

# ML System

## Słaba sprzedaż w bieżącym roku

Obniżamy naszą wycenę dla ML system o 5,5% w związku z obniżeniem szacunków EBITDA na lata 2023-2024 odpowiednio o 39,5% i 22,9% w związku ze spowolnieniem makroekonomicznym; z drugiej strony uwzględniliśmy wpływ z emisji akcji, która miała miejsce wcześniej w tym roku w wysokości PLN 56,2 m. Emisja 0,9 mln akcji jest częścią planu inwestycyjnego o wartości PLN 120 m, obejmującego produkcję fotowoltaicznych dachówek i paneli elewacyjnych w okolicach roku 2024/2025. Sądzymy, że jesteśmy obecnie na dnie cyklu makroekonomicznego, co znalazło odzwierciedlenie w wynikach spółek budowlanych w II kwartale br. Po przeciętnym 2Q23 zarząd ML System opisał, jak ten okres był obciążony przesunięciem sprzedaży o co najmniej PLN 10 m, który przejdzie na 2H23. Spółka oczekuje także na sfinalizowanie i wystawienie faktur na kilka większych kontraktów w 2H23, co powinno przynieść EBITDA i poprawę kapitału obrotowego. Spółka odnotowała słabą sprzedaż produktów kwantowych w II kwartale 2023 r., co przełożyło się na podwojenie należności handlowych w ujęciu kw/kw. Zachowujemy ostrożność: uważamy, że spółka prawdopodobnie poprawi profil sprzedażowy w 2H23, jednak obniżyliśmy nasz szacunek EBITDA na 2023 rok o 39,5%. Obniżamy naszą FV do 87,20 zł, co oznacza spadek o 5,5% z 92,22 zł wcześniej i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

**Polski PKB i inwestycje najniższe w 2H23:** Oczekujemy wzrostu polskiego PKB o 0,1% r/r w 2023 i 2,7% r/r w 2024. Naszym zdaniem dno cyklu powinno nastąpić w 2H23. Prognozujemy, że akumulacja brutto spadnie o 6,7% r/r w 2023 r. i wzrośnie o 7,8% r/r w 2024 r. Inwestycje trwałe mogą wyhamować do początku 2024 r., choć roczna dynamika powinna pozostać na dodatnim poziomie (3,1% w 2023 r. i 5,5% w 2024 r.).

**Słabe wyniki za drugi kwartał 2023 r.:** Sprzedaż była o 10% wyższa niż w wynikach wstępnych. Zysk brutto był o 89% wyższy, podczas gdy strata EBITDA w wartościach bezwzględnych była zasadniczo zgodna z oczekiwaniami, mimo że była o 52% wyższa niż w wynikach wstępnych. Słaba sprzedaż nowych produktów kwantowych (PLN 2,4 m w 2Q23 wobec PLN 10 m w 1Q23) podkreśla słabość rynku budowlanego. Należności z tytułu dostaw i usług podwoiły się w ujęciu kw./kw., a zobowiązania potroiły się. Zwiększyło to przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 2 kw. 23 r. Dług netto/EBITDA spadł w II kwartale 2023 r. w związku z sfinansowaniem przez spółkę wpływów z emisji akcji. Oczekujemy sprzedaży na poziomie PLN 65 m w 3 kw. 23 r. (przy przesunięciu o około PLN 10 m w stosunku do 2 kw. 2023 r.) i PLN 91 m w 4 kw. 2023 r.

**Wejście w nowe linie biznesowe:** ML System zamierza wejść w nowe linie biznesowe: produkcja dachówek i fasad fotowoltaicznych. Wykorzystując licencjonowaną i opatentowaną technologię, MLS przedstawił program inwestycyjny o wartości 120 mln zł na lata 2023-2024E, z czego 56 mln zł zostanie objęte emisją akcji; pozostała część zostanie pokryta z pożyczek, wpływów własnych lub dotacji.

Figure 1. ML System dane finansowe (PLN m)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	127.3	188.8	281.7	250.5	359.4	474.6
EBIT	11.5	4.4	7.1	6.4	14.8	19.9
EBITDA	22.1	24.4	36.5	33.3	61.6	75.6
Net profit	10.2	1.7	0.2	-4.3	4.4	9.4
EPS	1.7	0.3	0.0	-0.6	0.6	1.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/E (x)	38.1	228.7	1,969.3	-107.2	109.2	51.3
EV/EBITDA (x)	19.2	19.2	14.1	18.8	11.0	8.4

Source: Company, IPOPEMA Research

Sektor technologiczny/OZE

## ML System

### KUPUJ

Wartość godziwa PLN

87.20

33.5% potencjału wzrostu

Cena akcji 29 września 2023 PLN 65.30

Rekomendacja utrzymana



#### Share data

Liczba akcji (m)	7.4
Kapitalizacja (EUR m)	104.1
12M średni dzienny wolumen (k)	7.0
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	87.3/45.6
Waga w WIG (%)	0.07
Reuters	MLS.P.WA
Bloomberg	MLS.PW

#### Total performance

1M	-9.3%
3M	-13.9%
12M	+23.2%

#### Shareholders

Dawid Cycoń	27.33%
Edyta Stanek	27.10%
NN OFE	9.14%

#### Analysts

Robert Maj  
 robert.maj@ipopema.pl  
 + 48 22 236 92 90

## SPIS TREŚCI

Wycena .....	3
Zmiana prognoz.....	3
Wycena porównawcza .....	5
Ryzyka dla wartości godziwej.....	6
Dane finansowe .....	8

## Wycena

Nasze podejście do wyceny firm budowlanych wykorzystuje dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz model zdyskontowanych dywidendy (DDM). Wartość godziwą dla ML System wyliczamy na podstawie średniej z tych dwóch wyników. Obie metody są zbieżne, ponieważ obie opierają się na tym samym modelu finansowym. Model zakłada prognozy przepływów pieniężnych przez okres 10 lat dla spółki w oparciu o nasze prognozy dotyczące rynku budowlanego, PKB w Polsce, a także inne parametry, w tym wzrost wolumenu, zmiany asortymentu produktów, zmiany modelu finansowania, wzrost efektywności, wzrost kosztów produkcji, nakłady inwestycyjne i potrzeby kapitału obrotowego. Nasze prognozy dywidendowe są pochodną prognoz wyników w naszym modelu finansowym. DDM jest również użytecznym narzędziem do zrozumienia wskaźnika P/E [ $P/E = (D/E)/(k-g)$ ], przy czym różnice należy wytłumaczyć zarówno wzrostem zysków jak i wypłatą dywidendy. Nasze modele DCF i DDM mają wartości końcowe ze stopą wzrostu na poziomie 2%.

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału własnego zostały ustalone poprzez zastosowanie zmiennej stopy wolnej od ryzyka (równiej 12-miesięcznej terminowej stopie procentowej) i dodanie 5,0% premii za ryzyko kapitałowe w każdym roku. 12-miesięczne terminowe stopy procentowe zostały wyprowadzone z krzywej dochodowości w latach 2023-2032. Następnie przyjmujemy stałą stopę procentową w wysokości 5,5%, która stanowi nasze oszacowanie stopy procentowej dla europejskich krajów rozwijających się w całym cyklu. Jednocześnie konsekwentnie używamy bety 1, aby nie zniekształcać WACC i porównywalności naszych wycen.

## Zmiana prognoz

Figure 2.

	2023			2024			2025		
	Stare	Nowe	zmiana	Stare	Nowe	zmiana			
Przychody	332.0	250.5	-24.5%	421.6	359.4	-14.8%	470.9	474.6	0.8%
Koszty	-257.8	-210.1	-18.5%	-308.5	-308.1	-0.1%	-330.8	-406.5	22.9%
EBITDA	54.7	33.3	-39.1%	79.9	61.6	-22.9%	99.7	75.6	-24.2%
Zysk netto	10.3	-4.3	-141.3%	38.6	4.4	-88.6%	57.0	9.4	-83.5%

Source: Company, IPOPEMA Research

## Wyniki za 2kw. 2023

Figure 3. ML System: Wyniki 2kw.23A (PLN m)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	YY	Q/Q	2Q23 prelim.	diff
Revenues	26.28	46.13	49.03	67.37	54.93	50.33	63.69	112.71	46.09	48.42	-3.8%	5.1%	43.81	10.5%
Gross profit	4.21	7.53	5.72	9.13	4.34	7.27	13.36	12.06	4.25	4.08	-43.9%	-4.0%	2.15	89.3%
EBITDA	2.52	8.45	4.93	8.46	5.32	7.79	8.22	15.17	7.44	-0.21	na	na	-0.14	51.8%
EBIT	-0.36	4.07	-1.19	1.89	-1.70	0.40	0.72	7.68	0.14	-6.44	na	na	na	na
Net profit	-0.46	3.68	-1.83	0.36	-2.75	-1.01	-0.93	4.90	-2.26	-8.39	731.7%	271.0%	-8.34	0.6%

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 4. Wycena DCF

PLN m	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Wartość terminalna
Przychody	250.5	359.4	474.6	655.2	741.2	807.1	876.3	902.6	929.7	957.6	957.6
<b>EBIT</b>	<b>6.4</b>	<b>14.8</b>	<b>19.9</b>	<b>44.3</b>	<b>79.7</b>	<b>125.9</b>	<b>160.7</b>	<b>191.7</b>	<b>215.0</b>	<b>229.8</b>	<b>229.8</b>
Podatek na EBIT	-3.4	1.5	2.0	4.4	8.0	23.9	30.5	36.4	40.8	43.7	43.7
NOPLAT	9.8	13.3	18.0	39.8	71.7	102.0	130.2	155.2	174.1	186.2	186.2
Amortyzacja	26.8	46.8	55.7	53.3	53.3	49.5	52.7	56.0	59.6	63.4	63.4
Wydatki inwestycyjne	-200.2	-96.6	-40.1	-38.2	-38.0	-44.0	-46.7	-49.5	-52.6	-58.6	-58.6
Zmiana w kapitale pracującym	19.0	-31.9	-30.2	-47.6	-23.1	-17.8	-18.6	-7.3	-7.4	-7.5	-7.5
Leasing	-2.2	-2.4	-2.7	-2.9	-3.2	-3.5	-3.8	-4.2	-4.6	-4.8	-4.8
<b>Wolny przepływ gotówki</b>	<b>-146.8</b>	<b>-70.9</b>	<b>0.6</b>	<b>4.5</b>	<b>60.7</b>	<b>86.3</b>	<b>113.8</b>	<b>150.3</b>	<b>169.2</b>	<b>178.7</b>	<b>178.7</b>
Stopa wolna od ryzyka	5.90%	6.09%	6.29%	6.48%	6.64%	6.78%	6.84%	6.84%	6.84%	6.84%	6.84%
Premia za ryzyko	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Koszt kapitału	11.40%	11.59%	11.79%	11.98%	12.14%	12.28%	12.34%	12.34%	12.34%	12.34%	12.34%
Koszt długu (przed podatkiem)	8.4%	8.6%	8.8%	9.0%	9.1%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
Efektywna stopa podatkowa	45.0%	75.8%	-52.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	4.6%	2.1%	13.4%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Waga długu	20.3%	20.8%	16.0%	13.6%	13.1%	12.5%	12.4%	12.1%	13.8%	12.8%	12.8%
Waga kapitału	79.7%	79.2%	84.0%	86.4%	86.9%	87.5%	87.6%	87.9%	86.2%	87.2%	87.2%
<b>WACC</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.7%</b>
Współczynnik dyskontujący	0.91	0.83	0.74	0.66	0.59	0.53	0.48	0.43	0.38	0.34	0.31
Wartość bieżąca przepływu gotówki	-133.4	-58.8	0.4	3.0	36.1	45.9	54.1	64.0	64.5	60.9	54.5
Suma	136.8										
Wskaźnik wzrostu FCF w końcowym roku	2.0%										
Wartość końcowa	1,872.6										
Wartość bieżąca wartości końcowej	571.7										
Zwijanie dyskonta	52.9										
Wartość przedsiębiorstwa	761.4										
Dług netto 2022	91.7										
Zobowiązania pracownicze i inne	-1.9										
Dywidenda wypłacona w 2023	0.0										
Emisja akcji	56.2										
<b>Wartość na akcje (PLN)</b>	<b>96.53</b>										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 5. Wycena DDM

PLNm	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Wartość terminalna	
Dywidendy		0.0	0.0	0.0	4.7	17.6	34.8	51.0	95.6	115.0	129.3	129.3
Stopa dyskonta		11.4%	11.6%	11.8%	12.0%	12.1%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
Współczynnik dyskontujący		0.90	0.80	0.72	0.64	0.57	0.51	0.45	0.40	0.36	0.32	0.29
Zdyskontowana dywidenda		0.0	0.0	0.0	3.0	10.1	17.7	23.2	38.7	41.4	41.4	36.9
Suma zdyskontowanych dywidend (wartość bieżąca)		175.5										
Wzrost dywidendy w końcowym roku		2.0%										
Wartość końcowa		1,274.7										
Wartość bieżąca wartości końcowej		363.6										
Zwijanie dyskonta		44.9										
Wartość kapitału		584.0										
<b>Wartość na akcje (PLN)</b>		<b>77.86</b>										

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 6. Podsumowanie wyceny

PLN m	
DCF	96.53
DDM	77.86
<b>Średnia</b>	<b>87.20</b>

Source: Company, IPOPEMA Research

## Wycena porównawcza

Głównymi międzynarodowymi konkurentami firmy są firmy prywatne, nienotowane na giełdzie, podczas gdy polskie firmy działające na rynku fotowoltaicznym są albo nieporównywalne z ML System, albo nie ma wystarczających odczytów konsensusu. Zdecydowaliśmy się pokazać ML System w porównaniu z międzynarodowymi operatorami farm fotowoltaicznych. To porównanie też jest niedoskonałe.

W porównaniu do mediany EV/EBITDA 2024E w innych spółkach międzynarodowych wynoszącej 8,0x, ML System notowany jest na poziomie 11,0x, co stanowi premię na poziomie 38,4%. Naszym zdaniem średni mnożnik dla ML System może być jeszcze wyższy, gdyż spółka planuje wejście w nowe, rentowne linie biznesowe.

Figure 7. Wycena porównawcza

PRICE (LCU)	Ticker	NAME	P/E			EV/EBITDA			EV/SALES		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
24.6	CSIQ.O	CANADIAN SOLAR	4.3	4.5	4.6	5.4	4.7	4.3	0.6	0.5	0.4
250.2	TSLA.O	TESLA	73.4	57.6	42.9	44.8	36.4	26.5	7.8	6.3	5.1
161.6	FSLR.O	FIRST SOLAR	21.1	12.0	7.5	13.7	8.0	5.2	4.5	3.4	2.7
932.0	6753.T	SHARP CORPORATION	NaN	34.0	19.4	18.2	11.7	9.3	0.4	0.4	0.4
30.6	688599.SS	TRINA SOLAR	8.9	7.1	5.7	8.8	6.5	5.3	0.8	0.7	0.6
5,244.0	5201.T	AGC INC.	18.1	11.4	9.6	5.7	5.1	4.7	0.9	0.9	0.9
7,587.0	6971.T	KYOCERA	22.1	20.2	17.7	11.6	10.3	8.9	1.4	1.4	1.3
16.0	RECSI.OL	REC SILICON ASA	NaN	NaN	6.4	NaN	NaN	NaN	5.3	2.5	1.5
6.2	SPWR.O	SUNPOWER CORPORATION	NaN	28.5	14.4	23.5	11.7	8.2	0.7	0.7	0.6
24.0	WBSV.VI	WIENERBERGER	6.7	6.8	6.1	5.1	4.7	4.4	0.9	0.8	0.8
65.3	MLSP.WA	ML SYSTEM	-107.2	109.2	51.3	18.8	11.0	8.4	2.5	1.9	1.3
		Premium/discount to median									
		<b>ML SYSTEM</b>	NaN	812.0%	497.6%	62.1%	38.3%	59.5%	167.4%	121.0%	64.1%
		<b>Our valuation</b>									
		<b>ML SYSTEM</b>	-158.52	161.48	75.76	25.39	14.77	11.47	3.37	2.53	1.83
		Premium/discount to median									
		<b>ML SYSTEM</b>	NaN	NaN	783.4%	118.8%	85.2%	117.2%	261.0%	196.0%	123.6%

Source: Reuters, IPOPEMA Research

# Ryzyka dla wartości godziwej

## Ryzyka makro i regulacyjne

Ryzyka makro oraz regulacyjne. Otoczenie makroekonomiczne będzie wpływać na popyt na produkty spółki. Biorąc pod uwagę to, że najważniejsza grupa klientów spółki (rozumianych jako klienci końcowi) to sektor publiczny, zwracamy uwagę na to, iż każdorazowe większe zmiany w Ustawie o zamówieniach publicznych, jak również związane z tym prace legislacyjne mogą wpłynąć na istotne ograniczenie ogłoszeń liczby nowych zamówień publicznych lub zawieszenie postępowań przetargowych już ogłoszonych. Istnieje również ryzyko, że nie będą w pełni egzekwowane przepisy dotyczące efektywności energetycznej budynków, które fundamentalnie powinny być jednym z czynników wspierających sprzedaż spółki w przyszłości.

## Ryzyko cen materiałów

Rosnące koszty materiałów i energii są ryzykiem dla Spółki.

## Ryzyko trudności z pozyskaniem kontraktów na rynkach zagranicznych

Spółka planuje rozwój sprzedaży eksportowej w Europie Środkowo-Zachodniej oraz Australii. Model sprzedaży zakłada współpracę z partnerem-koordynatorem, który będzie odpowiadał za pozyskiwanie kontraktów. Istnieje ryzyko trudności z pozyskaniem kontraktów zagranicznych ze względu na (1) ugruntowaną pozycję konkurencji na rynku, (2) wzorce konsumenne i ich zmiany, (3) opóźnienia związane z wymogiem spełnienia dodatkowych norm, np. Krajową certyfikacją produktów.

## Ryzyko konkurencji

Sektor fotowoltaiki znajduje się w intensywnej fazie rozwoju technologicznego. Globalne ośrodki naukowe i zagraniczna konkurencja podejmują prace nad zwiększeniem sprawności ogniw fotowoltaicznych, co ma szczególne znaczenie dla praktycznego ich zastosowania. Istnieje ryzyko wdrożenia przez konkurentów technologii o parametrach lepszych od tych, nad którymi obecnie pracuje ML System (m.in. Quantum Dots lub które obecnie są stosowane), a w konsekwencji spadek popytu na produkty.

## Ryzyko odejścia kluczowych pracowników

Know-how pracowników stanowi znaczącą wartość w przypadku spółki technologicznej. Wysoka fluktuacja kadry specjalistycznej może mieć negatywny wpływ na działalność operacyjną spółki, powodować opóźnienia lub zaprzestanie realizacji projektów oraz generować dodatkowe koszty związane z pozyskaniem nowych pracowników. Ryzyko kadry zarządczej jest natomiast ograniczone przez wysokie zaangażowanie kapitałowe współzałożycieli spółki.

## Ryzyka związane z niepowodzeniem prac badawczo-rozwojowych i trudności z przeskalowaniem produkcji.

Prowadzenie prac nad rozwojem nowych technologii wiąże się z dużym ryzykiem ich niepowodzenia. Istnieje ryzyko, że poszukiwane rozwiązania okażą się być mniej efektywne od istniejących rozwiązań, pojawią się trudności z ich wdrożeniem lub zachowaniem efektywności przy skalowaniu innowacji z fazy laboratoryjnej do produkcyjnej. Wobec czego istnieje ryzyko, że prowadzone prace badawczo-rozwojowe (m.in. nad Quantum Glass) zostaną opóźnione lub zakończą się niepowodzeniem.

## Ryzyko związane z dostępnością dotacji.

Istotnym źródłem finansowania projektów B+R oraz projektów inwestycyjnych ML System są dotacje. Spółka pozyskała dotychczas ok. PLN 170m dotacji na finansowanie projektów o łącznej wartości netto PLN 288m. Ograniczenie dostępności środków z funduszy UE i programów rządowych mogłoby negatywnie wpłynąć na dalszy rozwój technologiczny spółki.

## Reforma sądownictwa w Polsce i ryzyko utraty środków unijnych

Reforma sądownictwa w Polsce przeprowadzona w wielu miejscach w kontrowersyjny sposób wbrew obowiązującej w Polsce konstytucji zwróciła uwagę Komisji Europejskiej, która

zagroziła wstrzymaniem wypłat unijnych w postaci tanich kredytów i dotacji. Utrzymanie się impasu między rządem a UE może negatywnie wpłynąć na finansowanie wielu projektów budowlanych po 2023 r. i utrudnić spóźnie wzrost przychodów na rynku krajowym.

## Dane finansowe

Figure 8. INCOME STATEMENT (PLN m)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Sales</b>	<b>93.4</b>	<b>127.3</b>	<b>188.8</b>	<b>281.7</b>	<b>250.5</b>	<b>359.4</b>	<b>474.6</b>	<b>655.2</b>
Cost of goods & products sold	-81.4	-96.6	-162.2	-244.6	-210.1	-308.1	-406.5	-544.5
<b>Gross profit</b>	<b>11.9</b>	<b>30.7</b>	<b>26.6</b>	<b>37.0</b>	<b>40.5</b>	<b>51.3</b>	<b>68.1</b>	<b>110.8</b>
SG&A	-15.4	-23.0	-30.0	-30.6	-33.3	-40.1	-52.9	-73.1
Other operating activity	8.5	3.8	7.8	0.7	-0.8	3.6	4.7	6.6
<b>EBIT</b>	<b>5.1</b>	<b>11.5</b>	<b>4.4</b>	<b>7.1</b>	<b>6.4</b>	<b>14.8</b>	<b>19.9</b>	<b>44.3</b>
Net financial activity	-1.6	-1.3	-1.2	-6.2	-9.2	-9.9	-9.5	-5.2
<b>Pre-tax profit</b>	<b>3.5</b>	<b>10.3</b>	<b>3.2</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.8</b>	<b>4.9</b>	<b>10.4</b>	<b>39.1</b>
Tax	0.0	-0.1	-1.4	-0.7	-1.5	-0.5	-1.0	-3.9
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net income</b>	<b>3.5</b>	<b>10.2</b>	<b>1.7</b>	<b>0.2</b>	<b>-4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>9.4</b>	<b>35.2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>14.0</b>	<b>22.1</b>	<b>24.4</b>	<b>36.5</b>	<b>33.3</b>	<b>61.6</b>	<b>75.6</b>	<b>97.6</b>

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 9. BALANCE SHEET (PLN m)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Long-term assets</b>	<b>146.1</b>	<b>184.8</b>	<b>247.9</b>	<b>256.4</b>	<b>414.4</b>	<b>467.0</b>	<b>454.5</b>	<b>442.8</b>
Tangible assets	135.2	168.5	213.5	217.5	375.4	427.5	414.5	402.2
Receivables and loans	0.2	0.5	0.8	0.8	0.7	1.0	1.3	1.8
Intangible assets	7.2	11.0	11.8	17.0	17.1	17.1	17.1	17.1
Others	3.5	4.8	21.8	21.2	21.3	21.4	21.6	21.8
<b>Current assets</b>	<b>70.1</b>	<b>118.8</b>	<b>142.3</b>	<b>174.8</b>	<b>149.0</b>	<b>219.9</b>	<b>290.0</b>	<b>441.2</b>
Inventories	9.6	38.3	57.7	66.5	57.6	84.4	111.4	149.2
Receivables from construction activities	15.1	18.9	17.3	11.1	10.3	19.7	26.0	35.9
Trade receivables	29.8	40.3	41.7	69.0	54.9	78.8	104.0	143.6
Other	15.6	21.3	25.6	28.2	26.2	37.1	48.6	112.5
<b>Total assets</b>	<b>216.2</b>	<b>303.5</b>	<b>390.2</b>	<b>431.2</b>	<b>563.3</b>	<b>686.9</b>	<b>744.5</b>	<b>884.1</b>
<b>Equity</b>	<b>77.4</b>	<b>144.4</b>	<b>146.2</b>	<b>146.4</b>	<b>199.2</b>	<b>203.6</b>	<b>213.0</b>	<b>243.5</b>
<b>Long-term liabilities</b>	<b>92.7</b>	<b>95.3</b>	<b>146.9</b>	<b>133.8</b>	<b>143.6</b>	<b>193.8</b>	<b>244.4</b>	<b>315.6</b>
Interest bearing	30.8	25.5	43.4	35.6	35.6	35.6	35.6	35.6
Leasing	1.8	2.2	13.3	11.1	9.5	14.0	18.5	24.7
Deferred liabilities	58.0	61.4	85.9	82.7	94.5	138.6	182.9	245.0
Others	2.0	6.2	4.3	4.4	3.9	5.6	7.4	10.2
<b>Short-term liabilities</b>	<b>46.1</b>	<b>63.9</b>	<b>97.1</b>	<b>151.0</b>	<b>220.6</b>	<b>289.5</b>	<b>287.1</b>	<b>325.0</b>
Interest bearing	15.1	29.8	33.1	68.7	143.3	176.7	138.5	125.9
Trade liabilities	24.7	25.2	47.3	65.3	60.4	88.6	116.9	156.6
Deferred liabilities	4.4	6.4	8.7	10.4	8.9	13.1	17.2	23.1
Leasing	0.5	1.1	3.3	3.3	5.0	7.2	9.5	13.1
Others	1.5	1.4	4.6	3.3	2.9	3.9	4.9	6.3
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>216.2</b>	<b>303.5</b>	<b>390.2</b>	<b>431.2</b>	<b>563.3</b>	<b>686.9</b>	<b>744.5</b>	<b>884.1</b>

Source: Company, IPOPEMA Research

Figure 10. CASH FLOW STATEMENT (PLN m)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Net profit	3.5	10.2	1.7	0.2	-4.3	4.4	9.4	35.2
Depreciation	8.9	10.6	20.0	29.4	26.8	46.8	55.7	53.3
Change in net working capital	-2.2	-44.4	-15.0	-24.9	19.0	-31.9	-30.2	-47.6
Other items	-17.7	1.7	3.5	5.6	9.5	50.5	50.8	71.5
<b>Operating cash flow</b>	<b>-7.6</b>	<b>-21.9</b>	<b>10.2</b>	<b>10.3</b>	<b>51.1</b>	<b>69.8</b>	<b>85.6</b>	<b>112.3</b>
Purchases of tangibles & intangibles	-40.2	-53.2	-55.4	-45.9	-200.2	-96.6	-40.1	-38.2
Others	1.4	4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Investing cash flow</b>	<b>-38.7</b>	<b>-49.0</b>	<b>-55.4</b>	<b>-45.9</b>	<b>-200.2</b>	<b>-96.6</b>	<b>-40.1</b>	<b>-38.2</b>
Change in interest-bearing debt	17.5	9.4	23.0	27.8	74.6	33.4	-38.2	-12.6
Dividends	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.7
Other	30.4	66.9	26.4	10.0	72.6	4.3	4.3	7.1
<b>Financing cash flow</b>	<b>46.8</b>	<b>76.3</b>	<b>49.4</b>	<b>37.8</b>	<b>147.1</b>	<b>37.7</b>	<b>-34.0</b>	<b>-10.2</b>
<b>Total cash flow</b>	<b>0.5</b>	<b>5.4</b>	<b>4.2</b>	<b>2.3</b>	<b>-2.0</b>	<b>10.9</b>	<b>11.5</b>	<b>63.9</b>
Cash at beginning of period	14.7	15.1	20.5	24.7	27.1	25.1	35.9	47.5
<b>Cash at end of period</b>	<b>15.1</b>	<b>20.5</b>	<b>24.7</b>	<b>27.1</b>	<b>25.1</b>	<b>35.9</b>	<b>47.5</b>	<b>111.4</b>

Source: Company, IPOPEMA Research



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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

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

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

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

Nil - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

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

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

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

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

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

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### IPOPEMA Research - Distribution by rating category (1 January – 31 March 2023)

	Number	%
Buy	9	90%
Hold	1	10%
Sell	0	0%
Total	10	100%

#### Rating History – ML System

Date	Recommendation	Fair Value	Price at recommendation	Author
09/09/2021	KUPUJ	PLN 127.00	PLN 108.40	Robert Maj
06/05/2022	KUPUJ	PLN 90.94	PLN 73.50	Robert Maj
26/08/2022	KUPUJ	PLN 104.48	PLN 75.75	Robert Maj
21/11/2022	KUPUJ	PLN 83.18	PLN 50.60	Robert Maj
05/04/2023	KUPUJ	PLN 92.22	PLN 62.50	Robert Maj
02/10/2023	KUPUJ	PLN 87.20	PLN 65.30	Robert Maj