

środa, 12 stycznia 2022 | raport analityczny

## STS Holding: kupuj (nowa)

STH PW; STH1.WA | zakłady bukmacherskie, Polska

### Mistrzowski zakład

**STS to największa firma bukmacherska w Polsce z 46% udziałem w rynku w 2020 r. (drugi gracz kontroluje 28%), generująca 82% przychodów w segmencie online (68% z aplikacji mobilnej). Spółka posiada rozbudowaną ofertę klasycznych zakładów sportowych (prematch/live), ale rozwija też nowatorskie kategorie (esport, sporty wirtualne, symulowane gry karciane BetGames), których udział w sprzedaży dynamicznie rośnie (12% w 2020 r. vs. 6% w 2018 r.). Filarem strategii Grupy jest pionowa integracja kompetencji w zakresie technologii i marketingu, co zapewnia bezpieczeństwo, niezbędną elastyczność oraz optymalne wykorzystanie gromadzonych w czasie rzeczywistym danych. Efektem tego podejścia jest skuteczna akwizycja (wskaźnik konwersji 2x wyższy od średniej rynkowej), retencja (churn 30%) i aktywizacja graczy (3x wyższa niż benchmark). W połączeniu z bardzo wysoką dynamiką samego rynku docelowego, pozwoli to naszym zdaniem generować bardzo wysoką dynamikę na przychodach (oczekiwany CAGR'20-23=23%) i zysku EBITDA (CAGR'20-23=28%), co przekładać się będzie na profil FCF i potencjał dywidendowy. Rozpoczynamy pokrycie analityczne spółki STS Holding z ceną docelową 30,30 PLN oraz rekomendacją kupuj.**

### Imponujący track record na wzrostowym rynku

Polski rynek gier hazardowych rośnie średniorocznie w latach 2016-20 w tempie 24%, a STS w tym okresie zwiększał skalę przychodów 1,7x szybciej. Według H2 Gambling Capital perspektywy na lata 2020-26 również prezentują się obiecująco, z prognozowanym CAGR dla GGR rynku na poziomie 15% (16% dla zakładów bukmacherskich online, 12% dla offline). Oczekujemy, że STS ze swoją unikalną ofertą i strategią mobile-first ponownie pobije ten benchmark. Szacowany przez nas CAGR'20-23 +23% plasuje Spółkę w górnym kwartyle dynamiki przychodów w branży (mediana dla zagranicznej grupy porównawczej to 14%).

### Lider pod względem rentowności i generacji FCF

W trudnym 2020 r. marża EBITDA (% NGR) wyniosła 40%, a guidance Zarządu na 2021 r. przewiduje powrót rentowności do poziomów z ostatnich lat i jej dalszy wzrost w przyszłości. Taka rentowność stawia STS na pozycji lidera nie tylko na polskim rynku, ale również na tle zagranicznych konkurentów (mediana marży to 23%). Wskaźnik konwersji EBITDA na OCF w ostatnich latach plasował się na bardzo wysokim poziomie (83-89%), czemu sprzyja ujemny kapitał obrotowy. Niska kapitałochłonność (część inwestycji księgowana w OPEX, a CAPEX/NGR ~4%) przekłada się na wysoki FCF i potencjał dywidendowy (deklarowany payout ratio na poziomie 100%).

### Dodatkowe opcje na rozwój na horyzoncie

Obok ekspozycji na szybko rosnący rynek bukmacherski w Polsce (TAM'20 1,9 mld PLN), STS w kolejnych latach będzie systematycznie rozbudowywał ekspozycję na rynki zagraniczne: UK (TAM'22 8 mld EUR), Holandia (TAM'22 0,9 mld EUR) czy rynki ościennie CEE (niewykluczone są również akwizycje lokalnych graczy). Szansą dla Spółki byłoby uwolnienie rynku kasyn internetowych w Polsce (TAM w horyzoncie 2026 r. uwzględniający szarą strefę to 1,3 mld PLN), szczególnie, że STS posiada już gotowy produkt. Dodatkowo w przyszłości firma może wejść w segment B2B ze swoimi kompetencjami technologicznymi i ofertą spółki BetSys.

(mIn PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	374	401	519	631	754
EBITDA	165	171	236	296	360
marża (jako % NGR)	41,6%	40,1%	40,9%	42,0%	42,8%
EBIT	143	153	207	263	323
zysk netto	117	122	162	207	256
P/E	30,9	29,7	22,3	17,5	14,1
P/S	9,7	9,0	7,0	5,7	4,8
EV/EBITDA	21,5	20,5	14,7	11,7	9,5
FCFF/EV	3,6%	3,4%	5,0%	6,7%	8,2%
DPS (PLN)	0,81	0,39	0,80	1,03	1,32
Dywidenda	3,5%	1,7%	3,5%	4,5%	5,7%

Informacje podmiotu z Grupy mBank - objęte ochroną | mBank Group's entity information - protected

cena bieżąca	23,10 PLN
cena docelowa	30,30 PLN
kapitalizacja	3 563 mln PLN
free float	1 074 mln PLN

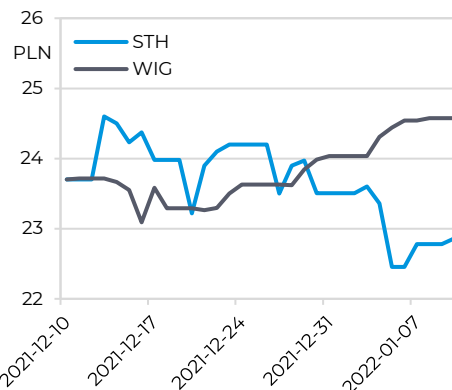
### Struktura akcjonariatu

rodzina Juroszków	69,9%
Norges Bank	6,5%
NN PTE	6,0%
pozostali akcjonariusze	17,6%

### Profil spółki

STS to największa firma bukmacherska w Polsce z 46% udziałem w rynku (drugi gracz kontroluje 28%; dane za 2020 r.) i przychodami NGR na poziomie 426 mln PLN (Net Gaming Revenue). Spółka prowadzi działalność zarówno poprzez punkty stacjonarne (407 lokalizacji; ok. 18% przychodów Grupy w 9M'21), jak i segment online (82% przychodów), w którym dominującą rolę odgrywa kanał mobilny (68% przychodów Grupy, 355 tys. aktywnych użytkowników w 2020 r.). STS prowadzi również działalność zagraniczną (UK, Malta, Estonia) i planuje ekspansję na kolejnych rynkach (Holandia), ale obecnie blisko 100% przychodów realizowane jest w Polsce.

### Kurs akcji STH na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
STS Holding	30,30	-	kupuj	-

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
STS Holding	23,10	30,30	+31,2%

### Analitycy:

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)



#### 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 ekwiwalenty; **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:** FCFE - 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, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie 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\\_rynkek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynkek/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 przedstawione 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, Pozbud, 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 świadczył, 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił funkcję podmiotu współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. współprowadził księgę popytu na akcje emitenta w ofercie publicznej.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta lub osób powiązanych z emitentem wynagrodzenie za świadczone usługi.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 12 stycznia 2022 o godzinie 07:52. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 stycznia 2022 o godzinie 08:35.

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\\_rynkek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynkek/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 branż 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 założeń prognostycznych 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 prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

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

**mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki STS Holding.**

## 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.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming

Antoni Kania  
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736  
[antoni.kania@mbank.pl](mailto:antoni.kania@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

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

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)