.4	1.6	0.6	-0.1	0.3	-0.2	-0.1	0.3	-0.3

Źródło: Spółka, KRS, Pekao Equity Research

Klienci

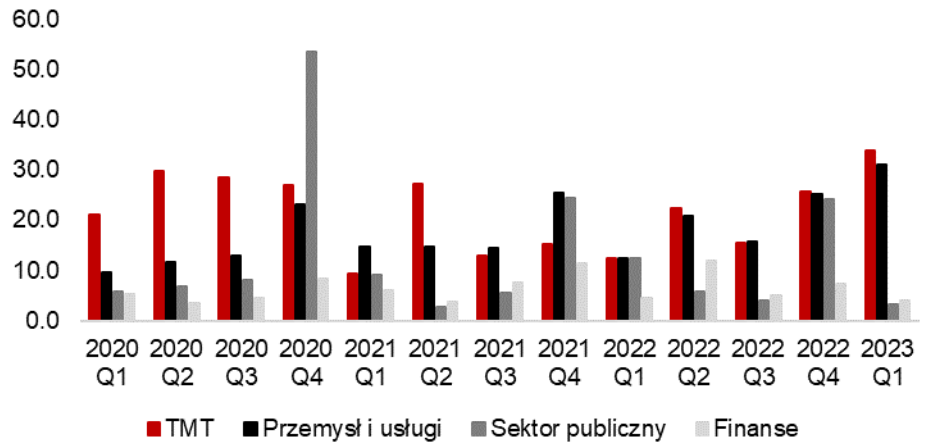
Głównych odbiorców usług grupy możemy podzielić na cztery kategorie:

- **TMT - Sektor TMT stanowił największy udział w sprzedaży wśród klientów grupy w '22 roku (33.7% skonsolidowanych przychodów).** 72.0% przychodów z tego obszaru pochodziło od operatorów mobilnych. Realizowane projekty dotyczyły głównie rozbudowy infrastruktury transmisji danych, w tym w zakresie LTE i systemów billingowych. Spółka kładzie w tym obszarze nacisk na rozwój swojego flagowego produktu - SMAcS do zarządzania usługami abonenckimi w sieciach i rozliczania abonentów.
- **Przemysł, handel, usługi – przychody klientów z tego obszaru wzrosły w '22 roku o 6.4% r/r do poziomu PLN 74.1mln (32.8% skonsolidowanych przychodów ogółem).** Znaczącą grupą klientów w tym obszarze były przede wszystkim spółki energetyczne. Grupa realizowała min. rozbudowę infrastruktury sieciowej (PLN 9.5mn), projekt rozwoju inteligentnych sieci energetycznych (PLN 7.3mn – realizowana przez Atende Industries) oraz wdrażała rozwiązania ERP (PLN 5.5mn poprzez A2 Customer Care). W tym obszarze działała również spółka zależna - Phoenix System realizując głównie prace rozwojowe w projektach inteligentnych liczników gazu i energii elektrycznej.
- **Sektor publiczny – skonsolidowana sprzedaż do sektora wzrosła w '22 roku o 11.4% r/r do poziomu PLN 46.6mn.** Największym projektem była rozbudowa i utrzymanie platformy wirtualizacji dla Ministerstwa Obrony Narodowej (PLN 9.9mn – 21.2% przychodów segmentu)
- **Sektor finansowy – Przychody do klientów z sektora w '22 roku były na poziomie niższym r/r o 1.0% i stanowiły 12.8% przychodów skonsolidowanych grupy.** Największe znaczenie miała sprzedaż do podmiotów rynku kapitałowego oraz banków (65.0%). Główne realizacje dotyczyły rozbudowy infrastruktury sieciowej i serwerowej

W mixie sprzedażowym widoczna jest od kilku kwartałów tendencja w postaci zwiększania udziałów w przychodach ze sprzedaży do klientów z obszaru TMT oraz przemysł, handel i usługi.

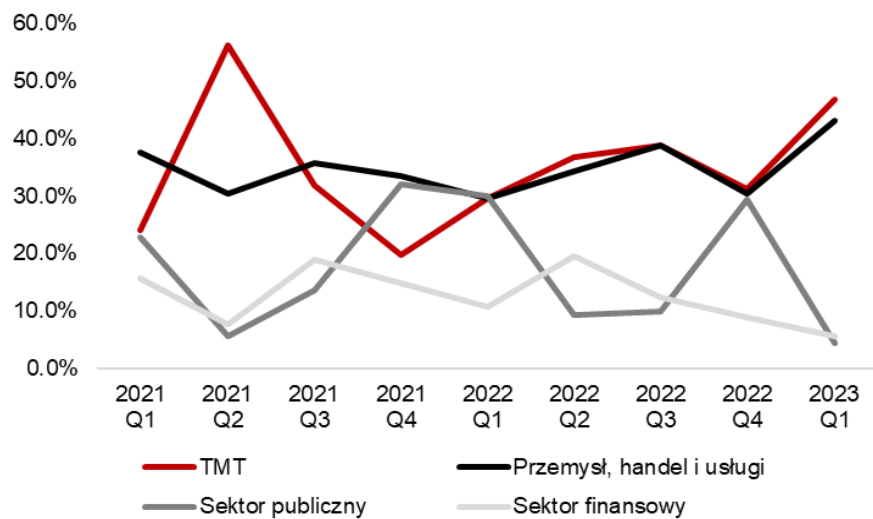


Struktura sprzedaży do sektorów (PLN mn)



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

% skonsolidowanych przychodów, q



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Strategia

W marcu '22 roku spółka zaprezentowała strategię Atende Next na lata 2022-24. Jej **głównym założeniem jest przejście w kierunku oferowania całościowych rozwiązań opartych o produkty i usługi własne w modelu subskrypcyjnym**. Udział tego segmentu w '24 roku ma stanowić 40.0% skonsolidowanych przychodów, a **jego rozwój ma się odbywać w obszarach chmury obliczeniowej, cyberbezpieczeństwie, rozwiązaniach branżowych dla telekomunikacji, energetyki oraz Przemysłu 4.0**. Celem zarządu jest podwojenie



znormalizowanego wyniku EBITDA Grupy z '21 (PLN 22.8 mln) roku na koniec okresu strategii uwzględniając również akwizycje.

Obserwując obecne trendy wynikowe, oceniamy jednak, że spółce nie uda się osiągnąć zakładanych poziomów w zakresie udziału segmentu subskrypcyjnego w przychodach ogółem. Biorąc pod uwagę wszystkie przychody z usług serwisowych i utrzymaniowych, szacujemy że będą one stanowić w przyszłym roku ok. 27.5% i przychodów skonsolidowanych ogółem.

Program motywacyjny

W Spółce funkcjonuje program motywacyjny skierowany do kluczowych pracowników. Ma on być realizowany w formie emisji nie więcej niż 2.180.600 warrantów uprawniających do objęcia akcji.

Emisja warrantów uzależniona jest od realizacji celów wynikowych, tj. skonsolidowanego zysku netto nie niższego niż:

- 12.0 mln zł w roku 2022 r.
- 15.2 mln zł w roku 2023 r.
- 19.0 mln zł w roku 2024 r.

Biorąc pod uwagę nasze projekcje finansowe, zakładamy że w wyniku realizacji programu zostanie wyemitowanych 1.300.835 akcji.

Dywidenda

Spółka od '22 roku nie wypłacała dywidendy, również Walne Zgromadzenie zdecydowało w czerwcu '23 roku o przeznaczeniu zysku netto spółki za rok obrotowy 2022 w całości na kapitał zapasowy spółki. **Biorąc jednak pod uwagę nasze założenia modelowe i zakładaną, wysoką pozycję gotówkową w bilansie, spółka w najbliższych latach może powrócić do polityki wypłacania zysku dla akcjonariuszy tak jak to miało miejsce w latach przed '22 rokiem.**

Akcjonariat

Największym akcjonariuszem spółki jest Pan Roman Szwed (32.9% głosów na WZ wraz z wraz z podmiotem powiązany - Spinoza Investments Sp. z o. o. S.K.A.), który jest założycielem i obecnym Przewodniczącym RN Spółki.

Powyżej 5.0% głosów na WZ posiadają również Nationale-Nederlanden OFE oraz PKO BP BANKOWY OFE.

Najważniejsze wydarzenia w okresie bieżącego roku

- 23 marca 2023 r. Spółka otrzymała zamówienia od operatora telefonii komórkowej na łączną kwotę 5.1 mln USD na dostawy sprzętu, oprogramowania oraz usług w ramach rozbudowy sieci pakietowej. Zamówienia zostaną zrealizowane w ciągu 12 miesięcy.
- 10 maja 2023 r. spółka podpisała umowę z klientem z sektora publicznego na dostawę sprzętu i oprogramowania wraz ze wsparciem serwisowym i



gwarancyjnym, o maksymalnej wartości 21,7 mln zł brutto. Dostawa ma nastąpić w okresie nieprzekraczającym 18 miesięcy.

Otoczenie rynkowe

Zgodnie z prognozami firmy doradczej Gartner z lipca '23, światowy rynek IT w '23 roku ma odnotować wzrost wydatków o 4.3% r/r do poziomu USD 4.7bn. Obciążeniem dla rynku ma być przede wszystkim segment urządzeń z uwagi na utrzymującą się presję inflacyjną oraz niepewność makroekonomiczną klienta detalicznego. Gartner prognozuje, że wydatki na sam obszar usług IT mają wzrosnąć w '23 o 8.8%. **Najszybciej rosnącym obszarem ma być w tym roku segment oprogramowania (+13.7% r/r)** z uwagi na zakładaną, poprawę efektywności w przedsiębiorstwach, co powinno wspierać wydatki na systemy CRM i ERP. **'24 rok ma z kolei przynieść mocne odbicie globalnych wydatków IT na poziomie +8.8% r/r**, a motorem napędowym będą nadal obszary software i usług notujące dwucyfrowe dynamiki wzrostu.

Wg danych Computerworld, w '22 roku krajowy rynek IT wzrósł o 13.0% do PLN 101.0mld. Przedstawiciele sektora w obecnym roku zwracają uwagę na wciąż wymagający rynek pracownika i mało optymistyczne nastroje zakupowe firm w inflacyjnym otoczeniu spowolnienia gospodarczego.

Prognozy finansowe

Założenia w zakresie prognoz przychodów

Wg danych szacunkowych Spółki, w I półroczu b.r. grupa odnotowała na poziomie skonsolidowanym PLN 145.8mn przychodów, co oznacza wzrost r/r o 41.9% przy jednoczesnym zwiększeniu wyniku EBIT do poziomu PLN 8.4mn (PLN 0.9mn w I półroczu '22 roku). Biorąc powyższe pod uwagę, zakładamy, że w całym '23 roku grupa zwiększy skonsolidowane przychody do poziomu PLN 295.4mn (+31.0% r/r – najwyższa dynamika od '17 roku) i odnotuje PLN 18.1mn zysku operacyjnego (EBIT).

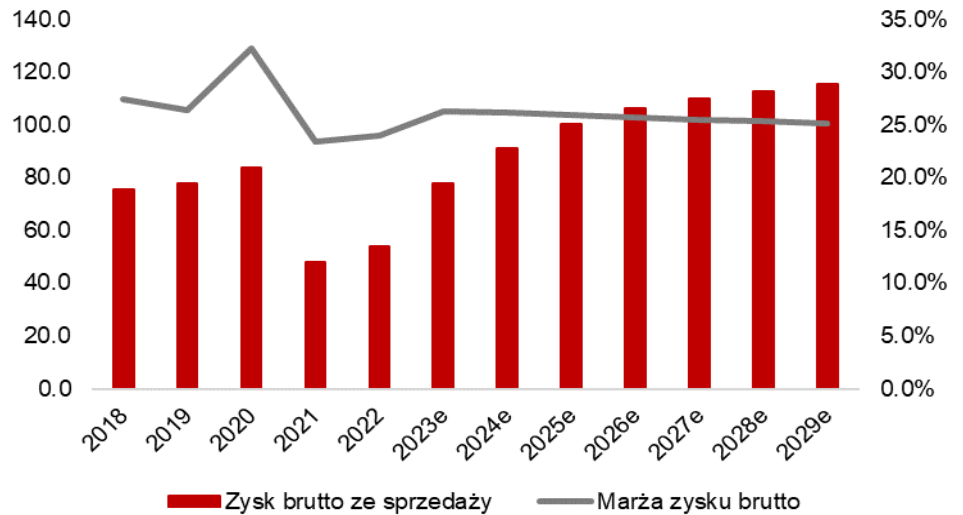
W kolejnych latach zakładamy normalizację dynamik wzrostu przychodów, w '24 i '25 roku zakładamy wzrost o odpowiednio 18.3% i 10.7% r/r. Zakładamy, że największe dynamiki wzrostu powinny charakteryzować segment integracji i dostaw sprzętu z uwagi na rosnący udział sprzedaży do klientów z obszaru TMT i energetycznego, gdzie grupa zbudowała przez lata relacje biznesowe oraz zebrała doświadczenie i referencje w świadczeniu usług. W dalszej perspektywie zakładamy również wzrost udziału w mixie sprzedażowym usług serwisowych i utrzymaniowych.

Założenia w zakresie prognoz rentowności

Grupa Atende odnotowała w ostatnich kwartałach wzrost marży brutto ze sprzedaży (24.7% w Q1'23 vs. 20.8% rok wcześniej). Zakładamy poprawę rentowności w obecnym roku do 26.3% vs. 24.0% w '22 i lekki spadek poziomów marży brutto ze sprzedaży w kolejnych latach (25.1% w '29 roku), zakładając

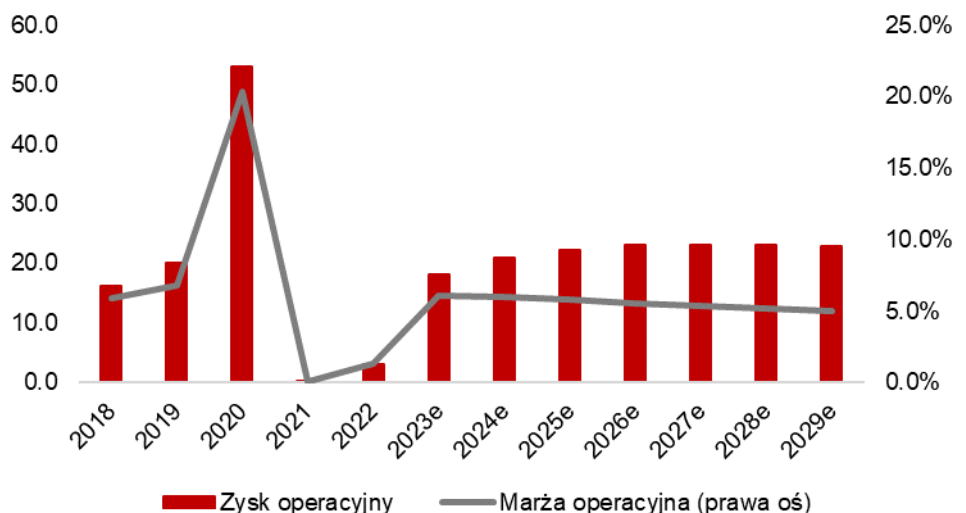


konserwatywnie, że presja wynagrodzeń ze strony pracowników IT może wciąż wpływać na rentowność biznesu.



Źródło: Atende (lata '18-22), Pekao Equity Research

I kwartał '23 roku pokazał mocny spadek kosztów ogólnego zarządu w stosunku do przychodów (18.3% vs. 28.5% rok wcześniej i 6.2% marży EBIT vs. ujemne wartości rok wcześniej). **Szacunkowe wyniki za 1HY'23 implikują wzrost marży EBIT za całe półrocze do 5.8% vs. 0.9% rok wcześniej. Zakładamy utrzymanie się tego trendu w II połowie b.r. (już jednak nie na taką skalę jak w Q1'23) oraz stały poziom kosztów SG&A do przychodów w kolejnych latach.**



Źródło: Atende (lata '18-22), Pekao Equity Research



ESG rating*

TMT	E	S	G
Score	0.38	0.71	1.00
Sector weight	20%	40%	40%
Final ESG Score	0.76		
ESG Rating	C		

	punkty od:	do	Rating	Wpływ na WACC (% of RFR)
Punktacja ESG	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research *w '22 spółka nie była zobowiązana do sporządzania raportu ESG i opieramy się na danych publicznie dostępnych

Podsumowanie wyceny

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	4.8	100%
12M wycena mnożnikowa	6.2	0%
12M cena docelowa	4.8	
Obecna cena	2.9	
Potencjał (%)	66.4%	

Source: Pekao Equity Research.

Peers valuation

Company name	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Atos SE	ATO FP Equity	0.1	0.1	0.1	5.6	4.7	3.6	6.9	3.3	2.1
Capgemini SE	CAP FP Equity	1.3	1.2	1.1	9.8	9.0	8.3	14.8	13.5	12.2
Tieto OYJ	TIETO NO Eq	0.9	0.9	0.8	7.5	7.0	6.8	10.1	9.3	8.8
Sopra Steria Group	SOP FP Equity	0.7	0.7	0.6	7.8	7.0	6.5	12.0	10.3	9.3
Computacenter PLC	CCC LN Equity	0.4	0.4	0.4	7.3	6.9	6.6	14.5	13.9	13.3
Accenture PLC	ACN US Equity	3.1	3.1	2.9	17.0	16.0	14.6	28.5	26.5	24.3
Asseco Poland	ACP PW Equity	0.3	0.3	0.3	4.1	4.0	3.8	12.7	11.9	11.4
Comarch	CMR PW Equity	0.5	0.5	0.5	4.3	3.9	3.6	12.9	11.1	10.3
Asseco BS	ABS PW Equity	3.4	3.4	3.2	10.2	9.3	8.9	N/A	N/A	N/A
Cognizant	CTSH US Equity	1.8	1.8	1.7	10.6	9.7	8.8	16.3	15.2	13.7
Mediana		0.8	0.8	0.7	7.7	7.0	6.7	12.9	11.9	11.4
Atende		0.4	0.3	0.3	3.4	2.7	2.3	7.6	6.6	6.1
Premia/dyskonto		123%	158%	174%	127%	154%	192%	71%	81%	86%
Implikowana wartość na akcję PLN		6.3	7.2	7.7	6.0	6.3	6.5	5.0	5.3	5.4

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Udziały w Omnichip

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Przychody	1.9	2.8	4.7	5.3	5.9	6.6
EBITDA	0.5	1.1	2.0	2.2	2.4	2.6
EBIT	0.1	0.9	1.5	1.7	1.8	2.0
Zysk netto	0.0	0.8	1.3	1.5	1.6	1.8
Dług netto	0.7	-0.3	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5

Źródło: KRS, Atende, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Realtek Semiconductor Corp	Projektant, tester i dystrybutor układów scalonych	2379 TT Equity	2.1	2.0	1.8	16.8	12.2	10.6	22.7	16.8	14.4
Mediatek Inc	B+R, produkcja i sprzedaż półprzewodników	2454 TT Equity	2.5	2.3	2.0	12.2	9.3	7.9	16.8	13.4	11.5
AT&S	Producent płytek PCB i podłoża do półprzewodników	ATS AV Equity	0.6	0.6	0.5	6.0	5.8	3.8	9.3	72.3	7.4
Synopsys Inc	IP i software do produkcji układów scalonych	SNPS US Equity	10.8	10.6	10.1	31.2	27.1	23.4	41.4	36.0	31.1
Cadence Design Systems Inc	IP, software, hardware do produkcji układów scalonych	CDNS US Equity	15.1	14.3	12.8	35.5	31.0	26.8	47.0	40.9	36.1
Mediana			2.5	2.3	2.0	16.8	12.2	10.6	22.7	36.0	14.4
Omnichip (implikowana wartość mnPLN)			13.3	13.7	13.4	38.5	30.9	29.2	33.1	58.8	26.0
Udział ATD			55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Omnichip - wycena udziału ATD (mnPLN)			7.33	7.51	7.36	21.16	16.99	16.04	18.20	32.32	14.29
Omnichip - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			6.00	6.15	6.02	17.32	13.90	13.12	14.89	26.44	11.69
Omnichip - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)							12.8				

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research



Udziały w Phoenix Systems

Nasze założenia do wyceny spółki:

PLN mn	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Przychody	3.9	4.5	5.2	5.9	6.7	7.7
EBITDA	1.0	1.1	1.4	1.5	1.7	1.9
EBIT	0.6	0.7	1.0	1.2	1.4	1.5
Zysk netto	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0	1.2
Dług netto	-0.6	-0.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2

Źródło: KRS, Atende, Pekao Equity Research

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Krótki opis spółki	Ticker	P/S			EV/EBITDA			P/E		
			2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Kontron AG	rozwiązania IoT dla biznesu	KTN GY Equity	0.9	0.8	0.8	8.4	7.1	6.1	17.1	14.2	12.1
Cancom SE	implementacja IoT dla biznesu	COK GR Equit	0.6	0.5	0.5	8.8	7.4	6.8	21.9	16.5	15.2
Seco SPA	systemy i rozwiązania IoT dla różnych branż	IOT IM Equity	2.2	1.9	1.5	13.0	9.9	7.5	28.6	17.4	12.0
Alarm.com	dostarcza rozwiązania IoT (min. domowe)	ALRM US Equ	3.3	3.2	3.1	22.0	19.3	16.7	35.2	30.3	26.5
Johnson Controls PLC	dostarcza rozwiązania IoT (min. smart building)	JCI US Equity	1.4	1.4	1.3	11.9	11.0	10.2	16.4	14.5	12.9
Median total			1.4	1.4	1.3	11.9	9.9	7.5	21.9	16.5	12.9
Omnichip (implikowana wartość mnPLN)			8.3	9.3	10.1	19.3	18.0	15.4	19.5	16.8	15.0
Udział ATD			51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
Phoenix Systems - wycena udziału ATD (mnPLN)			4.22	4.75	5.17	9.85	9.20	7.86	9.96	8.55	7.65
Phoenix Systems - udziały mniejszości ATD (mnPLN)			4.05	4.56	4.97	9.47	8.84	7.55	9.57	8.22	7.35
Phoenix Systems - udziały mniejszości rynkowe (mnPLN)							7.17				

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research



Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.6% od 2024-29e i 4.0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 6.0% od 2024-29e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1.0.
- Marża kredytowa w wysokości 2.5%.
- Efektywna stawka podatku dochodowego w wysokości 21.9%.
- 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.
- Zakładamy rozwodnienie liczby akcji w wyniku realizacji programu motywacyjnego.

Kalkulacja WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Rok końcowy
Stopa wolna od ryzyka	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	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	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	9.0%
Koszt długu	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	6.5%
Koszty długu po opodatkowaniu	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	5.1%
Waga kapitału własnego	86%	88%	90%	91%	92%	93%	93%
WACC	10.9%	11.0%	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	8.7%

Wycena DCF

(PLN mn)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Rok końcowy
Przychody	350	387	413	432	446	460	469
EBIT	20.9	22.3	23.0	23.2	23.0	22.9	23.3
Podatek na EBIT	-4.6	-4.9	-5.0	-5.1	-5.1	-5.0	-5.1
NOPAT	16.3	17.4	18.0	18.1	18.0	17.9	18.2
Amortyzacja	10.0	9.7	9.9	10.3	10.7	11.1	11.1
Kapitał obrotowy	-6.9	-5.6	-3.1	-2.0	-1.3	-1.3	-1.3
CAPEX	-9.2	-10.2	-10.8	-11.3	-11.7	-12.1	-12.8
FCFF	10.3	11.3	13.9	15.1	15.8	15.7	15.3
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>							2.0%
Wartość rezydualna							233.9
<i>Współczynnik dyskonta</i>	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.49
Zdyskontowane przepływy	9.3	9.2	10.2	9.9	9.3	8.3	122.1
EV	178.3						
Udziały mniejszościowe (rynkowe)	20.0						
Dług netto (31.12.23e)	-10.0						
Inne	0.0						
Wartość kapitału własnego	168.3						
Liczba akcji (mn)	37.6						
12M cena docelowa (PLN)	4.8						
Cena akcji w dniu 8.09.23 (PLN)	2.9						
<i>Potencjał</i>	66.4%						

Wzrost przychodów	18%	11%	7%	4%	3%	3%	2.0%
Marża EBIT	6.0%	5.8%	5.6%	5.4%	5.2%	5.0%	5.0%
Stawka podatku	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
CAPEX/przychody	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
CAPEX/amortyzacja	91.6%	105.1%	109.8%	110.2%	109.1%	108.5%	114.7%

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%
6.7%	5.1	5.4	5.8	6.3	6.9	7.7	8.7
7.7%	4.6	4.8	5.1	5.4	5.8	6.3	6.9
8.7%	4.2	4.4	4.6	4.8	5.1	5.4	5.8
9.7%	3.9	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8	5.1
10.7%	3.6	3.7	3.9	4.0	4.2	4.4	4.6

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBIT w okresie rezydualnym/WACC	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
6.7%	5.5	5.0	5.6	6.3	7.1	7.9	8.7
7.7%	3.9	4.2	4.8	5.4	6.1	6.8	7.6
8.7%	3.2	3.6	4.2	4.8	5.5	6.1	6.7
9.7%	2.8	3.3	3.8	4.4	4.9	5.5	6.1
10.7%	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.1	5.6

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 '22 roku udział dwóch klientów przekroczył 10.0% przychodów ze sprzedaży Atende. Przychody uzyskane od P4 sp. z o.o. wyniosły 24,8 mln zł (13.0% udziału w sprzedaży), a od Centrum Zasobów Cyberprzestrzeni Sił Zbrojnych 20,8 mln zł (10.5% udziału w sprzedaży).

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.

Rachunek zysków i strat (PLN mn)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	260	205	226	295	350	387	413
Zysk brutto	84	48	54	78	91	100	106
Inne koszty operacyjne	-31	-48	-51	-60	-70	-78	-83
EBITDA	66	10	13	28	31	32	33
EBIT	53	0	3	18	21	22	23
Działalność finansowa	-2	-1	-1	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	51	-1	2	19	21	23	23
Podatek dochodowy	-12	0	-1	-4	-5	-5	-5
Zysk netto	39	-1	2	14	17	18	18
EPS (PLN)	1.06	-0.03	0.05	0.38	0.44	0.47	0.49
Bilans (PLN mn)							
Aktywa obrotowe	200	117	109	137	164	189	213
Gotówka i ekwiwalenty	91	10	17	24	35	46	61
Pozostałe	110	107	91	113	129	143	152
Aktywa trwałe	67	61	55	56	56	57	58
Rzeczowe aktywa trwałe	29	27	24	24	23	23	24
Pozostałe	38	33	31	33	33	33	33
Aktywa ogółem	268	178	164	194	220	246	270
Kapitał własny	111	73	75	90	106	124	142
Zobowiązania długoterminowe	27	19	13	20	20	20	20
Zadłużenie długoterminowe	13	8	4	5	5	5	5
Pozostałe	15	12	9	15	15	15	15
Zobowiązania krótkoterminowe	129	85	76	84	94	102	108
Zadłużenie krótkoterminowe	18	8	10	9	9	9	9
Pozostałe	111	77	65	75	84	92	99
Pasywa ogółem	268	178	164	194	220	246	270
Dług netto	-60	7	-2	-10	-21	-32	-46
Przepływy pieniężne (PLN m)							
Zysk netto	39	-1	2	14	17	18	18
Amortyzacja	13	10	10	10	10	10	10
Inne (w tym ZKO)	-24	-34	3	-8	-7	-6	-3
Przepływy operacyjne	27	-25	15	17	20	22	25
CAPEX	-10	-7	-6	-8	-9	-10	-11
Pozostałe	59	2	0	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	48	-5	-6	-8	-9	-10	-11
Dywidenda	-8	-36	0	0	0	0	0
Pozostałe	8	-14	-2	-2	0	0	0
Przepływy finansowe	0	-51	-2	-2	0	0	0
Zmiana gotówki	75	-81	8	7	11	12	14
Gotówka na koniec okresu	91	10	17	24	35	46	61
DPS (PLN)	0.19	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Wzrost r/r							
Przychody	-12%	-21%	10%	31%	18%	11%	7%
EBITDA	92%	-85%	30%	119%	9%	4%	3%
EBIT	164%	-100%	1928%	503%	15%	7%	3%
Zysk netto	195%	-103%	-249%	698%	15%	7%	3%
EPS	195%	-103%	-249%	670%	15%	7%	3%
Marże							
EBITDA	25.3%	4.8%	5.7%	9.6%	8.8%	8.3%	8.0%
EBIT	20.4%	0.1%	1.3%	6.1%	6.0%	5.8%	5.6%
Zysku netto	14.9%	-0.6%	0.8%	4.9%	4.8%	4.6%	4.4%
ROE	34.8%	-1.7%	2.4%	16.1%	15.6%	14.3%	12.8%
Wskaźniki bilansowe							
BVPS (PLN)	3.1	2.0	2.1	2.4	2.8	3.3	3.8
Dług netto/EBITDA	-0.9	0.7	-0.2	-0.4	-0.7	-1.0	-1.4
Zadłużenie/Kapitał własny	27.9%	22.1%	19.6%	15.7%	13.3%	11.4%	9.9%

Source: Pekao Equity Research



Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
EPS, GAAP	1.1	neg.	0.0	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Revenue	260	205	226	295	350	387	413	432	446	460
Gross Margin %	32.2%	23.5%	24.0%	26.3%	26.1%	25.9%	25.7%	25.5%	25.3%	25.1%
EBIT	65.9	0.1	3.0	18.1	20.9	22.3	23.0	23.2	23.0	22.9
EBITDA	52.9	9.9	12.9	28.3	30.9	32.0	32.9	33.5	33.8	34.0
Net Income, GAAP	38.7	-1.2	1.8	14.5	16.6	17.8	18.3	18.4	18.3	18.2
Net Debt	-60	7	-2	-10	-21	-32	-46	-62	-78	-94
BPS	3.06	2.02	2.07	2.38	2.82	3.30	3.78	4.27	4.76	5.24
DPS	0.19	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Return on Equity %	34.8%	-1.7%	2.4%	16.1%	15.6%	14.3%	12.8%	11.5%	10.2%	9.2%
Return on Assets %	14.5%	-0.7%	1.1%	7.5%	7.6%	7.2%	6.8%	6.3%	5.8%	5.4%
Depreciation	13	10	10	10	10	10	10	10	11	11
Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	17	-33	9	9	10	11	14	15	16	16
CAPEX	-10	-7	-6	-8	-9	-10	-11	-11	-12	-12

Source: Atende ('20-22), Pekao Equity Research



PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 11 WRZEŚNIA 2023 R. O GODZINIE 07:00 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 11 WRZEŚNIA 2023 R. O GODZINIE 07:40 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. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 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 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 datę 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 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 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 trypoziomowego 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 następujących dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

W okresie przejściowym: Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

Brak ocen: nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgowa” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczony 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