

## IMC S.A.

### Na fali hossy

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe i wycenę dla spółki IMC. W kwietniu byliśmy świadkami kolejnej fali wzrostów cen zbóż, tym razem spowodowanej obawami o czynniki podażowe i niski stan globalnych zapasów. Susze w Brazylii, niskie temperatury w USA oraz rozczarowujący raport o zasiewach zdominowały w ostatnim czasie nagłówki branżowych portali. Oczywiście w dalszym ciągu widać gigantyczny popyt generowany przez Chiny, jednak kwestią otwartą pozostaje realny import zbóż wobec wcześniej składanych rekordowych zamówień oraz oczekiwań względem zapasów w sezonie 2021/22. W 2021 spodziewamy się rekordowych wyników IMC, co będzie rzutowało na zdolność spółki do wypłaty dywidendy na poziomie 3 PLN na akcję. Naszym zdaniem wzrosty cen z nawiązką pokryją spadki wolumenów produkcji i sprzedaży, będące następstwem niekorzystnych warunków pogodowych na Ukrainie w 2020 r. Od 2022 r. spodziewamy się stopniowej normalizacji benckmarkowych cen zbóż, jak również zrealizowanych przez IMC cen transakcyjnych. Wyżej wymienione czynniki przekładają się na podniesienie naszej 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji IMC z 23,20 zł/akcję do 31,80 zł/akcję.

■ **Ceny zbóż na 7-letnich maksimach:** Od naszego poprzedniego raportu wydanego w połowie lutego ceny kukurydzy wzrosły o 35% do USD 291/t. Rynki towarowe rozgrzewają informacje o suszy w Brazylii oraz stratach spowodowanych niską temperaturą w USA oraz dalszym skupem zbóż przez Chiny w celu odbudowy zapasów tuczniaka wieprzowego. Poziomy cen mogą być również „sztucznie” zawyżone przez wysoką aktywność inwestorów finansowych, którzy „wyciskają krótkie pozycje” (tzw. short squeezing) zabezpieczające pozycje producentów.

■ **Wzrost głównych pozycji kosztowych.** W 2021 zakładamy powrót kosztów operacyjnych takich jak paliwa, nasiona i nawozy do poziomu sprzed pandemii. W przypadku nawozów prawdopodobnie udało się spółce zabezpieczyć poziomy cen sprzed bardzo wysokich wzrostów w marcu, dlatego spodziewamy się znaczącego wpływu tej grupy kosztów dopiero w 2022 r.

■ **Skokowy wzrost cen zbóż zwiększa zdolność spółki do wypłaty dywidendy.** Sądzymy, że przy bieżących cenach zbóż, w najbliższych dwóch latach spółka wypłaci ponad 3.0 zł/akcję rocznie, co przy obecnej cenie akcji daje stopę dywidendy na poziomie ponad 10%. Potencjał do wypłaty może być wyższy, jednak wszystko zależy od decyzji walnego zgromadzenia i głównych akcjonariuszy.

mln USD	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	169,6	161,4	199,8	187,1	161,9
EBITDA	39,0	70,8	112,2	77,7	51,8
Zysk netto	7,3	31,7	73,8	42,8	20,4
Dywidenda na akcję (USD)	0,50	0,21	0,81	0,81	0,81
Dług netto*	145,1	113,4	104,5	77,2	64,0
C/Z (x)	19,1	5,2	3,3	5,6	11,8
EV/EBITDA (x)	7,3	3,9	3,1	4,1	5,9
Stopa dywidendy (%)	11,8	4,3	11,3	11,3	11,3

\*Od 2019 uwzględnia zobowiązania leasingowe

Źródło: IMC, BM Pekao

Cena zamknięcia (14 maja 2021)	27,50 zł
12m cena docelowa (poprzednio 23,20 zł)*	31,80 zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	28,5 / 10,0zł

#### PROFIL SPÓŁKI

IMC jest ukraińskim producentem rolnym zarządzającym bankiem ziemi o powierzchni 124,000ha w regionie Połtawy, Czernichowa i Sumy. Produkcja płodów rolnych koncentruje się na kukurydzy oraz pszenicy.

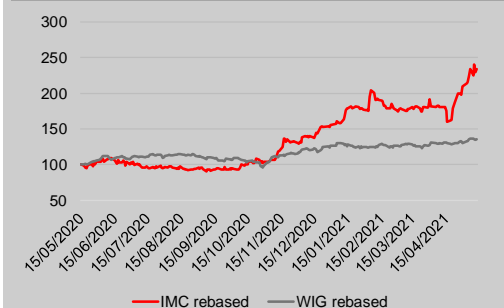
#### WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- Spadek cen produktów rolnych i/lub plonów IMC
- Wzrost kosztów produkcji
- Zmiany na rynku ziemi rolnej na Ukrainie
- Sytuacja polityczno-gospodarcza na Ukrainie

Reuters/Bloomberg	IMC.WA/IMC PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	13,3
Akcje w wolnym obrocie (%)	20,7%
Wycena rynkowa (mln zł)	912
Liczba akcji (mln)	33,2
Główni akcjonariusze	Oleksandr Petrov 79,34%

#### WYDARZENIA KORPORACYJNE

Publikacja raportu za 1H21 r	26 sierpnia 2021
------------------------------	------------------



#### ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	33,5%	21,7%	97,8%
Relatywna do WIG	30,0%	13,3%	74,9%
Relatywna do MSCI EME	37,1%	31,1%	88,5%

#### Krzysztof Koziel

Analityk Akcji

#### BM Pekao

[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

\*Poprzednia cena docelowa z raportu z 18 lutego 2021.

## Aktualizacja prognoz i wyceny

### Aktualizacja prognoz finansowych

W niniejszym raporcie podwyższamy nasze prognozy finansowe dla IMC na lata 2019-2020, co wynika przede wszystkim z rewizji założeń dotyczących rosnących cen zbóż. W kwietniu, ceny kukurydzy i innych zbóż na globalnych rynkach kontynuowały wzrosty głównie ze względu na niesprzyjające warunki pogodowe w Brazylii i USA, które przyczyniają się do rewizji szacunków zbiorów i szacunków zapasów końcowych. W 2021 r. spodziewamy się utrzymania wysokich cen zbóż, co wynika z silnego popytu i ograniczeń po stronie podaży.

#### IMC: REWIZJA PROGNOZ FINANSOWYCH

USD mln	2020			2021E			2022E		
	2020	Pekao BM	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica
Przychody	161,4	144,7	11,5%	199,8	177,9	12,3%	187,1	168,6	11,0%
EBITDA	70,8	37,4	89,3%	112,2	81,9	37,0%	77,7	46,6	66,6%
EBIT	50,3	14,1	257,1%	90,5	60,3	50,1%	55,6	24,5	126,8%
Zysk netto	31,7	-5,4	-687,1%	73,8	45,1	63,6%	42,8	14,1	203,5%
<b>Areal (ha)</b>									
Kukurydza	68,607	69,023	-0,6%	68,607	68,607	0,0%	68,607	68,607	0,0%
Słonecznik	25,907	25,859	0,2%	25,907	25,907	0,0%	25,907	25,907	0,0%
Pszenica	21,221	21,161	0,3%	21,221	21,221	0,0%	21,221	21,221	0,0%
Soja	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	0	n.m.
<b>Geny benchmarkowe (USD/tona)</b>									
Kukurydza	143	137	4,4%	220	180	22,2%	200	167	19,8%
Słonecznik	408	408	0,0%	408	408	0,0%	408	408	0,0%
Pszenica	202	196	3,1%	210	210	0,0%	210	210	0,0%
Soja	321	321	0,0%	321	321	0,0%	321	321	0,0%
<b>Plony (ton/ha)</b>									
Kukurydza	9,3	10	-7,0%	9,3	9,4	-1,1%	9,3	9,5	-2,1%
Słonecznik	3,5	3,4	2,9%	3,5	3,5	0,0%	3,5	3,5	0,0%
Pszenica	5,8	5,8	0,2%	5,8	5,8	0,2%	5,8	5,8	0,2%
Soja	2,6	2,6	0,0%	2,6	2,6	0,0%	2,6	2,6	0,0%

Źródło: BM Pekao

W naszej ocenie fundamenty rynku kukurydzy wskazują na deficyt utrzymujący się przez następne dwa lata. W związku z tym widzimy wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania się cen na poziomie, które wcześniej notowano podczas surowcowej hossy w latach 2012-2014.

W długim terminie zakładamy normalizację ceny kukurydzy do poziomu 160 USD/t w porównaniu do 167 USD/t w poprzednim raporcie. Popyt na kukurydzę powinien się odbudowywać wraz z postępowaniem programu szczepień, co może przyczynić się do wyższej mobilności społeczeństwa, a co za tym idzie konsumpcji paliw i etanolu. Do wzrostu cen surowców rolnych może również przyczynić się realizacja umowy handlowej między USA a Chinami, choć w związku ze zmianą administracji w Białym Domu jest ryzyko renegeacji porozumienia.

## Aktualizacja wyceny

Podwyższamy nasz szacunek 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji IMC do 31,80 zł z poziomu 23,20 zł. Zmiana jest pochodną wyższych prognoz wynikających przede wszystkim z gwałtownych wzrostów cen na światowych rynkach zbóż.

### IMC: MODEL DCF

mIn USD	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	161,4	199,8	187,1	161,9	162,1	162,2
EBIT	50,3	90,5	55,6	29,1	37,4	35,2
Podatek	-0,5	-8,2	-4,8	-2,3	-3,2	-3,0
NOPAT	49,9	82,3	50,8	26,8	34,2	32,2
Amortyzacja	20,4	21,7	22,1	22,7	23,4	25,1
Zmiany w kapitale obrotowym i wartości aktywów biologicznych	10,0	-44,4	7,5	15,2	-0,8	-0,8
Nakłady inwestycyjne	-7,1	-7,2	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
Inwestycje netto	23,3	-29,9	19,5	27,9	12,6	14,4
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>73,2</b>	<b>52,4</b>	<b>70,4</b>	<b>54,8</b>	<b>46,8</b>	<b>46,5</b>
WACC		13,2%				
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2021E-2025E		192,6		RFR		7,00%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym		2,0%		Beta niezalewarowana (x)		0,8
Wartość rezydualna		260,0		Beta zalewarowana (x)		1,5
Zdyskontowana wartość rezydualna		140,0		Premia kapitału własnego		8,0%
Wartość przedsiębiorstwa (EV)		332,5		Koszt kapitału własnego		18,9%
Dług netto (31 grudnia 2020)		14,2		Premia kapitału obcego		1,0%
Zobowiązania z tytułu leasingu (31 grudnia 2020)		99,2		<b>WACC</b>		<b>13,2%</b>
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2021)		219,2				
Miesiąc		6				
Wartość godziwa		239,9				
Kurs USDPLN		3,70				
Wartość godziwa (mIn zł)		887,5				
Liczba akcji		33,2				
Wartość godziwa na akcję (zł)		26,75				
<b>12-miesięczna cena docelowa na akcję (zł)</b>		<b>31,80</b>				

Źródło: BM Pekao

Nasza wycena spółki IMC opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny z uwagi m.in. na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników jak np. ryzyko kraju oraz 3. Ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu produkcji, ryzyka, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych.

**IMC: 12-MIESIĘCZNA CENA DOCELOWA W ZALEŻNOŚCI OD ZAŁOŻONYCH RFR I ERP (ZŁ/AKCJA)**

		ERP						
		5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%	11,00%
	4,00%	56,65	51,02	46,48	42,72	39,55	36,82	34,45
	5,00%	49,23	44,96	41,40	38,39	35,80	33,54	31,54
	6,00%	43,50	40,15	37,29	34,82	32,65	30,73	29,02
<b>RFR</b>	7,00%	<b>38,94</b>	<b>36,23</b>	<b>33,87</b>	<b>31,80</b>	<b>29,96</b>	<b>28,30</b>	<b>26,81</b>
	8,00%	35,20	32,95	30,97	29,20	27,62	26,17	24,85
	9,00%	32,07	30,17	28,48	26,95	25,56	24,28	23,11
	10,00%	29,40	27,77	26,30	24,95	23,72	22,58	21,53

Źródło: BM Pekao

**IMC: 12-MIESIĘCZNA CENA DOCELOWA W ZALEŻNOŚCI OD ZAŁOŻONYCH CEN KUKURYDZY I PLONÓW W OKRESIE REZYDUALNYM (ZŁ/AKCJA)**

		Benchmarkowa cena kukurydzy (USD/ton)						
		145,0	150,0	155,0	160,0	165,0	170,0	175,0
	7,8	12,91	15,30	17,70	20,11	22,54	24,97	27,41
	8,3	16,32	18,86	21,42	23,99	26,56	29,15	31,75
	8,8	19,75	22,45	25,16	27,88	30,61	33,35	36,10
<b>IMC: Plony kukurydzy (ton/ha)</b>	9,3	<b>23,20</b>	<b>26,06</b>	<b>28,92</b>	<b>31,80</b>	<b>34,68</b>	<b>37,58</b>	<b>40,48</b>
	9,8	26,68	29,68	32,70	35,73	38,77	41,82	44,87
	10,3	30,16	33,33	36,50	39,68	42,87	46,07	49,28
	10,8	33,67	36,98	40,31	43,65	46,99	50,34	53,70

Źródło: BM Pekao

### Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Jak wspomnieliśmy wcześniej uważamy ją za nieoptymalną do celów wyznaczenia wartości godziwej IMC. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

W celu ustalenia ceny docelowej posługujemy się mnożnikami na lata 2021 - 2022 (mediana dla grupy porównawczej) i naszymi prognozami dla IMC na te lata. Wynik wyceny opartej o mnożniki dla spółek ukraińskich wskazuje na 12- miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 60,61 zł. Wycena oparta na porównywaniu ze spółkami międzynarodowymi wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 72,66 zł.

**IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA – SPÓŁKI MIĘDZYNARODOWE\***

Spółka	Ticker	EV (wał. lokalna)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2021E	2022E	2021E	2022E
Costa Group	CGC AU	2253,5	21,6	20,3	9,0	8,3
Adecoagro	AGRO US	2165,3	8,1	9,4	4,5	4,5
Sipef	SIP BB	652,3	17,5	12,0	8,2	6,6
SLC Agricola	SLCE3 BZ	11547,0	13,6	9,5	8,5	6,5
<b>Mediana</b>			<b>15,6</b>	<b>10,8</b>	<b>8,4</b>	<b>6,6</b>
<b>IMC</b>		<b>278</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>
<b>Premia/Dyskonto (%)</b>			<b>-83%</b>	<b>-58%</b>	<b>-69%</b>	<b>-49%</b>

\* Wszystkie prognozy za wyjątkiem tych dla IMC bazują na konsensusie Bloomberg

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

**IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA - SPÓŁKI UKRAIŃSKIE\***

Spółka	Ticker	EV (wal. lokalna)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2021E	2022E	2021E	2022E
Astarta Holding	AST PW	371,1	16,0	19,1	2,4	2,2
Kernel Holding**	KER PW	2359,6	14,5	18,1	3,6	4,2
MHP	MHPC LI	1988,6	9,5	5,0	4,6	3,7
<b>Mediana</b>			<b>14,5</b>	<b>18,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>IMC</b>		<b>278</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>
<b>Premia/Dyskonto (%)</b>			<b>-82%</b>	<b>-75%</b>	<b>-27%</b>	<b>-10%</b>

\* Wszystkie prognozy za wyjątkiem tych dla IMC bazują na konsensusie Bloomberg

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

## Ostatnie wydarzenia

### Poprawa wyników w 1Q21 w ujęciu rdr dzięki wysokim cenom zbóż

W pierwszym kwartale 2021 r. wynik EBITDA IMC ukształtował się na poziomie 8,9 mln USD i był zbliżony do wyniku uzyskanego w 4Q20. Sezonowo pierwszy kwartał nigdy nie należał do najmocniejszych, jednak z uwagi na bardzo wysokie ceny sprzedaży zbóż oraz przeszacowanie aktywów biologicznych, spółka może zaliczyć 1Q21 do udanych.

W 1Q21 średnia cena kukurydzy wzrosła o kolejne 16%, ale z uwagi na niską produkcję i stan zapasów, efekt zmian wartości godziwej w pierwszym kwartale jest marginalny. Implikowana przychodami cena kukurydzy wyniosła USD 198/t vs. USD 168/t w 4Q20 i w tym samym kwartale roku ubiegłego.

Od strony kosztów, 1Q21 przyniósł 13-15% spadki rdr na poziomie kosztów administracyjnych oraz kosztów sprzedaży.

#### IMC: WYNIKI KWARTALNE

mln USD	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	rdr
<b>Przychody</b>	<b>49,2</b>	<b>46,9</b>	<b>22,8</b>	<b>50,8</b>	<b>50,6</b>	<b>29,3</b>	<b>34,0</b>	<b>47,5</b>	<b>58,6</b>	<b>16%</b>
Zysk ze zmian w wartości godziwej aktywów biol. i produktów rolnych (netto)	0,6	45,5	-5,7	12,4	2,0	44,3	17,9	12,8	4,0	101%
Koszt sprzedaży	-46,0	-44,4	-20,1	-60,3	-47,4	-24,8	-34,4	-52,5	-51,3	8%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>3,7</b>	<b>47,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>5,1</b>	<b>48,7</b>	<b>17,6</b>	<b>7,8</b>	<b>11,3</b>	<b>120%</b>
Koszty administracyjne	-2,9	-3,0	-3,9	-3,4	-3,0	-2,7	-3,0	-2,6	-2,6	-14%
Koszty sprzedaży	-6,3	-5,8	-2,9	-6,2	-7,0	-3,7	-2,2	-3,0	-6,1	-13%
Pozostałe koszty operacyjne (netto)	-0,8	-0,3	0,3	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	0,6	n,m,
<b>EBIT</b>	<b>-6,4</b>	<b>38,8</b>	<b>-9,7</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>42,2</b>	<b>12,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>n,m,</b>
Amortyzacja	4,5	4,6	7,6	7,0	5,3	5,2	3,8	6,1	5,7	7%
<b>EBITDA</b>	<b>-1,8</b>	<b>43,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>47,4</b>	<b>15,9</b>	<b>7,3</b>	<b>8,9</b>	<b>5204%</b>
Koszty finansowe netto	-0,9	-1,0	-0,4	-1,2	-0,4	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	-35%
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-8,9</b>	<b>37,2</b>	<b>-9,2</b>	<b>-11,0</b>	<b>-14,8</b>	<b>41,8</b>	<b>6,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>n,m,</b>
Podatek dochodowy	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-1,0	n,m,
Zysk udziałowców niekontrolujących	0,0	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,3	n,m,
<b>Zysk netto</b>	<b>-8,9</b>	<b>36,7</b>	<b>-9,2</b>	<b>-11,3</b>	<b>-14,7</b>	<b>41,7</b>	<b>6,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>n,m,</b>

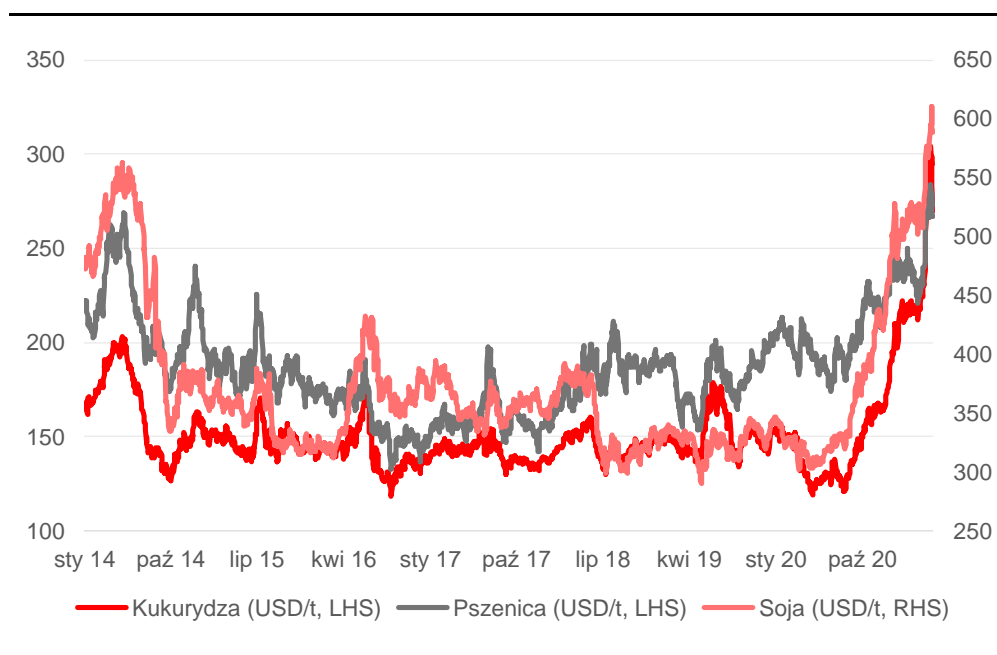
Źródło: IMC, BM Pekao

## Trendy na rynku produktów rolnych

Kształtowanie się cen produktów rolnych jest najważniejszą determinantą osiągniętych przez IMC wyników finansowych. Szczególną rolę odgrywa kształtowanie się cen kukurydzy. Przychody z jej sprzedaży odpowiadały w ostatnich pięciu latach średnio za 64% całości przychodów spółki (wyłączając 2019 rok kiedy sprzedawano wysoki plon z 2018 r. udział kukurydzy spada do 62%). Drugim najważniejszym produktem z punktu widzenia udziału w przychodach jest słonecznik (średnio 18% w ostatnich czterech latach, 19% w 2020 r.), a następnie pszenica (9% średnia 5-letnia, 14% w 2020 ) i soja (5% dla średniej 5-letniej).

W sezonie 2020/2021 , spółka zrezygnowała z zasiewu soi na rzecz pszenicy ozimej i w bieżącym roku spodziewamy się podobnej decyzji w tym zakresie. Poniżej przedstawiamy opis trendów cenowych na rynkach wybranych zbóż oraz czynniki mające wpływ na kształtowanie się cen.

### USA: CENY ZBÓŻ



Źródło: Bloomberg, BM Pekao



Ceny kukurydzy i soi odnotowały w kwietniu kolejną falę mocnych wzrostów na giełdzie towarowej w Chicago, co jest o tyle niecodzienne, że sezonowo kwiecień nigdy nie był okresem kiedy ceny zbóż notowały maksima. Reuters pisze, że w przypadku soi od 1973 r., tylko w 1986 oraz 1981 roczne maksima zostały wyznaczone właśnie w kwietniu, który obok października jest jednym z dwóch najsłabszych miesięcy w roku.

### **Niski stan zasiewów kukurydzy w USA rozczarował rynek**

Według kwietniowych szacunków amerykańskiego departamentu ds. rolnictwa (USDA), amerykańskie zapasy kukurydzy względem zużycia w roku 2021/21, najprawdopodobniej wyniosą 8.5%, najniżej od 2013/14r. W lutym, USDA wstępnie szacowała poziom zapasów pod koniec 2021/22 r, na 1.552 mld buszli, zakładając w tym samym czasie powierzchnie zasiewów na poziomie 92 mln akrów. Po kilku kolejnych rewizjach obecny szacunek końcowych zapasów wynosi 1.257mld buszli.

### **Susza i opóźnienia zasiewów w Brazylii**

Sytuacja pogodowa w Brazylii, drugim co do wielkości eksporterze tego zboża na świecie, również przyczyniła się do wzrostów cen w kwietniu. W regionach, które są liderami produkcji kukurydzy w Brazylii, opady deszczu są najniższe od niemal 20 lat co wpływa na jakość zbóż. Wskaźnik jakości zasiewów w trzecim tygodniu kwietnia wynosił 62% wobec 92% w poprzednim tygodniu. Sytuacja przypomina mniej więcej 2018 r., kiedy przy podobnych wskaźnikach zbiory okazały się o 14% niższe. Dodatkowym problemem jest spóźniony zasiew kukurydzy po poprzednich zbiorach soi, co prowadzi do rozregulowania okresu zasiewów i pory deszczowej. Według Platssa, ok. 25% zasiewu kukurydzy w tym sezonie zostało zasiane poza oknem odpowiednim oknem pogodowym.

### **Odbudowa stada pogłowia świń w Chinach trwa**

W 1Q21 liczebność pogłowia świń w Chinach wzrosło o 2,3% kdk oraz 30% rdr do 415.95 mln sztuk, podało Chińskie Biuro Statystyczne. ASF w dalszym ciągu pozostaje obecne w Państwie Środka, co potwierdzają anonimowe źródła Platssa, które stwierdzają, że obecna sytuacja niepokojąco przypomina rok 2019. Reuters informuje, że ostatnie ognisko ASF doprowadziło do 20% spadku liczności tuczniaka w północnych Chinach. Naszym zdaniem stanowi to podstawowe źródło ryzyka dla notowań zbóż a co za tym idzie ich producentów takich jak IMC. Chińskie zamówienia u amerykańskich producentów zbóż w kwietniu 2021 są w dalszym ciągu 93% wyższe rdr, jednak ich realizacja nie jest przesądzona – zamówienia zawsze mogą być odwołane.

Zdaniem Chińskiego Ministerstwa Rolnictwa, pogłowie świń może powrócić do poziom sprzed pandemii ASF już w czerwcu lub lipcu, jednak wyliczenia Platssa wyglądają dużo bardziej pesymistycznie i nie wskazują na tak znaczącą poprawę liczebności stada.

Import soi w 1Q21 do Chin wyniósł 21,18 mln ton, a więc 19% wyżej rdr. Import kukurydzy wzrósł ponad pięciokrotnie do 6,7 mln ton, natomiast import pszenicy podwoił się do 2,925 mln ton.

### **Kiełkowanie zbóż w Stanach zagrożone przez kwietniowe mrozy**

Nadejście ochłodzenia w kwietniu okazało się jednym z kluczowych czynników

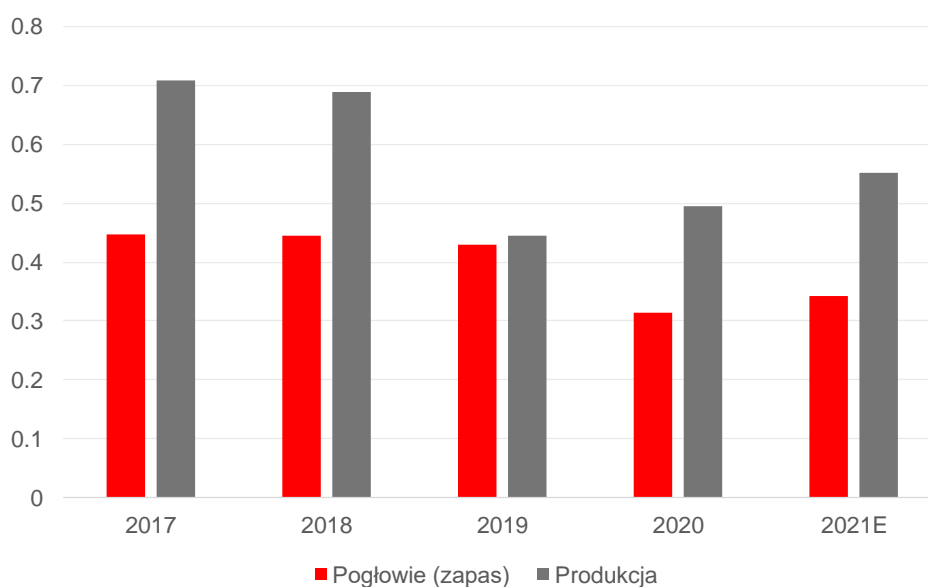


wspierających notowania zbóż w ostatnim czasie. Temperatury poniżej zera na Wielkich Równinach i Środkowym Zachodzie oraz susza na północy Równin mogły doprowadzić do częściowego zniszczenia kiełkującej kukurydzy co według Platssa może oznaczać ryzyko powtórnego zasiewu.

### **Bardzo wysokie pozycje spekulacyjne na kontraktach na kukurydzę**

Fundusze dalej utrzymują niemal rekordowe pozycje na kontraktach, także dzięki podniesieniu limitów przez CME. Z drugiej strony zachodzi obawa, że ceny mogą być oderwane od fundamentów w związku z wyciskaniem krótkich pozycji zajmowanych przez producentów.

### **CHINY: POGŁOWIE TRZODY CHLEWNEJ**



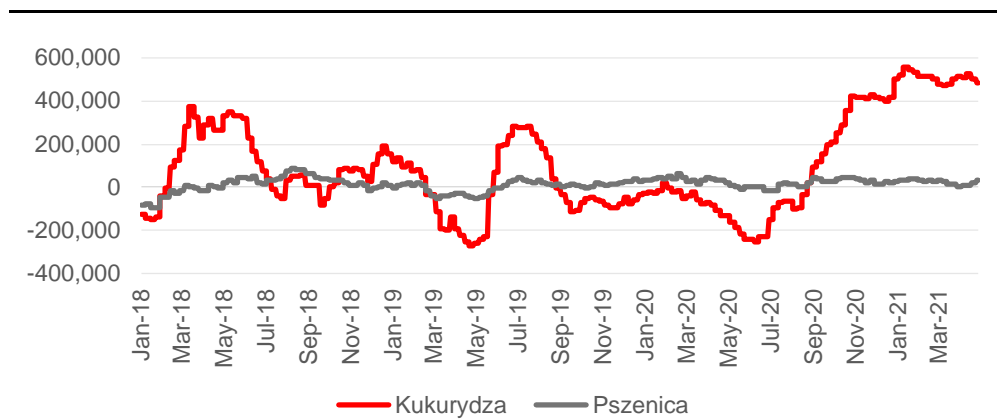
Źródło: Platts, BM Pekao

**WSPÓŁCZYNNIK CEN SOJA/KUKURYDZA**



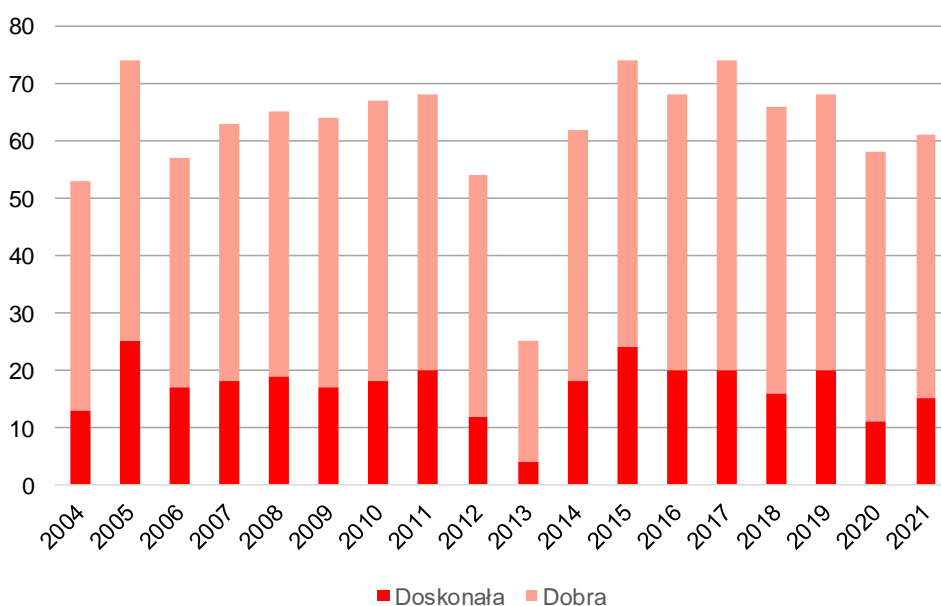
Źródło: Bloomberg, BM Pekao

**CFTC: LICZBA OTWARTYCH POZYCJI SPEKULACYJNYCHNETTO**



Źródło: Bloomberg, BM Pekao

**STAN ZASIEWÓW KUKURYDZY W USA**

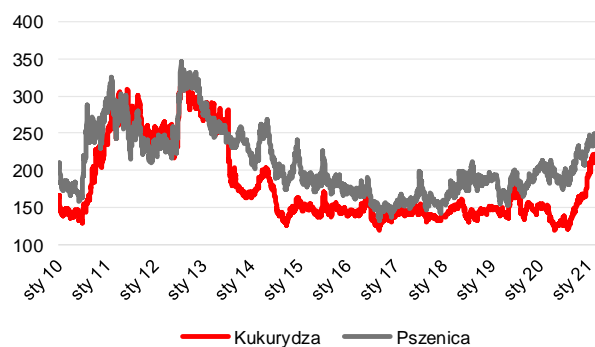


Source: Bloomberg

**CBOT: CENY KUKURYDZY I PSZENICY W OSTATNICH 12 MIESIĄCACH (USD/TONA)**

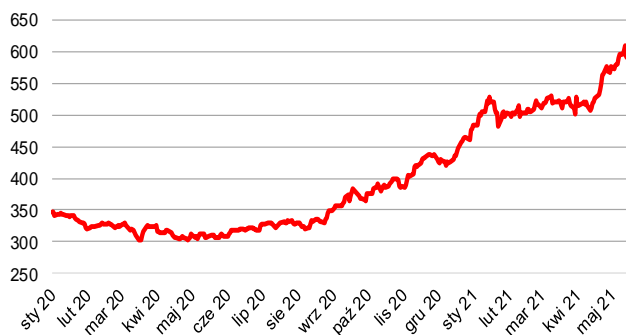


**CBOT: CENY KUKURYDZY I PSZENICY W UJĘCIU WIELOLETNIM (USD/TONA)**

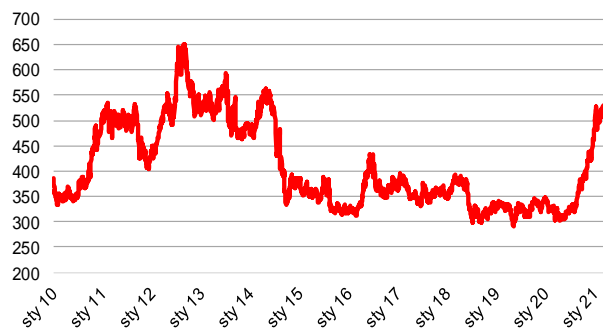


Źródło: Bloomberg, BM Pekao

**CBOT: CENY SOI W OSTATNICH 12 MIESIĄCACH (USD/TONA)**



**CBOT: CENY SOI W UJĘCIU WIELOLETNIM (USD/TONA)**



Źródło: Bloomberg, BM Pekao

## Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji IMC.

**Ceny zbóż i innych produktów rolnych.** Realizowane przez IMC ceny produktów są w dużym stopniu odzwierciedleniem cen obowiązujących na rynkach światowych oraz rynku krajowym. Spółka nie ma wpływu na poziom tych cen. Może jedynie decydować o momencie zawarcia transakcji sprzedaży produktów, aby uzyskać optymalne w swojej opinii ceny. Ceny produktów rolnych nie są łatwe do precyzyjnego przewidzenia i ulegają znaczącym wahaniom m.in. z uwagi na czynniki pogodowe, które są istotną determinantą plonów.

**Warunki pogodowe i inne czynniki wpływające na wysokość plonów.** Wysokość plonów jest jednym z podstawowych czynników determinujących wielkość zysków IMC w danym okresie. Pomimo faktu, że IMC stosuje zaawansowane technologie agrarne wielkość plonów pozostaje do pewnego stopnia poza kontrolą spółki. W szczególności warunki pogodowe mogą w istotny sposób wpływać na wielkość plonów w danym roku.

**Wzrost kosztów produkcji.** Do głównych kosztów związanych bezpośrednio z produkcją rolną zaliczają się m.in. nawozy, środki ochrony roślin oraz paliwa. Ich ceny pozostają poza kontrolą spółki. Znaczne ograniczanie aplikacji nawozów lub środków ochrony roślin mogłoby natomiast niekorzystnie wpływać na osiągnięte plony.

**Rynek ziemi rolnej na Ukrainie.** IMC, podobnie jak inne spółki operujące w tej branży na Ukrainie, opiera swoją działalność na długoterminowych umowach dzierżawy ziemi. Od wielu lat oczekiwane jest zniesienie moratorium na handel ziemią rolną na Ukrainie. W przypadku wystąpienia takiego zdarzenia IMC przysługiwałoby prawo pierwokupu ziemi, na której prowadzi działalność rolną. Mogłoby to jednak wymagać wysokich wydatków negatywnie wpływających na wielkość zadłużenia spółki oraz sentyment inwestorów.

**Sytuacja polityczna i gospodarcza na Ukrainie.** Sytuacja polityczna i gospodarcza na Ukrainie może wpływać zarówno na warunki funkcjonowania spółki i jej zdolność do generowania założonych przez nas wyników finansowych, jak też może oddziaływać na sentyment rynkowy powodując przecenę akcji w przypadku wystąpienia niekorzystnych zdarzeń. Ostatni wzrost napięcia na linii Moskwa – Kijów – Waszyngton doprowadził do przeceny na ukraińskich spółkach w tym IMC. Według oficjalnych informacji konflikt udało się zażegnać a Rosja wycofuje wojska z granic z Ukrainą, jednak warto mieć to ryzyko na uwadze w przypadku inwestycji w spółki ukraińskie.

**Zmiany prawne i ograniczenia regulacyjne.** Wśród ryzyk związanych z potencjalnymi zmianami prawnymi na Ukrainie wskazałobyśmy przede wszystkim te dotyczące opodatkowania podmiotów prowadzących działalność rolną. Obecnie czerpią one korzyści z preferencyjnych warunków opodatkowania, ale w przeszłości pojawiały się informacje o możliwym objęciu producentów rolnych podatkiem dochodowym od osób prawnych (CIT). W naszych prognozach przyjmujemy efektywną stopę podatkową na poziomie 10% w długim terminie wobec standardowej stawki CIT na Ukrainie na poziomie 18%. Zwracamy też uwagę na potencjalne ryzyka regulacyjne takie jak np. ograniczenia w eksporcie zbóż z Ukrainy.

## Prognozy finansowe - tabela

### IMC: PROGNOZY FINANSOWE - PODSUMOWANIE

<b>Rachunek zysków i strat</b>						
<b>mln USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Przychody	131,6	169,6	161,4	199,8	187,1	161,9
Zysk ze zmian w wartości godziwej aktywów biologicznych i produktów rolnych (netto)	73,3	52,8	77,0	90,8	79,6	69,2
Koszt sprzedaży	-138,9	-170,9	-159,2	-169,7	-180,4	-170,7
Zysk brutto na sprzedaży	66,1	51,4	79,2	120,8	86,3	60,4
Koszty administracyjne	-11,9	-13,2	-11,3	-11,8	-12,4	-13,0
Koszty sprzedaży	-11,8	-21,2	-15,8	-17,6	-17,4	-17,4
Pozostałe koszty operacyjne (netto)	-6,4	-1,7	-1,8	-0,8	-0,8	-0,8
<b>EBIT</b>	<b>36,0</b>	<b>15,2</b>	<b>50,3</b>	<b>90,5</b>	<b>55,6</b>	<b>29,1</b>
Amortyzacja	12,6	23,8	20,4	21,7	22,1	22,7
<b>EBITDA</b>	<b>48,6</b>	<b>39,0</b>	<b>70,8</b>	<b>112,2</b>	<b>77,7</b>	<b>51,8</b>
Koszty finansowe netto	-5,0	-3,5	-2,1	-1,3	-0,8	0,8
Zysk przed opodatkowaniem	28,3	8,1	32,2	82,0	47,6	22,6
Podatek dochodowy	-0,7	-0,7	-0,5	-8,2	-4,8	-2,3
Zysk udziałowców niekontrolujących	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>27,7</b>	<b>7,3</b>	<b>31,7</b>	<b>73,8</b>	<b>42,8</b>	<b>20,4</b>
<b>Bilans</b>						
<b>mln USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>121,0</b>	<b>116,6</b>	<b>116,8</b>	<b>167,0</b>	<b>176,9</b>	<b>164,9</b>
Gotówka i ekwiwalenty	3,9	5,2	18,0	23,7	40,9	44,2
Należności handlowe	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
Aktywa biologiczne	8,0	13,2	11,3	11,8	12,4	13,0
Zapasy	101,6	91,9	82,0	125,8	117,9	102,0
Pozostałe	7,1	6,0	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>77,2</b>	<b>181,8</b>	<b>163,3</b>	<b>156,7</b>	<b>152,7</b>	<b>148,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	72,6	76,0	65,9	58,6	54,6	49,9
Prawo do użytkowania	0,0	101,2	94,0	94,0	94,0	94,0
Aktywa niematerialne	2,1	1,9	1,2	1,9	1,9	1,9
Aktywa biologiczne	1,9	2,6	2,0	2,0	2,0	2,0
Pozostałe	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Aktywa (razem)</b>	<b>198,2</b>	<b>298,4</b>	<b>280,1</b>	<b>323,7</b>	<b>329,5</b>	<b>312,8</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>58,7</b>	<b>71,6</b>	<b>51,9</b>	<b>51,9</b>	<b>42,0</b>	<b>32,0</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	43,0	44,0	29,0	29,0	19,0	9,0
Zobowiązania leasingowe	0,0	15,9	16,8	16,8	16,8	16,8
Zobowiązania handlowe	3,0	2,9	1,0	1,0	1,1	1,0
Pozostałe	12,7	8,8	5,1	5,1	5,1	5,1
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>18,8</b>	<b>93,6</b>	<b>89,8</b>	<b>86,6</b>	<b>86,6</b>	<b>86,6</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	15,8	3,0	3,2	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania leasingowe	0,0	87,4	82,4	82,4	82,4	82,4
Pozostałe	3,0	3,2	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>Kapitał własny</b>	<b>120,2</b>	<b>132,9</b>	<b>138,2</b>	<b>185,0</b>	<b>200,7</b>	<b>194,1</b>
<b>Kapitał udziałowców niekontrolujących</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Kapitał własny i zobowiązania (razem)</b>	<b>198,2</b>	<b>298,4</b>	<b>280,1</b>	<b>323,7</b>	<b>329,5</b>	<b>312,8</b>
<i>Dług netto</i>	<i>54,8</i>	<i>145,1</i>	<i>113,4</i>	<i>104,5</i>	<i>77,2</i>	<i>64,0</i>
<b>Rachunek przepływów pieniężnych</b>						
<b>mln USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	28,2	54,1	60,0	58,3	79,6	65,5
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-4,5	-4,6	-5,7	-7,2	-10,0	-10,0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-22,1	-46,2	-37,8	-45,5	-52,3	-52,3
<b>Przepływy pieniężne netto (razem)</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>12,8</b>	<b>5,7</b>	<b>17,3</b>	<b>3,3</b>

Źródło: IMC, BM Pekao

## ANALITYCY

### Dyrektor, Biuro Analiz Inwestycyjnych

Maciej Borkowski, CFA

[maciej.borkowski@pekao.com.pl](mailto:maciej.borkowski@pekao.com.pl)

### Banki, Finanse

Jerzy Kosiński

[jerzy.kosinski@pekao.com.pl](mailto:jerzy.kosinski@pekao.com.pl)

### Chemia, Paliwa

Krzysztof Kozieł

[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

### Handel detaliczny

Piotr Bogusz

[piotr.bogusz@pekao.com.pl](mailto:piotr.bogusz@pekao.com.pl)

### TMT, Gry wideo

Łukasz Kosiński

[lukasz.kosiarski@pekao.com.pl](mailto:lukasz.kosiarski@pekao.com.pl)

### Energetyka

Maksymilian Piotrowski

[maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl](mailto:maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl)

### Projekcje rynkowe

Piotr Kaźmierkiewicz

[piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl)

### Analiza techniczna

Bartosz Kulesza

[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

### Młodszy Analityk

Bartłomiej Kempczyński

[bartlomiej.kempczynski@pekao.com.pl](mailto:bartlomiej.kempczynski@pekao.com.pl)

## KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

### Biuro Maklerskie Pekao

ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa

[bm@pekao.com.pl](mailto:bm@pekao.com.pl)

[infocdm@pekao.com.pl](mailto:infocdm@pekao.com.pl)

### Infolinia BM:

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

### Infolinia TeleCDM:

- 801 140 490,
- +48 22 591 24 90 (koszt wg cennika operatora)

### Internet

[www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 14 maja 2021.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 17.05.2021, godz. 16:40.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 17.05.2021, godz. 16:45.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.



## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym momencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

### INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565 i została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings)

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

#### UJAWNIEŃ W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta SA 3; Asseco Poland 3; CCC 3; CD Projekt 3; Cyfrowy Polsat 3; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; Mercator 3; Orange Polska 3; PGE 3; PGNiG 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Krzysztof Kozieł	Analityk	IMC	-	-	-	-

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

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Obecnie używamy trzy poziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Zatrzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż koszt kapitału własnego.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest niższy niż koszt kapitału własnego, ale wyższy od zera.

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

#### WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy