

Chemia

Odbicie w kształcie litery „L”

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy i rekomendacje dla spółek chemicznych. Biorąc pod uwagę, że pokrywane przez nas spółki produkują zróżnicowaną gamę chemikaliów, nie jest łatwo znaleźć wspólny mianownik dla całej branży. Jednak to co na pewno charakteryzowało branżę chemikaliów w 9M23 to spadek popytu wywołany spowolnieniem w budownictwie mieszkaniowym, budowlanym i infrastrukturalnym. Obecnie wydaje się, że popyt na chemikalia zaliczył już dołek, ale optymizm co do ożywienia charakteryzuje się niepewnością. Dwa kluczowe rynki mieszkaniowe: chiński i niemiecki wciąż spadają, a o ile ten drugi może uzyskać pewien impuls dzięki obniżkom stóp procentowych lub bodźcom fiskalnym, to redukcja rezerw bankowych w Chinach lub obniżenie oprocentowania kredytów hipotecznych czy wpłat własnych przyniosły jak dotąd niewielki efekt. Przy spadającym wskaźniku urodzeń i wysokiej stopie bezrobocia wśród młodych ludzi, niektórzy spekulują, że na chińskim rynku mieszkaniowym może zostać ustalony nowy, niższy punkt równowagi.

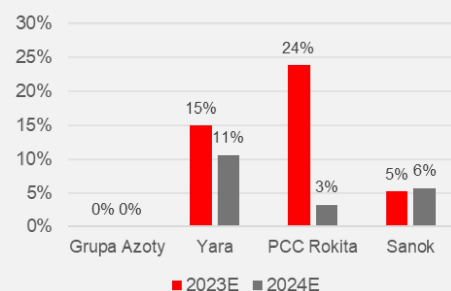
Aby lepiej zrozumieć trendy rynkowe, przeanalizowaliśmy wyniki za 3Q23 kilku europejskich i amerykańskich dużych firm chemicznych i oto, co najważniejszego można było w nich znaleźć: 1) obecne spowolnienie nie wygląda jak poprzednie i charakteryzuje się L-kształtnym odbiciem wolumenu (Evonik), 2) rok do roku w 3Q23 produkcja chemiczna spadła globalnie o 4,4% poza Chinami, podczas gdy wolumeny w ujęciu kwartał do kwartału prawdopodobnie się wywłaszczyły (BASF), 3) globalny wskaźnik CUR dla spółek chemicznych wynosi średnio około 60%-70% (BASF), 4) przewaga konkurencyjna europejskich chemikaliów może ucierpieć z powodu kolejnego wzrostu cen gazu, 5) motoryzacja jest ratunkiem dla firm które mają na nią ekspozycję 6) niemiecki kryzys mieszkaniowy na tę chwilę pogłębia się. Najlepszą ilustracją sytuacji branży chemicznej w 2Q23/3Q23 jest wypowiedź prezesa BASF Martina Brudermüllera z ostatniej konferencji, który powiedział, że w ciągu 17 lat zasiadania w radzie dyrektorów BASF nigdy nie widział tak niewiarygodnie niskiego popytu na wszystkich najważniejszych rynkach, w tym w Chinach. **W normalnych okolicznościach, zwłaszcza po silnej wyprzedaży zachodnich spółek w tym roku, powiedzielibyśmy, że nie jest to zły czas na zbudowanie ekspozycji w sektorze chemicznych** i cierpliwie czekanie na nadchodzące ożywienie. Biorąc jednak pod uwagę to, o czym wspomnieliśmy powyżej, obawiamy się, że tym razem odbicie będzie wybiórcze, niejednorodne i rozciągnięte w czasie, więc rozsądnie byłoby poczekać i przyrzeć się rozwojowi sytuacji, zwłaszcza w odniesieniu do spółek, którym nie udało się zmniejszyć dzwigni finansowej w ciągu ostatnich kilku lat. Jeśli chodzi o rynek azotu, 3Q23 przyniosł pewne ożywienie, ale pytanie brzmi, jak trwale ono będzie i które spółki na nim skorzystają. Ze względu na najwyższe ceny gazu Europa pozostanie w niekorzystnej sytuacji w porównaniu do innych regionów. Odrębną i ważną kwestią, o której główni producenci nawozów nie wspominają, jest popyt przemysłowy na produkty azotowe, który jest niezbędny, aby cały rynek odnotował prawdziwe ożywienie.

Z wyżej wymienionych powodów inicjujemy Sanok jako Trzymaj, biorąc pod uwagę korzystną ekspozycję na rynek motoryzacyjny zrównoważoną ryzykiem wynikającym z inflacji płac i bardzo dobrego performance'u akcji na giełdzie. Spośród europejskich spółek azotowych pozostajemy negatywnie nastawieni do Grupy Azoty, biorąc pod uwagę niekorzystną pozycję na globalnej krzywej podaży i przytłaczającą dźwignię finansową, na którą nakładają się straty w segmentach chemicznym i tworzyw sztucznych. Norweska Yara wygląda znacznie lepiej niż Azoty, ale bez silnego ożywienia w przemysłowych zastosowaniach azotu uważamy, że marże pozostaną przez jakiś czas niskie - stąd rekomendacja Trzymaj. Wreszcie, byliśmy niemile zaskoczeni publikacją wyników PCR za 2Q23 i spodziewamy się dalszego pogorszenia zysków w przyszłości, więc tym razem w przypadku producenta chloroalkaliów również rekomendujemy "Sprzedaj". Uważamy, że spółka posiada wysokiej jakości aktywa, więc cena rynkowa utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie, ale oczekiwana dynamika zysków w 2H23 i 1H24 będzie ciążyła na nastrojach rynkowych wobec spółki.

Podsumowanie rekomendacji

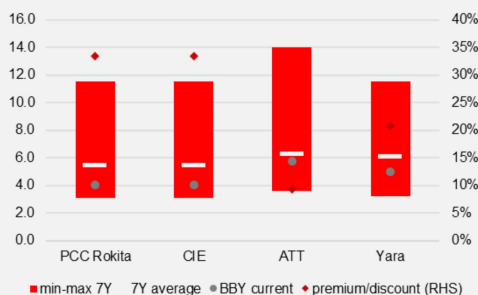
Spółka	Rek.	Cena docelowa 12M	Wzrost/spadek	Rating ESG
Sanok	Trzymaj	25,43 PLN	+11%	B
PCC Rokita	Sprzedaj	79,04 PLN	-13%	C
Grupa Azoty	Sprzedaj	17,26 PLN	-22%	C
Yara	Trzymaj	376 NOK	+2%	B

Chemia: Prognoza stopy dywidendy



Źródło: BM Pekao

Chemia: wycena mnożnikowa



Źródło: BM Pekao

Krzysztof Kozieł, CFA

krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Sanok

Motoryzacja ratuje sytuację

Rozpoczynamy rekomendację Trzymaj dla Sanoka z ceną docelową 25,43 PLN. Pomimo krótkoterminowego ryzyka związanego z ogromną presją płacową spowodowaną dwiema rundami podwyżek płacy minimalnej w Polsce, a także nieustanną walką o utrzymanie pracowników, postrzegamy Sanok jako spółkę wysokiej jakości z zaskakująco korzystną ekspozycją na końcowego odbiorcę. Obwiniany o rozwodnienie marży segment motoryzacyjny okazuje się być ostatnią nadzieją europejskiej produkcji przemysłowej. W porównaniu do produkcji sprzed pandemii na poziomie 14 mln pojazdów, w Europie nadal istnieje 30% potencjalna luka produkcyjna, jeśli branża ma dogonić historyczne maksima. Oczywiście amerykańscy i azjatyccy producenci będą zaciekle walczyć o udział w europejskim rynku, ale mimo to wciąż widzimy dużo miejsca na odbudowanie produkcji w przypadku europejskich producentów OEM. Motoryzacja będzie odpowiadać za ok. 60% przychodów Sanoka i prawie 50% zysku brutto w 2023 r., dlatego spodziewamy się, że w ciągu najbliższych 2 lat przychody i, co za tym idzie, marża będą napędzane głównie przez motoryzację. Sanok poinformował również, że zamierza rozwijać inne gałęzie biznesu (głównie segment budowlany) dzięki zbliżającemu się przejęciu, którego wartość szacuje na około 50 mln euro. W takim przypadku przyrost EBITDA mógłby wynieść ok. 20 mln zł, co przygotowałoby spółkę do osiągnięcia celu programu motywacyjnego EBITDA na 2025 r. w wysokości 165 mln zł. Cel EBITDA z programu motywacyjnego na 2029 r. to imponujące 260 mln zł.

- **Inflacja płacowa w Polsce pozostaje głównym ryzykiem dla rentowności spółki w krótkim okresie** - Pomimo tego, że znaczna część przeciętnego wynagrodzenia w SNK jest znacznie wyższa niż płaca minimalna, zarząd podkreśla ogromną presję na podwyżki płac wynikającą z ograniczonej podaży siły roboczej. Zakłady SNK zlokalizowane są w pobliżu Rzeszowa, miasta będącego węzłem logistycznym dla sił NATO wspierających Ukrainę w walce z Rosją. Firmy, które świadczą usługi dla zwiększonego ruchu, przyciągają część dostępnej siły roboczej w regionie.
- **Biznes wygląda dziś solidnie, ale wzrost cen akcji od początku roku stwarza ryzyko korekty.** Akcje Sanoka wzrosły o 79% YTD, dlatego pozostajemy ostrożni co do kontynuacji hossy na walorach spółki, zwłaszcza w kontekście rosnącej presji na wzrost płac i ogólnego recesyjnego otoczenia makro.

W mln PLN	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	1 172	1 389	1 467	1 484	1 493	1 502
EBITDA	103	119	145	128	144	145
EBIT	40	57	82	64	80	81
Zysk Netto	31	57	70	51	64	65
EPS	1,1	2,1	2,6	1,9	2,4	2,4
DPS	0,9	0,0	1,2	1,3	1,3	1,7
Stopa dywidendy	4,1%	0,0%	5,2%	5,7%	5,8%	7,2%
C/Z	20,1	10,9	8,8	12,1	9,7	9,6
EV/EBITDA	7,3	6,3	5,1	5,8	5,0	4,9

Źródło: Spółka, BM Pekao

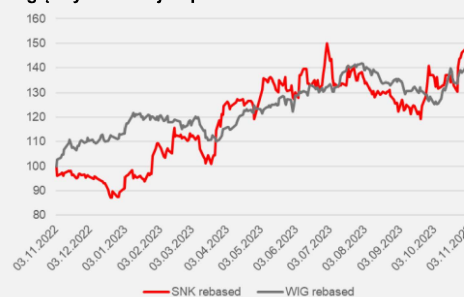
Trzymaj

Cena docelowa	25,43 PLN
Cena zamknięcia (8.11.2023)	23,00 PLN
Potencjał do ceny docelowej	+11%

Rating ESG B

Wynik ESG 1,35

Względny kurs akcji w porównaniu z WIG



Główni akcjonariusze

OFE Alianz	15,41%
Marek Łęcki	11,04%
OFE NN	10,33%
OFE PZU	10,06%
OFE Generali	5,99%

Nadchodzące wydarzenia

3Q23 17.11.2023

Niniejszy raport stanowi skrót raportu przekazanego wcześniej klientom profesjonalnym i uprawnionym kontrahentom usługi sporządzania analiz inwestycyjnych BM Pekao w języku angielskim, a jego treść dostępna jest w aplikacji eTrader.

Data pierwszej publikacji materiału:
09.11.2023 g. 18:26

Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu znajduje w zastrzeżeniach prawnych na końcu dokumentu.

Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

PCC Rokita

Rozczarowanie

Zmieniamy rekomendację dla PCC Rokita z Kupuj na Sprzedaj i obniżamy cenę docelową do 79,04 zł w związku z rozczarującymi wynikami za 2Q23 wynikającymi z niekorzystnego makro dla całej branży chloralkali. W naszej poprzedniej aktualizacji spółki argumentowaliśmy, że ze względu na wysoki udział wewnętrznej konsumpcji chloru w segmentach polioli i pochodnych chloru, biznes chloroalkaliczny PCC będzie w stanie utrzymać wysoki wskaźnik CUR w porównaniu z europejskimi konkurentami. Co więcej, dyscyplina kosztowa w segmencie chloroalkaliów, do 1Q23 wskazywała na umiejętność Rokity w zakresie zabezpieczania korzystnych cen głównych pozycji kosztowych, w tym cen energii. Weryfikacja naszej tezy nastąpiła wraz z publikacją wyników za 2Q23, które pokazały spadek produkcji przy jednoczesnym wzroście kosztów jednostkowych. Uważamy, że sytuacja w branży polioli i innych chemikaliów stała się tak zła, że wskaźnik wykorzystania mocy elektrolizerów musiał zostać obniżony pomimo wciąż ponadprzeciętnej marży na produkcji sody kaustycznej. Branża twierdzi, że chińskie produkty chemiczne zalewają Europę, co wynika ze spadku popytu w tym kraju i znacznego spadku stawek frachtowych umożliwiających arbitraż między kontynentami. Oficjalne benchmarki sody kaustycznej publikowane przez Bloomberg wskazują na spadek cen w 3Q23 vs 2Q23 o 157 EUR lub 17% kw/kw, stąd spodziewamy się, że dołek wyników jest jeszcze przed nami.

- Obniżamy prognozę na 2023e/2024e w związku z niższą niż oczekiwaliśmy realizacją EBITDA w 2Q23 i słabymi perspektywami na 2H23. EBITDA w 2Q23 wyniosła 78 mln zł, prawie 40% poniżej naszej prognozy i konsensusu analityków. Biorąc pod uwagę spadające ceny sody kaustycznej w 3Q23, obniżamy nasze prognozy na lata 2023e/2024e o 49%/35% do 350 mln zł / 305 mln zł, pomimo oczekiwanego przez nas ożywienia na rynku polioli w przyszłym roku po spadku w 2023 r. wynikającym ze spowolnienia na rynku meblarskim i mieszkaniowym w UE.
- Niższe przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, a także prawdopodobna inflacja CAPEXów, na którą spółka zwróciła uwagę w sprawozdaniu zarządu za 2Q23, skłoniły nas do aktualizacji szacunków DPS. Oczekujemy, że DY wyniesie 3% w latach 2024/2025. Uważamy, że dynamika wyników, słaby sentyment do akcji chemicznych, a także spadający DY są przekonującymi argumentami za zmianą naszej rekomendacji dla PCR.

PLN mln	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	2.203	3.143	2.324	1.713	1.685	1.685
EBITDA	670	1.016	350	305	385	417
EBIT	483	832	141	91	171	203
Zysk netto	417	675	92	50	115	140
EPS	21,0	34,0	4,6	2,5	5,8	7,1
DPS	3,23	13,20	21,57	2,93	2,50	5,78
Stopa dywidendy	3,6%	14,6%	23,8%	3,2%	2,8%	6,4%
C/Z	4,3	2,7	19,5	36,2	15,7	12,8
EV/EBITDA	3,2	1,9	6,4	7,3	5,5	5,0

Źródło: PCR, BM Pekao

Sprzedaj

(poprzednio Kupuj)

Cena docelowa	79,04 PLN
Cena zamknięcia (8.11.2023)	90,5 PLN
Potencjał do ceny docelowej	-12,7%

Rating ESG

Wynik ESG

C
0,97

Względny kurs akcji w porównaniu z WIG



Główni akcjonariusze

PCC Chemicals	84,26%
---------------	--------

Nadchodzące wydarzenia

Wyniki 3Q23	14.11.2023
-------------	------------

Niniejszy raport stanowi skrót raportu przekazanego wcześniej klientom profesjonalnym i uprawnionym kontrahentom usługi sporządzania analiz inwestycyjnych BM Pekao w języku angielskim, a jego treść dostępna jest w aplikacji eTrader.

Data pierwszej publikacji materiału:
09.11.2023 g. 18:26

Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu znajduje w zastrzeżeniach prawnych na końcu dokumentu.

Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Grupa Azoty

Z deszczu pod rynną

Podtrzymujemy naszą rekomendację Sprzedaj dla Grupy Azoty i obniżamy 12-miesięczną cenę docelową z 22,89 PLN na akcję do 17,26 PLN na akcję. Wydaje się, że w naszej poprzedniej rekomendacji sektorowej nie doszacowaliśmy skali spowolnienia na rynku nawozów w 1H23. Do drugiej połowy 3Q23, rynek nawozów cierpiał z powodu zjawiska destocking (wyprzedaż zapasów) po stronie klientów, co doprowadziło do ograniczenia produkcji, zwłaszcza w Europie. Dopiero ostatnie miesiące 3Q23 przyniosły poprawę w tej kwestii, co przełożyło się na wyższą miesięczną produkcję raportowaną przez ATT. Niemniej jednak Grupa Azoty pozostaje jedną z najmniej konkurencyjnych spółek nawozowych w Europie, co jest głównie konsekwencją niefortunnego zabezpieczenia kosztów energii i węgla na bardzo wysokich poziomach. Szacujemy, że w 2023 r. wzrost kosztów z tytułu wyższej energii wyniesie około 1,3 mld PLN. Jeśli chodzi o 2024 r., spodziewamy się jedynie częściowej normalizacji w tym względzie, biorąc pod uwagę utrzymujące się wysokie ceny energii i węgla w Polsce. Na domiar złego, segmenty chemiczny i tworzyw sztucznych, które miały obniżyć ryzyko spadku wyników poprzez dywersyfikację działalności, również doświadczyły znacznego spowolnienia. Spadek produkcji przemysłowej na całym świecie, z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych, doprowadził do wzrostu konkurencji na tym rynku.

W naszych prognozach zakładamy poprawę rentowności od 2024 r., choć obawiamy się, że pierwsze kilka miesięcy kolejnego roku będą słabe. W perspektywie średnioterminowej główną zmianą, jaką wprowadziliśmy do naszego modelu, jest obniżenie marży PDH, odzwierciedlające znaczne zwiększenie mocy produkcyjnych w USA, Chinach i na Bliskim Wschodzie, a także niższy popyt na PP. Obniżyliśmy średnioterminową prognozę PDH EBITDA w związku z gorszymi perspektywami dla projektu o prawie 200 mln PLN do 561 mln PLN, podczas gdy prognoza długoterminowa pozostała bez zmian.

Jeśli chodzi o wycenę, aktualizacja DCF odzwierciedla bardzo wysoką stratę EBITDA, jaką ATT ma ponieść w 2023 roku. Po stronie CAPEXów pomimo wysokiego wykonania prac po stronie generalnego wykonawcy PDH część kosztów nie została jeszcze uregulowana co również uwzględniamy w prognozach. W perspektywie średnioterminowej ATT reklamowało program zielonej transformacji, jednak nie sądzimy, aby w bilansie było wystarczająco dużo miejsca na tego rodzaju przedsięwzięcia, biorąc pod uwagę już i tak bardzo wysoką dźwignię finansową. Podsumowując, uważamy, że ATT nie będzie w stanie wypłacić żadnej dywidendy w ciągu najbliższych 5-6 lat, co sprawia, że akcje wyglądają nieatrakcyjnie w porównaniu z międzynarodowymi konkurentami.

Grupa Azoty - Kluczowe dane

mIn PLN	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	15 901	24 658	14 241	16 606	17 492	18 392
EBITDA	1 947	2 545	-1 497	1 445	1 889	1 849
EBIT	877	866	-2 298	297	741	701
Zysk netto	634	584	-2 260	-91	282	252
EPS	6,4	5,9	-22,8	-0,9	2,8	2,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C/Z	3,4	3,7	n.m.	n.m.	7,7	8,7
EV/EBITDA	3,3	3,2	n.m.	9,9	7,5	7,5

Źródło: Spółka, BM Pekao

Sprzedaj (poprzednio: sprzedaj)

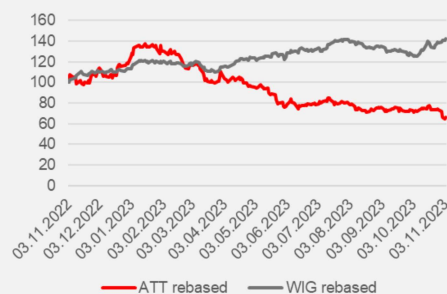
Cena docelowa	17,26 PLN
Cena zamknięcia (8.11.2023)	22,20 PLN
Potencjał do ceny docelowej	-22%

Rating ESG

Wynik ESG

C
0,98

Względny kurs akcji w porównaniu z WIG



Główni akcjonariusze

Skarb Państwa RP	33,00%
W. Kantor	19,82%
TFI PZU	7,26%
OFE NN	6,54%

Niniejszy raport stanowi skrót raportu przekazanego wcześniej klientom profesjonalnym i uprawnionym kontrahentom usługi sporządzania analiz inwestycyjnych BM Pekao w języku angielskim, a jego treść dostępna jest w aplikacji eTrader.

Data pierwszej publikacji materiału:
09.11.2023 g. 18:26

Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu znajduje w zastrzeżeniach prawnych na końcu dokumentu.

Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Yara

Kolejny kwartał poniżej oczekiwań

W niniejszym raporcie obniżamy rekomendację dla Yara z Kupuj do Trzymaj i obniżamy cenę docelową z 444 NOK do 376 NOK. Od czasu naszej poprzedniej aktualizacji spółki, Yara konsekwentnie rozczarowywała rynek zarówno w 2Q23 jak i 3Q23. W odniesieniu do 2 kw. 23 r. spółka powołała się na usprawiedliwiła wynik utratą wartości zapasów w wysokości 185 mln USD wynikającą ze spadku cen gazu, a tym samym cen nawozów. Jednak nawet po oczyszczeniu tej pozycji wyniki wciąż byłyby niższe od oczekiwań analityków. 2Q23 charakteryzował się również niskimi wolumenami produkcji i sprzedaży, które ostatecznie wzrosły w 3Q23. Wyższa sprzedaż i produkcja przyniosły pewną poprawę EBITDA w ujęciu kwartału do kwartału, ale odczyt i tak był niższy od oczekiwań rynkowych, co spowodowało obniżenie konsensusu. Zgodnie z prezentacją za 3Q23, Yara produkowała w minionym kwartale na pełnych mocach produkcyjnych, ale perspektywy na 4Q23 pozostają raczej niepewne, powiedział prezes spółki. Jeśli europejski popyt pozostanie słaby, istnieje ryzyko nowych wyłączeń produkcji, co wydaje się częściowo materializować, ponieważ litewska Achema ogłosiła zamknięcie jednej linii produkcyjnej amoniaku do końca zimy. Popyt wydaje się być niski głównie w wyniku bardzo niskich cen zbóż, które pogorszyły wskaźniki atrakcyjności cenowej, mimo że producenci nawozów twierdzą inaczej. Część popytu może zostać wstrzymana do czasu ożywienia na rynku zbóż lub spadku cen gazu. Teza o niskich zapasach zbóż w stosunku do konsumpcji może być prawdziwa, ale nie spodziewamy się, aby miała ona istotny wpływ na dynamikę rynku w krótkim okresie. Zwracamy uwagę na inny problem z popytem, który naszym zdaniem jest konsekwentnie niedoszacowywany: amoniak jest szeroko stosowany w zastosowaniach przemysłowych, które doświadczyły spowolnienia, potęgując problemy związane z popytem w rolnictwie.

Problem europejskich producentów azotu polega na tym, że znajdują się one na końcu krzywej kosztów ze względu na wysokie ceny gazu. Wydaje się, że trwałe odcięcie taniego rosyjskiego gazu może mieć długotrwałe reperkusje dla rentowności branży w porównaniu z resztą świata, zwłaszcza w okresach słabego popytu. Obniżamy naszą prognozę EBITDA dla Yary na 2023 r. o 30% do 1 755 mln USD, co samo w sobie odejmuje ok. 40 NOK od poprzedniej ceny docelowej. Pozostała część obniżki wynika z negatywnej korekty ścieżki wyników w całym okresie prognozy, która bierze się z niższych założeń dotyczących długoterminowej rentowności europejskiego biznesu nawozowego.

Yara jest obecnie notowana przy EV/EBITDA na lata 2023/2024 na poziomie 6,8x/5,4x wobec 7-letniej średniej w całym cyklu na poziomie 6,1x, co uważamy za sprawiedliwe.

Yara - Kluczowe dane

mIn USD	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	16 616	23 901	16 109	15 314	15 302	15 385
EBITDA	2 804	4 959	1 743	2 206	2 293	2 325
EBIT	1 068	3 826	421	1 202	1 289	1 321
Zysk netto	384	2 782	-134	854	921	946
EPS	1,5	10,9	-0,5	3,4	3,6	3,7
DPS	40,0	40,0	55,0	39,1	22,3	22,3
Stopa dywidendy	10,8%	10,8%	14,9%	10,6%	6,1%	6,1%
C/Z	21,9	3,0	n.m.	9,9	9,1	8,9
EV/EBITDA	4,4	2,3	6,8	5,4	5,1	5,0

Źródło: Spółka, BM Pekao

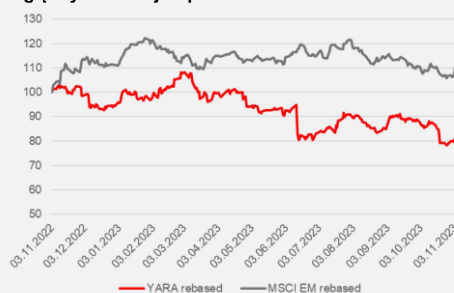
S

Trzymaj (poprzednio: Kupuj)

Cena docelowa 376 NOK
 Cena zamknięcia (8.11.2023) 369 NOK
 Potencjał do ceny docelowej +2%

Rating ESG B
Wynik ESG 1,30

Względny kurs akcji w porównaniu z WIG



Główni akcjonariusze

Rząd Norwegii 36,2%
 GPFN 5,9%

Niniejszy raport stanowi skrót raportu przekazanego wcześniej klientom profesjonalnym i uprawnionym kontrahentom usługi sporządzania analiz inwestycyjnych BM Pekao w języku angielskim, a jego treść dostępna jest w aplikacji eTrader.

Data pierwszej publikacji materiału:
 09.11.2023 g. 18:26

Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu znajduje w zastrzeżeniach prawnych na końcu dokumentu.

Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

ANALITYCY SEKTOROWI

**Dyrektor i Główny Analityk
Górnictwo, Budownictwo, Nieruchomości**
Tomasz Duda
tomasz.duda2@pekao.com.pl

**Manager ds. rynku polskiego
IT, Gry wideo**
Emil Popławski – makler papierów wartościowych
emil.poplawski@pekao.com.pl

Banki, Finanse (Polska)
Michał Fidelus
michal.fidelus@pekao.com.pl

Chemia, Paliwa
Krzysztof Kozieł, CFA
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

Konsument
Dariusz Dziubiński
dariusz.dziubinski@pekao.com.pl

Energetyka, Biotechnologia
Marcin Górnik
marcin.gornik@pekao.com.pl

Telekomunikacja, E-commerce
Konrad Musiał
konrad.musial@pekao.com.pl

Michał Hanc
michal.hanc@pekao.com.pl

Rynki zagraniczne
Patryk Olszanowski, CFA
patryk.olszanowski@pekao.com.pl

Damian Szparaga, CFA
damian.szparaga@pekao.com.pl

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl

BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

Projekcje rynkowe
Piotr Kaźmierkiewicz
piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Analiza techniczna
Bartosz Kulesza – makler papierów wartościowych
bartosz.kulesza@pekao.com.pl

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

Biuro Maklerskie Pekao
ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa
bm@pekao.com.pl

Infolinia BM:

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

Internet
www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

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

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

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

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

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

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

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

Wykaz wszystkich analiz inwestycyjnych stanowiących rekomendacje znajduje się w Serwisie Dystrybucyjnym (zgodnie z definicją zawartą w Regulaminie świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych przez Biuro Maklerskie Pekao).

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

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poli 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santier Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Krzysztof Kozieł	Analityk	Sanok, PCC Rokita, Grupa Azoty, Yara	0	Brak	Nie dotyczy	Nie dotyczy

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

Analizowana spółka i BM i/lub jakkolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

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

w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH

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

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

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

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

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

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

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

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy