

## Mercor

### Dobrze przygotowani na spowolnienie

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Mercor rekomendacją Kupuj i 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 37,00 PLN za akcję (46,8% potencjał wzrostu). Mercor jest jednym z liderów europejskiego rynku biernych zabezpieczeń przeciwpożarowych oraz wiodącym podmiotem na rynku krajowym. Pomimo nadchodzącego spowolnienia w branży, Spółka jest dobrze przygotowana na trudniejsze czasy i w naszej ocenie stanowi atrakcyjną inwestycję biorąc pod uwagę aktualną wycenę rynkową. Swoją opinię opieramy na:

- Mimo że Spółce nie uda się powtórzyć rekordowych wyników z roku 2022/23, generowane wyniki wciąż będą solidne. Mercor powinien utrzymać dwucyfrową marżę EBITDA pomimo trudniejszych uwarunkowań ekonomicznych i oczekiwanego przez nas spowolnienia w sektorze budownictwa kubaturowego.
- Mercor dobre wyniki i przepływy pieniężne, w bieżącym roku spodziewamy się wolnych przepływów pieniężnych dla przedsiębiorstwa (FCFF) w wysokości 3,20 PLN na akcję (12,7% FCF yield).
- Spółka posiada silny bilans, wskaźnik długu netto do EBITDA na koniec 2022/23 wyniósł niespełna 0,8x. Wysokie wolne przepływy pieniężne powinny przyczynić się do spadku tego wskaźnika w okolice zera w roku 2026/27e.
- Mercor jest spółką, która dzieli się wypracowanym zyskiem ze swoimi akcjonariuszami. We wrześniu Spółka po przegłosowaniu uchwał prawdopodobnie wypłaci 1,51 PLN dywidendy na akcję przeznaczając na ten cel ponad połowę zeszłorocznego zysku netto (6,0% stopa dywidendy). W naszej ocenie, Mercor ma szansę dołączyć do spółek regularnie wypłacających przyzwoitą dywidendę, co powinno podnieść jego atrakcyjność w oczach inwestorów.

#### Kluczowe dane finansowe

mIn PLN	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Przychody	496	628	643	620	636	664
EBITDA	58	88	77	65	67	78
EBIT	44	69	56	45	49	59
Zysk netto	30	42	37	28	31	39
EPS	1.91	2.68	2.35	1.78	1.98	2.49
DPS	0.57	0.63	1.51	1.17	0.89	0.99
DY	2.4%	3.2%	6.0%	4.7%	3.5%	3.9%
C/Z	13.2	9.4	10.7	14.1	12.7	10.1
EV/EBITDA	8.4	5.2	5.9	6.6	6.1	5.0

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

## Kupuj (raport inicjujący)

**Cena docelowa 37,00 PLN**

**Potencjał wzrostu 46,8%**  
 Cena 5 września 2023 25,20 PLN

**Rating ESG C**  
**Ocena końcowa ESG 0.86**

#### Kurs akcji Mercor vs. WIG



#### NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Wyniki 1H'2023/24 1 grudnia 2023

#### INFORMACJE NA TEMAT AKCJI

Reuters/Bloomberg MCRP.WA/MCR:PW  
 Free float (%) 42.0  
 Kapitalizacja (mln PLN) 392.3  
 Licza akcji (mln) 15.6

Akcjonariat PERMAG sp. z o.o. 26.35%  
 Bangtino Limited 23.61%  
 Nationale Nederlanden PTE 9.34%

#### Damian Szparaga, CFA

+48 601 408 342

[damian.szparaga@pekao.com.pl](mailto:damian.szparaga@pekao.com.pl)



---

## Spis treści

<b>MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA.....</b>	<b>3</b>
<b>PROGNOZY FINANSOWE .....</b>	<b>9</b>
<b>CZYNNIKI RYZYKA .....</b>	<b>15</b>
<b>WYCENA .....</b>	<b>16</b>
<b>ZASTRZEŻENIA PRAWNE .....</b>	<b>22</b>



## Model biznesowy i strategia

### Opis spółki

Grupa kapitałowa Mercor jest jednym z liderów europejskiego rynku biernych zabezpieczeń przeciwpożarowych i wiodącym podmiotem w tej branży w Polsce. Mercor rozpoczął działalność w 1988 r. Rok obrotowy spółki nie pokrywa się z rokiem kalendarzowym, rozpoczyna się w kwietniu i kończy w marcu. Obecnie grupa kapitałowa obejmuje dziewięć operacyjnych spółek zależnych. Spółka oferuje pomoc w doborze i projektowaniu systemów ochrony przeciwpożarowej. Oferta grupy obejmuje:

- **Systemy oddymiania, odprowadzania ciepła i doświetleń dachowych** (m.in. klapy oddymiające, świetliki stałe, wyłazy dachowe, klapy wentylacyjne, pasma świetlne, kurtyny dymowe, klapy żaluzjowe).
- **Systemy wentylacji pożarowej** (m.in. wentylatory oddymiające, klapy przeciwpożarowe, zawory odcinające, systemy nadciśnienia klatek schodowych, systemy wentylacji strumieniowej garaży),
- **Zabezpieczenia ogniochronne konstrukcji budowlanych** (m.in. systemy płyt ogniochronnych, systemy natryskowe, systemy przejść instalacyjnych, systemy płyt magnezowych),
- **Systemy oddzielenia przeciwpożarowych** (drzwi, bramy, ścianki profilowe).

Mercor posiada osiem zakładów produkcyjnych zlokalizowanych w kilku europejskich krajach, z czego cztery zakłady zlokalizowane są w Polsce. Zatrudnienie w grupie przekracza 900 osób.

### Zakłady produkcyjne Mercor w Europie



**Polska:**  
1. Cieplewo k/Gdańska  
2. Gdańsk  
3. Mirosław k/Płocka  
4. Opole

**Hiszpania:**  
5. Madryt

**Rosja:**  
6. Tuła k/Moskwy

**Ukraina:**  
7. Lwów

**Węgry:**  
8. Göd

Źródło: Mercor.

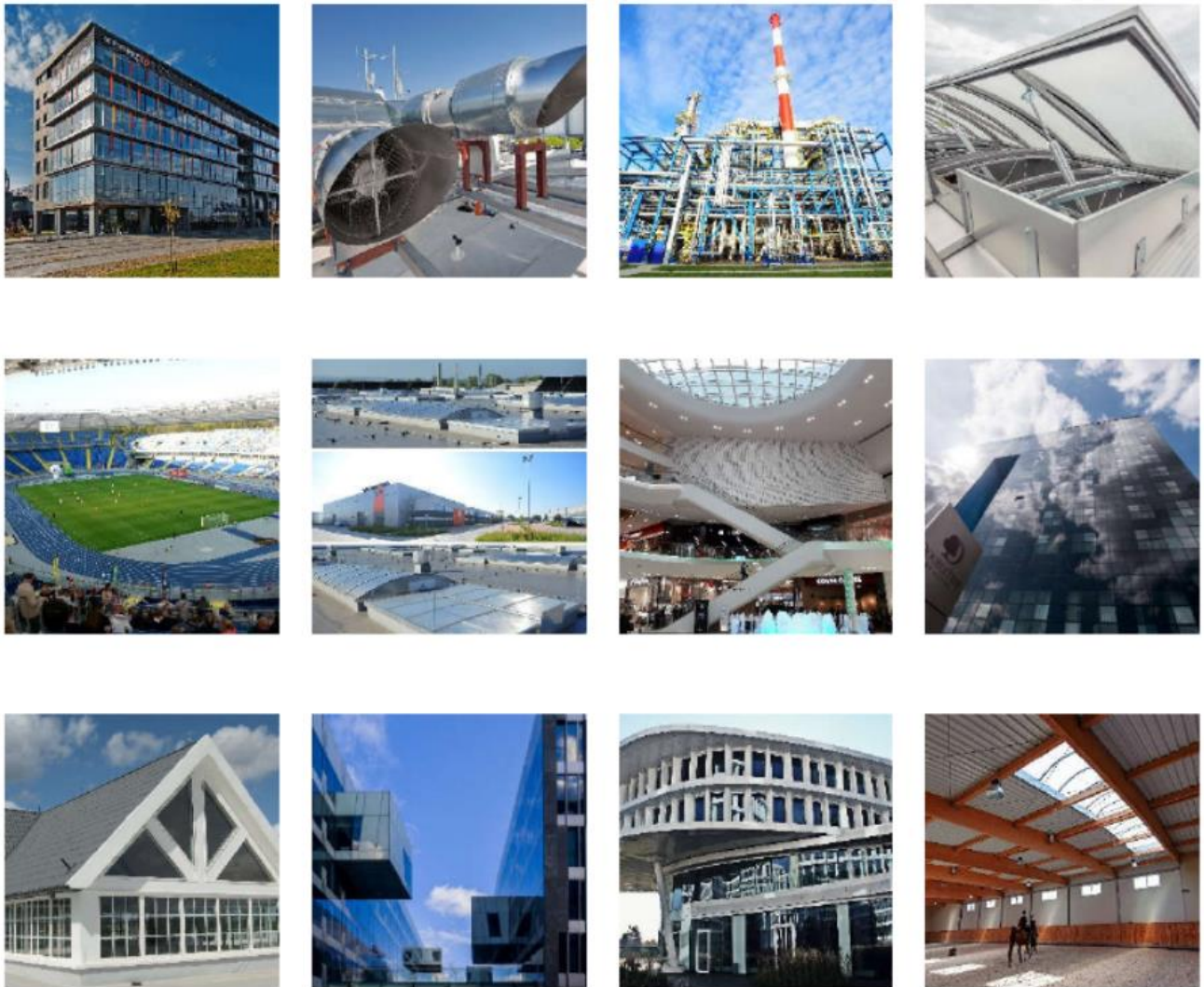
Największym zakładem produkcyjnym Spółki jest fabryka w Cieplewie koło Gdańska, z którego to zakładu Mercor generuje blisko połowę skonsolidowanych przychodów. Zakład w Rosji wytwarza produkty (głównie oddymianie i wentylacja) na rynek rosyjski i byłych republik

sowieckich, generuje ponad 10% przychodów. W zakładzie na Ukrainie przetwarzane są kłapy wentylacyjne głównie na rynek polski. Wysyłany tam materiał jest już w dużym stopniu zaawansowania, zaś prace tam prowadzone wymagają zaangażowania siły roboczej. Zakład na Ukrainie generuje około 10-15% przychodów. Z kolei zakład w Hiszpanii produkuje głównie płyty ogniochronne i systemy natryskowe wykorzystywane w tunelach, przede wszystkim na rynek lokalny.

### Realizacje

Portfel realizacji obejmuje obiekty zlokalizowane w kraju i za granicą. Realizacje obejmują m.in. obiekty hotelowe/biurowe, porty lotnicze, elektrownie, tunele, rafinerie, fabryki, muzea, parki logistyczne. Grupa przeprowadziła wiele realizacji przy wielu projektach krajowych, m.in. porty lotnicze w największych miastach Polski; metro w Warszawie; hotele Hilton w Warszawie, Gdańsku, Łodzi; Biblioteka Narodowa; elektrownia Kozienice; Centrum Nauki Kopernik w Warszawie; Biblioteka Narodowa. Również za granicą Mercor może pochwalić się wieloma realizacjami, m.in. nowy terminal na lotnisku Charles de Gaulle Airport w Paryżu; oczyszczalnia ścieków w Henriksdal (Szwecja); elektrownia węglowa RWE w Holandii; Stadion Olimpijski w Londynie; tunel szybkiego pociągu AVE w Maladze i Alicante; tunele w Madrycie, Bilbao, Oslo, Al Ras Al Akhadar (ZEA), Doha (Katar).

### Wybrane realizacje Mercor



Źródło: Mercor.



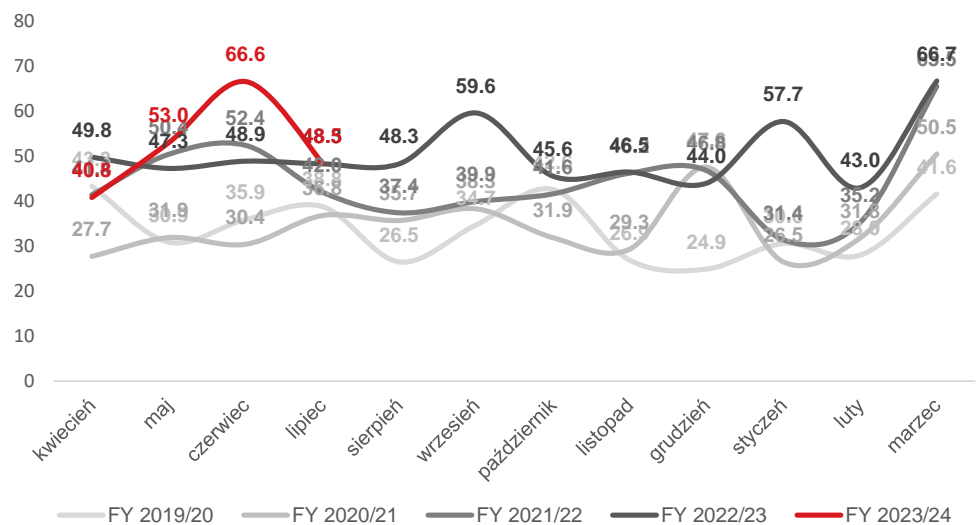
### Proces pozyskiwania i realizacji zamówień

Zamówienia na produkty Spółki są skorelowane w koniunkturą w budownictwie. Mercor koncentruje swoją uwagę na budownictwie kubaturowym, tj. przede wszystkim hale produkcyjne, magazyny, w mniejszym stopniu biurowce. Budownictwo mieszkaniowe wielorodzinne stanowi niewielki udział w przychodach, zazwyczaj zakres robót dotyczy wentylacji w budynkach garażowych. Spółka nie skupia swojej uwagi na projektach infrastrukturalnych (poza Hiszpanią), które w dużej części zależą od zamówień publicznych.

Klientem spółki są przede wszystkim generalni wykonawcy, dla których spółka jest podwykonawcą. Mercor monitoruje sytuację na rynku planowanych inwestycji, zaś pozyskanie kontraktu często zależne jest od posiadanych kompetencji i doświadczenia, co stawia Spółkę w dość dobrej pozycji na rynku polskim. Czas upływający od zaofertowania, przez wpływ zamówienia, do realizacji jest różny i zależy od wielkości projektu. Jednak średni czas od wpływu zamówienia do zakończenia projektu to zazwyczaj 3-4 miesiące. Z uwagi na dość krótki termin realizacji od wpływu zamówienia, w zapisach umownych nie ma klauzul inflacyjnych czy zabezpieczających przed wzrostem cen materiałów niezbędnych do produkcji.

W ostatnim okresie na rynku panowała dobra koniunktura, co widać w zwiększonej wartości zamówień. Największy skok Spółka odnotowała w 2021/22, kiedy to wartość zamówień wzrosła o 27% r/r do poziomu 530 mln PLN. Wartość zamówień z ostatnich 12 miesięcy (sierpień 2022-lipiec 2023) wyniosła 620 mln PLN i była wyższa o 15% r/r. Jednak wartość zamówień w lipcu 2023 r. była już na poziomie podobnym jak rok wcześniej.

### Wartość zamówień na produkty Mercor (mln PLN)

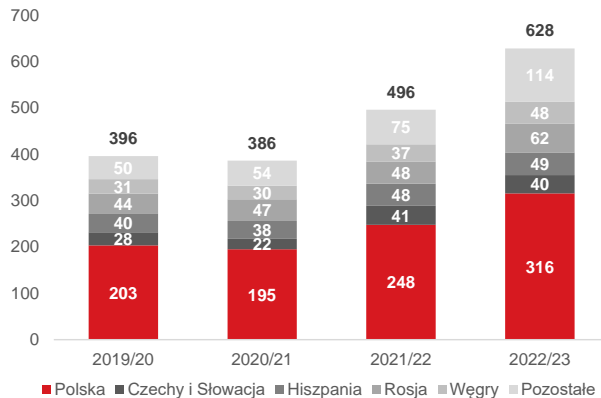


Źródło: Mercor.

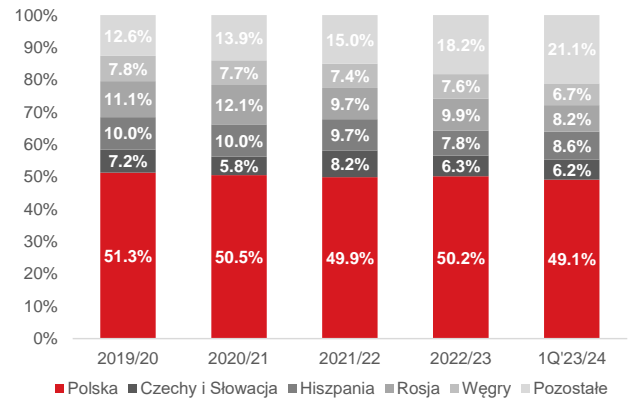
### Przychody

Okolo połowa przychodów ze sprzedaży generowana jest w kraju. Największymi rynkami eksportowymi są Rosja, Hiszpania, Węgry oraz Czechy i Słowacja. Wymienione rynki zagraniczne stanowią łącznie ponad 30% udział w całkowitych przychodach Mercor. Spółka coraz wyraźniej zaznacza swoją obecność także na bardziej odległych rynkach, m.in. w Azji, Afryce, Ameryce Południowej.



**Przychody ze sprzedaży wg krajów (mln PLN)**

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

**Struktura przychodów ze sprzedaży (%)**

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

**Koszty operacyjne**

W strukturze kosztów operacyjnych grupy Mercor zdecydowanie przeważa koszt zużycia materiałów i energii, który stanowi około połowę kosztów rodzajowych. Usługi obce stanowią około jedną piątą kosztów operacyjnych, zaś wynagrodzenia około 15%. Struktura kosztów w okresie od 2019/20 do 2022/23 nie ulegała istotnym zmianom.

**Koszty rodzajowe grupy Mercor (mln PLN)**

mIn PLN	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	1Q'23/24
<b>Koszty operacyjne wg rodzaju</b>	<b>361</b>	<b>345</b>	<b>453</b>	<b>561</b>	<b>137</b>
Amortyzacja	14	14	14	19	5
Zużycie materiałów i energii	166	169	239	279	66
Usługi obce	69	63	86	107	22
Wynagrodzenia	61	57	67	79	20
Ubezpieczenia społeczne i inne	14	12	13	16	4
Podatki i opłaty	2	5	5	7	2
Pozostałe koszty rodzajowe	4	2	3	7	2
Wartość sprzedanych towarów i mat.	31	22	26	48	17
<b>Struktura kosztów rodzajowych</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
Amortyzacja	3.8%	4.1%	3.2%	3.4%	3.6%
Zużycie materiałów i energii	46.0%	49.1%	52.6%	49.8%	48.1%
Usługi obce	19.1%	18.4%	19.0%	19.1%	15.7%
Wynagrodzenia	16.9%	16.6%	14.7%	14.0%	14.8%
Ubezpieczenia społeczne i inne	3.9%	3.4%	3.0%	2.8%	3.0%
Podatki i opłaty	0.6%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%
Pozostałe koszty rodzajowe	1.0%	0.7%	0.7%	1.2%	1.4%
Wartość sprzedanych towarów i mat.	8.6%	6.5%	5.8%	8.5%	12.1%

Źródło: Mercor.

Głównym składnikiem kosztów zużycia materiałów są metale przemysłowe takie jak stal i aluminium. Spółka wytwarza swoje produkty we własnym zakresie, surowce pochodzą do spółki w arkuszach blach. Wolumeny i ceny ustalane są zazwyczaj z kwartalnym wyprzedzeniem. Z większych składników kosztów, Mercor kupuje gotowe siłowniki do otwierania kłap, jednak nie wyklucza rozpoczęcia ich własnej produkcji w przyszłości. W minionym roku obrotowym, Spółka zużyła około 3,9 tys. ton stali, 700 ton poliwęglanu, 700 ton profili aluminiowych i ponad 500 ton blachy aluminiowej.



### Główne materiały zużyte w procesie produkcyjnym (w tonach)

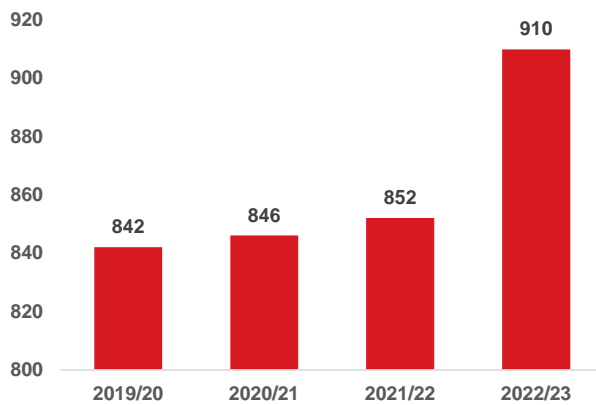
tony	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Stal i ocynk	3,459.5	2,914.2	3,843.9	3,932.3
Poliwęglan	616.7	474.1	683.2	703.4
Profile aluminiowe	389.7	364.0	509.5	690.3
Błacha aluminiowa	380.9	374.7	551.0	521.2
Poliester	168.3	122.7	164.0	243.2

Źródło: Mercor.

### Zatrudnienie

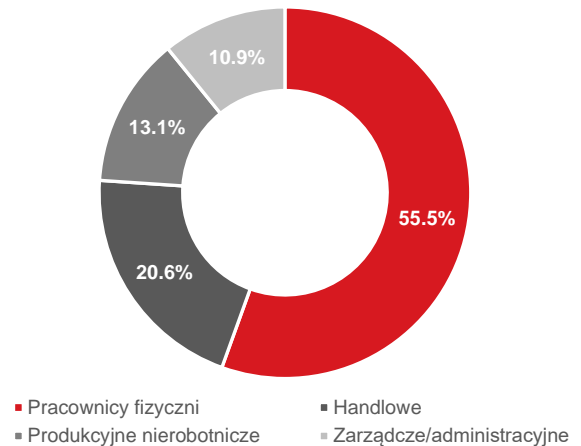
W grupie zatrudnionych jest ponad 900 osób, z czego około 80% stanowią mężczyźni. Liczba pracowników w ostatnim roku obrotowym wzrosła o blisko 7% r/r, w poprzednich 3 latach utrzymywała się na poziomie około 850 pracowników. Na koniec 2022/23 pracownicy fizyczni stanowili około 55% udziału w załodze, co piąty pracownik zatrudniony był na stanowisku handlowym.

#### Zatrudnienie w okresie od 2019/20 do 2022/23



Źródło: Mercor.

#### Struktura zatrudnienia na koniec 2022/23



Źródło: Mercor.

### Strategia 2020-2023

Aktualna strategia spółki obejmuje lata 2020-2023, została opublikowana w 2020 r. już po wybuchu pandemii Covid-19. Kluczowe elementy/cele strategii obejmują:

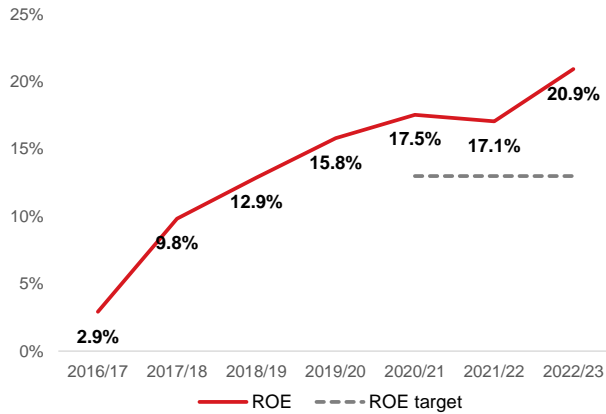
- Kontynuacja prowadzonego dotychczas modelu biznesowego (projektowanie, produkcja i sprzedaż systemów przeciwpożarowych).
- Utrzymanie pozycji lidera biernych zabezpieczeń przeciwpożarowych w Polsce przy jednoczesnym dążeniu do zdobywania i umacniania pozycji w krach Europy Środkowej, Wschodniej, Skandynawii, Beneluksu i Anglii (celem jest 60% udział zagranicy w przychodach).
- Współczynnik ROE na poziomie 13% w skali roku.
- Stabilna polityka dywidendowa zakładająca wypłatę dywidendy na poziomie 30% skonsolidowanego zysku netto.
- Dług netto (bez MSSF 16) poniżej 3x EBITDA.

W naszej ocenie, strategia nie była szczególnie ambitna biorąc pod uwagę wyniki generowane przez spółkę przed jej ogłoszeniem. ROE w roku obrotowym 2019/20 wynosił prawie 16%, zaś



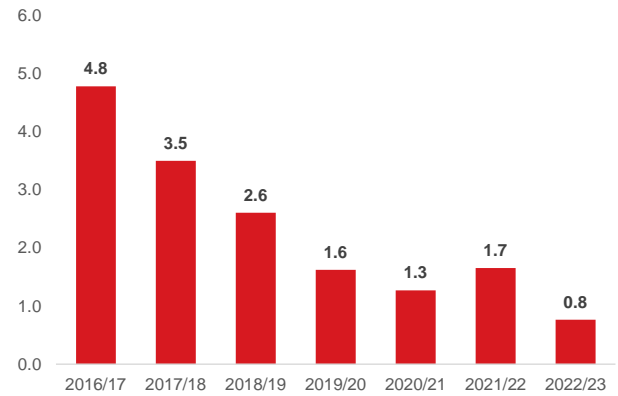
wskaźnik długu netto do EBITDA był poniżej 1,3x. Wskaźniki te uległy dalszej poprawie w kolejnych latach. Również wskaźnik wypłaty dywidendy jest powyżej założonego w strategii poziomu (56% za rok obrotowy 2022/23). Nie udaje się natomiast zwiększyć udziału eksportu w przychodach, lecz wynika to także z dynamicznego wzrostu przychodów w kraju.

### ROE w okresie 2016/17 do 2022/23 (%)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

### Dług netto/EBITDA w okresie 2016/17 do 2022/23



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

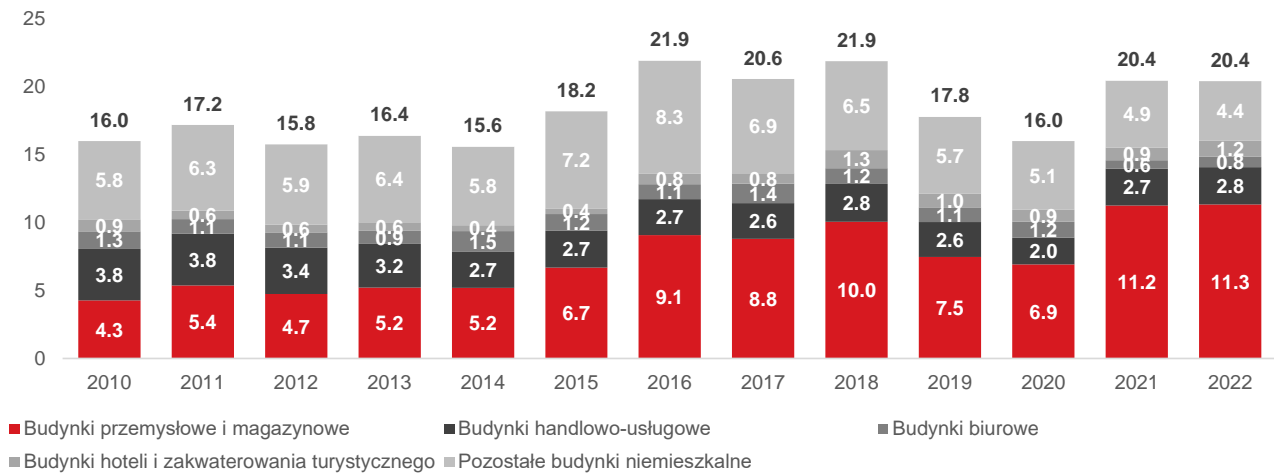




## Prognozy finansowe

Lata 2021 i 2022 w budownictwie kubaturowym w Polsce były bardzo dobre, co jest widoczne w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach budowy z projektem budowlanym dla budynków niemieszkalnych. Zgodnie z danymi GUS, powierzchnia użytkowa w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach w latach 2021 i 2022 wyniosła 20,4 mln m<sup>2</sup> dla każdego z tych lat. W związku z pandemią i dynamicznym rozwojem rynku e-commerce w istotny sposób wzrosło zapotrzebowanie na powierzchnie magazynowe. Budynki przemysłowe i magazynowe stanowiły 55% powierzchni pozwoleń i zgłoszeń w latach 2021 i 2022 w porównaniu do średniej z lat 2011-2020 wynoszącej 38%. Mercor świadczy swoje usługi zwłaszcza w tej grupie budynków, które charakteryzują się dość prostą bryłą. Mercor jest obecny także w budynkach biurowych i hotelach, lecz w znacznie mniejszym stopniu.

### Powierzchnia użytkowa budynków niemieszkalnych w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach budowy z projektem budowlanym w Polsce w okresie 2010-2022 (mln m<sup>2</sup>)

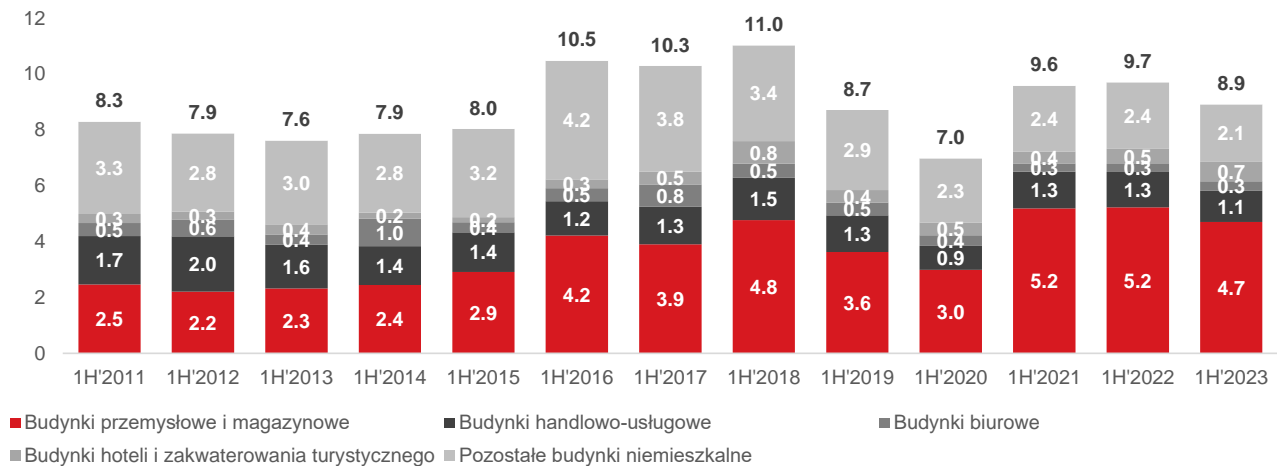


Źródło: GUS.

Dane za pierwsze półrocze 2023 r. wskazują na spadek wartości powierzchni użytkowej objętej wydanymi pozwoleniami na budowę i zgłoszeniami dla budynków niemieszkalnych o 8% r/r. W kategorii budynków przemysłowych i magazynowych, spadek wyniósł 10% r/r. Są to budynki proste w swojej budowie, zwykle nieposiadające kondygnacji podziemnych. Czas budowy takich budynków jest stosunkowo krótki, zazwyczaj nie przekracza 1 roku. Kategorie budynków hoteli oraz budynków biurowych odnotowały wzrost o odpowiednio 30% i 15%, lecz ich udział w strukturze jest mniej istotny.



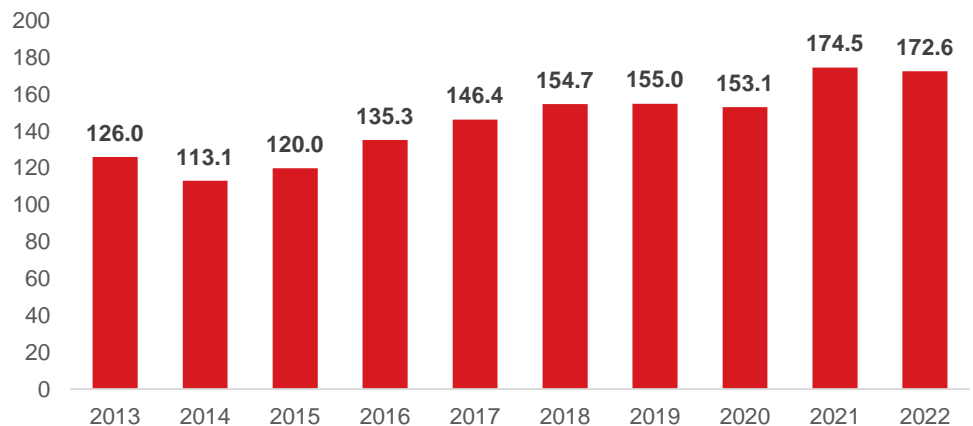
**Powierzchnia użytkowa budynków niemieszkalnych w wydanych pozwoleniach na budowę i zgłoszeniach budowy z projektem budowlanym w Polsce w pierwszym półroczu lat 2011-2023 (mln m<sup>2</sup>)**



Źródło: GUS.

Lata 2021 i 2022 były również dobre w Unii Europejskiej, w których zaobserwowaliśmy istotne zwiększenie powierzchni użytkowej budynków niemieszkalnych w wydanych pozwoleniach i zgłoszeniach wyraźnie ponad poziom 170 mln m<sup>2</sup>. W 2022 r. mieliśmy jednak do czynienia ze spadkiem o 1,1% w porównaniu z 2021 r. Eurostat nie zgromadził jeszcze danych wszystkich krajów UE za pierwsze półrocze 2023 r., jednak dane ze 1Q'2023 pokazują spadek o ponad 2% r/r.

**Powierzchnia użytkowa budynków niemieszkalnych w wydanych pozwoleniach na budowę w Unii Europejskiej w okresie 2013-2022 (mln m<sup>2</sup>)**



Źródło: Eurostat.

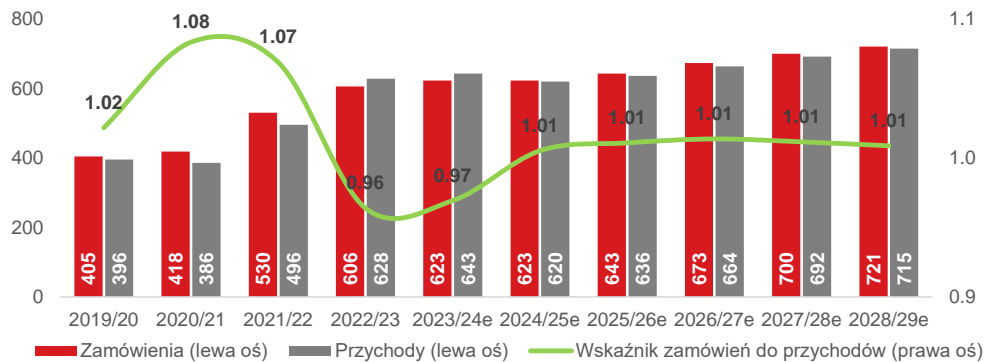
Spodziewamy się lekkiego spowolnienia w wartości zamówień w drugiej połowie 2023/24 oraz w roku obrotowym 2024/25. Widzimy ryzyko, że spowalniająca gospodarka negatywnie wpłynie na liczbę rozpoczętych budów obiektów kubaturowych. Powinno to z opóźnieniem przełożyć się na zamówienia na produkty Mercor, jednak skala spowolnienia nie powinna być duża.

Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w 2023/24e wyniosą 643 mln PLN (+2,3% r/r), zaś w kolejnym roku spadną o 3,6% r/r do poziomu 620 mln PLN. W kolejnych latach zakładamy już



wzrost sprzedaży, jednak na dość konserwatywnym poziomie. Zakładamy 6-letni CAGR (2022/23 – 2028/29e) wartości zamówień i przychodów na poziomie odpowiednio 2,9% i 2,2%.

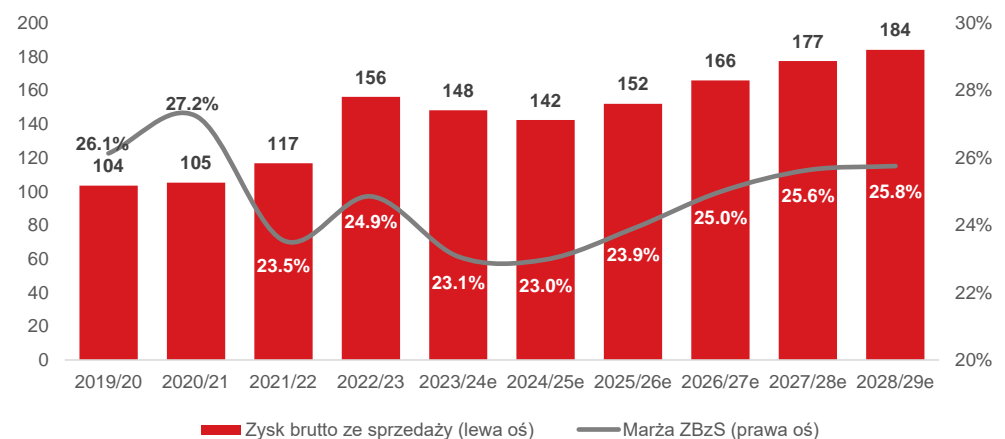
### Prognoza zamówień i przychodów Mercor (mln PLN)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Mercor wygląda przyzwoicie pod kątem marży zysku brutto ze sprzedaży, która oscylowała w okolicach 25%. 1Q'2023/24 był nieznacznie gorszy niż 1Q'2022/23, marża zysku brutto ze sprzedaży (ZBzS) spadła z poziomu 27,5% w 1Q'2022/23 do poziomu 25,4%, co może być prognozą pogorszenia się marż w najbliższym okresie. W naszej prognozie zakładamy spadek marży ZBzS z 24,9% w 2022/23 do poziomu około 23% w kolejnych dwóch latach. Po tym okresie zakładamy wzrost marży wraz z zakładaną przez nas poprawą koniunktury w branży.

### Zysk brutto ze sprzedaży grupy Mercor (mln PLN)

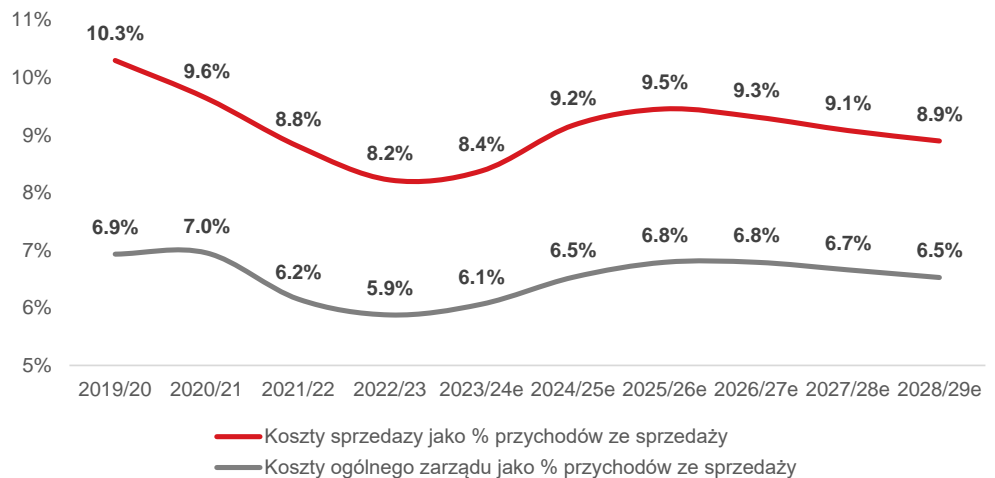


Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Wraz ze wzrostem skali biznesu poprawie ulegały wskaźniki kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu do sprzedaży, w roku obrotowym 2022/23 wyniosły odpowiednio 8,2% oraz 5,9%. W naszej prognozie zakładamy, że wskaźniki te przejściowo pogorszą się, co będzie rezultatem niższej dynamiki sprzedaży niż dynamika kosztów. Począwszy od 2026/27 zakładamy poprawę tych wskaźników.



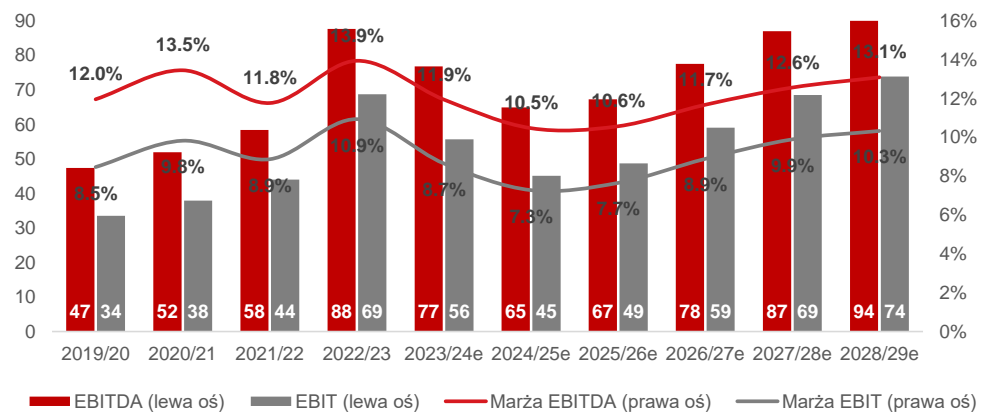
### Koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu w relacji do sprzedaży



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Dzięki coraz niższemu udziałowi kosztów sprzedaży i kosztów ogólnego zarządu w sprzedaży, w roku obrotowym 2022/23 marża EBITDA wzrosła do 13,9%, zaś marża EBIT osiągnęła wartość dwucyfrową. W 2023/24 i 2024/25 zakładamy spadek marży EBITDA do poziomu odpowiednio 11,9% i 10,5%, zaś w późniejszym okresie oczekujemy lekkiej poprawy. W naszej ocenie Mercor jest w stanie osiągnąć długoterminową marżę EBITDA na poziomie 13,1%.

### EBITDA i EBIT grupy Mercor (mln PLN)

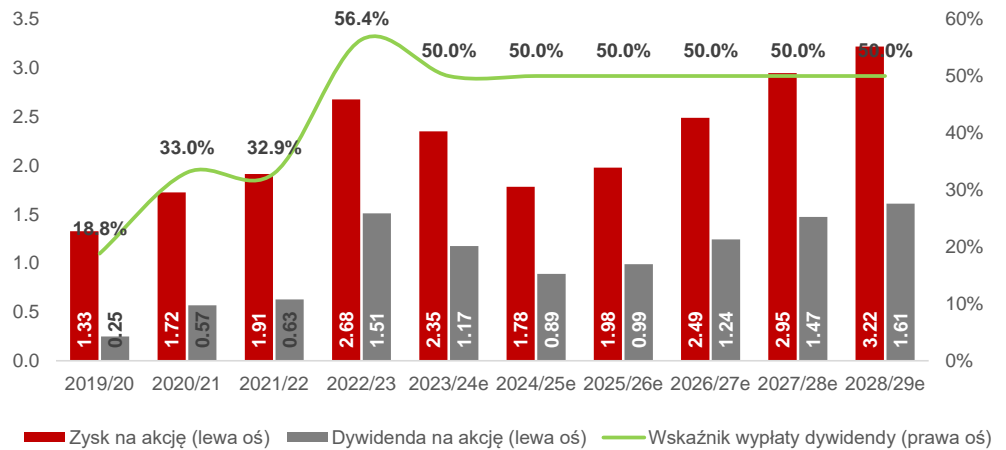


Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Zakładamy kontynuację wypłacania dywidendy przez Spółkę. Dywidenda w wysokości 1,51 PLN na akcję zostanie wypłacona 20 września 2023 r., do przy obecnym kursie akcji daje stopę dywidendy na poziomie 6,0%. W naszej prognozie zakładamy utrzymanie wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 50% skonsolidowanego zysku netto za rok poprzedni.



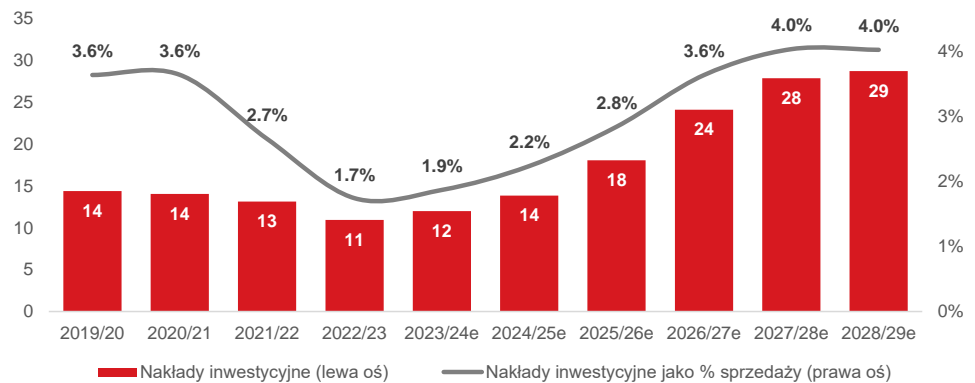
### Zysk i dywidenda na akcję Mercor (PLN)



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Zakładamy, że w najbliższych dwóch latach poziom nakładów inwestycyjnych będzie podobny jak w 2021/22 i 2022/23, tj. około 12-14 mln PLN rocznie. Dopiero za dwa lata zakładamy zwiększenie się poziomu CAPEX-u, docelowo do poziomu 4,0% przychodów ze sprzedaży.

### Nakłady inwestycyjne (mln PLN)

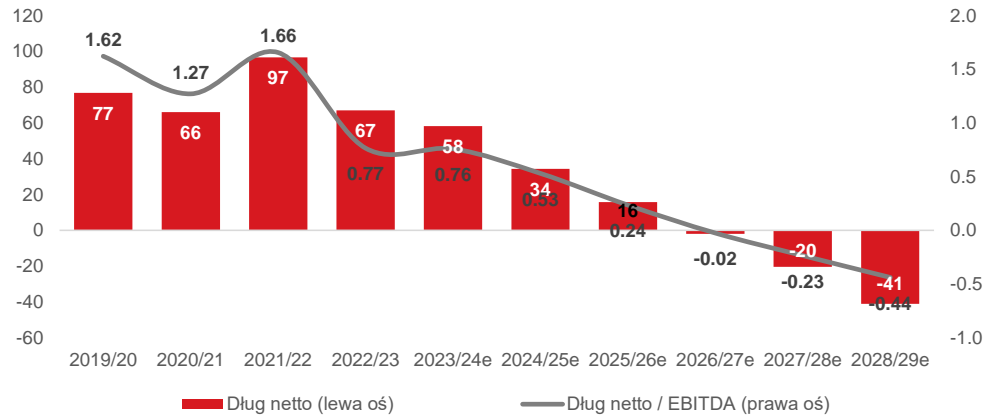


Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

Na koniec 2022/23 wskaźnik długu netto do EBITDA wyniósł 0,77x. Biorąc pod uwagę nasze założenia, prognozujemy sukcesywny spadek zadłużenia netto pomimo dość wysokiego poziomu wypłaty dywidendy. Zakładamy, że na koniec 2026/27 dług netto będzie negatywny (gotówka netto). W naszej ocenie Spółka jest w bardzo dobrej sytuacji finansowej umożliwiającej zwiększenie wskaźnika wypłaty dywidendy, zwiększenie programu inwestycyjnego czy przeprowadzenie akwizycji.



**Zadłużenie netto (mln PLN)**



Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.

**Mercor – kluczowe założenia czynników wpływających na wyniki finansowe**

mIn PLN	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Zamówienia	530	606	623	623	643	673
Wskaźnik zamówień do przychodów	1.07	0.96	0.97	1.01	1.01	1.01
<b>Przychody</b>	<b>496</b>	<b>628</b>	<b>643</b>	<b>620</b>	<b>636</b>	<b>664</b>
zmiana r/r	28.4%	26.7%	2.3%	-3.6%	2.7%	4.3%
Koszt własny sprzedaży	-379	-472	-495	-477	-484	-498
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>117</b>	<b>156</b>	<b>148</b>	<b>142</b>	<b>152</b>	<b>166</b>
Koszty sprzedaży	-44	-52	-54	-57	-60	-62
Koszty ogólnego zarządu	-31	-37	-39	-40	-43	-45
<b>EBIT</b>	<b>44</b>	<b>69</b>	<b>56</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>59</b>
Amortyzacja	14	19	21	20	19	18
<b>EBITDA</b>	<b>58</b>	<b>88</b>	<b>77</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>78</b>
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>41</b>	<b>60</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>55</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>30</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>39</b>
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	7	64	51	61	55	61
Nakłady inwestycyjne	-13	-11	-12	-14	-18	-24
<b>Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstw</b>	<b>-6</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
Wolne przeływy (FCFF) na akcję (PLN)	-0.41	3.31	3.20	3.02	2.36	2.36
Dług netto	97	67	58	34	16	-2
Kapitał obrotowy	104	112	119	115	118	124
Nakłady inwestycyjne / Przychody (%)	2.7%	1.7%	1.9%	2.2%	2.8%	3.6%
Kapitał obrotowy / Przychody (%)	21.0%	17.8%	18.6%	18.5%	18.5%	18.6%

Źródło: Mercor, Pekao Equity Research.





## Czynniki ryzyka

Mercor narażony jest na szereg ryzyk wewnętrznych i zewnętrznych związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej, spośród których najistotniejszymi są:

- **Koniunktura w budownictwie kubaturowym i wysokościowym.** Klientami Spółki są przede wszystkim generalni wykonawcy. Słabsza koniunktura w budownictwie może przełożyć się na spadek zapotrzebowania na produkty/usługi Spółki i pogorszenie się wyników finansowych.
- **Ceny materiałów produkcyjnych.** Wzrost cen materiałów produkcyjnych w stosunku do planowanego poziomu w momencie składania oferty może spowodować wzrost kosztów i pogorszenie się rentowności Spółki.
- **Dostępność istotnych zasobów surowców.** W swoim procesie produkcyjnym Spółka zużywa przede wszystkim stal, aluminium i poliwęglan. Mniejsza dostępność ww. surowców może negatywnie wpłynąć na wywiązywanie się Spółki z podpisanych kontraktów oraz spowodować wzrost cen tych surowców.
- **Wojna na Ukrainie.** Trwający konflikt zbrojny pomiędzy Rosją a Ukrainą ma wpływ pośredni oraz bezpośredni. Pośrednim wpływem jest m.in. ewentualna zmiana nastrojów i preferencji inwestorów, wzrost cen i problem z dostępnością surowców produkcyjnych i energetycznych, potencjalne zakłócenia łańcuchów dostaw. Poza tym Mercor posiada 55% udział w kapitale zakładowym spółki na Ukrainie (TOB MERCOR UKRAINA sp. z o.o.) oraz 55% udział w kapitale zakładowym spółki w Rosji (OOO Mercor-PROOF LLC). Utrata kontroli bądź inne niekorzystne zdarzenia mogą skutkować odpisem, wykazaniem straty w sprawozdaniu i utratą rynków zbytu.
- **Zmiana wysokości stóp procentowych.** Mercor posiada zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek oraz z tytułu leasingu finansowego. Wzrost stóp procentowych może spowodować zwiększony koszt obsługi tego zadłużenia.
- **Zmiana kursów walut.** Grupa posiada swoje oddziały i zakłady produkcyjne zagranicą, zawiera transakcje w walutach innych niż funkcjonalna. Grupa stosuje zabezpieczenia poprzez zawieranie transakcji typu forward, jednak nie jest możliwe całkowite wyeliminowanie wpływu zmian kursów walut.
- **Poziom inflacji.** Wyższe ceny mogą negatywnie wpłynąć na rentowność Spółki. Poza tym, wyższa inflacja może powodować wzrost oczekiwań płacowych pracowników.
- **Ryzyko kredytowe kontrahentów.** W przypadku pogorszenia się sytuacji płynnościowej klientów, Spółka może doświadczyć problemów a odzyskaniem należności w terminie.
- **Dostępność pracowników o odpowiednich kwalifikacjach.** Spółka dostarcza swoim klientom gotowe rozwiązania z zakresu ochrony przeciwpożarowej w budynkach, do czego konieczne jest posiadanie odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Niedobór pracowników może negatywnie wpłynąć na możliwość realizacji odpowiedniej liczby projektów i spadek przychodów.
- **Ryzyko niekorzystnych decyzji podatkowych.** Istnieje ryzyko zakwestionowania prawidłowości obliczonych zobowiązań podatkowych przez organy podatkowe i wydania niekorzystnych dla Spółki decyzji.



## Wycena

Nasza wycena implikuje 12M cenę docelową na poziomie 37,00 PLN/akcja, co stanowi 46,8% potencjał wzrostowy. Naszą wycenę opieramy na wskaźniku DCF oraz mnożnikach z wagą odpowiednio 100% i 0%. Nasza wycena porównawcza jest przedstawiona w celach ilustracyjnych i ma wagę 0%.

### Mercor: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Cena (PLN)	Waga (%)
12M wycena DCF	37.00	100%
12M wycena mnożnikowa	43.22	0%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>37.00</b>	
Cena bieżąca	25.20	
Potencjał (%)	46.8%	

Źródło: Pekao Equity Research.

## Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	C/Z			EV/EBITDA		
		2023/24e	2024/25e	2025/26e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
FERRO SA	FRO PW	10.9	7.8	7.1	7.8	6.3	5.8
ASSA ABLOY AB-B	ASSAB SS	19.7	17.7	15.9	13.2	12.3	11.4
LEGRAND SA	LR FP	19.6	19.1	17.6	13.1	12.7	12.0
DORMAKABA HOLDING AG	DOKA SW	17.1	15.1	14.0	7.4	6.3	5.4
ALLEGION PLC	ALLE US	17.0	16.2	15.4	13.9	13.2	12.7
INSTALLUX SA	ALLUX FP	18.1	12.4	7.1	4.4	3.6	2.6
BIFIRE SPA	FIRE IM	10.6	11.8	11.0	6.2	6.2	5.6
CARRIER GLOBAL CORP	CARR US	22.0	20.3	18.6	14.8	13.9	13.0
NAPCO SECURITY TECH	NSSC US	23.7	19.6	13.9	17.9	13.9	9.6
SYSTEMAIR AB	SYSR SS	17.5	16.1	14.5	9.8	9.1	8.4
<b>Mediana</b>		<b>17.8</b>	<b>16.1</b>	<b>14.2</b>	<b>11.4</b>	<b>10.7</b>	<b>9.0</b>
<b>Mercor</b>		<b>9.0</b>	<b>10.6</b>	<b>9.2</b>	<b>5.8</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>
<i>Potencjał</i>		<i>-49%</i>	<i>-34%</i>	<i>-36%</i>	<i>-50%</i>	<i>-40%</i>	<i>-36%</i>
<b>Implikowana cena (PLN/akcja)</b>		<b>48.98</b>	<b>37.67</b>	<b>38.47</b>	<b>52.73</b>	<b>42.79</b>	<b>38.66</b>

Źródło: Pekao Equity Research.

## Rating ESG

Mercor	E	S	G
Inżynieria i budownictwo			
Ocena	0.73	0.79	1.08
Waga sektora	30%	40%	30%
<b>Ocena końcowa ESG</b>	<b>0.86</b>		
<b>Rating ESG</b>	<b>C</b>		

	ocena od:	do	Ocena	Wpływ premii na koszt kapitału (% RFR)
<b>Rating ESG</b>	1.5	2	<b>A</b>	-15.0%
	1	1.5	<b>B</b>	-7.5%
	0.5	1	<b>C</b>	0.0%
	0	0.5	<b>D</b>	15.0%

Źródło: Pekao Equity Research.



## Wycena DCF

Opracowaliśmy 6-letni model wyceny DCF w oparciu o nasz szczegółowy model finansowy dla działalności operacyjnej Spółki do roku 2028/29. Po tym okresie zakładamy fazę stałego wzrostu i stosujemy model Gordona do obliczenia wartości rezydualnej.

Uzyskane w ten sposób przepływy pieniężne stanowią dane wejściowe do naszej wyceny, na podstawie których obliczamy wartość bieżącą tych przepływów. Kluczowe założenia włączone do naszego modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6% od 2023/24e do 2028/29e oraz 4,0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko w wysokości 6,0% od 2023/24e do 2028/29e oraz 5,0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1,0.
- Brak dodatkowej premii/dyskonta do kosztu kapitału własnego z tytułu ESG.
- Marża kredytowa w wysokości 2,1%, na podstawie danych historycznych.
- Krańcowa stopa podatku dochodowego na poziomie 19%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Docelowa marża EBITDA na poziomie 13,1% oraz marża EBIT na poziomie 9,1% w okresie rezydualnym.
- CAPEX w okresie rezydualnym na poziomie z uwzględnieniem ROIC i założonej stopy wzrostu w okresie rezydualnym.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych o 2,5% w okresie rezydualnym.
- W pozostałych korektach uwzględniamy korzystną dla Spółki decyzję Dyrektora Izby Administracji Skarbowej w Gdańsku przekładającej się na zwrot nadpłaconego podatku dochodowego za okres 2012/13 w kwocie 5,4 mln PLN.

## Wycena DCF

### Kalkulacja WACC

	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	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%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Premia/dyskonto ESG	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.0%</b>
Koszt długu	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>
Waga kapitału własnego	89%	91%	95%	98%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.0%</b>

### Wycena DCF

(mln PLN)	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e	Rok końcowy
Przychody	642.8	619.8	636.4	664.0	692.0	714.8	732.6
EBIT	55.7	45.1	48.7	59.1	68.5	73.9	66.7
Podatek na EBIT	-10.5	-8.6	-9.3	-11.2	-13.0	-14.0	-12.7
<b>NOPAT</b>	<b>45.1</b>	<b>36.6</b>	<b>39.5</b>	<b>47.8</b>	<b>55.5</b>	<b>59.8</b>	<b>54.0</b>
Amortyzacja	21.1	19.8	18.6	18.5	18.5	19.7	20.2
CAPEX	-12.0	-13.8	-18.1	-24.1	-27.9	-28.7	-23.9
Zmiana w kapitale obrotowym netto	-4.5	4.5	-3.2	-5.5	-5.1	-4.7	-3.3
<b>FCFF</b>	<b>49.8</b>	<b>47.0</b>	<b>36.8</b>	<b>36.7</b>	<b>40.9</b>	<b>46.1</b>	<b>47.0</b>
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>							2.5%
Wartość rezydualna							723.1
Współczynnik dyskontujący	0.94	0.85	0.76	0.68	0.61	0.55	0.55
<b>Zdyskontowane przepływy pieniężne</b>	<b>46.8</b>	<b>39.8</b>	<b>28.0</b>	<b>25.1</b>	<b>25.0</b>	<b>25.2</b>	<b>396.2</b>
<b>EV</b>	<b>586.2</b>						
Udziały mniejszości	12.1						
Dług netto	67.1						
Aktywa nieoperacyjne	3.8						
Pozostałe korekty	5.4						
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>516.1</b>						
Liczba akcji (mln)	15.6						
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>37.00</b>						
Cena akcji w dniu 05.09.2023 r. (PLN)	25.20						
<i>Potencjał</i>	46.8%						

Wzrost przychodów	2%	-4%	3%	4%	4%	3%	2.5%
Marża EBIT	8.7%	7.3%	7.7%	8.9%	9.9%	10.3%	9.1%
Efektywność na stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/Przychody	1.9%	2.2%	2.8%	3.6%	4.0%	4.0%	
Capex/Amortyzacja	56.8%	70.0%	97.3%	130.5%	151.1%	145.7%	

### Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
9.0%	45.80	48.22	51.12	54.68	59.11	64.82	72.43
10.0%	38.68	40.25	42.07	44.23	46.82	49.99	53.95
11.0%	33.35	34.40	35.61	37.00	38.62	40.54	42.84
12.0%	29.20	29.93	30.76	31.69	32.75	33.98	35.42
13.0%	25.89	26.41	26.98	27.63	28.35	29.17	30.11

### Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBITDA/Zmiana udziałów w rynku	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
15.1%	33.03	37.40	41.79	46.17	50.57	54.98	59.39
14.1%	29.78	33.70	37.64	41.59	45.54	49.50	53.47
13.1%	26.52	30.01	33.50	37.00	40.50	44.02	47.55
12.1%	23.28	26.31	29.36	32.41	35.47	38.54	41.62
11.1%	20.03	22.62	25.09	27.82	30.44	33.01	35.70

Źródło: Pekao Equity Research.



## Kluczowe dane finansowe

Rachunek zysków i strat (mIn PLN)	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
<b>Przychody</b>	<b>496</b>	<b>628</b>	<b>643</b>	<b>620</b>	<b>636</b>	<b>664</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>117</b>	<b>156</b>	<b>148</b>	<b>142</b>	<b>152</b>	<b>166</b>
Koszty ogólnego zarządu	-74	-89	-93	-97	-103	-107
<b>EBITDA</b>	<b>58</b>	<b>88</b>	<b>77</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>78</b>
<b>EBIT</b>	<b>44</b>	<b>69</b>	<b>56</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>59</b>
Przychody/koszty finansowe	-3	-6	-5	-6	-5	-4
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>41</b>	<b>60</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>55</b>
Podatek dochodowy	-8	-13	-10	-7	-8	-10
<b>Zysk netto</b>	<b>30</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>39</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>1.91</b>	<b>2.68</b>	<b>2.35</b>	<b>1.78</b>	<b>1.98</b>	<b>2.49</b>
<b>Bilans (mIn EUR)</b>						
	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>232</b>	<b>252</b>	<b>281</b>	<b>295</b>	<b>317</b>	<b>335</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	20	29	40	61	78	86
Pozostałe aktywa obrotowe	212	223	241	234	239	249
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>198</b>	<b>195</b>	<b>187</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>186</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	58	79	74	70	69	72
Pozostałe aktywa trwałe	141	116	113	111	111	115
<b>Aktywa</b>	<b>431</b>	<b>448</b>	<b>468</b>	<b>475</b>	<b>497</b>	<b>521</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>185</b>	<b>214</b>	<b>218</b>	<b>227</b>	<b>244</b>	<b>267</b>
<b>Udziały niekontrolujące</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>28</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>98</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>98</b>	<b>97</b>	<b>88</b>
Zadłużenie finansowe długoterminowe	93	82	96	94	92	83
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	5	4	5	5	5	5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>141</b>	<b>136</b>	<b>136</b>	<b>132</b>	<b>134</b>	<b>138</b>
Zadłużenie finansowe krótkoterminowe	24	14	2	2	2	1
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	118	121	133	130	133	137
<b>Pasywa</b>	<b>431</b>	<b>448</b>	<b>468</b>	<b>475</b>	<b>497</b>	<b>521</b>
Dług netto	97	67	58	34	16	-2
<b>Rachunek przepływów pieniężnych (mIn PLN)</b>						
	2021/22	2022/23	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e
Zysk netto	30	42	37	28	31	39
Amortyzacja	14	19	21	20	19	18
Pozostałe	-38	3	-7	13	6	4
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>7</b>	<b>64</b>	<b>51</b>	<b>61</b>	<b>55</b>	<b>61</b>
CAPEX	-13	-11	-12	-14	-18	-24
Pozostałe	-5	-1	1	1	2	2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-18</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>
Dywidendy wypłacone	-9	-13	-24	-18	-14	-15
Pozostałe	16	-30	-6	-9	-8	-15
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>7</b>	<b>-43</b>	<b>-29</b>	<b>-27</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>
Pozostałe/Efekt różnic kursowych	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-4	9	10	21	17	9
<b>Środki pieniężna na koniec okresu</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>40</b>	<b>61</b>	<b>78</b>	<b>86</b>
DPS (PLN)	0.59	0.81	1.51	1.17	0.89	0.99
<b>Wskaźniki wzrostu r/r</b>						
Przychody	28%	27%	2%	-4%	3%	4%
EBITDA	12%	50%	-12%	-15%	4%	15%
EBIT	16%	56%	-19%	-19%	8%	21%
Zysk netto	11%	40%	-12%	-24%	11%	26%
EPS	n/a	40%	-12%	-24%	11%	26%
<b>Marże</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>11.8%</b>	<b>13.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.7%</b>
Marża EBIT	8.9%	10.9%	8.7%	7.3%	7.7%	8.9%
Marża netto	6.0%	6.6%	5.7%	4.5%	4.8%	5.8%
<b>ROE</b>	<b>17.1%</b>	<b>20.9%</b>	<b>17.0%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.1%</b>	<b>15.2%</b>
<b>Wskaźniki bilansu</b>						
BVPS (PLN)	11.86	13.73	13.97	14.58	15.67	17.17
Dług netto/EBITDA	1.7	0.8	0.8	0.5	0.2	0.0
Zadłużenie finansowe/Kapitał własny	63.1%	45.1%	45.0%	42.1%	38.4%	31.6%

Źródło: Pekao Equity Research.



## Podsumowanie kluczowych danych finansowych

PLN mn	2023/24e	2024/25e	2025/26e	2026/27e	2027/28e	2028/29e
EPS, GAAP	2.35	1.78	1.98	2.49	2.95	3.22
Revenue	643	620	636	664	692	715
Gross Margin %	23.1%	23.0%	23.9%	25.0%	25.6%	25.8%
EBIT	56	45	49	59	69	74
EBITDA	77	65	67	78	87	94
Net Income, GAAP	37	28	31	39	46	50
Net Debt	58	34	16	-2	-20	-41
BPS	13.97	14.58	15.67	17.17	18.87	20.61
DPS	1.51	1.17	0.89	0.99	1.24	1.47
Return on Equity %	17.0%	12.5%	13.1%	15.2%	16.3%	16.3%
Return on Assets %	8.0%	5.9%	6.3%	7.6%	8.5%	8.7%
Depreciation	14	13	13	13	13	13
Amortization	7	6	6	6	6	6
Free Cash Flow	50	47	37	37	41	46
CAPEX	12	14	18	24	28	29

Źródło: Pekao Equity Research.





PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 6 WRZEŚNIA 2023 R. O GODZINIE 07:40 CET.  
RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 6 WRZEŚNIA 2023 R. O GODZINIE 07:50 CET.  
ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. 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](http://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](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

#### UJAWNIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub współgwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datą jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Damian Szparaga	Ekspert, Analityk	Mercor	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w

skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawarze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

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

#### **METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:**

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

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

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

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

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

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:



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

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

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

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

#### **WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:**

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

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

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

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

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – “Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy