

## Trzymaj, 85,00 PLN

Obniżona z: Kupuj

09 grudnia 2024 r., 07:30

## Kosztowna ekspansja

Ekspansja zagraniczna spółki zajmuje więcej czasu i jest droższa niż się spodziewaliśmy. Aby przyspieszyć przyrost portfela nieruchomości, MLP Group wyemitowało zielone obligacje o wartości 300 mln EUR. Ten ruch drastycznie zwiększy (i tak już wysokie) koszty finansowania i będzie głównym motorem spadku FFO, który prognozujemy w latach 2024 i 2025. Spodziewamy się, że spółka osiągnie solidny zysk netto w 2025 r. dzięki dalszym przeszacowaniom nieruchomości wspartym obniżkami stóp procentowych w strefie euro, jednak prognozowany FFO Yield'25 na poziomie zaledwie 3,2%, rosnące zadłużenie i brak dywidend skłaniają nas do obniżenia rekomendacji do Trzymaj oraz obniżenia ceny docelowej do 85 PLN za akcję (spadek o 23%).

## Dochód z wynajmu nie rekompensuje rosnących kosztów finansowych

W 9M24 odsetki finansowe MLP Group wzrosły o prawie 40% r/r w porównaniu do zaledwie 8% wzrostu dochodu z wynajmu. Ta niekorzystna tendencja będzie jeszcze bardziej widoczna po uwzględnieniu kosztów obsługi zielonych obligacji o wartości 300 mln EUR, wyemitowanych w październiku 2024 r. Szacujemy, że głównie ze względu na rosnące koszty finansowania FFO MLP Group spadnie o 29% r/r do 66 mln PLN w 2024 r., a następnie o -9% r/r do 60 mln PLN w 2025 r. – ok. 40% poniżej celu zarządu na lata 2024-2025 ze zaktualizowanej strategii z kwietnia 2024 r.

## Zagraniczne projekty deweloperskie wchodzą w fazę budowy

Rozpoczęcie nowych budów spowolniło w 2 kw. i 3 kw. 2024 r., co lekko obniża założoną przez nas ścieżkę wzrostu portfela MLP Group w nadchodzących latach (CAGR'2024-2026 = 16%). Trzy projekty deweloperskie spółki w Niemczech (łącznie ~130 tys. m2 GLA) są na dobrej drodze, aby wejść w fazę budowy w 4Q24/1Q25 i odegrać kluczową rolę w naszych założeniach dotyczących wzrostu FFO w 2026 r.

## Wysoki zysk z wyceny projektów w Niemczech i Austrii

Przeszacowanie nieruchomości w wynikach MLP Group w 9M24 na poziomie ok. 230 mln PLN było w pełni związane z projektami spółki w Austrii i Niemczech. Skala i struktura zysku z wyceny zaskoczyły nas. Pokazują one, że zagraniczne projekty MLP Group są potencjalnie bardzo dochodowe, ale budzi obawy o rentowność krajowego portfela projektów deweloperskich.

mln PLN	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	279	361	371	451	546
Zysk brutto na sprzedaży	177	225	230	277	332
Marża brutto	63%	62%	62%	61%	61%
Rewaluacja	456	-258	302	321	350
EBIT	590	-80	487	548	630
FFO	87	93	66	60	96
Zysk (strata) netto	422	-52	329	293	359
P/E	4,0	nm	5,7	6,4	5,2
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6
FFO yield	4,6	5,0	3,5	3,2	5,1
Stopa dywidendy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EPS	17,60	-2,17	13,72	12,23	14,97
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

## Informacje

Kurs akcji (PLN)	77,80
Upside	9%
Liczba akcji (mn)	23,99
Kapitalizacja (mln PLN)	1 866,81
Free float	32%
Free float (mln PLN)	588
Free float (mln USD)	146
EV (mln PLN)	4 094,36
Dług netto (mln PLN)	2 227,55

## Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

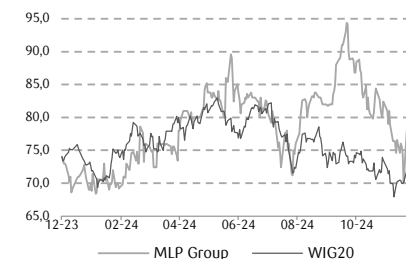
## Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
Cajamarca Holland B.V.	42,69
ILDC	12,57
Thesinger Limited	7,38
OFE Allianz Polska	7,14

## Poprzednie rekom.

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	28-05-24 110,00
Kupuj	08-09-23 115,00

## Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	3,1%	-3,2%
3 miesiące	-0,4%	-5,1%
6 miesięcy	-6,2%	-5,6%
12 miesięcy	0,0%	1,8%
Min 52 tyg. PLN		68,40
Max 52 tyg. PLN		94,40
Średni dzienny obrót mln PLN		0,06

## Analityk

Piotr Zybala  
+48 883 370 284  
piotr.zybala@pkobp.pl

## Adres:

BM PKO BP  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

## Czynniki ryzyka

**Ryzyko walutowe** – Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy sporządzone jest w PLN, czyli walucie funkcjonalnej Grupy. Większość dochodu Grupy z czynszów denominowana jest w EUR, a tylko czasem w PLN. Część kosztów Grupy, jak na przykład niektóre koszty budowlane, koszty pracy i wynagrodzenia, denominowanych jest w PLN, ale ogromna większość kosztów budowlanych denominowana jest w EUR. W celu ograniczenia ryzyka walutowego spółka Grupy wykorzystują przede wszystkim naturalny hedging poprzez wzrost finansowania długiem denominowanym w EUR. Zasadniczo osłabienie EUR względem PLN powinno mieć negatywny skutek netto dla wyników MLP Group wykazywanych w PLN.

**Ryzyko stopy procentowej** – Wykorzystywane przez Grupę linie kredytowe oprocentowane są według stóp zmiennych (głównie powiązanych z EURIBOR). Zmiany stóp procentowych mogą zwiększyć koszty kredytowania Grupy. W celu zmniejszenia ryzyka stóp procentowych spółka Grupy zawierają transakcje IRS; natomiast wzrost stóp procentowych może także skutkować zwiększeniem oczekiwanych stóp kapitalizacji na rynku nieruchomości, co miałoby negatywny wpływ na wyceny nieruchomości inwestycyjnych i zwiększyłoby współczynniki zadłużenia spółki.

**Ryzyko związane z charakterem procesu deweloperskiego** – Rozwój działalności Grupy wiąże się z ryzykami charakterystycznymi dla procesu budowlanego i uzyskiwania wszelkich niezbędnych pozwoleń oraz wymaganych prawnie decyzji administracyjnych. Ewentualne opóźnienia lub problemy techniczne wykraczające poza zakres kontroli dewelopera mogą skutkować niewykonaniem przez Grupę projektu w oczekiwanych ramach czasowych.

**Ryzyko związane z możliwym spowolnieniem gospodarczym i pogorszeniem sytuacji na rynku nieruchomości** – Pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości może mieć negatywny wpływ na zyski Grupy z najmu powierzchni magazynowej. Jeżeli najemcy nie wykonają swoich obowiązków umownych lub jeżeli Grupa nie będzie w stanie znaleźć najemców, spółka nie będzie generować dochodu z najmu, ale będzie w dalszym ciągu ponosić koszty związane z nieruchomościami. Co więcej, spowolnienie gospodarcze może także skutkować zmianą czynszów rynkowych i stóp kapitalizacji, a także wpłynąć niekorzystnie na wycenę nieruchomości spółki.

## Ostatnie wydarzenia

- Wyniki za II kw. 2024
- Wyniki za III kw. 2024

Powyzsze raporty są dostępne na naszej stronie: [Analizy, Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego \(bm.pkobp.pl\)](https://www.biuro.maklerskie.pko.pl/analizy)

## Parametry podstawowe

Wskaźnik	2024P
EPS, GAAP (PLN)	13.72
Przychody (mn PLN)	370.8
Marża Brutto %	62.1%
EBIT (mn PLN)	486.6
EBITDA (mn PLN)	185.9
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	329.2
Dług netto (mn PLN)	2 222.7
BPS (PLN)	112.70
DPS (PLN)	0.00
Rentowności kapitału własnego %	13.7%
Wskaźnik rentowności aktywów %	6.5%
Deprecjacja (mn PLN)	1.2
Amortyzacja (mn PLN)	0.0
Wolne przepływy pieniężne (mn PLN)	-402.8
CAPEX (mn PLN)	535.9

Źródło: PKO BP securities

## Wycena

Nasza wycena bazuje na Metodzie Zysku Rezydualnego. Według naszych wyliczeń cena docelowa MLP Group wynosi **85,00 PLN** za akcję, czyli 9% powyżej bieżącej ceny rynkowej.

### Założenia Modelu Zysku Rezydualnego:

- **Wzrost FFO** w 2024-2029 r. na poziomie 12% CAGR.
- **Zysk z aktualizacji wyceny** na średnim poziomie 292 mln PLN rocznie w latach 2024-2029.
- **Kurs EUR/PLN** na poziomie 4,30 w latach 2024-2029.
- **CAPEX** w wysokości 536 mln PLN w 2024 r., 650-750 mln rocznie w latach 2025-2026, a następnie średnio 330 mln PLN rocznie w latach 2027-2029.
- **Docelowy wskaźnik LTV** na poziomie 46% w 2026+ r.
- **Dywidendy:** Brak dywidendy w latach 2024-2026. Od 2027 r. wypłata w wysokości 40% FFO.
- **Średni ROE** na poziomie 11,2% w 2024-2028.
- **Docelowy wskaźnik ROE 9,4%** (ROE na 2029 r.)
- **Koszt kapitału:** Stopa wolna od ryzyka: 5,0%, premia za ryzyko rynkowe: 5,5%, beta: 1,40.

<b>Model Wartości Rezydualnej</b>							
PLN (mn)	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nieruchomości inwestycyjne	4 542	5 466	6 537	7 537	8 094	8 658	9 300
Generujące przychód	3 734	4 178	5 194	6 223	6 962	7 566	8 232
W budowie oraz bank ziemi	808	1 289	1 343	1 314	1 132	1 092	1 068
Gotówka zablokowana oraz pożyczki	98	80	80	80	80	80	80
Gotówka	344	878	428	133	133	118	123
Inne aktywa	106	122	132	151	169	182	193
<b>Aktywa łącznie</b>	<b>5 090</b>	<b>6 545</b>	<b>7 177</b>	<b>7 900</b>	<b>8 475</b>	<b>9 037</b>	<b>9 696</b>
Dług	2 114	3 105	3 386	3 665	3 907	4 188	4 454
<b>Kapitał własny</b>	<b>2 396</b>	<b>2 704</b>	<b>2 998</b>	<b>3 357</b>	<b>3 666</b>	<b>3 942</b>	<b>4 246</b>
Zysk netto	-52	329	293	359	348	332	370
<b>ROE</b>	<b>-2.1%</b>	<b>13.7%</b>	<b>10.9%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.4%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.4%</b>
<b>FFO</b>	<b>93</b>	<b>66</b>	<b>60</b>	<b>96</b>	<b>140</b>	<b>163</b>	<b>181</b>
<b>Dywidenda</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>65</b>
<b>Koszt kapitału</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
Współczynnik dyskonta	1.00	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55	0.49
<b>Wycena</b>							
Długoterminowe ROE (ROE 2029)	9.4%						
Koszt kapitału	12.7%						
<b>Implikowane P/B (x)</b>	<b>0.74</b>						
Kapitał własny 2029	4 246						
FV 2029	3 136						
NPV FV 2029	1 531						
NPV dywidend	86						
<b>Wycena</b>	<b>1 617</b>						
Liczba akcji (miliony)	24.0						
Wartość godziwa na akcję 12'23 (PLN)	67.4						
<b>Cena docelowa za 12M (PLN)</b>	<b>85.0</b>						
Cena bieżąca	77.8						
Potencjał wzrostu kursu	9%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

## Wycena porównawcza

## Wycena wskaźnikowa

Spółka	Kurs akcji (lokalna)	Kapitalizacja (EUR m)	P/E			P/B		
			2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
CTP NV	15.44	6 920	6.9	7.9	7.7	1.00	0.91	0.84
Warehouses De Pauw CVA	20.28	4 574	13.9	13.2	12.5	0.97	0.92	0.87
Catena AB	492.50	2 573	23.1	19.3	17.9	1.29	1.21	1.13
Segro PLC	751.00	12 266	21.8	20.4	19.3	0.84	0.80	0.77
Tritax Big Box REIT PLC	137.50	4 118	16.2	15.4	14.6	0.74	0.71	0.68
Prologis Inc	112.00	98 380	30.5	32.0	34.6	1.85	1.91	1.96
Rexford Industrial Realty Inc	40.03	8 445	32.9	23.0	26.7	1.06	1.05	1.06
Goodman Group	37.80	43 783	35.2	31.3	27.7	3.92	3.64	3.23
<b>Mediana</b>			<b>22.4</b>	<b>19.8</b>	<b>18.6</b>	<b>1.03</b>	<b>0.99</b>	<b>0.97</b>
<b>MLP Group</b>	<b>77.80</b>	<b>434</b>	<b>5.7</b>	<b>6.4</b>	<b>5.2</b>	<b>0.69</b>	<b>0.62</b>	<b>0.56</b>
Premia/dyskonto			-	-68%	-72%	-33%	-37%	-42%
Waga			17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Wycena na akcję (PLN)</b>	<b>132.8</b>							

Source: forecast of PKO BP Securities, \*Bloomberg

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	140	191	201	279	361	371	451	546	634
Koszt własny sprzedaży	-58,8	-80,1	-79,1	-102,1	-136,3	-140,4	-174,4	-214,5	-252,8
Zysk brutto ze sprzedaży	81,2	110,6	121,5	177,0	224,5	230,4	276,7	331,9	381,5
Koszty ogólnego zarządu	-18,9	-28,0	-29,2	-34,5	-35,2	-47,4	-49,3	-51,3	-53,3
Pozostałe przychody operacyjne	1,3	3,0	2,5	3,0	2,1	5,6	2,0	2,0	2,0
Pozostałe koszty operacyjne	-4,4	-1,0	-2,8	-10,8	-13,4	-4,3	-2,5	-2,5	-2,5
Zysk z działalności operacyjnej	180,0	297,8	632,3	590,2	-79,7	486,6	547,7	629,7	610,1
Saldo działalności finansowej	-16,8	-87,7	-32,8	-61,1	18,8	-80,9	-171,5	-169,2	-164,0
Zysk przed opodatkowaniem	163,2	210,1	599,5	529,1	-60,8	405,6	376,2	460,5	446,1
Podatek dochodowy	-33,8	-39,7	-119,0	-106,7	8,8	-76,5	-82,8	-101,3	-98,1
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	129,4	170,4	480,5	422,4	-52,1	329,2	293,4	359,2	348,0
<b>Bilans</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>1 838</b>	<b>2 392</b>	<b>3 457</b>	<b>4 575</b>	<b>4 668</b>	<b>5 577</b>	<b>6 647</b>	<b>7 647</b>	<b>8 204</b>
Nieruchomości inwestycyjne	1 810	2 331	3 395	4 433	4 542	5 466	6 537	7 537	8 094
Pozostałe aktywa długoterminowe	28	61	63	142	126	110	110	110	110
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>236</b>	<b>291</b>	<b>328</b>	<b>415</b>	<b>422</b>	<b>969</b>	<b>529</b>	<b>253</b>	<b>271</b>
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	67	39	77	8	13	11	11	11	11
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	102	163	177	315	344	878	428	133	133
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 074</b>	<b>2 683</b>	<b>3 786</b>	<b>4 990</b>	<b>5 090</b>	<b>6 545</b>	<b>7 177</b>	<b>7 900</b>	<b>8 475</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>939</b>	<b>1 212</b>	<b>1 825</b>	<b>2 498</b>	<b>2 396</b>	<b>2 704</b>	<b>2 998</b>	<b>3 357</b>	<b>3 666</b>
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>971</b>	<b>1 375</b>	<b>1 722</b>	<b>2 220</b>	<b>2 352</b>	<b>3 248</b>	<b>3 600</b>	<b>3 962</b>	<b>4 276</b>
Kredyty i pożyczki	780	1 132	1 370	1 764	1 908	2 743	3 024	3 303	3 545
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>164</b>	<b>96</b>	<b>239</b>	<b>272</b>	<b>342</b>	<b>593</b>	<b>579</b>	<b>581</b>	<b>533</b>
Kredyty i pożyczki	780	1 132	1 370	1 764	1 908	2 743	3 024	3 303	3 545
Zobowiązania handlowe i pozostałe	110	62	117	180	136	231	217	219	171
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 074</b>	<b>2 683</b>	<b>3 786</b>	<b>4 990</b>	<b>5 090</b>	<b>6 545</b>	<b>7 177</b>	<b>7 900</b>	<b>8 475</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	86,1	92,7	164,7	164,7	176,9	133,1	192,4	246,7	236,9
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-208,1	-393,4	-569,8	-508,6	-486,9	-533,8	-751,7	-651,7	-276,3
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	178,2	355,0	421,5	477,3	335,7	931,1	109,5	109,5	39,8
<b>Wskaźniki</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
ROE	14,8%	15,8%	31,6%	19,5%	-2,1%	12,9%	10,3%	11,3%	9,9%
ROA	6,2%	6,4%	12,7%	8,5%	-1,0%	5,0%	4,1%	4,5%	4,1%
P/BV	0,9	1,1	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
Dług netto	732,9	1 003,5	1 313,9	1 541,3	1 769,4	2 227,6	2 958,4	3 532,7	3 774,6
Dług netto/EBITDA	12,2	11,8	14,3	11,4	9,9	12,0	12,9	12,5	11,5

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor deweloperski, sektor budowlany, IT)	(022) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl

### Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem 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 partycypularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ilekczo w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem Świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów



EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS  
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji  
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wycenionych przy pomocy jednej z powyższych metod.

#### Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie badań inwestycyjnych. Po wznowieniu badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
MLP Group	1: NIE, 2: NIE, 3: NIE, 4: NIE, 5: NIE, 6: NIE, 7: NIE, 8: NIE, 9: NIE

#### Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. Emitent posiada akcje PKO Banku Polskiego w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
7. PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
8. PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
9. Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję długą netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

#### Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie 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. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:40.

Ilekroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2023	2024P	2025P	2023	2024P	2025P	
Oponeo	Kupuj	2023-08-23	51,00	43,00	610,5							Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2023-09-08	115,00	78,20	1876,4							Piotr Zybala
Oponeo	Trzymaj	2024-05-10	63,50	44,70	707,9							Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2024-05-28	110,00	80,00	1919,6							Piotr Zybala
Oponeo	Trzymaj	2024-08-23	86,00	80,00	928,1	8,8	14,7	13,3	7,1	8,7	8,1	Piotr Łopaciuk
<b>MLP Group</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>2024-12-09</b>	<b>85,00</b>	<b>77,80</b>	<b>1866,8</b>	<b>nm</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>	<b>19,4</b>	<b>22,0</b>	<b>21,1</b>	<b>Piotr Zybala</b>

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu