

## Research

Poland | Equity Research

Research Department  
research@trigon.pl  
www.trigon.pl

## MFO

## Ponownie na krzywej wznoszącej

Pomimo rozczarujących wyników II pół.'22, które wynikały z wysokiego stanu zapasów i ujemnego efektu FIFO, stawiamy tezę że najgorsze jest już za spółką i utrzymujemy rekomendację Kupuj, z ceną docelową 45,6 PLN. Wyniki II pół.'22 diametralnie różniły się od tego co widzieliśmy w I pół.'22 oraz 2021r. Niepewność na rynku przełożyła się na słaby popyt końcowy oraz gwałtowne spadki cen stali płaskiej, co negatywnie wpływało zarówno na wolumeny sprzedaży jak również na realizowane marże. Dodatkowo w obawie przed ograniczoną dostępnością stali na europejskim rynku po wybuchu wojny na Ukrainie, spółka zrealizowała w I pół.'22 zakupy materiału po korzystniejszej w tamtym czasie cenie na rynku azjatyckim, jednak z uwagi na długi czas dostawy, a następnie wyczerpanie kwartalnego kontyngentu importowego w UE, stal ta trafiła na magazyn dopiero w IV kw.'22, kiedy realia cenowe w Europie były zupełnie inne.

**Poprawa koniunktury.** W przeciągu ostatniego kwartału obraz rynku istotnie się zmienił. Na skutek spadku cen energii oraz dobrej dostępności gazu, nastroje w przemyśle uległy poprawie, a prowadzenie działalności stało się bardziej przewidywalne. Sytuacja na rynku na którym działa spółka jest mocno zróżnicowana w zależności od segmentu. Mogłoby się wydawać, że popyt w kluczowym segmencie profili okiennych ulegnie załamaniu po głębokim spadku noworozpoczynanych inwestycji mieszkaniowych w Europie, jednak dużo większe znaczenie dla tego segmentu rynku może mieć szeroki program termomodernizacji budownictwa mieszkaniowego. Dla porównania roczna liczba oddawanych do użytku mieszkań w Europie wynosi ok. 1,5mln, podczas gdy w UE znajduje się ponad 220mln mieszkań. W segmencie profili specjalnych i spawanych odbiorcami są głównie sektory przemysłowe, dodatkowo coraz więcej produkcji tego segmentu będzie dedykowane w najbliższym czasie dla branży fotowoltaicznej, dla której w Q2'23 spółka rozpocznie sprzedaż dedykowanych profili specjalnych. Z kolei segment profili GK prawdopodobnie najmocniej odczuje nadchodzące spowolnienie z uwagi na duży udział rynku pierwotnego oraz remontowego, gdzie widoczne jest gwałtowne załamanie inwestycji.

**Prognoza Q1'23.** Zakładamy wzrost zysku EBITDA w Q1'23 do ok. 11mln PLN, wobec 15mln PLN straty w Q4'22. Za wzrostem wyniku kw./kw. przemawiają m.in. Wyższe wolumeny sprzedaży względem Q4'22, wyciszczenie drogiego magazynu oraz odbicie cen stali na rynku. W kolejnych kwartałach spodziewamy się normalizacji zysku EBITDA spółki do poziomu ok. 15mln PLN na kwartał. Od Q2'23 spółka rozpocznie także sprzedaż profili specjalnych dedykowanych dla farm PV.

**Słabszy FCF i niższa dywidenda.** Z uwagi na tegoroczny wysoki poziom wydatków inwestycyjnych związanych z rozpoczęciem budowy hali produkcyjno-magazynowej w Sochaczewie, zakładamy, że DPS będzie istotnie niższy względem ub.r. i wyniesie ok. 1,5 PLN/akcję (vs. 4 PLN w ub.r.). Koszt inwestycji w rozbudowę nowych mocy produkcyjnych wyniesie ok. 97mln PLN (2023-2024), z czego 40% stanowić będzie wsparcie w ramach SSE. Dodatkowo spółka mocno zoptymalizowała kapitał pracujący na koniec '22r, co oznacza, że przy lepszym outlooku popytowym oraz wyższych w ostatnim czasie cenach stali wzrośnie konieczność zaangażowania dodatkowych środków w kapitał obrotowy. W takiej sytuacji pomimo mocnej pozycji gotówkowej na koniec roku, należy spodziewać się spadku DPS r./r.

**Nowy potencjał produkcyjny.** W br. spółka rozpoczęła budowę hali produkcyjno-magazynowej w Sochaczewie o powierzchni 26 tys. m<sup>2</sup>. Szacujemy, że inwestycja pozwoli na docelowe zwiększenie potencjału wynikowego spółki o ok. 40% tj. 70 tys. ton profili stalowych rocznie.

**Ceny stali.** Ostatnie wzrosty cen stali płaskiej skłaniają nas do podniesienia naszych oczekiwań względem możliwych do zrealizowania przychodów w 2023r. Obecnie ceny HDGC w Europie wynoszą ok. 950 EUR/t, wobec średnio 820 EUR/t w Q4'22. Względem naszej grudniowej rekomendacji podnosimy także założenia dotyczące tegorocznych wolumenów z 145 tys. ton do 154 tys. ton. Średnią marżę EBITDA/t sprzedanych profili w latach 2023-2027 zakładamy na poziomie 370 PLN/t, wobec 300 PLN/t w latach 2016-2020.

**Wycena.** Cenę docelową akcji MFO w horyzoncie 12-miesięcznym ustalamy na podstawie metody DCF na poziomie 45,6 PLN. Wartość bieżąca akcji MFO względem krajowych spółek przemysłowych natomiast 38,8 PLN, jednak z uwagi różny profil działalności podmiotów z grupy porównawczej, nie bierzemy jej pod uwagę przy ustalaniu ceny docelowej.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	428	990	923	859	936	1 015
EBITDA	36	172	41	55	59	65
EBIT	31	167	34	48	51	54
Zysk netto	27	133	25	35	44	48
EPS (PLN)	4	20	4	5	7	7
P/E (x)	9,3	1,9	10,2	7,3	5,7	5,3
EV/EBITDA (x)	7,4	1,7	5,9	5,7	6,1	5,5
P/BV (x)	1,3	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
DY (%)	0,0%	2,6%	10,5%	3,9%	5,5%	7,0%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

## Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

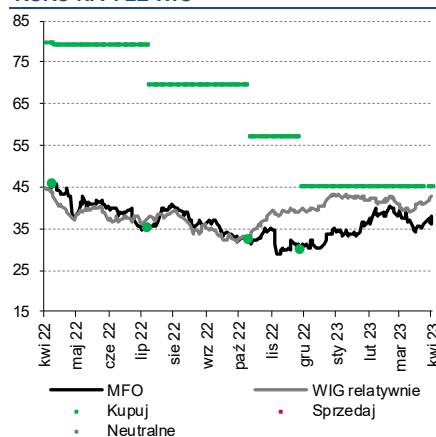
Cena docelowa: 45,6 PLN

Potencjał wzrostu: +20%

## DANE SPÓŁKI

Ticker	MFO
Sektor	Przemysł metalowy
Kurs (PLN)	38,00
52 tyg. min/max (PLN)	29,1 / 50,2
Liczba akcji (mIn szt.)	6,6
Kapitalizacja (mIn PLN)	251
Free-float	0,2
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0,2
Zmiana kursu	1M -8,4% 3M 5,6% 1Y -26,5%

## KURS NA TLE WIG



## HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	12.12.2022	45,2
Kupuj	24.10.2022	57,4
Kupuj	21.07.2022	69,9
Kupuj	22.04.2022	79,4
Kupuj	09.12.2021	80,0
Kupuj	21.10.2021	72,8
Kupuj	06.09.2021	78,0

## AKCJONARIAT

	Udział %
Tomasz Mirski	31,7%
Marek Mirski	30,4%
TFI Santander	8,6%
TFI Allianz	6,1%

## WAŻNE DATY

Raport za 1Q23	25.05.2023
Raport za 2Q22	21.09.2023
Raport za 3Q23	23.11.2023

## ANALITYK

Łukasz Rudnik

l.rudnik@trigon.pl

## MFO

Bloomberg ticker

MFO PW

### Rekomendacja

Cena docelowa (PLN)

Kurs (PLN)

Potencjał wzrostu

Poprzednia rekomendacja

Poprzednia cena docelowa (PLN)

Liczba akcji (mln)

Kapitalizacja (mln PLN)

EV (mln PLN)

Łukasz Rudnik

lukasz.rudnik@trigon.pl

Kupuj

46

38,0

20%

Kupuj

45,2

6,6

229

219

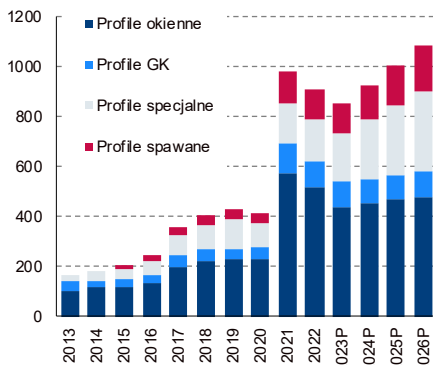
### Wskaźniki rynkowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	1,9	10,2	7,3	5,7	5,3
P/E skor. (x)	1,9	10,2	7,3	5,7	5,3
P/BV (x)	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	2,0	5,9	5,7	6,1	5,5
EV/EBITDA skor. (x)	2,0	5,9	5,7	6,1	5,5
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
FCF Yield (%)	-3,3%	34,2%	-24,4%	-14,2%	8,3%
DY (%)	2,6%	10,5%	3,9%	5,5%	7,0%

### Wskaźniki finansowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	20,1	3,7	5,2	6,6	7,2
EPS skor. (PLN)	20,1	3,7	5,2	6,6	7,2
DPS (PLN)	1,0	4,0	1,5	2,1	2,7
BVPS (PLN)	47,8	47,6	51,3	55,9	60,4
Liczba akcji (mln)	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
Kapitalizacja (mln PLN)	251,1	251,1	251,1	251,1	251,1
EV (mln PLN)	289,5	240,7	312,0	361,5	358,1

### Przychody wg segmentów



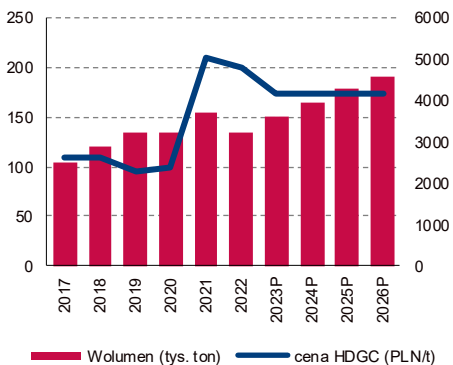
### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>990</b>	<b>923</b>	<b>859</b>	<b>936</b>	<b>1 015</b>
Koszty wytworzenia	573	516	439	453	467
Zysk brutto ze sprzedaży	116	101	100	100	100
EBITDA	172	41	55	59	65
<b>EBITDA skor.</b>	<b>172</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>65</b>
Amortyzacja	5	7	7	8	11
EBIT	167	34	48	51	54
Zysk brutto	164	30	43	54	59
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	133	25	35	44	48
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>133</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>48</b>

### Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przeptywy z działalności operacyjnej</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>-21</b>	<b>34</b>	<b>41</b>
<b>Przeptywy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-24</b>	<b>-16</b>	<b>-40</b>	<b>-70</b>	<b>-20</b>
CAPEX	-24	-20	-40	-70	-20
<b>Przeptywy z działalności finansowej</b>	<b>11</b>	<b>-40</b>	<b>19</b>	<b>40</b>	<b>-17</b>
Dywidenda	7	26	10	14	18
FCF	-8	86	-61	-36	21
Przeptywy pieniężne netto	3	49	-43	4	4

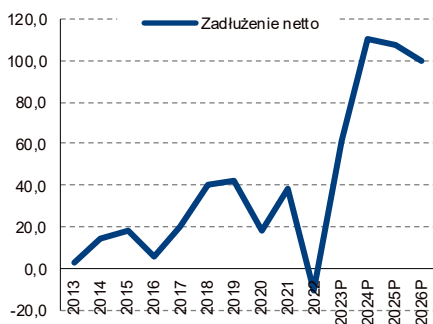
### Prognoza cen HDGC i szacowany wol. sprzedaży



### Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>557</b>	<b>461</b>	<b>527</b>	<b>614</b>	<b>649</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	135	135	152	184	246
Wartość firmy	0	0	0	0	0
Wartości niematerialne i prawne	4	7	7	7	7
Gotówka	36	85	43	47	51
<b>Pasywa</b>	<b>557</b>	<b>461</b>	<b>527</b>	<b>614</b>	<b>649</b>
Kapitał własny	316	314	339	369	399
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania oprocentowane	74	75	104	157	158
Dług netto skor.	38	-10	61	110	107
Kapitał obrotowy netto	214	135	199	217	235

### Zadłużenie netto



### Wskaźniki operacyjne

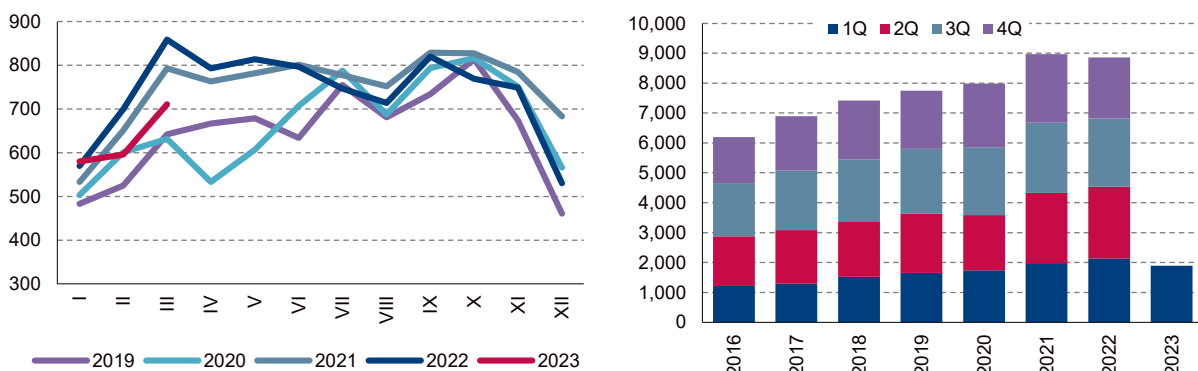
	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	131%	-7%	-7%	9%	8%
wzrost EPS skor. (%)	393%	-81%	40%	27%	9%
marża brutto na sprzedaży (%)	11,7%	11,0%	11,6%	10,7%	9,9%
marża EBITDA skor. (%)	17,4%	4,4%	6,4%	6,3%	6,4%
marża EBIT (%)	16,8%	3,7%	5,5%	5,4%	5,3%
marża netto skor. (%)	13,4%	2,7%	4,0%	4,7%	4,7%
ROE (%)	53%	8%	11%	12%	12%
ROA (%)	31%	5%	7%	8%	8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,4%	2,1%	4,7%	7,5%	2,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	4,5	2,9	5,5	8,3	1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3
Dług netto/EBITDA (x)	0,2	-0,3	1,1	1,9	1,7
Cykl konwersji gotówki (dni)	55	69	71	81	81
Cykl rotacji zapasów (dni)	59	67	53	61	61
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	24	31	32	36	36
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	28	29	14	16	16

Zródło: Spółka, Trigon DM

## Podsumowanie inwestycyjne

**#Nieznacznie schłodzenie koniunktury w profilach okiennych.** W 2021r Polska była liderem w eksporcie okien i drzwi wśród krajów europejskich oraz wiceliderem w eksporcie światowym. W I pół.'22 wartość wyeksportowanych okien i drzwi wyniosła 1,89mld EUR (+34,7% r./r.), z czego na okna i drzwi z tworzyw sztucznych przypadło ok. 971mln EUR (+41% r./r.), a udział polski w globalnym eksporcie tej kategorii osiągnął ok. 37,5%. Dane GUS dotyczące produkcji okien z tworzyw sztucznych w Polsce od II pół.'22 pokazują ujemną dynamikę produkcji, co związane jest m.in. ze spowolnieniem nowych inwestycji mieszkaniowych na unijnym rynku. O problemach z zamówieniami informowały m.in. Velux, czy Fakro, które zdecydowały się ograniczenie produkcji oraz dostosowaniu zatrudnienia do obecnej sytuacji. Szacujemy, że w IV kw.'22 i I kw.'23 spadek produkcji okien z tworzyw sztucznych wyniósł w Polsce ok. 11%, przy czym spodziewamy się, że w przypadku MFO dynamika spadku sprzedaży profili mogła być nieznacznie niższa, pomimo ok. 30% udziałów rynkowych, co związane to jest z mocnym bilansem i dobrym standingiem finansowym gwarantującym spółce ciągłość dostaw stali i większą wiarygodność spółki względem kontrahentów.

### Produkcja okien z tworzyw sztucznych w Polsce (tys. szt.)



Źródło: GUS, Trigon DM

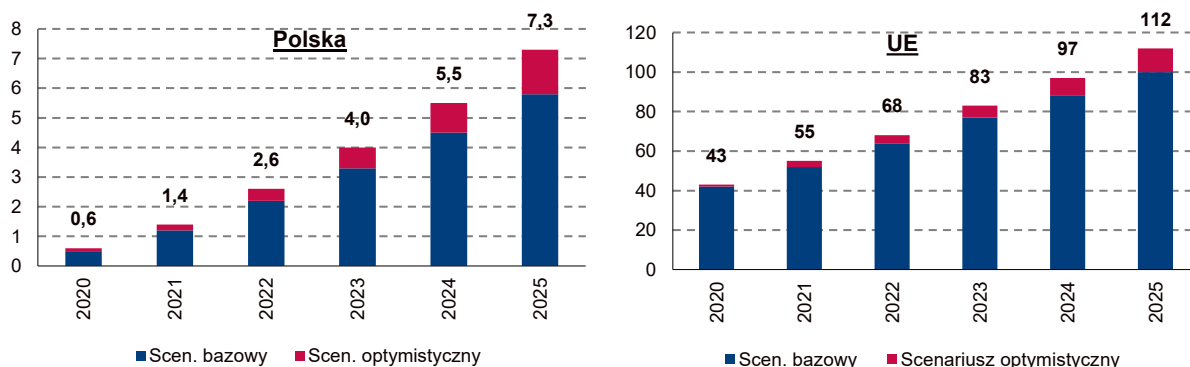
**#Programy termomodernizacji budynków zasypią znaczną część luki w nowym budownictwie.** Biorąc pod uwagę coraz bardziej surowe wymogi unijne dotyczące emisji CO<sub>2</sub> dla budownictwa mieszkaniowego w kolejnych latach znaczna część unijnych środków ma być przeznaczona na termomodernizację budynków, polegającą nie tylko na dodatkowym ociepleniu, ale także wymianie stolarki okiennej, przez którą uchodzi najwięcej ciepła. W Europie w skali roku oddaje się ok. 1,5mln mieszkań, przy ok. 220mln mieszkań już istniejących. Tym samym szeroko zakrojony program termomodernizacji budynków powinien w znaczący sposób pokryć lukę po spadku zamówień na stolarkę okienną z obszaru nowego budownictwa mieszkaniowego.

**#Profile specjalne i spawane skorelowane z koniunkturą w przemyśle.** Profile te stosowane są jako elementy ekranów dźwiękochłonnych, elementy instalacji i wsporniki dla klimatyzacji, regały magazynowe, czy elementy przyczep i naczep samochodowych. Zakładamy, że w związku z odbiciem koniunktury w europejskim przemyśle, sytuacja z zamówieniami tego segmentu powinna ulec poprawie. Również uruchomienie inwestycji unijnych dedykowanych budownictwu infrastrukturalnemu powinno wspierać popyt w obszarze profili specjalnych.

**#Nowa linia do profili dedykowanych pod farmy solarne.** W Q2'23 rozpocznie się produkcja na nowej linii produkcyjnej dedykowanej dla profili pod farmy solarne. Wg ArcelorMittal do konstrukcji 1 MW farmy solarnej zużywa się ok. 35-45 ton stali. Biorąc

pod uwagę plany budowy w Polsce 1-1,5GW farm PV rocznie w najbliższych latach, implikuje to popyt na profile w wysokości 40-60 tys. ton stali. Szacujemy, że wydajność nowej linii może wynieść ok. 8-9 tys. ton profili rocznie. Segment ten będzie stanowił dla spółki jeden z głównych obszarów wzrostu w kolejnych latach, zarówno na rynku krajowym jak również w przypadku eksportu.

### Prognoza IEA dla farm fotowoltaicznych



Źródło: IEA, Trigon DM

**#Profile GK w trudnej sytuacji w związku z wysokim uzależnieniem od nowego budownictwa.** Największych problemów z obłożeniem mocy produkcyjnych spodziewamy się w profilach GK (wykorzystywane jako wsporniki dla ścianek działowych oraz podwieszanych sufitów), w których koniunktura jest mocno powiązana z nowym budownictwem mieszkaniowym w Polsce, gdzie trafia ok. 80-85% sprzedaży. Głębokie spadki nowo rozpoczynanych inwestycji implikują utrzymanie słabego popytu, a być może nawet pogłębienie dotychczasowych spadków w nadchodzących kwartałach. Segment ten charakteryzuje się natomiast niską wartością dodaną w związku z czym jego udział w wyniku EBITDA spółki jest niższy, niż w przypadku przychodów.

**#Prognoza wyników Q1'23.** Od początku roku ceny HDGC w Europie wzrosły o ok. 10% do poziomu 1058 USD/t (+25% względem listopadowego dołka). Wzrost cen w połączeniu z koniecznością zatarowawania się klientów po istotnym ograniczeniu zamówień w Q4'22 w obawie przed głęboką recesją powinny sprzyjać istotnej poprawie wyników kw./kw.

mIn PLN	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	Y/Y	Q/Q
Przychody	295,1	295,3	187,2	145,2	188,4	-36%	30%
EBITDA	23,4	37,0	-4,9	-14,8	11,3	-	-
EBIT	21,8	35,4	-6,6	-16,6	9,6	-	-
Zysk netto	16,8	28,5	-4,0	-16,7	6,8	-	-
P/E12M trailing	1,9	2,0	4,2	10,2	17,2		
EV/EBITDA 12M trailing	1,3	1,5	3,1	5,9	8,4		
zmiana przychodów r./r.	67%	26%	-42%	-43%	-36%		
marża EBITDA	7,9%	12,5%	-	-	6,0%		
marża EBIT	7,4%	12,0%	-	-	5,1%		
marża netto	5,7%	9,6%	-	-	3,6%		

Źródło: dane spółki, Trigon DM

## Wycena

### #MFO: Podsumowanie prognoz na lata '23-'27P

mln PLN	2017	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	CAGR 2021-2027
<b>Średnie ceny HDGC (PLN/t)</b>	<b>2 610</b>	<b>2 262</b>	<b>2 386</b>	<b>5 051</b>	<b>4 794</b>	<b>4 168</b>	<b>4 168</b>	<b>4 168</b>	<b>4 168</b>	<b>4 168</b>	<b>-3%</b>
<b>Wolumen (tys. ton - szac. TDM)</b>	<b>104</b>	<b>134</b>	<b>135</b>	<b>154</b>	<b>134</b>	<b>151</b>	<b>165</b>	<b>178</b>	<b>192</b>	<b>205</b>	<b>5%</b>
<i>r./r.</i>		<i>29%</i>	<i>1%</i>	<i>14%</i>	<i>-13%</i>	<i>13%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	
Profile okienne	57	71	77	89	75	78	81	83	86	88	0%
Profile GK	15	16	18	21	17	20	20	20	20	20	-1%
Profile spawane	9	12	15	18	17	20	24	28	32	36	12%
Profile specjalne	21	35	30	25	24	33	40	47	54	61	16%
<b>Przychody</b>	<b>357</b>	<b>431</b>	<b>415</b>	<b>980</b>	<b>912</b>	<b>849</b>	<b>926</b>	<b>1 005</b>	<b>1 083</b>	<b>1 161</b>	<b>3%</b>
Profile okienne	200	228	229	573	516	439	453	467	481	495	-2%
Profile GK	47	44	47	116	101	100	100	100	100	100	-2%
Profile spawane	32	41	45	125	123	117	140	163	187	210	9%
Profile specjalne	78	118	94	166	172	193	233	274	315	356	14%
<b>Przychody razem</b>	<b>375</b>	<b>439</b>	<b>428</b>	<b>990</b>	<b>923</b>	<b>859</b>	<b>936</b>	<b>1015</b>	<b>1093</b>	<b>1171</b>	<b>3%</b>
<i>r./r.</i>	<i>43%</i>	<i>17%</i>	<i>-2%</i>	<i>131%</i>	<i>-7%</i>	<i>-7%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	
Profile okienne	56%	53%	55%	58%	57%	52%	49%	46%	44%	43%	
Profile GK	13%	10%	11%	12%	11%	12%	11%	10%	9%	9%	
Profile spawane	9%	9%	11%	13%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	
Profile specjalne	22%	27%	23%	17%	19%	23%	25%	27%	29%	31%	
<b>OPEX</b>	<b>348</b>	<b>407</b>	<b>398</b>	<b>894</b>	<b>830</b>	<b>811</b>	<b>886</b>	<b>961</b>	<b>1033</b>	<b>1104</b>	<b>4%</b>
Zużycie materiałów i energii	302,4	345,7	336,4	803,5	742,8	699,0	762,7	827,0	891,3	955,5	3%
Amortyzacja	2,3	3,8	5,0	5,4	6,8	7,3	8,5	11,3	11,7	11,9	14%
Usługi obce	15,9	21,1	20,6	31,9	34,7	42,3	46,1	49,8	53,6	57,4	10%
Podatki i opłaty	0,6	0,9	1,2	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3%
Wynagrodzenia	17,6	25,3	25,4	42,3	35,0	50,0	55,0	59,4	63,0	65,5	8%
Wartość sprzedanych towarów	6,5	4,8	5,6	6,9	7,2	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	2%
Pozostałe koszty	2,2	4,9	4,2	2,5	2,2	3,0	4,0	4,0	4,0	4,0	8%
<b>EBITDA</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>36</b>	<b>172</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>65</b>	<b>71</b>	<b>79</b>	<b>-12%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>17,4%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,8%</i>	
<i>EBITDA / t</i>	<i>297</i>	<i>281</i>	<i>268</i>	<i>1118</i>	<i>305</i>	<i>364</i>	<i>359</i>	<i>364</i>	<i>373</i>	<i>386</i>	<b>-16%</b>
<b>EBIT</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>167</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>-14%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,3%</i>	<i>16,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,7%</i>	
<i>EBIT / t</i>	<i>275</i>	<i>253</i>	<i>231</i>	<i>1083</i>	<i>254</i>	<i>316</i>	<i>307</i>	<i>301</i>	<i>312</i>	<i>328</i>	<b>-18%</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>133</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>13%</b>
<i>Marża</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,3%</i>	<i>13,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,0%</i>	
<b>OCF</b>	<b>3</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>-21</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>6%</b>
<i>konwersja zysku EBITDA</i>	<i>8%</i>	<i>54%</i>	<i>100%</i>	<i>9%</i>	<i>259%</i>	<i>-39%</i>	<i>58%</i>	<i>63%</i>	<i>65%</i>	<i>66%</i>	
<b>CAPEX</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>-16</b>	<b>-40</b>	<b>-70</b>	<b>-20</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-3%</b>
<b>FCF</b>	<b>-19</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>-8</b>	<b>90</b>	<b>-61</b>	<b>-36</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	
<b>Wyplacona dywidenda</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>26</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	
DPR	20%	27%	0%	25%	20%	40%	40%	40%	50%	50%	
DPS	0,58	0,91	0,00	1,08	4,00	1,50	2,10	2,70	3,60	4,00	
DY	1,5%	2,4%	0,0%	2,9%	10,5%	3,9%	5,5%	7,1%	9,5%	10,5%	
<b>Dług netto</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>18</b>	<b>38</b>	<b>-10</b>	<b>61</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>100</b>	<b>85</b>	
DN / EBITDA LTM	0,6	1,1	0,5	0,2	-0,3	1,1	1,9	1,7	1,4	1,1	
<b>NWC</b>	<b>58</b>	<b>89</b>	<b>84</b>	<b>214</b>	<b>135</b>	<b>199</b>	<b>217</b>	<b>235</b>	<b>253</b>	<b>271</b>	<b>27%</b>
Zapasy	43	70	84	239	102	149	163	177	191	204	20%
Należności handlowe	33	47	34	94	61	89	97	105	113	122	19%
Zobowiązania handlowe	17	28	34	119	27	40	44	47	51	55	6%

Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

#MFO: Zmiany prognoz

Zmiany prognoz mIn PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	859	701	23%	936	767	22%	1 015	832	22%
EBITDA	55,0	52,4	5%	59,0	56,7	4%	64,8	62,5	4%
EBIT	47,7	44,5	7%	50,6	47,3	7%	53,5	50,8	5%
Żysk netto	34,6	33,9	2%	43,9	40,1	9%	47,8	44,2	8%

Źródło: Trigon DM

#MFO: Zmiany wycen

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	45,60	100%	45,20	100%	0,9%
Wycena porównawcza	38,80	0%	34,60	0%	12,1%

#MFO: Porównanie mnożników przy obecnej cenie i przy cenie docelowej

	Obecna cena			Cena docelowa		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	7,3	5,7	5,3	8,7	6,9	6,3
EV/EBITDA (x)	5,7	6,1	5,5	6,6	7,0	6,3
P/BV (x)	0,7	0,7	0,6	0,9	0,8	0,8
DY (%)	3,9%	5,5%	7,0%	3,3%	4,6%	5,8%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

**Wycena dochodowa.** Naszą wycenę akcji MFO opieramy w 100% na wycenie DCF. Nasze założenie implikują 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 45,6 PLN na akcję, co względem ostatniej ceny zamknięcia implikuje 20% potencjał wzrostu.

### Założenia wyceny DCF:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,5% (vs 7% w grudniu).
- Premia rynkowa na poziomie 6,5%
- Beta nielewarowana na poziomie 1,1x z uwagi na dużą ekspozycję na sektor budowlany;
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 0%;
- W wycenie uwzględniamy 38,8mln PLN dotacji do inwestycji w Sochaczewie w ramach SSE.

### #MFO: Wycena DCF

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Wolumen*</b>	135	154	134	151	165	178	192	205	216	227	228	228	229
<b>Przychody razem</b>	428	990	923	859	936	1015	1093	1171	1235	1300	1303	1306	1310
EBITDA	36	172	41	55	59	65	71	79	85	92	92	91	90
<i>marża EBITDA</i>	8,5%	17,4%	4,4%	6,4%	6,3%	6,4%	6,5%	6,8%	6,9%	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%
EBITDA / t	268	1118	305	364	359	364	373	386	393	406	403	399	395
EBIT	31	167	34	48	51	54	60	67	73	80	80	79	79
<i>marża EBIT</i>	7,3%	16,8%	3,7%	5,5%	5,4%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%
EBIT / t	231	1083	254	316	307	301	312	328	338	354	351	347	343
Efekty w na stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	25	135	27	39	41	43	48	54	59	65	65	64	64
Amortyzacja				7	8	11	12	12	12	12	12	12	12
CAPEX				-40	-70	-20	-15	-12	-12	-12	-12	-12	-12
Zmiana w kapitale obrotowym				-63	-18	-18	-18	-18	-15	-15	-1	-1	-1
<b>FCF</b>				-57	-39	16	27	36	44	50	64	63	63
DI/(E+D)				23,4%	29,9%	28,3%	26,5%	23,8%	20,6%	17,0%	12,0%	7,1%	6,0%
Beta lewarowana				1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
Koszt długu po opodatkowaniu				6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszt kapitału własnego				15,4%	16,1%	15,9%	15,7%	15,5%	15,2%	14,8%	14,4%	14,1%	14,0%
WACC				13,3%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%	13,4%	13,5%	13,6%	13,6%
Współczynnik dyskontujący				0,88	0,78	0,69	0,61	0,54	0,47	0,42	0,37	0,32	0,28
<b>Suma DFCF</b>					70								
Stopa rezydualna					0,0%								
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>					132								
Dług netto					-10								
Zobowiązania warunkowe					0								
Dywidenda wypłacona					0								
Akty w a podatkowe / ddotacje					39								
<b>Wartość spółki na dzień (1.1.2023)</b>					251								
<b>Wartość spółki na dzień (16.4.2023)</b>					262								
Ilość akcji (mln. szt)					6,6								
<b>Wartość spółki na 1 akcje (16.4.2023)</b>					39,7								
<b>Cena docelowa 12M</b>					45,6								
Obecny kurs rynkowy					38,0								
Dyskonto / (premia)					20%								

Analiza wrażliwości	WACC					
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	
marża	-45	40,6	38,0	35,6	33,4	31,4
EBIT	-30	44,2	41,5	39,0	36,6	34,5
(PLN/t)	-15	47,8	44,9	42,3	39,9	37,6
<b>różnica</b>	<b>0</b>	<b>51,5</b>	<b>48,4</b>	<b>45,6</b>	<b>43,1</b>	<b>40,7</b>
	15	55,1	51,9	49,0	46,3	43,8
	30	58,7	55,4	52,3	49,5	46,9
	45	62,4	58,9	55,6	52,7	50,0

\* szacunki TDM w tys. ton

**Wycena porównawcza.** Wycenę porównawczą MFO opieramy na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA oraz P/BV. W skład grupy porównawczej wchodzi polskie spółki przemysłowe. Główni konkurenci spółki na rynku polskim tj. Bimerg, Landsberg, Profil Wojkowice, Welser Profile, Wuppermann, Serwistal nie są podmiotami giełdowymi dlatego wycena porównawcza bazuje na polskich spółkach przemysłowych z ekspozycją na segment metali. W wycenie porównawczej nie prezentujemy spółek dystrybuujących (Bowim, Stalprofil, Drozapol) z uwagi na brak dostępnych prognoz finansowych dla tych podmiotów. Wartość kapitałów własnych MFO w wycenie porównawczej szacujemy na 38,8 PLN na akcję.

- 1) Wycena na podstawie średniej wskaźnika P/E dla lat 2022-24P;
- 2) Wycena na podstawie średniej wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2022-24P.

Ostateczna wycena porównawcza jest średnią z dwóch powyższych metod. Każdej z nich przypisujemy równą wagę 50%.

## #MFO: Wycena porównawcza

	EV/EBITDA			P/E			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
MFO	3,8	4,5	4,9	5,7	6,1	5,2	4,9	5,6	5,2
<b>Polski przemysł</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>
Alumetal	6,9	6,2	5,9	9,6	9,2	9,0	8,5	7,7	7,4
Cognor	2,6	4,2	8,3	3,2	6,4	14,4	2,7	4,9	11,7
Kęty	7,7	7,0	6,8	10,1	8,7	8,2	9,7	8,7	8,5
Mangata	5,2	4,9	4,5	7,3	7,1	6,7	7,0	6,6	6,2
Rawlplug	4,2	3,9	3,4	5,9	4,9	4,8	5,6	5,2	4,7
Stalprodukt	0,9	1,0	0,9	4,1	7,2	11,0	1,2	1,6	1,7
<b>Wycena cząstkowa</b>	<b>197</b>	<b>158</b>	<b>231</b>	<b>229</b>	<b>314</b>	<b>410</b>			
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
<b>Wycena cząstkowa</b>		<b>195</b>			<b>318</b>				
Waga wskaźnika		50%			50%				
<b>Wycena porównawcza</b>	<b>38,8</b>								
<b>TP 12M</b>	<b>42,7</b>								

Źródło: Trigon DM

## #MFO: Podsumowanie wycen

Podsumowanie wycen	Wycena bieżąca	Wycena 12M	Waga	Target price (12M)	Upside
DCF	39,7	45,6	100%	45,6	20%
Porównawcza	38,8	42,7	0%		

Źródło: Trigon DM

Wycena na podstawie modelu DCF implikuje 20% potencjału wzrostu kursu, natomiast wycena porównawcza 12%. Z uwagi na brak spółek porównawczych o identycznym profilu działalności 100% wagi przypisujemy metodzie DCF. Nasza ostateczna 12-miesięczna cena docelowa wynosi 45,6 PLN na akcję i implikuje 20% potencjału wzrostu kursu z obecnego poziomu.



## Czynniki ryzyka

### Ryzyka związane z działalnością Spółki:

- Opóźnienie we wdrażaniu inwestycji termomodernizacyjnych z funduszy unijnych w Europie
- Pogłębienie spowolnienia w sektorze budowlanym oraz przemysłowym
- Problem z dostępnością pracowników w sytuacji dalszej rozbudowy mocy produkcyjnych może nasilić presję płacową w spółce
- Ryzyko ograniczonej dostępności blachy ocynkowanej m.in. na skutek wprowadzenia safeguardu oraz zakazu importu stali z Rosji
- Ryzyko umocnienia PLN wobec EUR, które może niekorzystnie wpłynąć na marżę biorąc pod uwagę rosnący udział eksportu
- Ryzyko poszerzenia kompetencji przez centra serwisu stali, które oprócz usługi cięcia blachy mogą rozpocząć usługę profilowania na potrzeby lokalnego rynku
- Ryzyko wewnętrznej produkcji profili przez klientów z branży stolarki otworowej

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>428</b>	<b>990</b>	<b>923</b>	<b>859</b>	<b>936</b>	<b>1 015</b>
Profile okienne	229	573	516	439	453	467
Profile GK	47	116	101	100	100	100
Profile specjalne	94	166	172	193	233	274
Profile spawane	45	125	123	117	140	163
Zużycie materiałów i energii	336	804	743	699	763	827
Zysk brutto ze sprzedaży	63	225	86	119	128	141
<b>EBITDA</b>	<b>36</b>	<b>172</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>65</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>36</b>	<b>172</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>65</b>
Amortyzacja	5	5	7	7	8	11
<b>EBIT</b>	<b>31</b>	<b>167</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>54</b>
Wynik na działalności finansowej	2	-3	-4	-5	-4	-6
Zysk brutto	33	164	30	43	54	59
Podatek dochodowy	6	31	6	8	10	11
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>27</b>	<b>133</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>48</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>27</b>	<b>133</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>48</b>

marża brutto ze sprzedaży	15%	23%	9%	14%	14%	14%
marża EBITDA skor.	8%	17%	4%	6%	6%	6%
marża EBIT	7%	17%	4%	6%	5%	5%
marża netto skor.	6%	13%	3%	4%	5%	5%

zmiana przychodów r./r.	-2%	131%	-7%	-7%	9%	8%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-7%	255%	-62%	38%	8%	10%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-4%	375%	-76%	35%	7%	10%
zmiana EBIT r./r.	-8%	433%	-80%	40%	6%	6%
zmiana zysku netto skor. r./r.	6%	393%	-81%	40%	27%	9%

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
<b>Przychody</b>	<b>324</b>	<b>257</b>	<b>295</b>	<b>295</b>	<b>187</b>	<b>145</b>
Profile okienne	195	141	165	171	100	80
Profile GK	30	30	44	25	16	15
Profile specjalne	46	52	47	52	43	30
Profile spawane	49	30	35	43	27	18
Zużycie materiałów i energii	247	210	239	254	138	112
Zysk brutto ze sprzedaży	96	36	36	52	2	-4
<b>EBITDA</b>	<b>79</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>37</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>79</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>37</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>
Amortyzacja	1	1	2	2	2	2
<b>EBIT</b>	<b>77</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>35</b>	<b>-7</b>	<b>-17</b>
Wynik na działalności finansowej	-1	-1	-1	0	2	-4
Zysk brutto	77	22	21	35	-5	-21
Podatek dochodowy	15	4	4	7	-1	-4
Zysk mniejszości	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
<b>Zysk netto</b>	<b>62</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>-4</b>	<b>-17</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>

marża brutto ze sprzedaży	30%	14%	12%	18%	1%	-
marża EBITDA skor.	24%	9%	8%	13%	-	-
marża EBIT	24%	9%	7%	12%	-	-
marża netto skor.	19%	7%	6%	10%	-	-

zmiana przychodów r./r.	213%	114%	67%	26%	-42%	-43%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	552%	62%	1%	-10%	-97%	-
zmiana EBITDA skor. r./r.	921%	64%	-7%	-16%	-	-
zmiana EBIT r./r.	1097%	69%	-8%	-17%	-	-
zmiana zysku netto skor. r./r.	983%	58%	-11%	-16%	-	-

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>160</b>	<b>169</b>	<b>206</b>	<b>239</b>	<b>301</b>	<b>309</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	114	135	152	184	246	255
Wartości niematerialne i prawne	1	4	7	7	7	7
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	45	30	48	48	48	48
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>151</b>	<b>388</b>	<b>255</b>	<b>288</b>	<b>314</b>	<b>339</b>
Zapasy	84	239	102	149	163	177
Należności handlowe	34	94	61	89	97	105
Pozostałe	1	20	7	7	7	7
Gotówka	33	36	85	43	47	51
<b>Aktywa</b>	<b>311</b>	<b>557</b>	<b>461</b>	<b>527</b>	<b>614</b>	<b>649</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>187</b>	<b>316</b>	<b>314</b>	<b>339</b>	<b>369</b>	<b>399</b>
Kapitał zakładowy	1	1	1	1	1	1
Pozostałe	159	182	288	303	324	350
Zysk (strata) netto	27	133	25	35	44	48
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>63</b>
Zobowiązania oprocentowane	6	7	12	17	26	26
Pozostałe	35	37	37	37	37	37
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>83</b>	<b>197</b>	<b>97</b>	<b>134</b>	<b>183</b>	<b>187</b>
Zobowiązania oprocentowane	45	67	63	87	131	132
Zobowiązania handlowe	34	119	27	40	44	47
Pozostałe	5	11	8	8	8	8
<b>Pasywa</b>	<b>311</b>	<b>557</b>	<b>461</b>	<b>527</b>	<b>614</b>	<b>649</b>
Kapitał obrotowy netto	84	214	135	199	217	235
Dług netto	18	38	-10	61	110	107
Dług netto skor.	18	38	-10	61	110	107
Dług netto/EBITDA (x)	0	0	0	1	2	2
Dług netto/kapitał własny (x)	0	0	0	0	0	0
ROE (%)	0	1	0	0	0	0
ROA (%)	0	0	0	0	0	0
Cykl konwersji gotówki (dni)	74	55	69	71	81	81
Cykl rotacji zapasów (dni)	65	59	67	53	61	61
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	35	24	31	32	36	36
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	26	28	29	14	16	16

## Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>-21</b>	<b>34</b>	<b>41</b>
Zysk (strata) netto	27	133	25	35	44	48
Amortyzacja	5	5	7	7	8	11
Zmiany w kapitale obrotowym	5	-130	78	-63	-18	-18
Zmiana zapasów	-14	-155	137	-48	-14	-14
Zmiana należności handlowych	13	-60	33	-28	-8	-8
Zmiana zobowiązań handlowych	6	85	-92	13	4	4
Pozostałe	-1	7	-4	0	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>-16</b>	<b>-40</b>	<b>-70</b>	<b>-20</b>
CAPEX	-19	-24	-20	-40	-70	-20
Pozostałe	0	1	4	0	0	0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-8</b>	<b>11</b>	<b>-40</b>	<b>19</b>	<b>40</b>	<b>-17</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-10	22	-4	24	45	0
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	0	7	26	10	14	18
Pozostałe	2	-11	-36	-5	-5	-17
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>-43</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Środki pieniężne na początek okresu	24	32	36	85	43	47
Środki pieniężne na koniec okresu	32	36	85	43	47	51

Źródło: Spółka, Trigon DM

# Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)



**NAGRODY  
PSIK**  
2017



## EQUITY RESEARCH TEAM

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Konsument, Finanse*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategia, Banki, Finanse*

**Kacper Koproń**  
*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnologia*

**Michał Kozak**  
*Paliwa, Chemia, Energetyka*

**Dominik Niszczyński**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane*

## SALES & TRADING TEAM

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Maciej Senderek**

**Hubert Kwiecień**

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
CF – cash flow, przepływy pieniężne  
CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe  
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa  
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale  
NWC – kapitał obrotowy netto  
Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji  
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki  
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki  
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka  
WACC - średni ważony koszt kapitału

### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – MFO S.A.  
KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%  
TRZYMAJ – w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%  
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.  
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.  
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.  
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania.  
Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.  
Dokument sporządziła: Łukasz Rudnik

### Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodok oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

#### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał od Emitenta dywidende. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmując stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl). Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 14 kwietnia 2023 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 17 kwietnia 2023r. godz.: 7:30