

Pointpack

Mocny wolumen paczek wygląda obiecująco

Skala wzrostu podstawowego wolumenu paczek w Pointpacku (+51% r/r w 1Q23) w naszej ocenie powinna być bardziej dostrzeżona przez rynek. Naszym zdaniem jest jeszcze miejsce na dalszą poprawę efektywności punktów PUDO („pick up, drop off”) oraz wzrost wolumenów, który szacujemy na poziomie 32%/26% w 2023E/2024E (vs. 23%/24% zakładane wcześniej), co pozwoli istotnie zmniejszyć wpływ presji kosztowej w podstawowym biznesie spółki. W projekcie P2A natomiast przesuwamy moment dostarczenia połowy sprzętu na 2024E z uwagi na bieżące opóźnienia w kontrakcie z Poczta Polska. To głównie wpływa na nasze prognozy 2023/2024E i zmniejsza atrakcyjność mnożników (szacujemy obecnie 5.3x/2.6x EV/EBITDA w 2023E/2024E), ale nie zmienia naszego podejścia do projektu P2A bazującego na słabej NPV. Ogółem ze względu na opóźnienie obniżamy prognozę skonsolidowanej EBITDA na 2023E do PLN 14.5m z PLN 22.8m, oraz podwyższamy na 2024E do PLN 22.6m z PLN 15.4m. W bazowym scenariuszu nie zakładamy rozszerzenia kontraktu z Poczta Polska, co pozwala nam dalej oczekiwać pierwszej dywidendy w 2024E na poziomie PLN 5.51ps (DY 13.7%). Biorąc pod uwagę nasze spojrzenie na poprawę wolumenów w podstawowym biznesie podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i podwyższamy wartość godziwą do PLN 70.00ps (z wcześniejszych PLN 65.00ps), co implikuje 75% potencjału wzrostu. Na naszych prognozach Pointpack jest handlowany na mnożniku P/E 7.3x/3.7x dla odpowiednio 2023E/2024E.

Opóźnienie w kontrakcie P2A nie zmienia naszego postrzegania kontraktu. Nie postrzegamy krótkiego opóźnienia w realizacji kontraktu z Poczta Polska jako coś wyjątkowo negatywnego, gdyż nie zmienia ono istotnie naszego podejścia do tego projektu (obecnie szacujemy NPV projektu na PLN -0.8m vs. PLN 0.5m poprzednio, zakładając brak rozszerzenia kontraktu). Opóźnienie wpłynie głównie na niższą rozpoznaną EBITDA w 2023E z projektu (obniżamy nasz szacunek do PLN 7.0m z PLN 14.4m), oraz większą w 2024E (podwyższamy prognozę do PLN 8.9m z 3.1m zakładanych wcześniej).

Dynamiczne wolumeny paczek. Wolumen paczek obsługiwanych przez sieć punktów PUDO Pointpacka wzrósł w 1Q23 o 51% r/r w porównaniu do szacowanego przez nas wzrostu o 45% w 4Q22 i raportowanej dynamice +37%/+29%/+11% odpowiednio w 3Q22/2Q22/1Q22 (przy czym 1Q22 nie jest w pełni porównywalny z uwagi na początek inwazji Rosji na Ukrainę). Pozytywnie oceniamy przyśpieszenie tempa wzrostu wolumenów spowodowaną lepszym wykorzystaniem punktów PUDO (poprzez dodawanie kolejnych kurierów do istniejących punktów) pomimo lekkiego spadku liczby punktów w sieci (-6% r/r na koniec 2022). Zakładamy, że Pointpack będzie w stanie zrealizować 31%/24% wzrostu wolumenów w 2023E/2024E, co powinno pozwolić podstawowemu biznesowi wykazać przyzwoite wyniki po uwzględnieniu wyższej bazy kosztowej. Szacujemy EBITDA podstawowego biznesu na PLN 7.5m/13.8m w 2023E/2024E (vs. PLN 6.8m w 2022)

Tabela 1. Pointpack podsumowanie prognoz

PLN m	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	38.5	49.4	61.7	142.6	175.6	137.2
EBITDA	6.7	7.6	6.3	14.5	22.6	18.1
EBIT	6.3	7.1	4.8	12.4	19.8	15.0
Zysk netto	5.1	6.0	3.5	6.2	12.0	10.6
EPS (PLN)	4.52	5.41	3.14	5.51	10.72	9.46
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	5.51	8.04
EV/EBITDA (x)	10.5	8.1	8.8	5.3	2.6	3.4
P/E (x)	15.2	11.8	11.9	7.3	3.7	4.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

E-commerce

Pointpack

KUPUJ

FV PLN 70.00 z PLN 65.00

75% potencjału wzrostu

Cena z dnia 16 maja 2023 PLN 40.10

Podtrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	1.1
Kapitalizacja (EUR m)	10.0
12M śr. dzienny wolumen (k)	0.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	49.70/25.00
Waga w WIG (%)	na
Reuters	PNTP.WA
Bloomberg	PNT.PW

Stopa zwrotu

1M	-4.1%
3M	-13.6%
12M	-1.0%

Akcjonariusze (% akcji)

Marek Piosik	19.7%
Krzysztof Konwisarz	13.0%
Santander TFI	8.0%
Quercus TFI	8.0%
Insignis TFI	5.0%
Pozostali	46.3%

Analitik

Marcin Nowak
marcin.nowak@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 44

POINTPACK

KUPUJ

FV PLN 70

Kapitalizacja EUR 10m

Potencjał wzrostu 75%

Mnożniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	11.8	11.9	7.3	3.7	4.2
EV/EBITDA (x)	8.1	8.8	5.3	2.6	3.4
EV/Sprzedaż (x)	1.2	0.9	0.5	0.3	0.4
P/BV (x)	4.4	2.2	1.8	1.4	1.4
FCFE yield (%)	5.7%	-51.5%	-34.9%	60.4%	17.6%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	20.0%

Na akcję	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m szt.)	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
EPS (PLN)	5.41	3.14	5.51	10.72	9.46
BVPS (PLN)	14.70	17.18	22.70	27.91	29.33
FCFEPS (PLN)	3.64	-19.27	-14.00	24.21	7.06
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	5.51	8.04

Zmiana r/r (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	28.2%	25.0%	131.1%	23.1%	-21.9%
EBITDA	13.4%	-17.0%	129.9%	56.3%	-20.2%
EBIT	13.5%	-32.7%	158.8%	58.9%	-24.0%
Zysk netto	19.7%	-41.9%	75.5%	94.5%	-11.7%

Wskaźniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marża EBITDA (%)	15.4%	10.2%	10.2%	12.9%	13.2%
Marża EBIT (%)	14.5%	7.8%	8.7%	11.3%	10.9%
Marża netto (%)	12.3%	5.7%	4.3%	6.8%	7.7%
Dług netto / EBITDA (x)	-1.4	2.2	2.0	0.4	0.5
Dług netto / Kap. Wł. (x)	-0.6	0.7	1.2	0.3	0.3
Dług netto / Aktywa (x)	-0.3	0.2	0.3	0.1	0.1
ROE (%)	45.1%	19.7%	27.6%	42.4%	33.1%
ROA (%)	23.1%	7.8%	7.4%	13.0%	13.8%
ROIC (%)	45.1%	15.3%	23.5%	32.8%	30.0%

Założenia	2021	2022	2023E	2024E	2025E
KPI (k sztuk)					
Punkty PUDO (k, EoP)	17.5	16.5	17.6	19.2	20.0
Podstawowy biznes / kontrakt P2A					
Łączne przychody	49.4	61.7	142.6	175.6	137.2
Pods. biznes	49.4	61.7	77.7	101.2	122.1
P2A	0.0	0.0	65.0	74.4	15.1
Łączna EBITDA	7.6	6.3	14.5	22.6	18.1
Pods. biznes	7.6	6.8	7.5	13.8	15.1
P2A	0.0	-0.5	7.0	8.9	3.0

P&L (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	38.5	49.4	61.7	142.6	175.6	137.2
Koszty operacyjne	-32.0	-41.9	-57.4	-130.9	-155.3	-121.7
Amortyzacja	-0.4	-0.4	-1.5	-2.1	-2.9	-3.0
ZMIe	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4
Usługi obce	-30.0	-38.5	-48.1	-64.8	-87.2	-106.4
Podatki i opłaty	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Wynagrodzenia	-1.4	-2.2	-5.8	-7.5	-9.3	-10.1
Ubezpieczenia społeczne	-0.1	-0.3	-0.9	-1.1	-1.2	-1.5
Pozostałe	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Wartość sprzed. towarów	0.0	-0.2	-0.6	-54.9	-54.0	0.0
Pozostałe przychody operacyjne	0.2	0.0	0.9	1.1	0.2	0.2
Pozostałe koszty operacyjne	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.8	-0.7
EBITDA	6.7	7.6	6.3	14.5	22.6	18.1
EBIT	6.3	7.1	4.8	12.4	19.8	15.0
Przychody finansowe netto	0.0	0.0	-0.1	-2.0	-0.4	-0.6
Odpis wartości firmy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	6.3	7.1	4.7	10.4	19.3	14.4
Podatek dochodowy	-1.2	-1.1	-1.2	-2.1	-3.9	-2.9
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	-2.1	-3.4	-0.9
Zysk netto	5.1	6.0	3.5	6.2	12.0	10.6

BILANS (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	5.9	9.3	20.4	34.5	40.8	40.5
Wartości niematerialne i prawne	1.6	1.3	6.9	12.2	12.7	11.2
Rzeczowe aktywa trwałe	0.1	1.0	3.2	3.5	4.6	5.3
Inne aktywa trwałe	4.2	7.0	10.2	18.7	23.4	24.0
Aktywa obrotowe	15.6	21.4	39.0	73.3	36.5	35.3
Zapasy	0.9	0.9	18.6	25.0	3.0	2.4
Należności krótkoterminowe	8.4	9.2	18.4	28.7	15.8	13.2
Inwestycje krótkoterminowe	6.3	10.4	0.5	4.9	2.6	1.3
Inne aktywa obrotowe	0.0	0.9	1.4	14.8	15.1	18.4
Aktywa razem	21.5	30.7	59.4	107.8	77.3	75.8
Kapitały własne	10.4	16.4	19.2	25.4	31.2	32.8
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	2.1	5.6	6.5
Zobowiązania	11.1	14.3	40.1	80.3	40.5	36.5
Kredyty, ins. dłużne, leasing	0.0	0.0	14.1	34.2	11.0	10.8
Zobowiązania handlowe	7.2	9.4	19.9	39.9	22.6	20.5
Inne zob. krótkoterm.	4.0	4.9	6.1	6.3	6.9	5.2
Pasywa razem	21.5	30.7	59.4	107.8	77.3	75.8
Dług netto (PLN m)	-6.3	-10.4	13.6	29.3	8.4	9.5

CASH FLOW (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przepływy pien. z dz. oper.	6.4	6.7	-14.8	-5.4	33.4	13.7
Zysk netto	5.1	6.0	3.5	6.2	12.0	10.6
Amortyzacja	0.4	0.4	1.5	2.1	2.9	3.0
Odsetki netto	0.0	0.0	0.6	1.5	0.2	0.7
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.4	2.1	-18.9	-17.4	17.6	1.0
Inne	1.3	-1.9	-1.5	2.3	0.7	-1.6
Przepływy pien. z dz. inw.	-2.4	-4.1	-7.3	-9.4	-4.5	-2.3
CAPEX	-2.4	-4.1	-7.3	-9.4	-4.5	-2.3
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. fin.	1.8	1.4	12.2	19.2	-31.2	-12.7
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana poziomu długu	0.0	0.0	11.7	20.0	-23.2	-0.2
Płatności odsetkowe	0.0	0.0	-0.1	-1.5	-0.2	-0.7
Dywidendy dla akcjonariuszy	0.0	0.0	0.0	0.0	-6.2	-9.0
Dywidendy dla mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.1	-2.2	-3.4
Leasing	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Inne	1.8	1.4	0.8	0.8	0.8	0.8
Śr. pieniężne na koniec okr.	6.3	10.4	0.5	4.9	2.6	1.3

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny						Waga	Cena
DCF wartość godziwa (PLN ps)						50%	74.96
DDM wartość godziwa (PLN ps)						50%	65.03
Wartość godziwa (PLN ps)							70.00
DCF (PLN m)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Okres rezydualny	
Przychody ze sprzedaży	142.6	175.6	137.2	153.4	166.5	156.2	
EBITDA	14.5	22.6	18.1	20.6	22.2	18.9	
EBIT	12.4	19.8	15.0	17.5	18.9	15.4	
Efektywna stopa podatkowa	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
NOPAT	9.9	15.8	12.0	14.0	15.1	12.3	
+ Amortyzacja	2.1	2.9	3.0	3.2	3.3	3.5	
+ CAPEX + leasing	-9.6	-4.7	-2.5	-2.7	-2.9	-3.5	
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	-15.3	18.1	-0.4	-1.2	-1.7	0.0	
FCFF	-12.9	32.1	12.2	13.3	13.9	12.3	
Czynnik dyskontowy	0.93	0.83	0.73	0.65	0.57		
Wartość bieżąca FCFF	-12.0	26.5	8.9	8.6	7.9		
Wartość rezydualna						108.9	
Stopa wolna od ryzyka	5.9%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.4%	
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
Beta nielewarowana	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
Beta zalewarowana	1.6	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	
Koszt kapitału własnego	14.6%	17.2%	14.2%	14.3%	14.5%	14.6%	
Premia długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Efektywna stopa podatkowa	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
Koszt długu po podatku	5.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.9%	
Waga kapitału własnego	79.4%	58.6%	84.1%	84.3%	82.2%	84.3%	
Waga długu	20.6%	41.4%	15.9%	15.7%	17.8%	15.7%	
WACC	12.7%	12.4%	12.9%	12.9%	13.0%	13.3%	
Wartość bieżąca FCFF	40.0						
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	62.4						
Wartość przedsiębiorstwa =	102.4						
+ Gotówka	0.5						
+ Dług	-14.1						
+ Mniejszości	0.0						
+ Wypłacone dywidendy	0.0						
+ Pozostałe korekty (Dywidendy dla mniejszości P2A + Wpływy Pointpacka z P2A poza 2027E)	-4.9						
Wartość kapitału własnego =	83.9						
Wycena DCF na akcje (PLN)	74.96						
Wrażliwość DCF (PLN)	WACC w okresie rezydualnym						
Wzrost w okresie rezydualnym		9.3%	11.3%	13.3%	15.3%	17.3%	
1.0%		95.4	80.5	70.5	63.3	57.9	
2.0%		105.6	87.0	75.0	66.5	60.3	
3.0%		119.2	95.0	80.2	70.3	63.1	
Wrażliwość DCF (PLN)	Raportowana marża EBITDA w okresie rezydualnym						
Wzrost w okresie rezydualnym		10.1%	11.1%	12.1%	13.1%	14.1%	
1.0%		70.5	70.5	70.5	70.5	70.5	
2.0%		75.0	75.0	75.0	75.0	75.0	
3.0%		80.2	80.2	80.2	80.2	80.2	
DDM	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Okres rezydualny	
DPS (PLN ps)	0.00	5.51	8.04	9.46	11.13	10.54	
Koszt kapitału własnego	14.6%	17.2%	14.2%	14.3%	14.5%		
Czynnik dyskontowy	0.92	0.78	0.69	0.60	0.52		
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	4.32	5.52	5.68	5.83		
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)						21.35	
Wzrost w okresie rezydualnym						2.0%	
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS(PLN ps)						43.69	
Wycena DDM na akcje (PLN ps)						65.03	

Źródło: IPOPEMA Research

Zmiana prognoz

Tabela3. Zmiana w prognozach oraz różnica do konsensusu (PLN m)

	2023E					2024E					2025E				
	Nowa	Stara	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.	Nowa	Stara	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.	Nowa	Stara	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.
Przychody	142.6	205.6	-31%	na	na	175.6	109.0	61%	na	na	137.2	127.8	7%	na	na
Pods. biznes	77.7	73.8	5%			101.2	93.3	8%			122.1	111.3	10%		
P2A	65.0	131.9	-51%			74.4	15.8	373%			15.1	16.5	-8%		
EBITDA	14.5	22.8	-37%	na	na	22.6	15.4	47%	na	na	18.1	16.9	7%	na	na
Pods. biznes	7.5	8.5	-11%			13.8	12.3	12%			15.1	13.7	10%		
P2A	7.0	14.4	-51%			8.9	3.1	185%			3.0	3.2	-7%		
EBIT	12.4	21.8	-43%	na	na	19.8	14.3	38%	na	na	15.0	15.7	-5%	na	na
Zysk netto	6.2	11.0	-44%	na	na	12.0	10.2	17%	na	na	10.6	11.3	-6%	na	na

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Spółki porównywalne

Z uwagi na model biznesowy Pointpacku naszym zdaniem porównywalność ze spółkami z szerokiego rynku kurierskiego oraz usług IT jest relatywnie ograniczona.

Tabela 4. Pointpack spółki porównywalne

Spółka	Ostatnia cena w walucie kwotowania	Kapitalizacja EUR m	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Logistyka								
Bpost Sa	4.18	835	5.6	5.2	4.8	2.4	2.0	2.0
Ctt-Correios De Portugal Sa	3.64	524	11.4	10.5	10.3	3.1	2.8	3.1
Deutsche Post Ag	40.75	50,492	11.9	11.0	9.9	6.1	5.7	5.5
Fedex Corp	221.27	51,194	14.9	12.2	9.9	7.4	6.5	5.5
Inpost Sa	10.05	5,025	32.9	22.8	16.7	12.8	10.1	8.0
Oesterreichische Post Ag	32.30	2,182	18.3	16.8	15.6	6.8	6.5	6.7
Poste Italiane Spa	9.63	12,578	7.0	6.8	6.4	3.2	3.1	3.2
Postnl Nv	1.59	779	16.9	8.1	7.6	4.9	3.8	3.6
United Parcel Service Inc	166.61	131,719	15.5	14.1	13.3	10.1	9.6	9.2
IT								
Accenture Plc	279.19	170,458	24.2	22.4	20.2	15.2	13.9	12.3
Asseco Poland Sa	87.75	1,620	14.0	13.4	13.5	3.9	3.7	3.3
Atea Asa	151.60	1,464	17.2	16.0	14.5	8.7	7.9	7.3
Atos Se	12.78	1,417	6.7	4.7	3.6	3.7	3.5	2.6
Comarch Sa	145.00	262	12.6	11.2	10.4	4.1	3.5	3.3
International Business Machine	123.46	103,192	13.1	12.3	11.9	9.8	9.1	8.1
Oracle Corp	98.25	244,160	19.5	17.7	15.6	13.5	12.3	11.0
Software Ag	34.22	2,532	25.1	21.3	18.2	15.3	12.8	10.9
Vmware Inc	123.27	48,619	19.2	17.2	15.7	10.8	9.7	10.1
Mediana			15.2	12.9	12.6	7.1	6.5	6.1
Pointpack	40.10	10	7.3	3.7	4.2	5.3	2.6	3.4
premia/dyskonto (mediana)			-52%	-71%	-66%	-26%	-60%	-45%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research, ceny na dzień 16 maja 2023

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 należyłą 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. IPOPEMA Securities S.A. nie może być rozpowszechniany 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 jakichkolwiek 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.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., Molecure S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games 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 dyskontowania 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 powiązaniu 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 obliczenia 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	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia 2023 – 31 marca 2023)

	Liczba	%
Kup	9	90%
Trzymaj	1	10%
Sprzedaj	0	0%
Suma	10	100%

Historia ratingów – Pointpack

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 125.00	PLN 69.00	Marcin Nowak, Zuzanna Barzyk
13/12/2021	KUPUJ	PLN 115.00	PLN 59.40	Marcin Nowak, Zuzanna Barzyk
11/05/2022	KUPUJ	PLN 60.00	PLN 40.00	Marcin Nowak
04/07/2022	KUPUJ	PLN 55.00	PLN 38.30	Marcin Nowak
14/12/2022	KUPUJ	PLN 65.00	PLN 31.90	Marcin Nowak
17/05/2023	KUPUJ	PLN 70.00	PLN 40.10	Marcin Nowak