

Pointpack

Ryzykowne automaty

Wraz z kupnem udziałów w P2A Pointpack z przystępem wszedł w nowy obszar dostaw automatów, a który wcześniej tylko próbował rozwijać w ramach programu pilotażowego. Chociaż kontrakt P2A z Poczta Polska znacząco zmieni obraz wyników spółki, jesteśmy ostrożni co do całościowego pozytywnego wpływu na Pointpack. Zwłaszcza, że w tym samym czasie Pointpack efektywnie opóźni wypłaty gotówki do akcjonariuszy z podstawowego biznesu (opóźnimy pierwszą dywidendę do 2024E, PLN 7.60ps, DY 19.8%). Oczekujemy, że konsolidacja P2A przeniesie przychody spółki na inny poziom, ale nie będzie miała wpływu na podstawowy biznes, stąd podwyższamy prognozę przychodów w 2022E/2023E do PLN 103.3m/154.4m (z PLN 59.5m/74.4m). Jednak na poziomie wyników zakładamy, że wpływ P2A zostanie skompensowany wyższą bazą kosztową (widoczną w 1Q22) i spowolnienie związanym z oczekiwaną przez nas recesją w 1H23E. Łącznie podnosimy prognozy zysku netto w 2022E/2023E do PLN 6.8m/8.5m z PLN 6.4m/7.0m założonych wcześniej (bez efektu P2A obcinamy prognozy o 22%/34%). Biorąc pod uwagę nasze spojrzenie na podstawowy biznes podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i obniżamy wartość godziwą do PLN 55.00ps (z wcześniejszych PLN 60.00ps), co implikuje 44% potencjału wzrostu. Na naszych prognozach Pointpack jest handlowany na mnożniku P/E 6.3x/5.0x dla odpowiednio 2022E/2023E.

Zaangażowanie w P2A zmieni profil spółki

20 maja 2022 Pointpack nabył ok. 51% udziałów w P2A BOX sp. z o.o., dostawcy automatów paczkowych z rozwiązaniami chmurowymi, który ma kontrakt z Poczta Polska na dostawę i utrzymanie ok. 2k APMów (o szacowanej wartości kontraktu PLN 240m przez kilka lat). Chociaż Pointpack zapłacił za udziały cenę bliską wartości księgowej (kilka PLN k), za efektywną cenę nabycia postrzegamy dodatkowe PLN 10m wydane na obligacje kupione of jednego z udziałowców P2A. Pointpack szacuje swoje maksymalne zapotrzebowanie na gotówkę związane z kupnem na do ok. PLN 30m (w tym na kapitał pracujący).

Patrząc poza przychody P2A z kontraktu z Poczta Polska

Ogólnie postrzegamy zaangażowanie w P2A negatywnie ze strategicznego punktu widzenia, gdyż naszym zdaniem tak duży i prawdopodobnie jednorazowy kontrakt na dostawę APMów czasowo ogranicza generację gotówki, wprowadza całkowicie nowe ryzyka operacyjne i zmienia profil spółki. Biorąc pod uwagę niepewny profil zyskowności kontraktu (uwzględniając ok. 51% udział, efektywną ceną za nabyte obligacje, ryzyka związane z marżą, przyszłe wpływy na dywidendy do mniejszościowych akcjonariuszy P2A, koszt finansowania i niezidentyfikowane synergije wymagające dodatkowych kosztów po stronie Pointpacka) jesteśmy sceptyczni, czy zaangażowanie w P2A będzie oczywistym sukcesem (jeśli kontrakt nie zostanie rozszerzony). Łącznie szacujemy NPV kontraktu (bez zmian w kapitale pracującym) na tylko PLN 2.8m dla Pointpacka.

Tabela 1. Pointpack podsumowanie prognoz

PLN m	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	27.1	38.5	49.4	103.3	154.4	103.7
EBITDA	5.3	6.7	7.6	12.0	17.2	14.8
EBIT	5.1	6.3	7.1	11.2	15.8	13.4
Zysk netto	4.1	5.1	6.0	6.8	8.5	9.5
EPS (PLN)	3.69	4.52	5.41	6.10	7.60	8.51
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.60
EV/EBITDA (x)	10.1	10.5	8.1	4.3	2.3	3.2
P/E (x)	13.0	15.2	11.8	6.3	5.0	4.5

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

E-commerce

Pointpack

KUPUJ

FV PLN 55.00 z PLN 60.00

44% potencjału wzrostu

Cena z dnia 30 czerwca 2022 PLN 38.30

Podtrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	1.1
Kapitalizacja (EUR m)	9.2
12M śr. dzienny wolumen (k)	3.2
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	3.5%
3M	-7.0%
12M	-46.1%

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 55

Kapitalizacja EUR 9.2m

Potencjał wzrostu 44%

Mnożniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (x)	15.2	11.8	6.3	5.0	4.5
EV/EBITDA (x)	10.5	8.1	4.3	2.3	3.2
EV/Sprzedaż (x)	1.8	1.2	0.5	0.3	0.5
P/BV (x)	7.4	4.4	1.8	1.3	1.3
FCFE yield (%)	7.5%	5.7%	-41.1%	39.1%	3.3%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.8%

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	6.10	7.60	8.51
BVPS (PLN)	9.29	14.70	20.80	28.40	29.30
FCFEPS (PLN)	5.12	3.64	-15.75	14.96	1.25
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	7.60

Zmiana r/r (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	42.3%	28.2%	109.2%	49.5%	-32.9%
EBITDA	27.1%	13.4%	58.2%	43.1%	-13.9%
EBIT	23.4%	13.5%	56.8%	41.3%	-15.2%
Zysk netto	22.6%	19.7%	12.8%	24.5%	12.0%

Wskaźniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Marża EBITDA (%)	17.4%	15.4%	11.6%	11.1%	14.3%
Marża EBIT (%)	16.3%	14.5%	10.8%	10.2%	12.9%
Marża netto (%)	13.1%	12.3%	6.6%	5.5%	9.2%
Dług netto / EBITDA (x)	-0.9	-1.4	0.6	-0.6	-0.2
Dług netto / Kap. Wł. (x)	-0.6	-0.6	0.3	-0.3	-0.1
Dług netto / Aktywa (x)	-0.3	-0.3	0.1	-0.2	0.0
ROE (%)	64.3%	45.1%	34.4%	30.9%	29.5%
ROA (%)	29.6%	23.1%	14.5%	13.7%	15.9%
ROIC (%)	64.3%	45.1%	35.0%	38.0%	33.3%

Założenia	2020	2021	2022E	2023E	2024E
KPI (k sztuk)					
Punkty PUDO (k, EoP)	8.3	17.5	21.1	23.7	25.7
Przych. per PUDO (PLN)	5.2	3.8	5.4	6.9	4.2
Podstawowy biznes / kontrakt P2A					
Łączne przychody	38.5	49.4	103.3	154.4	103.7
Pods. Biznes	38.5	49.4	56.5	67.5	87.9
P2A	0.0	0.0	46.8	86.9	15.8
Łączna EBITDA	6.7	7.6	12.0	17.2	14.8
Pods. Biznes	6.7	7.6	7.2	7.3	11.7
P2A	0.0	0.0	4.9	9.9	3.1

P&L (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	27.1	38.5	49.4	103.3	154.4	103.7
Koszty operacyjne	-21.7	-32.0	-41.9	-91.8	-138.1	-89.9
Amortyzacja	-0.2	-0.4	-0.4	-0.8	-1.4	-1.4
ZMiE	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Usługi obce	-20.5	-30.0	-38.5	-45.5	-63.7	-82.3
Podatki i opłaty	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Wynagrodzenia	-0.8	-1.4	-2.2	-3.6	-4.7	-5.4
Ubezpieczenia społeczne	-0.1	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5
Pozostałe	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Wartość sprzed. towarów	0.0	0.0	-0.2	-41.1	-67.5	0.0
Pozostałe przychody operacyjne	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.5	-0.3
EBITDA	5.3	6.7	7.6	12.0	17.2	14.8
EBIT	5.1	6.3	7.1	11.2	15.8	13.4
Przychody finansowe netto	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.6	0.0
Zysk brutto	5.1	6.3	7.1	10.7	15.2	13.4
Podatek dochodowy	-0.9	-1.2	-1.1	-2.1	-3.0	-2.7
Mniejszościowy zysk/strata	0.0	0.0	0.0	-1.7	-3.7	-1.2
Zysk netto	4.1	5.1	6.0	6.8	8.5	9.5

BILANS (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Aktywa trwałe	3.1	5.9	9.3	27.6	27.2	26.7
Wartości niematerialne i prawne	1.9	1.6	1.3	12.7	12.7	12.7
Rzeczowe aktywa trwałe	0.1	0.1	1.0	7.8	7.3	6.9
Inne aktywa trwałe	1.1	4.2	7.0	7.1	7.1	7.1
Aktywa obrotowe	9.4	15.6	21.4	35.8	33.1	32.9
Zapasy	0.0	0.9	0.9	9.1	2.3	2.3
Należności krótkoterminowe	8.8	8.4	9.2	18.7	13.8	15.8
Inwestycje krótkoterminowe	0.6	6.3	10.4	5.0	9.5	2.4
Inne aktywa obrotowe	0.0	0.0	0.9	3.0	7.5	12.5
Aktywa razem	12.6	21.5	30.7	63.4	60.3	59.6
Kapitały własne	5.3	10.4	16.4	23.3	31.8	32.8
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	1.7	5.4	6.6
Zobowiązania	7.2	11.1	14.3	38.4	23.1	20.2
Kredyty, pożyczki, ins. dłużne	0.0	0.0	0.0	12.2	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	6.2	7.2	10.6	17.3	13.6	14.0
Inne zob. krótkoterm.	1.0	4.0	3.7	8.9	9.5	6.2
Pasywa razem	12.6	21.5	30.7	63.4	60.3	59.6
Dług netto (PLN m)	-0.6	-6.3	-10.4	7.2	-9.5	-2.4

CASH FLOW (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przepływy pien. z dz. oper.	1.5	6.4	6.7	2.4	19.1	6.0
Zysk netto	4.1	5.1	6.0	6.8	8.5	9.5
Amortyzacja	0.2	0.4	0.4	0.8	1.4	1.4
Odsetki netto	0.1	0.0	0.0	0.5	0.6	0.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-2.0	1.3	1.5	-8.3	7.4	-1.5
Inne	-0.8	-0.4	-1.3	2.5	1.2	-3.4
Przepływy pien. z dz. inw.	-0.6	-2.4	-4.1	-19.4	-0.9	-1.0
CAPEX	-0.6	-2.4	-4.1	-19.4	-0.9	-1.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. fin.	-1.6	1.8	1.4	11.7	-13.7	-12.2
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana poziomu długu	-1.8	0.0	0.0	12.2	-12.2	0.0
Płatności odsetkowe	-0.2	0.0	0.0	-0.5	-0.6	0.0
Dywidendy dla akcjonariuszy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-8.5
Dywidendy dla mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	-3.7
Inne	0.4	1.8	1.4	0.0	0.0	0.0
Śr. pieniężne na koniec okr.	0.6	6.3	10.4	5.0	9.5	2.4

Wycena

Tabela 2. Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny						Waga	Cena
DCF wartość godziwa (PLN ps)						50%	60.14
DDM wartość godziwa (PLN ps)						50%	49.86
Wartość godziwa (PLN ps)							55.00
DCF (PLN m)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres rezydualny	
Przychody ze sprzedaży	103.3	154.4	103.7	119.2	130.0	118.4	
EBITDA	12.0	17.2	14.8	16.3	16.2	12.8	
EBIT	11.2	15.8	13.4	14.9	14.7	11.3	
Efektywna stopa podatkowa	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	20.0%	
NOPAT	9.0	12.7	10.8	11.9	11.8	9.0	
+ Amortyzacja	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	
+ CAPEX	-19.4	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-1.5	
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	-8.3	7.4	-1.5	-0.7	-0.8	0.0	
FCFF	-17.9	20.6	9.7	11.7	11.4	9.0	
Czynnik dyskontowy	0.94	0.82	0.72	0.64	0.56		
Wartość bieżąca FCFF	-16.8	17.0	7.0	7.4	6.3		
Wartość rezydualna							72.7
Stopa wolna od ryzyka	7.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	7.4%	
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	1.6	1.3	1.3	1.3	1.3	
Koszt kapitału własnego	14.1%	15.5%	14.0%	13.9%	14.2%	14.8%	
Premia długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Efektywna stopa podatkowa	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	20.0%	
Koszt długu po podatku	6.4%	6.2%	6.3%	6.2%	6.3%	6.7%	
Waga kapitału własnego	100.0%	77.8%	100.0%	100.0%	95.5%	95.5%	
Waga długu	0.0%	22.2%	0.0%	0.0%	4.5%	4.5%	
WACC	14.1%	13.5%	14.0%	13.9%	13.9%	14.4%	
Wartość bieżąca FCFF	21.0						
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	40.5						
Wartość przedsiębiorstwa =	61.5						
+ Gotówka + dług	10.4						
+ Mniejszości	0.0						
+ Pozostałe korekty (Dywidendy dla mniejszości P2A + Wpływy Pointpacka z P2A poza 2026E)	-4.6						
Wartość kapitału własnego =	67.3						
Wycena DCF na akcje (PLN)	60.14						
Wrażliwość DCF (PLN)							
Wzrost w okresie rezydualnym		10.4%	12.4%	14.4%	16.4%	18.4%	
1.0%		71.7	63.4	57.5	53.1	49.8	
2.0%		77.3	67.1	60.1	55.1	51.3	
3.0%		84.4	71.6	63.3	57.4	53.1	
DDM	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres rezydualny	
DPS (PLN ps)	0.00	0.00	7.60	8.51	9.52	7.97	
Koszt kapitału własnego	14.1%	15.5%	14.0%	13.9%	14.2%		
Czynnik dyskontowy	0.94	0.81	0.71	0.62	0.55		
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	0.00	5.40	5.31	5.20		
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)							15.91
Wzrost w okresie rezydualnym							2.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS(PLN ps)							33.96
Wycena DDM na akcje (PLN ps)							49.86

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Zmiana prognoz

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

	2022E					2023E					2024E				
	Nowa	Poprz.	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.	Nowa	Poprz.	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.	Nowa	Poprz.	Zmiana	Kons.	Nowa vs. Kons.
Przychody	103.3	59.5	74%	na	na	154.4	74.4	108%	na	na	103.7	89.8	15%	na	na
EBITDA	12.0	8.9	35%	na	na	17.2	10.2	69%	na	na	14.8	12.1	22%	na	na
EBIT	11.2	8.1	39%	na	na	15.8	8.8	80%	na	na	13.4	10.7	25%	na	na
Zysk netto	6.8	6.4	6%	na	na	8.5	7.0	21%	na	na	9.5	8.6	11%	na	na

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 kwotowania	Kapitalizacja EUR m	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Logistics								
Bpost Sa	5.64	1,127	6.2	5.7	5.5	2.7	2.4	2.5
Ctt-Correios De Portugal	3.12	468	13.3	11.1	9.5	4.9	4.2	3.0
Deutsche Post Ag-Reg	35.74	44,284	8.7	9.0	8.5	4.8	4.8	4.5
Fedex Corp	226.71	56,051	11.0	9.9	9.0	6.7	6.3	5.8
Inpost Sa	5.53	2,761	24.1	18.8	14.1	10.7	9.0	7.2
Oesterreichische Post Ag	27.20	1,837	14.7	14.0	12.6	6.6	6.4	6.1
Poste Italiane Spa	8.91	11,640	7.7	7.0	6.4	4.1	3.7	3.4
Postnl Nv	2.90	1,486	10.9	8.6	8.6	5.2	4.5	4.4
Royal Mail Plc	269.70	2,996	4.5	7.0	6.0	2.4	3.1	2.7
United Parcel Service-CI B	182.54	152,149	14.3	13.8	13.2	9.9	9.5	9.2
IT								
Accenture Plc-CI A	277.65	176,169	25.9	23.0	20.8	15.4	14.0	12.7
Asseco Poland Sa	75.50	1,333	12.7	11.3	10.6	4.8	4.5	4.6
Atea Asa	102.40	1,113	13.7	11.6	10.3	6.2	5.2	4.5
Atos Se	12.79	1,416	5.6	4.3	3.6	3.3	3.3	2.8
Comarch Sa	167.80	290	11.9	11.1	10.5	4.1	3.6	3.1
Intl Business Machines Corp	141.19	121,140	14.4	13.4	12.8	10.3	9.4	9.4
Oracle Corp	69.87	177,619	14.7	13.3	11.9	10.9	10.0	9.1
Software Ag	31.62	2,340	20.7	16.5	14.1	11.8	9.4	7.9
Vmware Inc-Class A	113.98	45,823	15.8	17.1	15.2	11.6	11.2	9.8
Median			13.3	11.3	10.5	6.2	5.2	4.6
Pointpack	38.30	9	6.3	5.0	4.5	4.3	2.3	3.2
premium/discount to all peers (median)			-53%	-55%	-57%	-31%	-57%	-32%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research, ceny na dzień 30 czerwca 2022

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. 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., Synetkik 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 kwietnia 2022 – 30 czerwca 2022)

	Liczba	%
Kup	17	71%
Trzymaj	5	21%
Sprzedaj	2	8%
Suma	24	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
04/07/2022	KUPUJ	PLN 55.00	PLN 38.30	Marcin Nowak