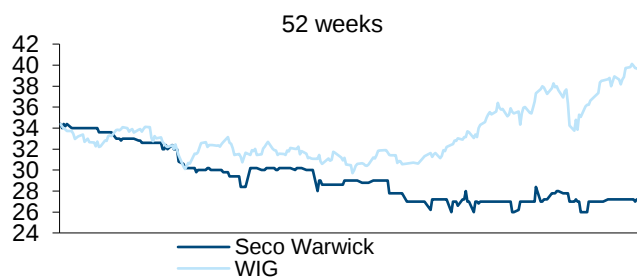


RAPORT ANALITYCZNY

Seco Warwick

Trzymaj

(mn PLN)	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	713	746	683	715
EBITDA	50	51	46	47
EBIT	32	31	25	26
Zysk netto	24	20	13	14
EPS (PLN)	2.4	2.0	1.3	1.4
CEPS (PLN)	4.3	3.9	3.4	3.6
BVPS (PLN)	26.1	27.1	27.5	27.9
DPS (PLN)	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	5.2	6.7	7.4	7.2
P/E (x)	11.2	13.4	20.7	19.5
P/CE (x)	6.4	6.9	7.9	7.7
Dividend yield	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
Cena akcji (PLN)	27.20			
Liczba akcji (mn)	10.0			
Wartość rynkowa (PLN mn)	272			
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	334			



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	-20.9%	-6.2%	0.7%	0.7%

Cena akcji (PLN)	27.20	Reuters	SWG.WA Free float	34.5%
Liczba akcji (mn)	10.0	Bloomberg	SWG.PW Akcjonariusze	SW Holding
Wartość rynkowa (PLN mn)	272	Dziennik dywidendy	-	SecoWarwick
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	334	Cena docelowa	27.9 Strona internetowa	https://www.secowarwick.com

Analyst:

Jakub Szkopek
+48 22 257 5753
jakub.szkopek@erstegroup.com

Niepewne otoczenie, ujemne FCF w 2025 roku

Obniżamy naszą cenę docelową do 27.9 PLN (wcześniej 29.3 PLN) oraz podtrzymujemy naszą rekomendację trzymaj dla Seco Warwick.

Drugi najwyższy poziom portfela zamówień zanotowany na koniec 2024 roku naszym zdaniem przełoży się na poprawę przychodów i EBITDA w 2025 roku. Jesteśmy jednak bardziej ostrożni odnośnie do tempa zdobywania nowych zamówień w 2025 roku w związku z niepewnością jaką wśród klientów Spółki wprowadzają wojny handlowe oraz spowolnienie w branży Automotive. W efekcie również obniżamy nasze oczekiwania na sprzedaż i wyniki w 2026 i 2027 roku.

Naszym zdaniem Seco Warwick może w kolejnych kwartałach zaprezentować poprawę wyników w ujęciu r/r. Zakładamy jednak, że sprzedaż urządzeń do projektu Green Iron może przesunąć się na 2H25 w związku z globalnym spadkiem zainteresowania zagadnieniem dekarbonizacji.

Obniżamy oczekiwany strumień dywidend na lata 2026-27. Zakładamy coroczny DPS na poziomie 1 PLN/akcja. Akcjonariusze natomiast 9 czerwca podejmą decyzję o skupie ~7% akcji własnych (budżet skupu implikuje maksymalną możliwą cenę 31PLN).

Zakładamy, że w 2025 roku FCF wyniesie -60mn PLN, co wynika ze skonsumowania wysokich przedpłat klientów zrealizowanych w końcówce 2024 roku.

Czynniki ryzyka

1. **Duża wrażliwość wyników na cykle koniunkturalne.**
Historycznie sprzedaż i wyniki SecoWarwick były w dużej mierze uzależnione od cykli koniunkturalnych (rynek dóbr inwestycyjnych). Wyraźniejsze spowolnienie może prowadzić do drastycznego spadku przychodów ze sprzedaży i w efekcie wyników finansowych (patrz 2009 rok).
2. **Umocnienie PLN do USD.** Umocnienie złotówki do walut obcych to jedno z największych wyzwań dla SecoWarwick z punktu widzenia konkurencyjności i rentowności realizowanych kontraktów. Na ryzyko walutowe najbardziej ekspozycja są zakłady w Polsce (Europa ~30% sprzedaży; 30% sprzedaży w EUR, 20% w USD). Spółka w momencie zawarcia umowy zabezpiecza 60% wartości ekspozycji netto na kontrakcie. Spółki w USA kontraktują w USD, a Chiny głównie w CNY.
3. **Duża ekspozycja na Chiny.** Obecnie ponad 30% sprzedaży Grupy realizowane jest w Azji (przede wszystkim w Chinach). Natomiast w 2022 roku Chiny odpowiadały za 55% realizowanego EBIT w Grupie. Ewentualne drastyczne spowolnienie gospodarcze w Chinach, wojny handlowe USA-Chiny, wojna o Tajwan mogą negatywnie wpłynąć na koniunkturę w Chinach a pośrednio na wyniki tamtejszej spółki.
4. **Wzrost kosztów osobowych i dostęp do wysoko wykwalifikowanej kadry.** Koszty osobowe, to po kosztach materiałów i energii druga największa kategoria odpowiadająca za 22% kosztów ogółem w 2022 roku. Kadra SecoWarwick, to przede wszystkim wykwalifikowani inżynierowie (ponad 60%), którzy są często zachęcani przez konkurencyjne spółki. Grupa musi pilnować, aby wynagrodzenia były na konkurencyjnym poziomie, aby uniknąć migracji talentów z Grupy. SecoWarwick otwiera biura w lokalizacjach, gdzie dostęp do kadry jest lepszy – np. Biuro w Zielonej Górze, w Tarnowskich Górach, w pobliżu Poznania
5. **Ekspozycja na przemysł obronny.** Seco Warwick w efekcie znacznej sprzedaży do branży lotniczej (ok. 1/3 sprzedaży) ekspozycja jest również branżą obronną (samoloty, helikoptery, drony wojskowe). Naszym zdaniem ekspozycja na branżę zbrojeniową nie przekracza 10% przychodów ogółem. Część z inwestorów może statutowo wykluczać inwestycje w firmy ekspozowane na przemysł obronny, co może zawęzić grono potencjalnych inwestorów (z drugiej strony to jeden z czynników wzrostu przychodów).
6. **Ryzyko barier handlowych.** Zaawansowanie technologiczne produktów SecoWarwick może powodować, że w przyszłości część asortymentu może zostać objęta sankcjami, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Rosji. Spółka posiada nierozliczony depozyt na poziomie 252 tys. EUR dotyczący kontraktu, którego realizacja nie może zostać ukończona ze względu na obowiązujące sankcje (dotychczas realizowana, istotna (ponad 80%) część kontraktu została zakończona, wszystkie dotychczasowe należności zostały uregulowane przez kontrahenta). Również obecnie bariery handlowe między Chinami a Indiami powodują, że SecoWarwick w Chinach nie może dostarczać produktów do Indii. Grupa w przyszłości planuje powrót do Indii poprzez budowę tam oddziału (już teraz działa tam oddział sales & service).

Wycena

Wycenę Grupy Seco Warwick bazujemy w 50% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w 50% na wycenie porównawczej.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	27.7
Wycena DCF (PLN)	50%	28.2
12M cena docelowa (PLN)		27.9

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej staramy się zestawić wyniki Seco Warwick z producentami dóbr inwestycyjnych dla przemysłu. W wycenie uwzględniamy 20% dyskonto z uwagi na fakt, że spółki porównywalne są wyraźnie większe pod względem skali biznesu oraz wiele z nich ma większą dywersyfikację sprzedaży.

	P/E			EV/EBITDA			Dyielid		
	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
AMG CRITICAL MAT	21.1	14.5	11.2	6.2	6.0	5.5	2.1%	2.2%	2.7%
PVA TEPLA AG	18.9	15.1	11.7	9.8	8.0	6.5	-	-	-
ANDRITZ AG	11.9	10.4	9.6	7.1	6.4	5.9	4.2%	4.7%	5.0%
MITSUBISHI HEAVY	27.2	24.9	21.3	15.3	14.2	12.6	1.1%	1.1%	1.4%
AIDA ENGINEERING	10.9	-	-	3.2	3.2	-	0.0	-	-
DANIELI & CO	9.2	-	-	0.8	0.7	-	1.5%	-	-
GEA GROUP AG	20.5	18.3	16.7	11.2	10.5	9.9	2.2%	2.5%	2.7%
JUDGES SCIENTIFI	22.3	20.1	18.9	14.8	13.7	12.9	1.4%	1.5%	1.6%
EINHELL (HANS)-P	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PALFINGER AG	11.0	8.6	7.6	6.7	5.9	5.5	2.9%	3.5%	4.2%
INTERROLL HLDG-R	23.7	21.4	19.8	13.4	12.2	11.4	1.6%	1.8%	1.9%
MIN	9.2	8.6	7.6	0.8	0.7	5.5	1.1%	1.1%	1.4%
MAX	27.2	24.9	21.3	15.3	14.2	12.9	4.2%	4.7%	5.0%
Mediana	19.7	16.7	14.2	8.4	7.2	8.2	2.1%	2.2%	2.7%
Seco Warwick	13.4	20.7	19.5	6.7	7.4	7.2	3.7%	3.7%	3.7%
premia (dyskonto)	-32%	24%	38%	-20%	3%	-12%	74%	65%	37%
Implikowana wycena									
Mediana	19.7	16.7	14.2	8.4	7.2	8.2			
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%			
Waga wskaźnika		50%			50%				
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	24.8								
12m wartość firmy na akcję (PLN)	27.7								

Wycena DCF

- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.5% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Beta 1.2. duża zmienność wyników w przeszłości (rynek dóbr inwestycyjnych narażony na cykle koniunkturalne).

Szacunki WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Koszt długu	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Efektywna stopa podatkowa	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Udział kapitału w wycenie	80%	79%	79%	80%	80%	81%
WACC	11.2%	11.5%	10.3%	10.2%	10.2%	10.3%

Wycena DCF

(mn PLN)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TV
Wzrost sprzedaży	4.6%	-8.3%	4.6%	4.4%	2.8%	1.6%
EBIT	31	25	26	31	27	26
marża EBIT	4.2%	3.7%	3.6%	4.1%	3.5%	3.3%
Stopa podatkowa	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Opodatkowanie EBIT	6	6	6	7	6	6
NOPAT	25	20	20	24	21	20
Amortyzacja	19	21	22	21	21	
CAPEX	-30	-25	-20	-20	-20	
Kapitał obrotowy	-75	4	1	1	3	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	-61	20	23	27	26	26
Zdyskontowane przepływy	36	65	-55	16	17	18
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	314					
Zdyskontowana wartość rezydualna	192					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	205					
Udziałowcy mniejszościowi	3					
Dług netto	-13					
Akcje własne	38					
Wartość firmy	252					
Liczba akcji (mn)	10					
Koszt kapitału	11.5%					
12 miesięczna cena docelowa	28.2					
Potencjał wzrostu / spadku	3%					



WACC	Wzrost w nieskończoności				
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
+1,0 p.p.	23.0	23.8	24.8	25.8	26.9
+0,5 p.p.	24.3	25.3	26.3	27.5	28.8
+0,0 p.p.	25.8	26.8	28.2	29.4	30.9
-0,5 p.p.	27.4	28.6	30.0	31.6	33.4
-1,0 p.p.	29.2	30.7	32.3	34.1	36.3

Seco Warwick zmiana prognoz

Podwyższamy naszą prognozę sprzedaży oraz wyników finansowych na 2025 rok z uwagi na wysokie tempo pozyskiwanych zamówień w końcówce 2024 roku (drugi najwyższy pod względem wartości portfela zamówień rok w historii).

Zakładamy jednak, że **wartość pozyskiwanych nowych zamówień w 2025 roku ulegnie pogorszeniu** przez trwające wojny handlowe oraz ryzyko globalnego spowolnienia gospodarczego. W tym otoczeniu klienci Seco Warwick mogą wstrzymywać decyzję o rozpoczęciu nowych inwestycji, co może przekładać się na niższą kontraktację. Zagrożeniem jest również wyraźne spowolnienie w europejskiej branży Automotive i wysoką konkurencję producentów z Chin (w szczególności w zakresie samochodów elektrycznych). Zakładamy, że dopiero w 2026 roku Seco Warwick uda się odbudować portfel zamówień. Obniżamy nasze oczekiwania przychodów i wyników finansowych na 2026 i 2027 roku.

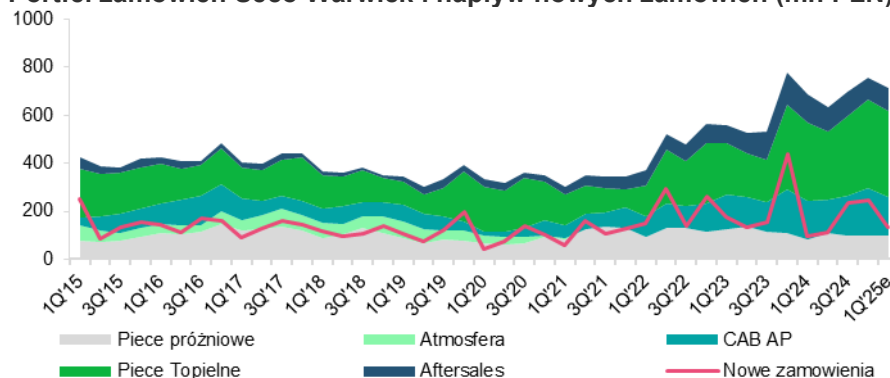
Obniżamy nasze oczekiwania odnośnie oczekiwanych dywidend w 2026 i 2027 roku z uwagi na oczekiwane ujemne przepływy gotówki w 2024 roku (duże zaliczki przekazywane od klientów) oraz planowe skupię akcji własnych.

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	+13.8%	-1.4%	-4.4%	-2.5%	-1.0%
EBITDA	+5.8%	-9.4%	-26.1%	-16.3%	-18.8%
Zysk netto	+0.8%	-42.5%	-58.7%	-45.0%	-50.7%
DPS	0.0%	-17.2%	-37.3%	-58.7%	-45.0%
Piece próżniowe	+23.9%	-28.9%	-19.0%	-12.8%	-8.4%
CAB AP	+73.9%	-17.5%	+15.4%	+14.2%	+9.7%
Piece Topielne	+15.3%	+8.8%	-8.0%	-15.1%	-12.0%
Aftersales	-29.4%	+20.9%	+5.7%	+22.2%	+22.1%
Portfel zamówień	+2.0%	+4.5%	+14.4%	+21.8%	+26.7%
Nowe zamówienia	-11.5%	+0.8%	+3.8%	+3.8%	+3.8%

Otoczenie dla spółki

W końcówce 2024 roku **portfel zamówień** Seco Warwick wzrósł do drugiego najwyższego poziomu w historii (patrz wykres poniżej). Warto zwrócić uwagę na odbicie sprzedaży w zakresie pieców topialnych oraz lekkie ożywienie kontraktacji w zakresie linii CAB AP.

Portfel zamówień Seco Warwick i napływ nowych zamówień (mn PLN)



Źródło: Seco Warwick

Spółka w 2025 roku powinna korzystać z dużej ilości zakontraktowanych zamówień, szczególnie w oddziałach w USA, które po rozbudowie mają zwiększone możliwości produkcyjne. Niestety trwające wojny handlowe mocno uderzają w koniunkturę nie tylko w Europie, ale również w Chinach i USA. Spadki zakupów nowych aut i duża konkurencja ze strony chińskich producentów uderza w sentyment do inwestycji w Europie, ale również w tańszych lokalizacjach (jak Meksyk). Warto zwrócić uwagę, że wiele z koncernów samochodowych zdecydowała się przy wynikach za 1Q25 na obniżenie całorocznych guidance wyników. Naszym zdaniem w takim otoczeniu klienci SecoWarwick będą wstrzymywać się z decyzjami inwestycyjnymi, co będzie się przekładać na niższe r/r tempo pozyskiwanych nowych zamówień i spadek portfela zamówień. Duże zagrożenie niesie za sobą zaostrzenie konkurencji w zakresie samochodów elektrycznych z Chin. Europejscy konkurenci przez wiele lat wskazywali, że to nie jest dla nich konkurencja, a teraz część z nich przyznaje, że chińskie systemy bateryjne zbudowały przewagę nad Europą.

Niska dywidenda i zapowiedź skupów akcji

Na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy zwołanym na 9 czerwca akcjonariusze SecoWarwick podejmą decyzję o wypłacie dywidendy (1 PLN/akcja). Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 16 czerwiec 2025 rok, natomiast terminem wypłaty dywidendy będzie 23 czerwiec 2025 rok.

Równolegle WZA zadecyduje o skupie akcji własnych na nie więcej niż 734 000 akcji za maksymalnie 23mn PLN (maksymalna implikowana cena nieco ponad 31 PLN; ~7% akcji znajdujących się w obrocie).

Z uwagi na zapowiadaną wielkość skupu obniżamy nasze oczekiwania na wielkość strumienia dywidend w kolejnych latach.

RZiS

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	623	684	713	746	683	715
Piece próżniowe	191	184	168	145	108	155
Atmosfera	0	0	0	0	0	0
CAB AP	154	138	137	178	100	121
Piece Topielne	152	208	237	298	288	248
Aftersales	124	154	171	125	188	191
Pozostałe	2	0	0	0	0	0
Koszty	485	531	563	595	542	569
Zysk brutto ze sprzedaży	137	153	150	150	141	146
Piece próżniowe	44	42	43	33	24	34
Atmosfera	0	0	0	0	0	0
CAB AP	38	38	27	39	20	23
Piece Topielne	16	23	25	36	33	27
Aftersales	40	51	57	42	64	61
Pozostałe	0	-1	-2	0	0	0
EBIT	42	41	32	31	25	26
dz. fin.	-3	-10	-4	-5	-7	-7
Zysk brutto	33	30	28	26	18	19
Podatek doch.	1	6	3	6	6	6
Mniejszości	1	1	0	1	0	0
Zysk netto	31	35	24	20	13	14
Skor. EBITDA	57	57	50	51	46	47
Skor. ZN	31	35	24	20	13	14

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research
Portfel zamówień

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Portfel zamówień	566	776	756	585	612	687
Nowe pozyskane zamówienia	842	902	693	575	710	790
Book to bill	1.1	0.9	0.9	1.3	1.1	1.0

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Rachunek CF

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
CF oper.	27	59	101	-35	38	37
Kapitał obrot.	12	7	59	-75	4	1
CF inw.	-12	-22	-42	-30	-25	-20
CAPEX	-12	-22	-41	-30	-25	-20
CF fin.	5	-35	11	-20	-22	-22
Dywidenda/buyback	-3	-10	-10	-10	-10	-10
CF	0	2	70	-86	-8	-5
CFO/EBITDA	47%	103%	202%	-70%	83%	77%
FCFF	15	37	60	-65	13	17
FCFF/EV	5%	13%	23%	-19%	4%	5%
DPS	0.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Wsk. wypłaty	15.1%	32.7%	28.2%	41.1%	49.3%	76.2%
DYield	0.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Bilans

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Aktywa trwałe	166	190	229	240	244	242
Rzeczowe	82	101	139	150	154	152
Niematerialne	48	52	54	54	54	54
Goodwill	32	32	32	32	32	32
Rozliczenia międzyokresowe	2	3	2	2	2	2
Aktywa obrot.	415	437	480	429	390	401
Zapasy	89	89	86	98	90	94
Należności	106	132	111	127	117	122
Gotówka	74	76	146	60	52	47
Kapitały wł.	222	243	261	271	275	279
Mniejszości	2	3	3	3	4	4
Zob. długo.	26	44	66	61	56	51
Kredyty	26	41	63	58	53	48
Zob. krótko.	150	159	183	182	173	178
Kredyty	65	51	70	70	70	70
Zob. Handlowe	85	108	112	112	103	107
Rozliczenia międzyokresowe	127	158	179	133	109	114
Dług netto	18	17	-13	68	71	71
DN/EBITDA	0.3	0.3	-0.3	1.3	1.5	1.5
DN/EA skor.	0.3	0.3	-0.3	1.3	1.5	1.5

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
P/E	9.1	7.7	11.2	13.4	20.7	19.5
P/E skor.	9.1	7.7	11.2	13.4	20.7	19.5
EV/EBITDA	5.2	5.1	5.2	6.7	7.4	7.2
EV/EA skor.	5.2	5.1	5.2	6.7	7.4	7.2
P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/BV	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Marża EBITDA	9.2%	8.3%	7.0%	6.8%	6.8%	6.6%
Zm. EBITDA r/r	55%	0%	-12%	1%	-8%	2%
Marża netto	4.9%	5.2%	3.4%	2.7%	1.9%	1.9%
Zm. EPS r/r	81%	19%	-31%	-17%	-35%	6%
Cena (PLN)	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20	27.20
L. akcji (mln)	10.3	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
MCap	280	272	272	272	272	272
EV	298	289	259	340	343	343

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). SecoWarwick została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym SecoWarwick Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi

z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiejkolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyraźnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiekolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECZANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. OSÓB, LUB JAKIEJKOLWIEK OSÓBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładności takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacjami lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do

Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązanymi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod następującym linkiem:

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

Definicje ocen Erste Group

Kupuj	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziom popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethode/index.phtml>

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Zjednoczone Królestwo (UK): Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

Wielka Brytania: Niniejszy dokument jest skierowany wyłącznie do inwestorów profesjonalnych (zgodnie z definicją tego terminu zawartą w art. 19(5) Ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (promocja finansowa) Rozporządzenie z 2005 r. ("FPO")) lub do osób, dla których jego dystrybucja byłaby w inny sposób zgodna z prawem. W związku z tym osoby, które nie mają profesjonalnego doświadczenia w kwestiach związanych z inwestycjami, nie powinny polegać na niniejszym dokumencie.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2023.
Wszelkie prawa zastrzeżone.
Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16
Siedziba: Warszawa
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl
oraz:

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m
Sąd Gospodarczy w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group Bank AG: www.erstegroup.com