

# Kupuj, 98,00 PLN

Podtrzymana

01 września 2022 r., 07:30

## Boom logistyczny

Polski sektor magazynowy nie traci rozpędu. W 1H22 popyt brutto na powierzchnię wzrósł o 13% r/r (2Q22: +41% r/r). Pomimo rekordowej podaży wolna powierzchnia magazynowa stanowiła na koniec 1H22 jedynie 3,4% powierzchni całkowitej (-2 p.p. r/r), a czynsze rynkowe wzrosły o 10-20% r/r. Korzystne trendy widoczne były również w wynikach finansowych MLP Group w 1H22 (FFO +43% r/r; aktualizacja wyceny IP 518 mln zł). Spodziewamy się, że spółka nadal będzie korzystać na rosnącej akumulacji zapasów w segmencie e-commerce oraz na trendach nearshoringowych i zwiększamy nasze prognozy FFO na 2022-2026 o ok. 9% (większy portfel projektów w połączeniu z wyższymi czynszami). Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i podnosimy cenę docelową o 1% do 98 zł (pozytywny wpływ wyższych prognoz niweluje wyższa stopa wolna od ryzyka).

### Silny wzrost najmu i czynszów w 1H22

W 1H22 MLP Group podpisało umowy najmu na 214 tys. m<sup>2</sup> (+91% r/r), natomiast wzrost czynszów sięgnął +24% r/r. Wpływ obecnej silnej dynamiki czynszów rozłoży się na kilka lat, gdyż średni okres najmu w spółce wynosi 8,6 roku.

### Portfel projektów deweloperskich +50% r/r, bank ziemi +13% r/r

Aktywność budowlana MLP Group utrzymuje się na rekordowo wysokim poziomie. Na koniec 1H22 spółka miała 203 tys. m<sup>2</sup> powierzchni logistycznej w budowie (+50% r/r), z czego 72% objęte wstępnymi umowami najmu. W 1H22 MLP Group nabyło nowe działki w Zgorzelcu, Pruszkowie i Gorzowie Wielkopolskim, a dodatkowo posiada rezerwacje na siedem kolejnych działek w Polsce i Niemczech.

### Prognozy zarządu pozostają w mocy

Spółka podtrzymała swoje prognozy z listopada 2021 r., zgodnie z którymi CAGR'22-24 dochodów z najmu wyniesie 37%, a FFO 51%. Nasze zaktualizowane prognozy są bardziej konserwatywne i zakładają CAGR dochodów z najmu na poziomie 29%, a CAGR FFO 30%. W naszych prognozach nie uwzględniamy emisji do 2,6 mln akcji (12,2% istniejących akcji), którą to możliwość spółka nadal rozważa, gdyż zakładane tempo wzrostu sugeruje rozsądne LTV w okolicach 43% w latach 2022-2026. Zauważmy, że ze względu na wysoką aktualizację wyceny IP LTV na koniec 1H22 spadło do 35%.

mln PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	191	201	259	332	412
Zysk brutto na sprzedaży	111	121	157	201	250
Marża brutto	58%	61%	60%	61%	61%
Rewaluacja	213	540	640	236	213
EBIT	298	632	761	400	423
FFO	47	55	73	93	121
Zysk (strata) netto	170	480	559	296	295
P/E	7,8	3,4	2,7	5,1	5,2
P/BV	1,1	0,9	0,6	0,6	0,5
FFO yield	3,3	3,6	4,8	6,1	8,0
Stopa dywidendy	0,00	0,00	0,00	0,00	1,22
EPS	8,64	22,48	26,15	13,86	13,82
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,87

#### Informacje

Kurs akcji (PLN)	71,20
Upside	38%
Liczba akcji (mn)	21,37
Kapitalizacja (mln PLN)	1 521,80
Free float	28%
Free float (mln PLN)	433
Free float (mln USD)	92
EV (mln PLN)	3 419,90
Dług netto (mln PLN)	1 898,10

#### Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

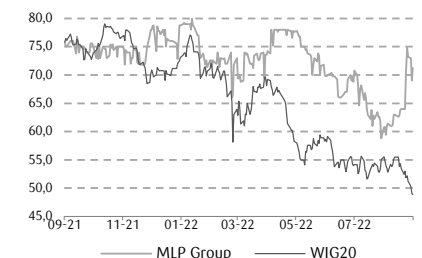
#### Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
Cajamarca Holland B.V.	47,92
ILDC	9,05
Thesinger Limited	8,29
Metlife OFE	7,75

#### Poprzednie rekom.

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	05-04-22 97,00
Kupuj	30-07-21 95,00

#### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-11,2%	21,1%
3 miesiące	-16,2%	1,7%
6 miesięcy	-23,6%	-2,5%
12 miesięcy	-35,5%	-6,3%
Min 52 tyg. PLN		58,80
Max 52 tyg. PLN		80,00
Średni dzienny obrót mln PLN		0,17

#### Analitik

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

#### Adres:

BM PKO BP  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

## Czynniki ryzyka

Szczegółowy opis czynników ryzyka spółki zawarty jest w jej sprawozdaniu rocznym. Poniżej opisujemy kilka ryzyk charakterystycznych dla działalności MLP Group, które mogą mieć znaczący wpływ na nasze prognozy.

### Ryzyko walutowe

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy sporządzane jest w PLN, czyli walucie funkcjonalnej Grupy. Większość dochodu Grupy z czynszów denominowana jest w EUR, a tylko czasem w PLN. Część kosztów Grupy, jak na przykład niektóre koszty budowlane, koszty pracy i wynagrodzenia, denominowanych jest w PLN, ale ogromna większość kosztów budowlanych w EUR. W celu ograniczenia ryzyka walutowego spółki Grupy wykorzystują przede wszystkim naturalny hedging poprzez zwiększenie finansowania długiem denominowanym w EUR. Zasadniczo osłabienie EUR względem PLN powinno mieć negatywny skutek netto dla wyników MLP Group wykazywanych w PLN.

### Ryzyko stóp procentowych

Wykorzystywane przez Grupę linie kredytowe oprocentowane są według stóp zmiennych (głównie powiązanych z EURIBOR). Zmiany stóp procentowych mogą zwiększyć koszty kredytowania Grupy. W celu zmniejszenia ryzyka stóp procentowych spółki Grupy zawierają transakcje IRS, przy czym wzrost stóp procentowych może także skutkować zwiększeniem oczekiwanych stóp kapitalizacji na rynku nieruchomości, co miałoby negatywny wpływ na wyceny nieruchomości inwestycyjnych i zwiększyłoby współczynniki zadłużenia spółki.

### Ryzyko związane z charakterem procesu deweloperskiego

Rozwój działalności Grupy wiąże się z ryzykami charakterystycznymi dla procesu budowlanego i uzyskiwania wszelkich niezbędnych pozwoleń czy wymaganych prawnie decyzji administracyjnych. Ewentualne opóźnienia lub problemy techniczne wykraczające poza zakres kontroli dewelopera mogą skutkować niewykonaniem przez Grupę projektu w oczekiwanych ramach czasowych. Ryzyko związane z decyzjami administracyjnymi wydaje się szczególnie wysokie w przypadku, gdy proces deweloperski wymaga zmiany sposobu użytkowania nieruchomości. Problem ten w przyszłości może się zaognić z uwagi na deficyt niezagospodarowanych działek. Ponadto organizacje społeczne i środowiskowe, a także właściciele sąsiednich nieruchomości i lokalni mieszkańcy mogą podejmować działania ukierunkowane na uniemożliwienie Grupie uzyskania wymaganych pozwoleń, zgód lub innych decyzji.

### Ryzyko związane z możliwym spowolnieniem gospodarczym i pogorszeniem sytuacji na rynku nieruchomości

Pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości może mieć negatywny wpływ na zyski Grupy z najmu powierzchni magazynowej. Jeżeli najemcy nie wykonają swoich obowiązków umownych lub jeżeli Grupa nie będzie w stanie znaleźć najemców, spółka nie będzie generować dochodu z najmu, ale będzie w dalszym ciągu ponosić koszty związane z nieruchomościami.

Co więcej, spowolnienie gospodarcze może także skutkować zmianą czynszów rynkowych i stóp kapitalizacji, a także wpłynąć niekorzystnie na wycenę nieruchomości spółki. W efekcie spółka może ponieść straty związane z odpisem nieruchomości nawet w przypadku, gdy najemcy uregulują swoje zobowiązania i związani są długoterminowymi umowami.

## Wycena

Nasza wycena bazuje na Metodzie Zysku Rezydualnego. Według naszych wyliczeń cena docelowa MLP Group wynosi **98,0 PLN** za akcję, czyli 34% powyżej bieżącej ceny rynkowej.

### Założenia Modelu Zysku Rezydualnego:

- **Wzrost FFO** w 2022-2026 r. na poziomie 23% CAGR
- **Zysk z aktualizacji wyceny** odpowiada ok. 17% wartości nieruchomości inwestycyjnych w 2022 r. i ok. 5% w latach 2023-2025 (bez uwzględnienia wpływu różnic kursowych). W 2026 r. (ostatni rok szczegółowej prognozy) zysk z aktualizacji wyceny na poziomie +3% (1,5 p.p. z aktualizacji wyceny gotowych nieruchomości, pozostała część aktualizacji związana jest z portfelem projektów deweloperskich).
- Kurs **EUR/PLN** na poziomie 4,70 na koniec 2022 r., a w dalszej kolejności stopniowy spadek do poziomu 4,50 w 2025 roku.
- **CAPEX** w wysokości 750-800 mln zł rocznie w latach 2022-2023, a następnie w latach 2024-2026 średnio 275 mln zł rocznie.
- **Docelowy wskaźnik LTV 43.4%** w 2026 r.
- **Dywidendy:** Brak dywidendy w latach 2022-2023. W 2024 r. wypłata w wysokości 20%. Docelowy wskaźnik DPS na poziomie 45% FFOPS w 2025+.
- **ROE 30,6%** w 2022 r.; średnie ROE **10,4%** w 2023-2025 roku.
- **Docelowy wskaźnik ROE 9,1%** (ROE na 2026 r.)
- **Koszt kapitału:** Stopa wolna od ryzyka: 5,0%, premia za ryzyko rynkowe: 5,4%, beta: 1.10.

<b>Model Wartości Rezydualnej</b>							
<b>PLN (mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Nieruchomości inwestycyjne	2 331	3 395	4 773	5 840	6 317	6 732	7 173
Generujące przychód	1 906	2 462	3 724	4 786	5 639	6 000	6 421
W budowie oraz bank ziemi	425	932	1 049	1 054	678	732	752
Gotówka zablokowana oraz pożyczki	91	129	102	102	102	102	102
Gotówka	163	177	51	58	42	54	37
Inne aktywa	98	85	81	99	114	122	124
<b>Aktywa łącznie</b>	<b>2 683</b>	<b>3 786</b>	<b>5 007</b>	<b>6 099</b>	<b>6 576</b>	<b>7 010</b>	<b>7 436</b>
Dług	1 166	1 491	1 949	2 668	2 853	3 107	3 255
<b>Kapitał Własny</b>	<b>1 212</b>	<b>1 825</b>	<b>2 423</b>	<b>2 719</b>	<b>2 996</b>	<b>3 186</b>	<b>3 411</b>
Zysk netto	170	480	559	296	295	244	289
<b>ROE</b>	<b>18,2%</b>	<b>39,7%</b>	<b>30,6%</b>	<b>12,2%</b>	<b>10,9%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,1%</b>
<b>FFO</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>73</b>	<b>93</b>	<b>121</b>	<b>141</b>	<b>152</b>
<b>Dywidenda</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>55</b>	<b>63</b>
<b>Koszt kapitału</b>		<b>10,97%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>
Stopa wolna od ryzyka		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia za ryzyko		5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Beta		1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Współczynnik dyskonta		0,00	0,96	0,87	0,78	0,71	0,64
<b>Wycena</b>							
Długoterminowe ROE (ROE 2025)	9,1%						
Koszt kapitału	11,0%						
<b>Implikowane P/B (x)</b>	<b>0,83</b>						
Kapitał własny 2025	3 411						
FV 2025	2 817						
NPV FV 2025	1 792						
NPV dywidend	93						
<b>Wycena</b>	<b>1 886</b>						
Liczba akcji (miliony)	21,4						
Wartość godziwa na akcję 07'21 (PLN)	88,2						
<b>Cena docelowa za 12M (PLN)</b>	<b>98,0</b>						
Cena bieżąca	71,2						
Potencjał wzrostu kursu	38%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	100	142	140	191	201	259	332	412	462
Koszt własny sprzedaży	-37,2	-60,4	-58,8	-80,1	-79,1	-102,4	-130,7	-162,2	-181,7
Zysk brutto ze sprzedaży	63,1	81,1	81,2	110,6	121,5	156,8	201,5	250,0	280,0
Koszty ogólnego zarządu	-15,3	-18,5	-18,9	-28,0	-29,2	-34,4	-36,2	-38,0	-39,1
Pozostałe przychody operacyjne	0,3	2,3	1,3	3,0	2,5	1,1	0,8	0,8	0,8
Pozostałe koszty operacyjne	-1,5	-2,5	-4,4	-1,0	-2,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk z działalności operacyjnej	55,2	151,1	180,0	297,8	632,3	761,5	400,4	423,4	361,1
Saldo działalności finansowej	1,1	-29,4	-16,8	-87,7	-32,8	-66,2	-20,6	-44,7	-48,1
Zysk przed opodatkowaniem	56,2	121,7	163,2	210,1	599,5	695,3	379,8	378,7	312,9
Podatek dochodowy	-8,9	-29,3	-33,8	-39,7	-119,0	-136,4	-83,6	-83,3	-68,8
Zyski (straty) mniejszości	47,3	92,4	129,4	170,4	480,5	558,9	296,3	295,4	244,1
Zysk (strata) netto	47,3	92,4	129,4	170,4	480,5	558,9	296,3	295,4	244,1

Bilans	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa Trwałe</b>	1 241	1 526	1 838	2 392	3 457	4 883	5 950	6 427	6 842
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	65	46	102	163	177	51	58	42	54
Pozostałe aktywa długoterminowe	78	77	28	61	63	110	110	110	110
<b>Aktywa Obrotowe</b>	117	137	236	291	328	124	149	149	168
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	27	34	67	39	77	8	8	8	8
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	65	46	102	163	177	51	58	42	54
<b>Aktywa razem</b>	1 358	1 663	2 074	2 683	3 786	5 007	6 099	6 576	7 010
<b>Kapitał Własny</b>	727	815	939	1 212	1 825	2 423	2 719	2 996	3 186
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	569	762	971	1 375	1 722	2 350	3 136	3 383	3 681
Kredyty i pożyczki	449	613	780	1 132	1 370	1 868	2 586	2 771	3 025
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	62	86	164	96	239	233	244	198	144
Kredyty i pożyczki	449	613	780	1 132	1 370	1 868	2 586	2 771	3 025
Zobowiązania handlowe i pozostałe	41	55	110	62	117	152	162	116	62
<b>Pasywa razem</b>	1 358	1 663	2 074	2 683	3 786	5 007	6 099	6 576	7 010

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	55,0	36,0	86,1	92,7	164,7	138,5	140,8	128,1	154,5
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-183,5	-195,5	-208,1	-393,4	-569,8	-649,5	-831,2	-265,8	-294,0
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	133,9	139,9	178,2	355,0	421,5	383,4	697,8	121,8	151,4

Wskaźniki	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	6,7%	12,0%	14,8%	15,8%	31,6%	26,3%	11,5%	10,3%	7,9%
ROA	3,5%	5,6%	6,2%	6,4%	12,7%	11,2%	4,9%	4,5%	3,5%
P/BV	1,0	1,0	0,9	1,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5
Dług netto	405,1	597,6	732,9	1 003,5	1 313,9	1 898,1	2 609,1	2 810,1	3 052,3
Dług netto/EBITDA	8,4	9,5	11,6	12,1	14,2	15,4	15,7	13,2	12,6

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuo Analiz Rynkowych

#### Kontakt dla klientów indywidualnych

Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	<a href="mailto:emil.lobodzinski@pkobp.pl">emil.lobodzinski@pkobp.pl</a>
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	<a href="mailto:konrad.maslankiewicz@pkobp.pl">konrad.maslankiewicz@pkobp.pl</a>
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	<a href="mailto:pawel.malmyga@pkobp.pl">pawel.malmyga@pkobp.pl</a>
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	<a href="mailto:przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl">przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl</a>

#### Analitycy wydający raporty w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

Piotr Łopaciuk	(gaming, ecommerce)	(022) 521 48 12	<a href="mailto:piotr.lopaciuk@pkobp.pl">piotr.lopaciuk@pkobp.pl</a>
Piotr Zybala	(sektor budowlany, sektor deweloperski, IT)	(022) 521 53 91	<a href="mailto:piotr.zybala@pkobp.pl">piotr.zybala@pkobp.pl</a>

### Biuo Strategicznych Klientów Indywidualnych

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

## 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 następných 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.

Ikroć 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 uchyla 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 należyłą 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. Modelem 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 KUPIJ 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 nieoczekiwane 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
MLP 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 dług 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 rozdzielenie 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.

Ilekczość 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
						2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	
MLP Group	Kupuj	2021-07-30	95,00	77,80	1521,8	3,4	2,7	5,1	32,4	27,8	24,9	Piotr Zybala
Oponeo	Kupuj	2021-09-07	69,00	60,40	483,7	12,4	13,3	12,5	7,7	5,1	4,5	Adrian Skłodowski
Pekabex	Kupuj	2022-05-19	16,00	22,90	301,6	14,0	9,8	9,8	8,5	6,0	5,6	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2022-04-05	97,00	73,80	1521,8	3,4	2,7	5,1	32,4	27,8	24,9	Piotr Zybala
Oponeo	Trzymaj	2022-04-28	50,50	60,40	483,7	12,4	13,3	12,5	7,7	5,1	4,5	Adrian Skłodowski
Pekabex	Kupuj	2022-05-19	16,00	13,85	301,6	14,0	9,8	9,8	8,5	6,0	5,6	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2022-09-01	98,00	71,20	1521,8	3,4	2,7	5,1	32,4	27,8	24,9	Piotr Zybala

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu