

# Pointpack

## Nadchodzą cięższe czasy

Pointpack, jako że nie operuje w próżni, również będzie dotknięty spowolnieniem na polskim rynku e-commerce spowodowanym rosyjską agresją na Ukrainę i pogarszającą się sytuacją makroekonomiczną. Słabość sygnalizują już opublikowany szacunek przychodów za 1Q22E (PLN 12.1m, który implikuje tylko +14% r/r wzrostu). Dodatkowo widzimy ryzyko dla spółki związane ze współpracą InPostu z Żabką, która została ogłoszona w tym roku, ponieważ może mieć negatywny wpływ na przyszłe wolumeny. Pomimo tego dalej oczekujemy, że Pointpack będzie się rozwijał (z uwagi na większą średnią sieć r/r w 2022E oraz powolną poprawę efektywności kurierów), jednak w wolniejszym tempie niż wcześniej zakładaliśmy. Obniżamy nasze prognozy przychodów na lata 2022E/2023E o 16%/14% do PLN 59.5m/74.4m odpowiednio, a także nasze prognozy zysku netto o odpowiednio 14%/25% do PLN 6.4m/7.0m. Również ostrożnie postrzegamy plany spółki wydania w 2022E do PLN 6m na program pilotażowy APM, podczas gdy naszym zdaniem wydanie tych pieniędzy na inne cele może być bardziej korzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych. Biorąc pod uwagę niższe zakładane wyniki oraz zmianę w koszcie kapitału w ostatnich miesiącach obniżamy wartość godziwą do PLN 60.00ps (z wcześniejszych PLN 115.00ps), co implikuje 50% potencjału wzrostu oraz rekomendację KUPUJ. Na naszych prognozach Pointpack jest handlowany na mnożniku P/E 6.9x/6.4x dla odpowiednio 2022E/2023E.

### Pointpack jednak wyda znaczącą gotówkę na pilotaż APMów

Pointpack w sprawozdaniu za 2021 roku zapowiedział wydanie w 2022E do PLN 6m na pilotażowy program APMów oraz do PLN 3m na integrację IT. Naszym zdaniem te potencjalne wydatki są relatywnie duże w porównaniu do wyników spółki (choć spółka może je łatwo sfinansować) i spowodują opóźnienie w wypłacaniu potencjalnych dywidend (lub ich brak, jeśli program by się przeciągał). Zakładamy łącznie PLN 7.5m dodatkowych wydatków w 2022E roku (oraz brak w kolejnych latach), co powoduje obniżenie naszej prognozy dywidend do PLN 0.00ps/2.88ps w 2022E/2023E z oczekiwanych wcześniej PLN 1.09ps/6.72ps.

### Prognoza wyników za 1Q22E

W 1Q22E Pointpack odczuł spowolnienie wolumenów na rynku e-commerce związane z rosyjską agresją na Ukrainę (InPost oszacował, że spadek wolumenów wyniósł 30-40% w pierwszym tygodniu agresji, oraz 15% wzrost wolumenów na rynku w 1Q22), które miało wpływ na zaraportowany tylko 14% wzrost r/r przychodów w 1Q22E. Oceniamy negatywnie wzrost przychodów tylko o 14% r/r, nawet uwzględniając wpływ wojny oraz straconego kontraktu z Philip Morris, jako że jest wyraźnie poniżej tempa wzrostu sieci (szacujemy osiągnięcie 18.4k punktów PUDO na koniec 1Q22, co daje około 100% wzrostu r/r). Przy rosnącej bazie kosztowej oczekujemy w 1Q22E spadku wyniku do PLN 1.2m (-10% r/r).

Tabela 1. Pointpack podsumowanie prognoz

PLN m	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	27.1	38.5	49.4	59.5	74.4	89.8
EBITDA	5.3	6.7	7.6	8.9	10.2	12.1
EBIT	5.1	6.3	7.1	8.1	8.8	10.7
Zysk netto	4.1	5.1	6.0	6.4	7.0	8.6
EPS (PLN)	3.69	4.52	5.41	5.76	6.28	7.67
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	2.88	6.28
EV/EBITDA (x)	10.1	10.5	8.1	4.1	3.3	2.6
P/E (x)	13.0	15.2	11.8	6.9	6.4	5.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

E-commerce

## Pointpack

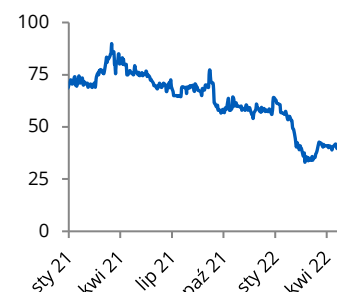
### KUPUJ

FV PLN 60.00 z PLN 115.00

50% potencjału wzrostu

Cena z dnia 10 maja 2022 PLN 40.00

Podtrzymana



### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	1.1
Kapitalizacja (EUR m)	9.6
12M śr. dzienny wolumen (k)	3.3
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.04
12M max/min (PLN)	82.20/28.20
Waga w WIG (%)	na
Reuters	PNTP.WA
Bloomberg	PNT.PW

### Stopa zwrotu

1M	-2.2%
3M	-5.9%
12M	-47.2%

### Akcjonariusze (% akcji)

Marek Piosik	19.7%
Krzysztof Konwisarz	13.0%
Santander TFI	8.0%
Quercus TFI	6.1%
Insignis TFI	5.0%
Pozostali	48.2%

### Analitik

Marcin Nowak  
marcin.nowak@ipopema.pl  
+ 48 22 236 92 44

## POINTPACK

## KUPUJ

FV PLN 60

Kapitalizacja EUR 9.6m

Potencjał wzrostu 50%

Mnożniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (x)	15.2	11.8	6.9	6.4	5.2
EV/EBITDA (x)	10.5	8.1	4.1	3.3	2.6
EV/Sprzedaż (x)	1.8	1.2	0.6	0.4	0.4
P/BV (x)	7.4	4.4	2.0	1.7	1.6
FCFE yield (%)	7.5%	5.7%	-5.1%	14.8%	18.9%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	15.7%

Na akcję	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Liczba akcji (m szt.)	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
EPS (PLN)	4.52	5.41	5.76	6.28	7.67
BVPS (PLN)	9.29	14.70	20.46	23.86	25.25
FCFEPS (PLN)	5.16	3.64	-2.03	5.92	7.55
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	2.88	6.28

Zmiana r/r (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	42.3%	28.2%	20.4%	25.1%	20.8%
EBITDA	27.1%	13.4%	16.8%	14.5%	19.3%
EBIT	23.4%	13.5%	12.8%	9.1%	22.1%
Zysk netto	22.6%	19.7%	6.5%	9.1%	22.1%

Wskaźniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Marża EBITDA (%)	17.4%	15.4%	14.9%	13.7%	13.5%
Marża EBIT (%)	16.3%	14.5%	13.5%	11.8%	11.9%
Marża netto (%)	13.1%	12.3%	10.8%	9.4%	9.5%
Dług netto / EBITDA (x)	-0.9	-1.4	-0.9	-1.1	-1.1
Dług netto / Kap. Wł. (x)	-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.5
Dług netto / Aktywa (x)	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
ROE (%)	64.3%	45.1%	32.8%	28.3%	31.2%
ROA (%)	29.6%	23.1%	18.8%	17.3%	19.0%
ROIC (%)	64.3%	45.1%	32.8%	28.4%	31.2%

Założenia	2020	2021	2022E	2023E	2024E
KPI (k sztuk)					
Punkty PUDO (k, EoP)	8.3	17.5	20.7	23.3	25.2
Przych. per PUDO (PLN)	5.2	3.8	3.1	3.4	3.7

P&L (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Przychody</b>	<b>27.1</b>	<b>38.5</b>	<b>49.4</b>	<b>59.5</b>	<b>74.4</b>	<b>89.8</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-21.7</b>	<b>-32.0</b>	<b>-41.9</b>	<b>-51.2</b>	<b>-65.4</b>	<b>-78.8</b>
Amortyzacja	-0.2	-0.4	-0.4	-0.8	-1.4	-1.4
ZMiE	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Usługi obce	-20.5	-30.0	-38.5	-46.2	-59.3	-72.7
Podatki i opłaty	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Wynagrodzenia	-0.8	-1.4	-2.2	-3.4	-3.9	-3.9
Ubezpieczenia społeczne	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5
Pozostałe	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Pozostałe przychody operacyjne	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
<b>EBITDA</b>	<b>5.3</b>	<b>6.7</b>	<b>7.6</b>	<b>8.9</b>	<b>10.2</b>	<b>12.1</b>
<b>EBIT</b>	<b>5.1</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>8.1</b>	<b>8.8</b>	<b>10.7</b>
Przychody finansowe netto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk brutto</b>	<b>5.1</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>8.1</b>	<b>8.8</b>	<b>10.7</b>
Podatek dochodowy	-0.9	-1.2	-1.1	-1.6	-1.8	-2.1
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>4.1</b>	<b>5.1</b>	<b>6.0</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>	<b>8.6</b>

BILANS (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>3.1</b>	<b>5.9</b>	<b>9.3</b>	<b>17.5</b>	<b>17.1</b>	<b>16.7</b>
Wartości niematerialne i prawne	1.9	1.6	1.3	2.7	2.7	2.7
Rzeczowe aktywa trwałe	0.1	0.1	1.0	7.8	7.3	6.9
Inne aktywa trwałe	1.1	4.2	7.0	7.0	7.0	7.0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>9.4</b>	<b>15.6</b>	<b>21.4</b>	<b>20.4</b>	<b>26.1</b>	<b>30.6</b>
Zapasy	0.0	0.9	0.9	0.2	0.2	0.2
Należności krótkoterminowe	8.8	8.4	9.2	10.8	12.9	15.8
Inwestycje krótkoterminowe	0.6	6.3	10.4	8.1	11.5	12.9
Inne aktywa obrotowe	0.0	0.0	0.9	1.3	1.4	1.6
<b>Aktywa razem</b>	<b>12.6</b>	<b>21.5</b>	<b>30.7</b>	<b>37.9</b>	<b>43.2</b>	<b>47.3</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>5.3</b>	<b>10.4</b>	<b>16.4</b>	<b>22.9</b>	<b>26.7</b>	<b>28.2</b>
<b>Mniejszości</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>7.2</b>	<b>11.1</b>	<b>14.3</b>	<b>15.1</b>	<b>16.5</b>	<b>19.1</b>
Kredyty, pożyczki, ins. dłużne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	6.2	7.2	10.6	10.0	11.1	13.2
Inne zob. krótkoterm.	1.0	4.0	3.7	5.1	5.3	5.9
<b>Pasywa razem</b>	<b>12.6</b>	<b>21.5</b>	<b>30.7</b>	<b>37.9</b>	<b>43.2</b>	<b>47.3</b>
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>-0.6</b>	<b>-6.3</b>	<b>-10.4</b>	<b>-8.1</b>	<b>-11.5</b>	<b>-12.9</b>

CASH FLOW (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Przepływy pien. z dz. oper.</b>	<b>1.5</b>	<b>6.4</b>	<b>6.7</b>	<b>7.2</b>	<b>7.5</b>	<b>9.4</b>
Zysk netto	4.1	5.1	6.0	6.4	7.0	8.6
Amortyzacja	0.2	0.4	0.4	0.8	1.4	1.4
Odsetki netto	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-2.0	1.3	1.5	0.0	-0.9	-0.4
Inne	-0.8	-0.4	-1.3	-0.1	0.0	-0.1
<b>Przepływy pien. z dz. inw.</b>	<b>-0.6</b>	<b>-2.4</b>	<b>-4.1</b>	<b>-9.4</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.0</b>
CAPEX	-0.6	-2.4	-4.1	-9.4	-0.9	-1.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy pien. z dz. fin.</b>	<b>-1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>0.0</b>	<b>-3.2</b>	<b>-7.0</b>
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana poziomu długu	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Płatności odestkowe	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-3.2	-7.0
Inne	0.4	1.8	1.4	0.0	0.0	0.0
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>0.6</b>	<b>6.3</b>	<b>10.4</b>	<b>8.1</b>	<b>11.5</b>	<b>12.9</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

# Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny						Waga	Cena
DCF wartość godziwa (PLN ps)						50%	65.46
DDM wartość godziwa (PLN ps)						50%	54.54
<b>Wartość godziwa (PLN ps)</b>							<b>60.00</b>
<b>DCF (PLN m)</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>Okres rezydualny</b>	
Przychody ze sprzedaży	59.5	74.4	89.8	100.9	109.1	111.2	
<b>EBITDA</b>	<b>8.9</b>	<b>10.2</b>	<b>12.1</b>	<b>13.2</b>	<b>13.8</b>	<b>14.1</b>	
<b>EBIT</b>	<b>8.1</b>	<b>8.8</b>	<b>10.7</b>	<b>11.8</b>	<b>12.4</b>	<b>12.7</b>	
Efektywna stopa podatkowa	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
<b>NOPAT</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>	<b>8.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.9</b>	<b>10.2</b>	
+ Amortyzacja	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	
+ CAPEX	-9.4	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-1.4	
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	0.0	-0.9	-0.4	-0.5	-0.6	-0.1	
<b>FCFF</b>	<b>-2.1</b>	<b>6.6</b>	<b>8.6</b>	<b>9.3</b>	<b>9.7</b>	<b>10.0</b>	
Czynnik dyskontowy	0.92	0.80	0.70	0.62	0.54		
<b>Wartość bieżąca FCFF</b>	<b>-2.0</b>	<b>5.3</b>	<b>6.0</b>	<b>5.7</b>	<b>5.2</b>		
<b>Wartość rezydualna</b>							<b>78.7</b>
Stopa wolna od ryzyka	7.1%	7.1%	7.1%	7.0%	6.9%	7.6%	
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
Beta nielewarowana	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
Beta zalewarowana	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.8%</b>	
Premia długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Efektywna stopa podatkowa	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.9%</b>	
Waga kapitału własnego	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
Waga długu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
<b>WACC</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.8%</b>	
Wartość bieżąca FCFF	20.4						
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	42.5						
<b>Wartość przedsiębiorstwa =</b>	<b>62.8</b>						
+ Gotówka	10.4						
+ Dług	0.0						
+ Mniejszości	0.0						
+ Wypłacone dywidendy	0.0						
+ Pozostałe korekty	0.0						
<b>Wartość kapitału własnego =</b>	<b>73.2</b>						
<b>Wycena DCF na akcje (PLN)</b>	<b>65.46</b>						
<b>Wrażliwość DCF (PLN)</b>	<b>WACC w okresie rezydualnym</b>						
<b>Wzrost w okresie rezydualnym</b>		<b>10.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>14.8%</b>	<b>16.8%</b>	<b>18.8%</b>	
<b>1.0%</b>		77.0	68.6	62.6	58.1	54.7	
<b>2.0%</b>		82.8	72.5	<b>65.5</b>	60.3	56.4	
<b>3.0%</b>		90.1	77.3	68.8	62.8	58.3	
<b>Wrażliwość DCF (PLN)</b>	<b>Raportowana marża EBITDA w okresie rezydualnym</b>						
<b>Wzrost w okresie rezydualnym</b>		<b>10.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.7%</b>	<b>14.7%</b>	
<b>1.0%</b>		56.4	59.5	62.6	65.7	68.8	
<b>2.0%</b>		58.7	62.1	<b>65.5</b>	68.8	72.2	
<b>3.0%</b>		61.4	65.1	68.8	72.5	76.2	
<b>DDM</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>Okres rezydualny</b>	
DPS (PLN ps)	0.00	2.88	6.28	7.67	8.47	9.10	
Koszt kapitału własnego	14.2%	14.3%	14.2%	14.2%	14.1%		
Czynnik dyskontowy	0.92	0.80	0.70	0.62	0.54		
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	2.31	4.42	4.72	4.57		
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)						16.03	
Wzrost w okresie rezydualnym						2.0%	
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS(PLN ps)						38.51	
<b>Wycena DDM na akcje (PLN ps)</b>						<b>54.54</b>	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## Zmiana prognoz

Tabela 3. Zmiana w prognozach oraz różnica do konsensusu (PLN m)

	2022E					2023E				
	Nowa	Poprz.	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.	Nowa	Poprz.	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.
Przychody	59.5	70.4	-16%	na	na	74.4	86.1	-14%	na	na
EBITDA	8.9	10.6	-16%	na	na	10.2	12.8	-21%	na	na
EBIT	8.1	9.4	-14%	na	na	8.8	11.6	-25%	na	na
Zysk netto	6.4	7.5	-14%	na	na	7.0	9.3	-25%	na	an

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

## Spółki porównywalne

Z uwagi model biznesowy Pointpacku naszym zdaniem porównywalność ze spółkami z szerokiego rynku kurierskiego oraz usług IT jest relatywnie ograniczona.

Tabela 4. Pointpack spółki porównywalne

Spółka	Ostania cena w walucie		P/E (x)		EV/EBITDA (x)	
	Kapitalizacja	Kwotowania	2022E	2023E	2022E	2023E
<b>Logistyka</b>						
Bpost Sa	5.86	1,171	6.2	5.8	2.7	2.4
Ctt-Correios De Portugal	3.79	568	12.6	10.5	3.8	3.3
Deutsche Post Ag-Reg	37.34	46,260	9.2	9.2	5.0	4.9
Fedex Corp	208.06	51,191	10.0	9.2	6.3	5.6
Inpost Sa	5.61	2,804	15.8	12.1	8.5	6.7
Oesterreichische Post Ag	28.05	1,895	14.4	13.9	6.0	5.8
Poste Italiane Spa	8.98	11,724	7.8	7.1	50.7	na
Postnl Nv	2.80	1,437	9.1	7.9	4.6	4.3
Royal Mail Plc	326.00	3,643	5.5	6.1	2.6	2.8
United Parcel Service-CI B	182.01	150,972	14.2	13.6	9.8	9.4
<b>IT</b>						
Accenture Plc-CI A	287.59	181,114	26.7	23.8	15.9	14.3
Asseco Poland Sa	75.55	1,339	11.6	10.7	4.0	3.9
Atea Asa	107.40	1,174	13.9	12.1	6.8	6.2
Atos Se	23.30	2,581	9.7	6.8	4.1	3.5
Comarch Sa	168.20	292	11.7	11.3	4.3	3.9
Intl Business Machines Corp	129.13	110,256	13.3	12.3	9.6	8.8
Oracle Corp	72.53	183,711	15.3	13.8	11.2	10.2
Software Ag	28.22	2,088	18.5	14.6	10.3	8.2
Vmware Inc-Class A	97.57	39,000	13.6	13.9	10.2	9.6
<b>Mediana</b>			<b>12.6</b>	<b>11.3</b>	<b>6.3</b>	<b>5.7</b>
<b>Pointpack</b>	40.00	10	6.9	6.4	4.1	3.3
Premia/dyskonto (mediana)			-45%	-44%	-34%	-43%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research, ceny na dzień 10 maja 2022

# Prognoza wyników za 1Q22E

Pointpack opublikuje wyniki za 1Q22E 14 maja 2022.

*Opinia:* Oceniamy dynamikę szacunku przychodów za 1Q22 na poziomie tylko +14% r/r jako słabą (ze względu na bycie wyraźnie poniżej tempa wzrostu sieci), nawet z uwzględnieniem wpływów sentymentu oraz rosyjskiej inwazji na Ukrainę na szeroki rynek e-commerce, a także utraconego kontraktu z Philip Morris. Zwracamy uwagę, że pomimo wzrostu sieci tempo wzrostu przychodów Pointpacku było bliskie szacowanemu przez InPost tempu 15% wzrostu wolumenów na rynku w 1Q22.

**Sieć punktów PUDO.** Zakładamy dojście do 18.4k punktów PUDO na koniec 1Q22E, co implikuje wzrost o około 100% r/r.

**Przychody.** Pointpack opublikował już rozczarowujący naszym zdaniem szacunek przychodów za 1Q22E na poziomie PLN 12.2m (+14% r/r).

**EBITDA.** Zakładamy wzrost kosztów stałych, który skonsumentuje wzrost przychodów r/r. Oczekujemy PLN 1.6m EBITDA w 1Q22E (-8% r/r oraz -22% k/k).

**Zysk netto.** Prognozujemy zysk netto w 1Q22E na poziomie PLN 1.2m (-10% r/r i -31% k/k).

Tabela 5. Pointpack prognozy na 1Q22E

PLN m	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	R/R	K/K	Prel. 1Q22E
Przychody	3.7	6.1	7.3	10.0	9.0	9.6	8.7	11.2	10.7	12.1	12.2	14.4	12.1	14%	-16%	12.1
EBITDA	0.6	1.2	1.3	2.2	1.5	2.0	1.6	1.6	1.7	1.9	1.9	2.0	1.6	-8%	-22%	
EBIT	0.6	1.1	1.3	2.1	1.4	1.9	1.6	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9	1.4	-12%	-24%	
Zysk netto	0.5	0.9	1.0	1.8	1.1	1.6	1.3	1.1	1.3	1.5	1.6	1.7	1.2	-10%	-31%	
Marża EBITDA	16.0%	19.4%	18.2%	21.8%	16.3%	21.0%	18.8%	14.0%	16.1%	15.8%	15.9%	14.0%	13.0%			
Marża EBIT	15.3%	18.6%	17.5%	21.4%	15.1%	20.0%	17.8%	13.1%	15.2%	14.7%	15.2%	13.1%	11.9%			
Marża netto	12.8%	14.8%	13.4%	17.8%	11.8%	16.7%	14.5%	10.1%	11.9%	12.3%	13.3%	11.5%	9.5%			

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, [www.ipopema.pl](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synetik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

#### IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia 2022 – 31 marca 2022)

	Liczba	%
Kup	12	71%
Trzymaj	3	18%
Sprzedaj	2	12%
Suma	17	100%

#### Historia ratingów – Pointpack

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 125.00	PLN 69.00	Marcin Nowak, Zuzanna Barzyk
13/12/2021	KUPUJ	PLN 115.00	PLN 59.40	Marcin Nowak, Zuzanna Barzyk
11/05/2022	KUPUJ	PLN 60.00	PLN 40.00	Marcin Nowak