

wtorek, 7 czerwca 2022 | aktualizacja raportu

Comprenum: kupuj (podtrzymana)

CPR.PW; CPR.WA | przemysł, Polska

Nowe sektory podstawą wzrostu

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki. Przychylnie patrzymy na nowe inwestycje w perspektywiczne sektory. Spółka nie tylko stara się rozwijać w nowych kierunkach, ale również wewnątrz sektorów dywersyfikuje geograficznie źródła przychodów. Dzięki działalności w sektorze kolejowym, Comprerum powinno być pośrednim beneficjentem przyznanych Polsce środków z KPO. Marża na bieżącym kontrakcie GSMR, dzięki aneksowi do umowy wróci do średniej z 2021 roku. W bieżącym roku oczekujemy r/r podobnych wyników, a w następnych latach powrotu do wzrostowej tendencji. W segmencie OZE spółka buduje instalacje fotowoltaiczne. Jeszcze w bieżącym roku możliwa jest sprzedaż pierwszej instalacji o mocy 4MW. Dzięki wygranemu kontraktowi na modernizację 14 wagonów w kwocie 70,5 mln PLN spółka odnotuje pierwszą sprzedaż w segmencie kolejowym. Wyniki pierwszego kwartału były powyżej naszych oczekiwań, osiągnięto lepszą marżowość i przeprowadzono rutynową modernizację zakładu stolarskiego. Dzięki czemu w następnych kwartałach oprócz pierwszych przepływów z OZE i kolei oczekujemy wzrostu sprzedaży w sektorze stolarskim. Niższe prognozy w bieżącym i w przyszłym roku wynikają z przesunięcia części przychodów na dalsze terminy. W otoczeniu wysokiej inflacji zdecydowaliśmy się również na obniżenie prognoz marżowości, nie mają one jednak wpływu na długoterminowe perspektywy i zdolności do osiągania marży w spółce. Prognozy na najbliższe lata przy obecnej cenie akcji implikują wartość wskaźnika P/E ok. 5, co jest o 40% mniej niż mediana grupy porównawczej. W tym kontekście spadek akcji spółki od szczytu o 50% uważamy za nieuzasadniony i postrzegamy obecną sytuację jako okazję do kupna. Dlatego podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową 4,01 PLN za akcję.

Uwolnienie środków z KPO

Bezpośrednim beneficjentem uwolnienia środków z krajowego planu odbudowy jest kolej. Dzięki dofinansowaniu, PKP będzie w stanie rozpiścić więcej przetargów, w perspektywie lat 2021-2030 zamierza zrealizować modernizację taboru na łączną sumę 24,5 mld PLN. Całość pieniędzy z KPO przewidziana dla sektora kolejowego to 2,84 mld EUR.

Przetargi z sektora usług budowlanych

Sektor usług budowlanych nie spoczywa na laurach i oprócz realizacji kluczowego dla spółki kontraktu GSMR, zgłasza się w nowych dużych przetargach. W samym maju spółka złożyła 3 oferty na szacunkową łączną wartość 3 mld PLN.

Fabryka baterii i magazyn energii

Największą inwestycją spółki jest ta realizowana ŁSSE. Comprerum wspólnie z singapurskim partnerem zainwestuje do 250 mln PLN w fabrykę baterii litowo-jonowych i magazyn energii. Dzięki inwestycji w ŁSSE możliwy jest zwrot do 35% kosztów kwalifikowanych. Szacujemy, że fabryka będzie rocznie przynosić do 25 mln PLN zysku brutto dla akcjonariuszy Comprerum.

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	194	202	238	331	424
EBITDA skor.	51	44	42	47	57
marża EBITDA	26,1%	21,8%	17,7%	14,3%	13,4%
EBIT skor.	42	36	35	40	47
zysk netto skor.	28	26	24	27	31
P/E skor.	4,8	5,1	5,5	4,9	4,3
P/FCFE	4,0	-8,4	5,2	7,4	9,8
FCFF/EV	17,7%	-6,6%	12,2%	23,0%	18,2%
EV/EA skor.	4,0	5,1	5,2	5,4	5,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

cena bieżąca	2,94 PLN
cena docelowa	4,01 PLN
kapitalizacja	132 mln PLN
free float	41,58 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,2 mln PLN

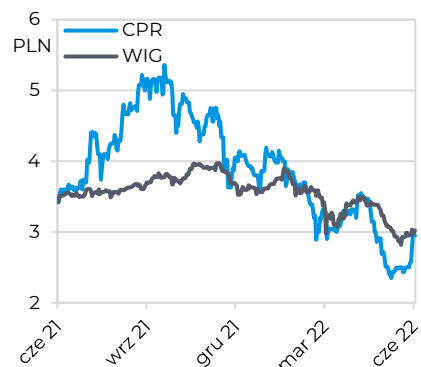
Struktura akcjonariatu

Łukasz Fojt	26,62%
Andrzej Raubo	25,26%
NN OFE	16,56%
Pozostali	31,55%

Profil spółki

Comprerum S.A. z siedzibą w Poznaniu tworzy Grupę Kapitałową o strukturze holdingowej, w której ofercie można znaleźć produkcję drewnianej stolarki otworowej (głównie okna), usługi budowlane (wznoszenie budynków kubaturowych, budowa sieci światłowodowych, rewitalizację dworców kolejowych, budownictwo kolejowe), deweloperkę mieszkaniową, modernizację taboru kolejowego (przy udziale partnera Mag-Train) i inwestycje w obszarze OZE (głównie fotowoltaika). Comprerum realizuje obecnie w konsorcjum kontrakt GSM-R na kolei (udział Grupy Comprerum 720 mln).

Kurs akcji CPR na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Comprerum	4,01	4,87	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Comprerum	2,94	4,01	+36%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2022P	2023P	2024P
usługi bud.		0,0%	+4,7%	+118,0%
OZE		-19,0%	-33,8%	0,0%
przem. kolej.		-30,0%	+62,5%	+85,7%
EBITDA		-14,1%	-13,6%	+5,0%
zysk netto		-16,9%	-10,4%	+14,6%
DPS		0,0%	0,0%	0,0%
OCF		-9,7%	+79,6%	-113,1%
dług netto		+75,7%	+31,8%	+54,5%

Analitik:

Antoni Chęciński
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.checinski@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Kondycja rynku nieruchomości

Compreum jako sprzedawca wyrobów stolarki otworowej (drzwi i okna) jest ściśle powiązana z sentymentem i koniunkturą na rynku mieszkaniowym. Rosnące stopy procentowe i zmniejszanie akcji kredytowej może negatywnie przełożyć się na popyt produktów sektora. Spółka jednak stara się dywersyfikować rynki zbytu i zwiększa swoje zaangażowanie między innymi na rynku amerykańskim, w 1Q'22 sprzedaż segmentu do USA wyniosła aż 80%. W kolejnych kwartałach, choć udział powinien się zmniejszać, to oczekujemy rosnących wartości eksportu.

Brak środków z KPO

Pomimo pozytywnego rozpatrzenia przez Unię Europejską wniosku o przyznanie Polsce środków z KPO wypłata środków wciąż jest warunkowa. Polska, aby otrzymać środki musi wprowadzić zmiany jakich KE oczekuje.

Dalszy wzrost cen surowców i podwykonawstwa

Koszty materiałów i energii w 1Q były r/r o 27% wyższe. Koszty wynagrodzeń w tym samym okresie wzrosły o 37%. W sumie koszty wytworzenia sprzedanych produktów zwiększyły się o 21,2%. Liczby te dobitnie pokazują wpływ inflacji na koszty Compreum. Spółka stara się adresować inflacyjne wyzwania re negocjując kontrakty i proponuje aneksy do umowy. Pomimo znacznie q/q lepszej marży wciąż istnieje możliwość dalszego wzrostu kosztów, który ponownie negatywnie przekładałby się na rentowność realizowanej działalności.

Ryzyko dalszego wzrostu płac

Prawie we wszystkich przedsiębiorstwach przemysłowych największy wzrost kosztów odnotowano w kosztach surowców i energii. Jednak inflacja nie omija płac, koszty wynagrodzeń silnie rosną w całej gospodarce, a prognozy utrzymania się bieżącej inflacyjnej sytuacji nakładają presję na dalszy wzrost.

Ryzyko związane z COVID-19

Pomimo, że pandemia COVID-19 wydaje się być przeszłością to nie można wykluczyć jej powrotu. Warto pamiętać o tym ryzyku w świetle niedawnych wydarzeń w Chinach. W państwie środka zamknięto całkowicie niektóre miasta, co skutkowało silnym spadkiem produkcji i kluczowych wskaźników makroekonomicznych.

Ryzyko eskalacji wojny

Konflikt w Ukrainie wciąż trwa, a jego negatywne skutki są odczuwalne. Inflacja materiałów i energii w dużej mierze jest spowodowana dalej trwającymi działaniami militarnymi i sankcjami nałożonymi na Rosję i Białoruś. Perspektywa eskalacji konfliktu byłaby szkodliwa nie tylko ze względu na wzrost kosztów surowców, ale również z uwagi na głębszą deteriorację handlu.

Wycena

Wartość spółki Compreum szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 4,01 PLN.

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	3,75
wycena DCF	50%	3,71
	cena wynikowa	3,73
	cena docelowa za 9 m-cy	4,01

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Compreum odnosimy do polskich spółek przemysłowych. Zdecydowaliśmy się jeszcze nie ujmować w wycenie porównawczej spółek z obszaru modernizacji taboru kolejowego i OZE,

jako że Compreum dopiero przedstawił plany rozwoju w tych obszarach, co będzie mieć wpływ na wyniki w perspektywie kolejnych lat.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
FABRYKI MEBLI FORTE SA	9,1	8,6	7,7	5,8	5,6	5
GRUPA KETY SA	9,4	9,9	9	8,1	7,7	7
STALPRODUKT SA	3,4	10,6	10,8	1,4	2,3	1,1
ALUMETAL SA	6,7	8,1	8,4	5,2	6,4	6,1
WIELTON SA	18,4	5,5	4,4	5,5	4,2	3,4
MANGATA HOLDING SA	6,3	5,8	5,7	5	4,8	4,3
AMICA SA	15,7	8,8	7,5	5,8	4,3	4,1
FAMUR SA	9,2	8,9	8,5	3,1	2,9	2,2
NEWAG SA	10,6	8,5	9,1	6,7	5,4	5,6
FERRO SA	8,4	6,9	6,4	6,3	5,2	4,8
COGNOR SA	2	6,6	11,2	2,1	4,5	5,6
Minimum	2	5,5	4,4	1,4	2,3	1,1
Maksimum	18,4	10,6	11,2	8,1	7,7	7
Mediana	8,7	8,5	8,4	5,4	5	4,8
Compreum	4,7	4,2	5,5	4,7	5,0	6,7
premia (dyskonto)	-46,4%	-50,7%	-34,5%	-11,4%	-0,1%	40,0%

Implikowana wycena

waga wskaźnika		50%		50%
waga roku	33%	33%	33%	33%

wartość firmy na akcję (PLN) 3,75

Źródło: mBank, Bloomberg

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- W wycenie zakładamy parametr Beta na poziomie 1,3x. Wyższa wartość związana jest z cyklicznością działalności prowadzoną przez spółkę, dużym udziałem niepewnych zamówień przetargowy w sprzedaży spółki oraz z powodu podwyższonej wartości długu.
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec maja 2022 roku.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wynosi 2%.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych.
- Dług netto przyjmujemy na poziomie z końca grudnia 2021.

Model DCF

(mln PLN)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2031P+
EBIT	34,6	39,7	47,1	46,5	48,5	50,1	51,5	52,8	54,3	55,9	57,7
marża EBIT	14,52%	11,99%	11,10%	7,58%	7,62%	7,63%	7,64%	7,64%	7,65%	7,66%	7,67%
opodatkowanie EBIT	6,2	7,1	8,6	8,5	8,9	9,2	9,6	10,0	10,3	10,7	11,0
efektywna st. podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
NOPLAT	28,4	32,6	38,5	38,0	39,6	40,8	41,9	42,9	43,9	45,2	46,6
amortyzacja	7,5	7,6	9,7	11,6	11,6	11,7	11,8	11,9	11,9	12,0	10,0
CAPEX	-10,0	-50,0	-50,0	-8,0	-8,8	-9,7	-10,6	-11,7	-12,9	-14,0	-15,0
kapitał obrotowy i pozostałe	-14	-26	-30	-43	-10	-11	-11	-12	-14	-13	-15
FCF	12	-36	-32	-2	32	32	32	31	29	30	29
WACC	8,93%	8,51%	8,16%	7,62%	7,73%	7,86%	8,02%	8,21%	8,44%	8,71%	9,05%
współczynnik dyskonta	89,22%	82,65%	77,00%	72,75%	67,23%	61,93%	56,80%	51,81%	46,95%	42,20%	37,47%
PV FCF	10,4	-29,9	-24,4	-1,3	21,7	20,0	17,9	15,9	13,8	12,6	10,9
WACC	8,93%	8,51%	8,16%	7,62%	7,73%	7,86%	8,02%	8,21%	8,44%	8,71%	9,05%
koszt długu	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
stopa wolna od ryzyka	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
premia za ryzyko	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
efektywna st. podatkowa	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
dług netto / EV	41,38%	49,86%	56,88%	67,65%	65,45%	62,81%	59,64%	55,77%	51,23%	45,83%	39,04%
koszt kapitału własnego	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3

wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
wartość rezydualna (TV)	413,3
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	192,7
zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	56,4
wartość firmy (EV)	249,1
dług netto (koniec grudnia'21)	80,9
inne aktywa nieoperacyjne	0,0
udziałowcy mniejszościowi	1,8
wartość firmy	168,4
liczba akcji (mln)	44,8
wartość firmy na akcję (PLN)	3,71
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,4%
cena docelowa	3,99

EV/EBITDA ('22) dla ceny docelowej	6,3
P/E ('22) dla ceny docelowej	7,4
udział TV w EV	77,4%

Zródło: mBank, *dla uproszczenia konsolidujemy przepływy finansowe z Faradise S.A na poziomie przychodów Compreum S.A dla udziału (50%) od 2025 roku.

Analiza wrażliwości

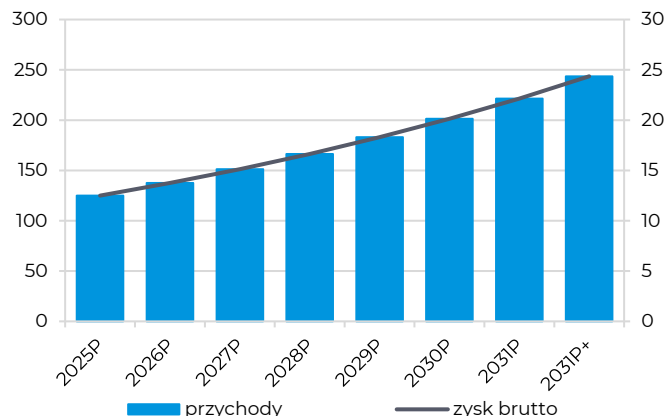
	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC +1,0 p.p.	2,51	2,83	3,24	3,75	5,40
WACC +0,5 p.p.	2,33	2,73	3,24	3,88	5,96
WACC	2,94	3,35	3,99	4,60	7,17
WACC -0,5 p.p.	3,68	4,20	4,87	5,78	9,16
WACC -1,0 p.p.	4,17	4,78	5,59	6,73	11,24

Inwestycje w przyszłość

Baterie litowo-jonowe pomysłem na segment

Compreum wspólnie z Singapurską firmą Durapower rozpoczęło inwestycję w Specjalnej Strefie Ekonomicznej w województwie łódzkim. Do realizacji przedsięwzięcia została założona spółka celowa Faradise S.A, w której oba podmioty mają 50% udział. Celem inwestycji jest wybudowanie fabryki baterii litowo-jonowych oraz magazynu energii elektrycznej pochodzących z odnawialnych źródeł energii. Spółka w tym celu niedawno nabyła nieruchomości w gminie Kleszczów. Gmina zobowiązała się do podłączenia działki do lokalnej infrastruktury. Biznesowi partnerzy Comperum są ściśle powiązani z branżą OZE i rozwiązaniami wykorzystującymi baterie litowo-jonowe i magazyny energii. Koszt inwestycji to ok. 190-250 mln PLN. W planach Capex zakładamy 110 mln PLN na lata 2022-2024. Jednak dzięki budowie fabryki w ŁSSE możliwy jest częściowy zwrot kosztów w postaci zwolnień z podatku CIT w wysokości 35% kosztów kwalifikowanych. Przy założeniu kosztów na poziomie 200 mln PLN spółka będzie uprawniona do 70 mln PLN ze zwolnień do wykorzystania przez 12 lat. Zarząd spółki pozytywnie ocenia możliwości przekroczenia tej kwoty, tak aby całość potencjalnego dofinansowania była wykorzystana. Według założeń zaprezentowanych przez spółkę, inwestycja powinna być gotowa pod koniec 2024 roku. Nasze prognozy zakładają pierwsze przepływy pieniężne w 2025 roku.

Prognozy finansowe inwestycji w ŁSSE, przychody (LS), zysk brutto (PS)



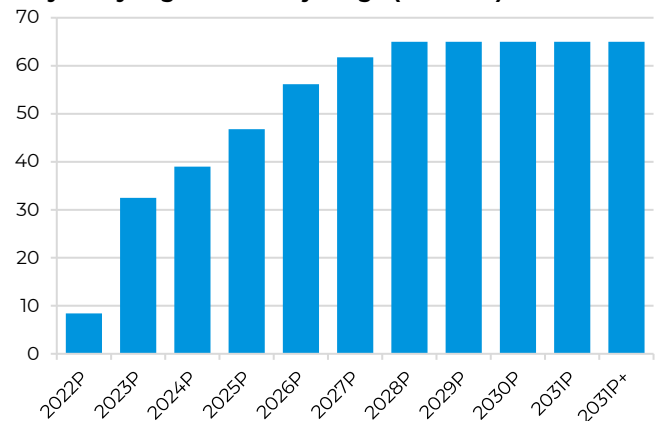
Źródło: mBank

Prognozujemy, że Faradise wypracuje 125 mln PLN ze sprzedaży przy 10% marży zysku brutto, aby docelowo podwoić ten poziom i rocznie przynosić 250 mln przychodów i 25 mln zysku brutto. (Prognozy finansowe przedstawione na wykresie prezentujemy dla 50% udziału CPR w przedsięwzięciu).

KPO wsparciem dla segmentu kolejowego

W celach KPO na drugim miejscu wymieniona jest modernizacja kolei. Na modernizację linii kolejowych ma zostać przeznaczony 2,4 mld EUR oraz 437 mln EUR na wymianę taboru. Dzięki tym środkom PKP będzie mogło rozpiąć więcej przetargów. W planach PKP na lata 2021-2030 łączna kwota przetargów na modernizację taboru ma wynieść 24 mld PLN. W tym momencie Compreum wraz z Mag-Train wygrało pierwszy przetarg na łączną sumę 70 mln PLN brutto. W bieżącym roku oczekujemy przychodów z tytułu realizacji kontraktu w kwocie 8,5 mln PLN przy 10% marży brutto. Udział Comperum w konsorcjum to ok. 70%. W następnych latach zakładamy znaczne zwiększenie skali biznesu.

Przychody segmentu kolejowego (mln PLN)



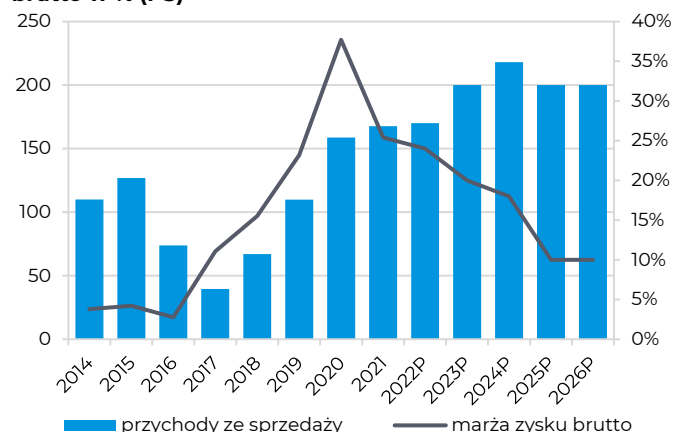
Źródło: mBank

Już w przyszłym roku oczekujemy prawie trzy razy większych przychodów w segmencie. Docelowo zakładamy przychody konsorcjum w kwocie 100 mln PLN rocznie przy 65% udziale CPR. Prognozy te zdają się być konserwatywne zważając na fakt, że spółka w pierwszych czterech miesiącach złożyła oferty w przetargach o łącznej wartości ponad 800 mln PLN. Co więcej, Compreum wychodzi z ofertą za granicę i bierze udział w przetargu na naprawy wagonów ze Szwajcarii. Oferta opiewa na ponad 60 mln EUR.

Segment budowlany

Segment budowlany jest obecnie kluczowym obszarem działalności spółki. W 2021 roku odpowiadał za 78% sprzedaży Comperum. W obecnym roku oczekujemy mniejszego jednak wciąż większościowego udziału. Segment realizuje projekt GSM-R, z którego pochodzi większość przepływów operacyjnych.

Przychody sektora budowlanego (LS) w mln PLN i marża brutto w % (PS)



Źródło: mBank

W obecnym roku i przyszłym oczekujemy kolejno 170 mln PLN i 200 mln PLN przychodów wypracowanych w segmencie. W kolejnych latach zakładamy utrzymanie się przychodów na niezmiennym poziomie jednak przy niższej marżowości. Niższa marżowość będzie wynikała z zakończenia realizacji projektu GSM-R.

Oprócz wcześniej wspomnianego kontraktu spółka rozpoczyna realizację wygranych przetargów na kwotę 59 mln PLN brutto oraz dalej składa oferty w przetargach. W samym maju Comperum wraz z partnerami złożyło ofertę na łączną kwotę ok. 3 mld PLN.

RZiS

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	194	202	238	331	424
stolarka	28	32	42	54	70
deweloperka	7	3	2	0	5
usługi bud.	159	168	170	200	218
GSMR	83	139	130	130	118
podłogi drew.	0	0	0	0	0
OZE	0	0	17	45	92
przem. kolej.	0	0	8	33	39
zysk brutto	56	47	50	56	64
stolarka	-6	4	6	8	11
deweloperka	2	1	0	0	2
usługi bud.	60	43	41	40	39
podłogi drew.	0	0	0	0	0
OZE	0	0	2	5	9
przem. kolej.	0	0	1	3	4
EBIT	47	36	35	40	47
dz. fin.	-5	-4	-4	-4	-4
zysk brutto	40	32	31	36	43
podatek doch.	11	6	6	7	9
mniejszości	0	0	1	2	4
zysk netto	29	26	24	27	31
skor. EBITDA	51	44	42	47	57
skor. ZN	28	26	24	27	31

Bilans

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
aktywa trwałe	208	204	195	233	268
rzeczowe	154	136	138	176	211
niematerialne	0	0	0	0	0
goodwill	15	15	15	15	15
aktywa obrot.	315	325	342	334	333
zapasy	15	18	21	29	37
należności	89	79	90	109	139
gotówka	47	16	18	-18	-57
kapitały wł.	222	249	272	299	329
mniejszości	0	0	1	2	6
zob. długo.	94	927	46	46	46
kredyty	45	44	44	44	44
zob. krótko.	191	208	202	202	202
kredyty	71	66	60	60	60
zob. handlowe	120	142	142	142	142
dług netto	69	94	81	121	161
DN/EBITDA	1,25	2,14	2,05	2,56	2,83
DN/EA skor.	1,37	2,14	1,92	2,56	2,83

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
CF oper.	33	-19	22	14	9
kapitał obrot.	-16	-61	-14	-26	-30
CF inv.	-1	-1	-10	-45	-45
CAPEX	-3	-4	-5	-45	-45
CF fin.	-8	-12	-10	-4	-4
dywidenda	0	0	0	0	0
CF	24	-32	2	-35	-40
CFO/EBITDA	65%	-43%	52%	29%	17%
FCFF	36	-15	27	59	54
FCFF/EV	18%	-7%	12%	23%	18%
FCFE	33	-16	25	18	14
FCFE/MCAP	25%	-12%	19%	14%	10%
ROIC	12,0%	8,9%	7,4%	7,5%	7,3%
ROCE	8,4%	5,9%	5,6%	11,5%	12,6%
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wsk. wypłaty	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
P/E	4,6	5,1	5,5	4,9	4,3
P/E skor.	4,8	5,1	5,5	4,9	4,3
EV/EBITDA	3,6	5,1	5,2	5,4	5,3
EV/EA skor.	4,0	5,1	5,2	5,4	5,3
P/S	0,7	0,7	0,6	0,4	0,3
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
P/CF	4,0	-7,0	6,1	9,5	13,9
P/FCFE	4,0	-8,4	5,2	7,4	9,8
marża EBITDA	26,1%	21,8%	17,7%	14,3%	13,4%
zm. EBITDA r/r	75%	-20%	-4%	13%	20%
marża netto	14,3%	12,8%	10,1%	8,1%	7,3%
zm. EPS r/r	45%	-10%	-7%	11%	15%
cena (PLN)	2,94	2,94	2,94	2,94	2,94
l. akcji (mln)	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
MCap	132	132	132	132	132
EV	201	226	219	256	299

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawianym wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 7 czerwca 2022 o godzinie 07:48.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 czerwca 2022 o godzinie 08:30.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany różnych progностycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**Compreum (Antoni Chęciński)**

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2022-04-07	2022-01-17	2021-09-06
cena docelowa (PLN)	4,87	5,32	5,24
kurs z dnia rekomendacji	3,20	3,98	5,16



mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Chęciński
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl