

Kupuj, 92,00 PLN

Podtrzymana

08 kwietnia 2021 r., 07:30

Gotowi na dalszy wzrost

Boom logistyczny na dwóch najaktywniejszych rynkach kontynentalnej Europy (w Niemczech i Polsce) trwa, a MLP Group w dalszym ciągu na nim korzysta. Spółka zamknęła 2020 r. z wzrostem przychodu z czynszów z najmu na poziomie 24% r/r, a w latach 2021-2023 powinna utrzymać roczne tempo wzrostu ok. 20% dzięki zdywersyfikowanemu bankowi ziemi. Z uwagi na ryzyko opóźnienia nowych projektów (na skutek dłuższego okresu potrzebnego na uzyskanie pozwolenia na budowę) korygujemy w dół naszą prognozę FFO. Tym niemniej MLP Group zdecydowanie utrzymuje „wzrostowy” profil działalności. Utrzymujemy rekomendację KUPUJ dla akcji MLP Group i obniżamy cenę docelową o 3% do 92 PLN, co implikuje potencjał wzrostu 21%.

Silne fundamenty rynku magazynowego w Polsce

Popyt na przestrzeń magazynową w Polsce wzrósł o 28% r/r do nowego rekordowego poziomu 4,8 mln m², podczas gdy podaż nowych powierzchni ustabilizowała się na poziomie z okresu 2018-2019. Udział przestrzeni realizowanej spekulacyjnie spadł na koniec 2020 r. do 31% z 49% rok wcześniej. Współczynnik przestrzeni niewynajętej ustabilizował się na 7,5%. To doskonałe warunki dla dalszego rozwoju aktywów magazynowych w Polsce, których łączna powierzchnia na koniec 2020 r. sięgnęła 20,7 mln m² (+11% r/r).

Wysoki potencjał do kompresji stóp kapitalizacji

W 2020 r. po raz pierwszy w historii polskiego rynku nieruchomości magazyny cieszyły się największym zainteresowaniem inwestorów – łączna wartość transakcji magazynowych wyniosła 2,7 mld EUR i stanowiła 48% całkowitego wolumenu inwestycji (19% w 2019 r.). Stopy kapitalizacji najlepszych obiektów uległy kompresji o 0,5 pp r/r do 5,75%, czyli ok. 0,9 pp poniżej średniej stopy kapitalizacji wykorzystywanej przez MLP Group do wyceny swoich aktywów – według naszych szacunków 6,6%.

Projekty w Niemczech źródłem wzrostu FFO i NAV w latach 2022-2023

W 2021 r. prognozujemy wzrost portfela magazynów o 12% do ok. 800,000 m², głównie w oparciu o projekty w Polsce, oraz dalszy wzrost o 25% do ponad 1 mln m² w 2022 r. dzięki projektom spółki w Niemczech i Austrii. FFO MLP Group powinno podwoić się z poziomu 47 mln PLN w 2020 r. do 92 mln PLN w 2023 r., a NAV wzrosnąć o ok. 50% do 1,8 mld PLN na koniec 2023 r.

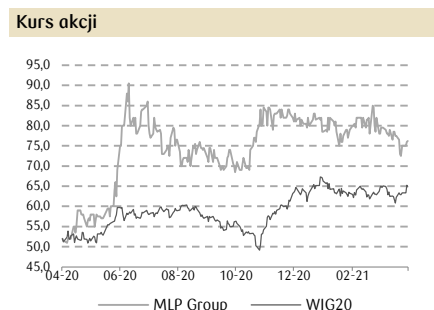
mln PLN	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	140	191	198	248	302
Zysk brutto na sprzedaży	81	111	119	151	183
Marża brutto	58%	58%	60%	61%	61%
Rewaluacja	121	213	171	176	144
EBIT	180	298	268	302	302
FFO	33	47	56	74	92
Zysk (strata) netto	129	170	200	227	205
P/E	6,5	7,8	7,5	6,6	7,2
P/BV	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8
FFO yield	2,4	3,1	3,7	4,9	6,1
Stopa dywidendy	0,29	0,00	0,00	0,74	1,48
EPS	7,14	8,64	10,13	11,52	10,62
DPS	0,22	0,00	0,00	0,56	1,13

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	76,20
Upside	21%
Liczba akcji (mn)	19,72
Kapitalizacja (mln PLN)	1 502,68
Free float	26%
Free float (mln PLN)	388
Free float (mln USD)	101
EV (mln PLN)	2 840,37
Dług netto (mln PLN)	1 337,69

ESG	
ESG rating	5,9
Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Cajamarca Holland B.V.	51,94
Thesinger Limited	8,98
Metlife OFE	8,40
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	08-04-21 92,00
Kupuj	31-07-20 95,00



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	3,0%	-7,1%
3 miesiące	-3,3%	-2,9%
6 miesięcy	15,2%	11,2%
12 miesięcy	26,4%	48,0%
Min 52 tyg. PLN		51,00
Max 52 tyg. PLN		90,50
Średni dzienny obrót mln PLN		0,30

Analityk	
Piotr Zybala	
+48 883 370 284	
piotr.zybala@pkobp.pl	

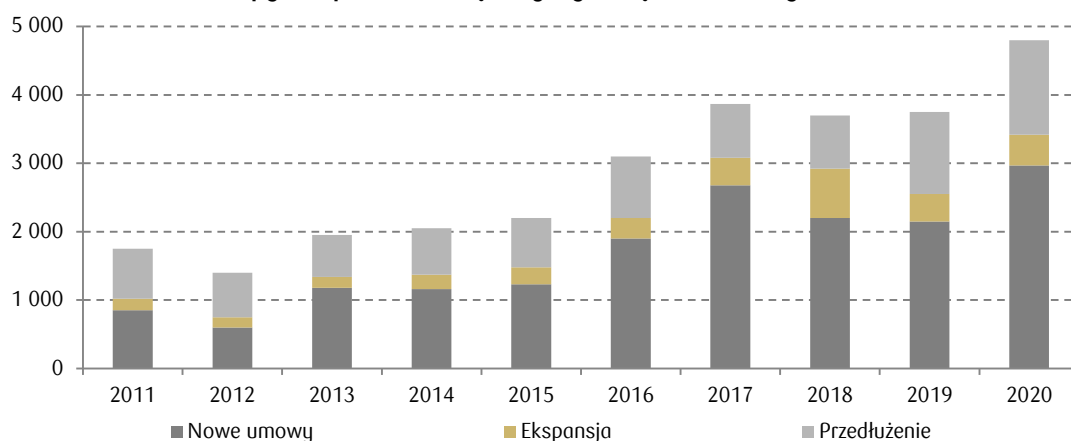
Adres:	
BM PKO BP	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Rynek logistyczny

Polska

Popyt na powierzchnię magazynową zwiększył się w 2020 r. o **28% r/r** do 4,8 mln m². Największy wzrost zaobserwowano w zakresie nowych transakcji, ale pozytywną dynamikę odnotowano także w przypadku przedłużania umów oraz ekspansji.

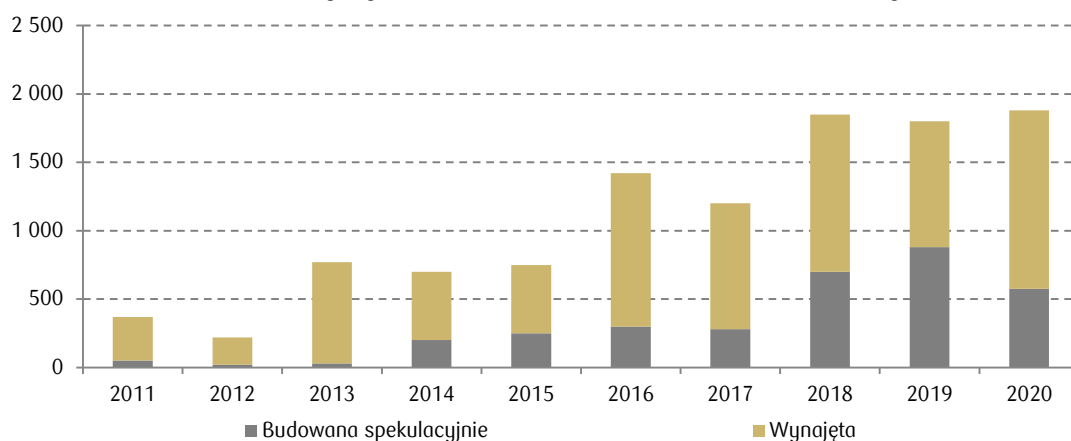
Popyt na powierzchnię magazynową w Polsce (tys. m²)



Źródło: JLL

Powierzchnia magazynowa w budowie utrzymuje się na stabilnym poziomie ok. 1,9 mln m² już trzeci rok z rzędu, a łączny wolumen aktywów magazynowych wzrósł o 2,0 mln m² (+11% r/r) do 20,7 mln m². na koniec 2020 r. Zaledwie 31% powierzchni w budowie realizowano spekulacyjnie (bez zabezpieczonych umów najmu). Był to poziom niższy niż w 2018-2019 r. i stanowi zasadniczo pozytywny trend z perspektywy dewelopera.

Powierzchnia magazynowa w budowie w Polsce (koniec okresu, tys m²)



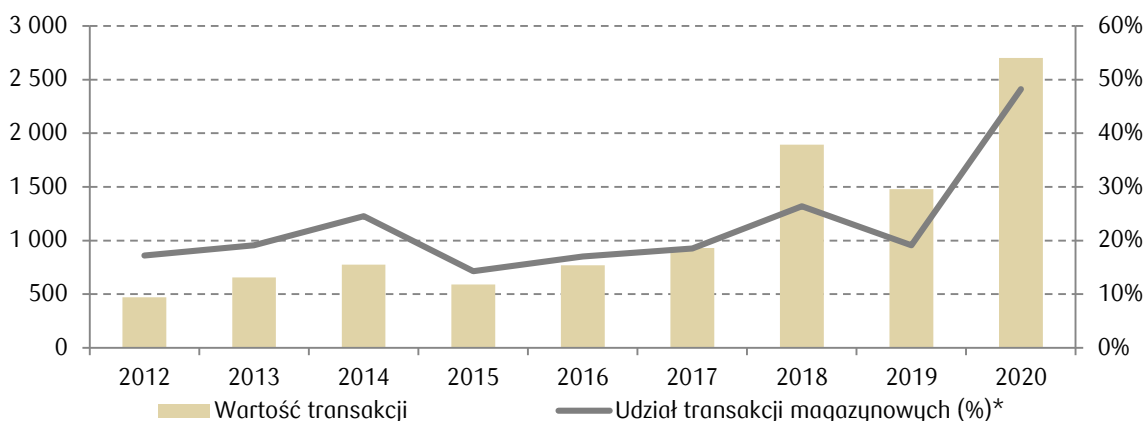
Źródło: JLL

Współczynnik powierzchni niewynajętej ustabilizował się na koniec 2020 r. na poziomie 7,5%, a czynsze pozostają stabilne.

Aktywność inwestycyjna na rynku magazynów sięgnęła w 2020 r. rekordowego poziomu – łączna wartość transakcji wyniosła **2,7 mld EUR (+82% r/r)**, stanowiąc niemal 50% całego rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce. Tak duży popyt ze strony inwestorów doprowadził w 2020 r. do **kompresji stóp kapitalizacji najlepszych obiektów** o ok. 50 pb do **5,75%**. Według JLL, stopy kapitalizacji najlepszych powierzchni magazynowych w przypadku szczególnie długich umów najmu spadły poniżej 4,50%, a dla projektów w granicach Warszawy do ok. 5,50%.

Widzimy tu **potencjał do rewaluacji portfela istniejących projektów MLP Group** o wartości 1,9 mld PLN, wycenianego wg stopy kapitalizacji ok. 6,6%. Jeżeli wycenić portfel gotowych projektów MLG według stopy kapitalizacji 5,75%, ich wartość księgowa wzrosłaby o ok. 250 mln PLN, co odpowiada 20% kapitalizacji giełdowej spółki.

Wartość transakcji na rynku magazynowym w Polsce (mln EUR)

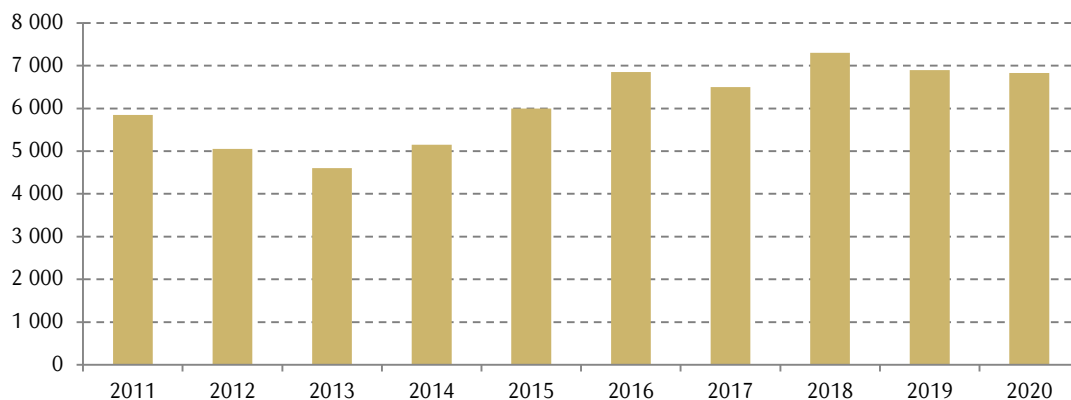


Źródło: JLL, szacunki BM PKO BP, *udział transakcji magazynowych w całkowitej wartości transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych

Niemcy

Zapotrzebowanie na powierzchnię przemysłową w Niemczech pozostawało w 2020 r. stabilne na poziomie 12% powyżej średniej z ostatnich 10 lat. Ograniczona podaż przyniosła umiarkowany **wzrost czynszów** w niektórych lokalizacjach logistycznych (zmiana o 0-6% r/r, w zależności od aglomeracji).

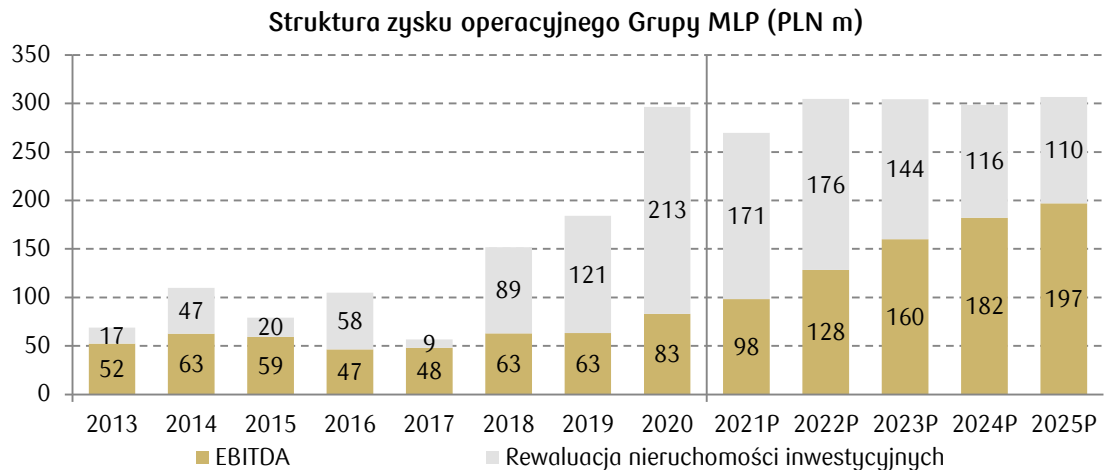
Popyt na powierzchnię przemysłową w Niemczech (tys. m²)



Źródło: BNP Paribas

PROGNOZY FINANSOWE

Nasze zaktualizowane prognozy zakładają dynamiczny wzrost **EBITDA** spółki na poziomie **19% CAGR w latach 2021-2025**. Jak wspomnieliśmy w poprzednim rozdziale, wycena bilansowa aktywów MLP Group wygląda konserwatywnie i w 2021 r. spodziewamy się ich dodatniej rewaluacji. Zwracamy uwagę, że wysoka rewaluacja w 2020 r. spowodowana była głównie umocnieniem się kursu EUR/PLN i rewaluacją nowych projektów. Zakładamy, że projekty deweloperskie stanowiąc będą ok. dwie trzecie rewaluacji w okresie 2021-2025.

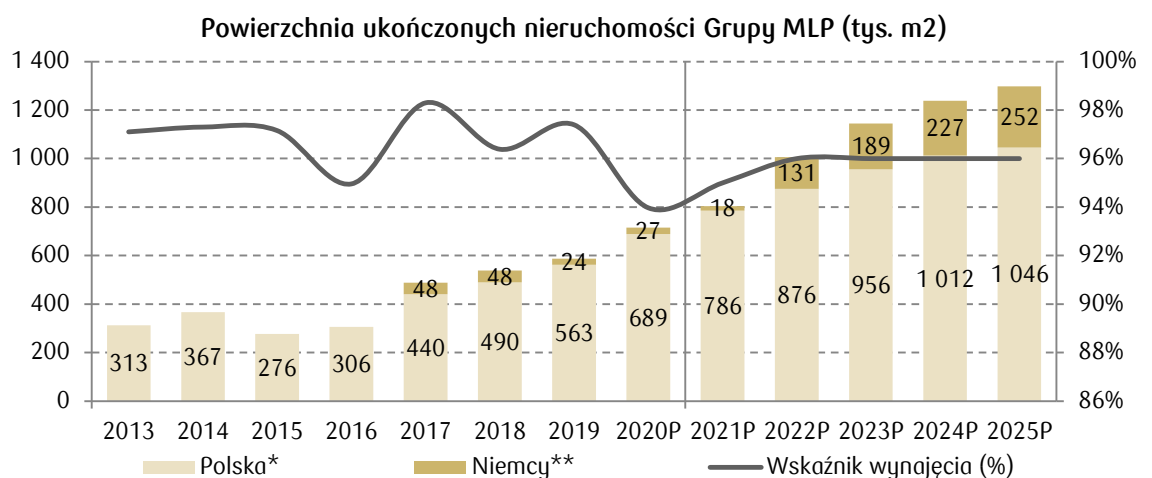


Źródło: prognozy BM PKO BP, Grupa MLP

Na **2021 r.** prognozujemy wzrost **portfela ukończonych inwestycji** o **12% r/r** do ok. 800,000 m² i dalszy **wzrost o 25%** do ponad 1 mln m² w **2022 r.**

Portfel na rok **2021** wzrośnie głównie o nowe projekty logistyczne w Polsce. Na rynku niemieckim spodziewamy się, że spółka ukończy jeden projekt w Berlinie (aktualnie w budowie), przy czym jego efekt zostanie zniwelowany rozbiórką starych magazynów w Unnie (przed rozpoczęciem realizacji nowej inwestycji na tej samej działce).

W **2002 r.** portfel powinien wzrosnąć większym stopniem, głównie dzięki nowym projektom na rynku niemieckim i austriackim (Unna, Niederrhein i Wiedeń).



Źródło: prognozy BM PKO BP, Grupa MLP, *włączając Rumunię, **włączając Austrię

Wycena

Nasza wycena bazuje na Metodzie Zysku Rezydualnego. Według naszych wyliczeń cena docelowa MLP Group wynosi **92,0 PLN** za akcję, czyli 21% powyżej bieżącej ceny rynkowej.

Założenia modelu Zysku Rezydualnego:

- **Wzrost FFO** w 2021-2025 r. w tempie +20% CAGR
- **Zysk z rewaluacji** wynosi ok. 65% w oparciu o portfel projektów deweloperskich i 35% w oparciu o rewaluację ukończonych nieruchomości. Zakładamy roczny wzrost rewaluacji ukończonych projektów na poziomie 1-2% w 2021-2025 r. i średnią marżę deweloperską na realizowanych projektach rzędu 25%.
- **CAPEX** zakładany na średnim poziomie 430 mln PLN w latach 2021-2023. Po tym okresie docelowy CAPEX ok. 200 mln PLN rocznie.
- Docelowy wskaźnik LTV **47%** w 2025 r.
- **Docelowy wskaźnik wypłaty dywidendy** na poziomie 45% FFOPS w 2024+. Brak dywidendy w 2021 r. W 2022-2023 r. wypłata na poziomie 20-30%.
- Średni ROE **14,2%** w 2021-2024.
- **Docelowy ROE 9.6%** (ROE na rok 2025)
- **Koszt kapitału:** Stopa wolna od ryzyka: 2,0%, premia za ryzyko rynkowe: 5,5%, beta: 1,25

Model Wartości Rezydualnej							
PLN (mn)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nieruchomości inwestycyjne	1 810	2 331	2 905	3 568	4 115	4 414	4 719
Generujące przychód	1 509	1 906	2 163	3 130	3 731	4 150	4 426
W budowie oraz bank ziemi	301	425	742	439	384	265	293
Gotówka zablokowana oraz pożyczki	90	91	91	91	91	91	91
Gotówka	102	163	87	120	175	217	213
Inne aktywa	72	98	98	84	73	63	55
Aktywa łącznie	2 074	2 683	3 181	3 864	4 454	4 786	5 078
Dług	835	1 166	1 424	1 844	2 204	2 336	2 453
Kapitał Własny	939	1 212	1 412	1 628	1 815	1 976	2 118
Zysk netto	129	170	200	227	209	203	190
ROE	15.9%	18.2%	16.5%	16.1%	12.9%	11.2%	9.6%
FFO	33	47	56	74	92	106	116
Dywidenda	4	0	0	11	22	42	48
Koszt kapitału		8.89%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
Stopa wolna od ryzyka		2.00%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia za ryzyko		5.52%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta		1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Współczynnik dyskonta	0.00	1.00	0.94	0.87	0.80	0.73	0.67
Wycena							
Długoterminowe ROE (ROE 2025)	9.6%						
Koszt kapitału	8.9%						
Implikowane P/B (x)	1.11						
Kapitał własny 2025	2 118						
FV 2025	2 347						
NPV FV 2025	1 576						
NPV dywidend	90						
Wycena	1 665						
Liczba akcji (miliony)	19.7						
Wartość godziwa na akcję 07'20 (PLN)	84.5						
Cena docelowa za 12M (PLN)	92.0						
Cena bieżąca	76.2						
Potencjał wzrostu kursu	21%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	101	100	142	140	191	198	248	302	340
Koszt własny sprzedaży	-42,7	-37,2	-60,4	-58,8	-80,1	-78,9	-97,6	-119,0	-133,8
Zysk brutto ze sprzedaży	58,3	63,1	81,1	81,2	110,6	119,4	150,6	183,5	206,2
Koszty ogólnego zarządu	-12,0	-15,3	-18,5	-18,9	-28,0	-22,0	-23,1	-24,3	-25,0
Pozostałe przychody operacyjne	1,3	0,3	2,3	1,3	3,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Pozostałe koszty operacyjne	-3,6	-1,5	-2,5	-4,4	-1,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk z działalności operacyjnej	102,4	55,2	151,1	180,0	297,8	267,6	302,4	302,3	296,3
Saldo działalności finansowej	-15,3	1,1	-29,4	-16,8	-87,7	-17,8	-14,7	-33,8	-35,9
Zysk przed opodatkowaniem	87,1	56,2	121,7	163,2	210,1	249,8	287,7	268,5	260,4
Podatek dochodowy	-20,7	-8,9	-29,3	-33,8	-39,7	-50,0	-60,4	-59,1	-57,3
Zyski (straty) mniejszości	66,4	47,3	92,4	129,4	170,4	199,8	227,3	209,4	203,1
Zysk (strata) netto	66,4	47,3	92,4	129,4	170,4	199,8	227,3	209,4	203,1

Bilans	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	1 043	1 241	1 526	1 838	2 392	2 966	3 629	4 176	4 476
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	62	65	46	102	163	87	120	175	217
Pozostałe aktywa długoterminowe	74	78	77	28	61	61	61	61	61
Aktywa Obrotowe	135	117	137	236	291	214	235	278	310
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	31	27	34	67	39	39	39	39	39
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	62	65	46	102	163	87	120	175	217
Aktywa razem	1 178	1 358	1 663	2 074	2 683	3 181	3 864	4 454	4 786
Kapitał Własny	676	727	815	939	1 212	1 412	1 628	1 815	1 976
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	435	569	762	971	1 375	1 673	2 140	2 543	2 713
Kredyty i pożyczki	327	449	613	780	1 132	1 390	1 810	2 170	2 302
Zobowiązania krótkoterminowe	67	62	86	164	96	96	96	96	96
Kredyty i pożyczki	327	449	613	780	1 132	1 390	1 810	2 170	2 302
Zobowiązania handlowe i pozostałe	53	41	55	110	62	62	62	62	62
Pasywa razem	1 178	1 358	1 663	2 074	2 683	3 181	3 864	4 454	4 786

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	21,2	55,0	36,0	86,1	92,7	87,3	127,5	153,9	171,9
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-55,6	-183,5	-195,5	-208,1	-393,4	-403,7	-488,0	-403,2	-184,3
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-26,9	133,9	139,9	178,2	355,0	240,1	394,0	303,7	54,7

Wskaźniki	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
ROE	10,0%	6,7%	12,0%	14,8%	15,8%	15,2%	15,0%	12,2%	10,7%
ROA	5,6%	3,5%	5,6%	6,2%	6,4%	6,3%	5,9%	4,7%	4,2%
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	0,8
Dług netto	279,2	405,1	597,6	732,9	1 003,5	1 337,7	1 724,0	2 029,4	2 119,3
Dług netto/EBITDA	6,0	8,4	9,5	11,6	12,1	13,6	13,4	12,7	11,6

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Piotr Zybała	(przemysł, gaming)	(022) 521 53 91	piotr.zybal@pkobp.pl

Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszomirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszomirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyli się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarantującą ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
MPL Group	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ilekość w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P	
Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	2081,0	10,0	16,5	16,6	7,3	9,6	8,2	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	533,4	nm	nm	15,7	1,2	4,9	3,6	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2020-04-29	19,5	19,00	717,0	13,1	9,8	7,6	6,5	6,8	4,8	Piotr Łopaciuk
Mabion	Trzymaj	2020-04-29	23	22,80	1027,0	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-06-03	41	40,40	2081,0	10,0	16,5	16,6	7,3	9,6	8,2	Małgorzata Żelazko
MLP Group	Kupuj	2020-07-31	95	72,50	1502,7	6,5	7,8	7,5	26,9	31,4	28,9	Piotr Zybala
Asseco SEE	Trzymaj	2020-08-25	48,5	48,40	2081,0	10,0	16,5	16,6	7,3	9,6	8,2	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2020-09-18	21,50	21,2	717,04	13,11	9,78	7,58	6,46	6,83	4,78	Piotr Łopaciuk
ZE PAK	Trzymaj	2020-10-01	10,2	10,00	533,4	nm	nm	15,7	1,2	4,9	3,6	Andrzej Rembelski
Mabion	Sprzedaj	2020-10-13	17	31,80	1027,0	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Kupuj	2021-03-04	43,5	37,80	2081,0	10,0	16,5	16,6	7,3	9,6	8,2	Małgorzata Żelazko
Apator	Kupuj	2021-03-17	28	24,80	717,0	13,1	9,8	7,6	6,5	6,8	4,8	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2021-04-08	92	76,20	1502,7	6,5	7,8	7,5	26,9	31,4	28,9	Piotr Zybala

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu