

Creotech

Realizacja kluczowych kontraktów

Podtrzymujemy naszą 12 miesięczną rekomendację Trzymaj, wyznaczając cenę docelową na poziomie PLN 329.1 (wcześniej PLN 333.3).

- Wyniki za 1Q'25 oceniamy neutralnie - spółka odnotowała mocny wzrost przychodów (26mn vs. 9mn rok wcześniej) z uwagi na wysoką sprzedaż w segmencie kosmicznym. Wynikało to min. z rozpoznania przychodów w części B1 projektu Mikroglob. W segmencie produkcji elektroniki odnotowano spadek przychodów ze sprzedaży produktów do PLN 1.1mn vs. 2.0mn rok wcześniej – działalność segmentu będzie wygaszana zgodnie z informacjami w raporcie rocznym. Wysoką dynamikę wzrostu odnotowały przychody ze sprzedaży produktów w segmencie systemów kwantowych (do PLN 2.4m vs. 1.1mn rok wcześniej). Pozwoliło to spółce na odnotowanie dodatniego wyniku operacyjnego oraz netto (PLN +1.4mn).
- Nie zmieniamy znacząco naszych założeń modelowych odnośnie projekcji wyników w najbliższych latach. Spółka pozyskała w ostatnim czasie dwa kluczowe kontrakty w segmencie kosmicznym (Mikroglob + Camila), które znacząco zwiększą strumień przychodów w latach '25e-'27e. Wciąż zakładamy, że pozwoli to na odnotowanie dodatniego wyniku netto w '25e na poziomie PLN 5mn.
- W naszej opinii obecna wycena spółki odzwierciedla już powyższe, pozytywne zdarzenia oraz sukces komercyjny platformy Hypersat (zakładamy w scenariuszu bazowym sprzedaż na poziomie 24 sztuk w latach '28e-'30e) co implikuje w naszej ocenie brak znaczącego upside'u do wyceny rynkowej.

Podstawowe informacje finansowe:

PLN mn	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	33.6	44.0	35.6	214.2	243.4	396.6	283.3
EBITDA	-4.1	-8.6	-16.9	16.3	33.5	67.3	96.2
EBIT	-8.7	-16.9	-24.8	6.5	22.2	55.5	84.2
Zysk netto	-7.0	-14.3	-20.5	4.8	18.6	45.7	69.3
EPS	-4.4	-6.0	-8.6	1.6	6.3	15.4	23.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	neg.	neg.	neg.	182.3	46.9	19.1	12.6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	48.1	23.4	11.4	8.0

Source: Creotech (22-24), Pekao Equity Research

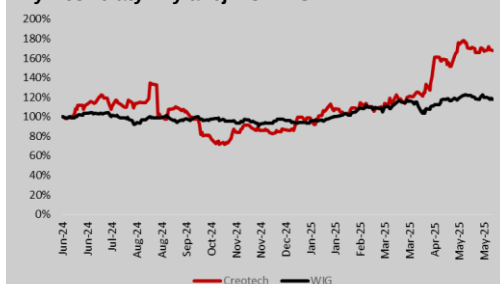
Trzymaj (bez zmian)

Cena docelowa **PLN 329.1**

Potencjał wzrostu **+11.6%**
 Cena z 6 czerwca 2025 **PLN 295.0**

ESG Rating **C**
Punkty ESG **0.63**

Wykres relatywny akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

Raport za 1HY'25 **26.09.25**
 Raport za 3Q'25 **26.10.25**

INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg **CRI PW**
 Free float (%) **46.7**
 Kapitalizacja (PLNm) **842.0**
 Liczba akcji (mn) **2.9**

Akcjonariusze **PTE Allianz Polska S.A 10.0%**
ARP 9.5%

Lukas Cinikas
lukas.cinikas@pekao.com.pl



Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Wycena	5
Ryzyka	9
Aktualizacja prognoz	10
Zastrzeżenia	14

Ostatnie wydarzenia

Zmiany w zarządzie

29.05.25 Rada Nadzorcza Spółki podjęła uchwałę w sprawie odwołania ze skutkiem na koniec dnia 31.05.25 Pana Grzegorza Brony, Pana Pawła Górnickiego oraz Pana Jacka Kosiec ze składu Zarządu Spółki.

Równocześnie powołała na nową kadencję, ze skutkiem od dnia 1.06.25:

- 1) Pana Grzegorza Bronę, powierzając mu funkcję Prezesa Zarządu Spółki;
- 2) Pana Pawła Górnickiego, powierzając mu funkcję Wiceprezesa Zarządu ds. Finansowych Spółki;
- 3) Pana Macieja Misiurę, powierzając mu funkcję Wiceprezesa Zarządu Spółki;
- 4) Pana Jacka Mandasa, powierzając mu funkcję Wiceprezesa Zarządu Spółki.

Zatwierdzenie przez Agencję Uzbrojenia dokumentacji oraz zakończeniu fazy C w projekcie Mikroglob

2.06.25 Spółka otrzymała od Agencji Uzbrojenia informację o zatwierdzeniu dokumentacji wynikowej C w ramach realizacji umowy na program „Mikroglob”. Spółka zakończyła tym samym realizację fazy C, za którą łącznie przysługuje Spółce wynagrodzenie w wysokości PLN 20.0mn netto, w tym 16.0mn netto tytułem dostarczonej dokumentacji oraz 4.0mn tytułem realizacji umowy z podmiotem trzecim na wyniesienie satelitów Mikroglob. Zatwierdzenie dokumentacji wynikowej C oznacza również rozpoczęcie fazy D Umowy.

Wyniki za 1Q'25

Rachunek zysków i strat (PLN m)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	Y/Y	Q/Q	Pekao	vs. Pekao	'24	'25e
Przychody	9	8	6	13	26	191%	103%	29	-12%	36	216
Koszty działalności operacyjnej	-13	-14	-14	-18	-24	91%	32%	-26	-7%	-58	-210
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0	0	0	-2	0	-63%	-98%	0	#DZIEL/0!	0	0
EBITDA	-2	-3	-6	-6	5	-331%	-180%	5	-12%	-17	17
EBIT	-4	-5	-8	-8	1	-135%	-118%	3	-56%	-25	7
Przychody/koszty finansowe	0	0	0	0	0	2240%	115%	-1	-161%	0	-1
Zysk/strata netto	-3	-4	-7	-6	1	-142%	-124%	2	-32%	-20	5

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wyniki oceniamy neutralnie - spółka odnotowała mocny wzrost przychodów z uwagi na wysoką sprzedaż w segmencie kosmicznym. Wynikało to min. z rozpoznania przychodów w części B1 projektu Mikroglob. W segmencie produkcji elektroniki odnotowano spadek przychodów ze sprzedaży produktów do PLN 1.1mn vs. 2.0mn rok wcześniej – działalność segmentu będzie wygaszana zgodnie z informacjami w raporcie rocznym. Wysoką dynamikę wzrostu odnotowały przychody ze sprzedaży produktów w segmencie systemów kwantowych (do PLN 2.4m vs. 1.1mn rok wcześniej). Koszty wynagrodzeń wzrosły r/r do PLN 9.3mn (zakładaliśmy 9.7mn) vs. 6.8mn rok wcześniej. Wysoki CAPEX (PLN 13mn) po części wynikał z inwestycji w infrastrukturę w Piasecznie (PLN 4.4mn) oraz wzrostu nakładów na prace rozwojowe. Poziom środków pieniężnych i ekwiwalentów wzrósł do PLN 107mn vs. 32mn na koniec zeszłego roku (dodatni wpływ ostatniej emisji + mocny OCF = 13mn).



Przeprowadziliśmy analizę scenariuszową w trzech różnych przypadkach w zakresie komercjalizacji platformy HyperSat:

■ **Scenariusz bazowy**

Projekt "Mikroglob" - budżet projektu wynosi PLN 452.6mn. Zakładamy, że realizacja kontraktu będzie rozłożona w czasie w latach '25e-'27e.

Projekt „Camila” – budżet projektu wynosi PLN 223.6mn. Zakładamy, że realizacja kontaktu będzie rozłożona w latach '25e-'27e.

Zamówienia z ESA – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 179.9mn, rozpoznaną w latach '25e-'29e.

Zamówienia komercyjne – zakładamy sprzedaż 24 platform satelitarnych Hypersat w latach '28-'30e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 828.4mn.

■ **Scenariusz optymistyczny**

Projekt "Mikroglob" - budżet projektu wynosi PLN 452.6mn. Zakładamy, że realizacja kontraktu będzie rozłożona w czasie w latach '25e-'27e.

Projekt „Camila” – budżet projektu wynosi PLN 223.6mn. Zakładamy, że realizacja kontaktu będzie rozłożona w latach '25e-'27e.

Zamówienia z ESA – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 179.9mn, rozpoznaną w latach '25e-'29e.

Zamówienia komercyjne – zakładamy sprzedaż 30 platform satelitarnych Hypersat w latach '28-'30e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 1033.6mn.

■ **Scenariusz pesymistyczny**

Projekt "Mikroglob" - budżet projektu wynosi PLN 452.6mn. Zakładamy, że realizacja kontraktu będzie rozłożona w czasie w latach '25e-'27e.

Projekt „Camila” – budżet projektu wynosi PLN 223.6mn. Zakładamy, że realizacja kontaktu będzie rozłożona w latach '25e-'27e.

Zamówienia z ESA – zakładamy łączną sprzedaż na poziomie PLN 179.9mn, rozpoznaną w latach '25e-'29e.

Zamówienia komercyjne – zakładamy sprzedaż 15 platform satelitarnych Hypersat w latach '28-'30e. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na poziomie PLN 520.6mn.

■ **USD/PLN = 3.8, EUR/PLN = 4.3.**

Wycena

Metoda wyceny

Nasza wycena opiera się w 100% na metodzie DCF, a wycena porównawcza jest prezentowana jedynie w celach informacyjnych (0% wagi).

Creotech: Podsumowanie wyceny

Metoda	Cena (PLN)	Waga (%)
12M metoda DCF	329.1	100%
12M wycena mnożnikowa	361.2	0%
12M cena docelowa	329.1	
Obecna cena	295.0	
Potencjał (%)	11.6%	

Source: Pekao Equity Research

Peer comparison

Company name	Ticker	P/S			EV/EBITDA		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Thales SA	HO FP Equity	2.4	2.3	2.1	14.4	13.1	12.1
Planet Labs	PL US Equity	7.4	6.7	5.5	N/A	N/A	81.7
GomSpace	GOMX SS Eq	5.4	4.2	3.4	68.8	32.1	18.5
Spire Global	SPIR US Equi	4.1	3.8	3.2	N/A	N/A	25.7
Median total		4.7	4.0	3.3	41.6	22.6	22.1
Creotech Instruments		4.0	3.5	2.1	48.1	23.4	11.4
Premium/discount vs. Median		-16%	-13%	-35%	16%	4%	-49%
Implied value PLN p.s.		342.2	327.1	441.1	249.8	276.7	530.2

Source: Bloomberg, Pekao Equity Research

Wycena segmentu kwantowego

Do naszej wyceny spółki dodajemy osobno wycenę segmentu kwantowego, którego spin-off ma zostać przeprowadzony w '26e a obecni akcjonariusze mają otrzymać akcje nowego podmiotu. Zakładamy, że w '27e roku spółka ta może wygenerować PLN 27mn przychodu w dużej mierze za sprawą komercjalizacji projektu eCAUSIS. Biorąc pod uwagę wczesną fazę rozwoju segmentu stosujemy wskaźnik docelowy P/S 5.0x dla prognozowanych przychodów w latach '26e-27e.

	2026e	2027e
Przychód ze sprzedaży	18.6	27.4
Wskaźnik wyceny P/S	5.0	5.0
Implikowana wycena	93.1	136.8
Wycena segmentu	114.9	

Source: Pekao Equity Research.

Kluczowe założenia uwzględnione w naszym modelu wyceny DCF są następujące:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 5.4% od 2025-30e i 4.0% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko kapitałowe w wysokości 6.0% od 2025-30e i 5.0% w okresie rezydualnym.
- Współczynnik Beta na poziomie 1.1.
- Marża kredytowa w wysokości 2.8%.
- Stawka podatku dochodowego w wysokości 19.0%.
- Dynamiczna waga kapitału własnego i obcego w kalkulacji ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym wynosząca 2.0% - uwzględniająca stopę reinwestycji kapitału.
- Bierzemy pod uwagę liczbę akcji z uwzględnieniem ostatniego SPO oraz realizację programu motywacyjnego.
- Od '26 roku nie uwzględniamy w DCF segmentu kwantowego, którego wartość dodajemy osobno do ostatecznej wyceny.

Rating ESG

Capital Goods	E	S	G
Score	0.27	0.60	0.85
Sector weight	20%	40%	40%
Final ESG Score	0.63		
ESG Rating	C		

	score from:	to	Rating	WACC risk premium impact (% of RFR)
ESG Score	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Kalkulacja WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Year
Stopa wolna od ryzyka	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
ESG dyskonto/premia	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beta	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Koszt kapitału własnego	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	9.5%
Koszt długu	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	6.8%
Koszt długu po opodatkowaniu	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	5.5%
Waga kapitału własnego	97%	97%	98%	98%	98%	98%	100%
WACC	11.8%	11.8%	11.8%	11.9%	11.9%	11.9%	9.5%

Wycena DCF

(PLN mn)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Year
Przychody	214	243	397	283	305	361	368.6
EBIT	6.5	22.2	55.5	84.2	93.5	119.9	122.3
Podatek	-1.2	-4.2	-10.5	-16.0	-17.8	-22.8	-23.2
NOPAT	5.2	18.0	45.0	68.2	75.7	97.2	99.1
Amortyzacja	9.8	11.3	11.8	12.0	12.2	12.4	12.4
Zmiana kapitału obrotowego	-15.4	-9.5	-23.2	8.1	-9.0	-16.1	-10.8
CAPEX	-24.2	-19.1	-15.1	-15.1	-15.1	-15.1	-25.2
FCFF	-24.4	0.7	18.4	73.2	63.8	78.4	75.4

Wzrost w okresie rezydualnym

Wartość rezydualna

Współczynnik dyskonta

Zdyskontowane przepływy

EV

Segment kwantowy

Dług netto - Dec 31 2024

SPO emisja

Wartość kapitału własnego 31.12.2024	828.7
Liczba akcji (mn)	3.0
12M cena docelowa (PLN)	329.1
Cena akcji na dzień 6 czerwca (PLN)	295.0
Potencjał wzrostu/spadku	11.6%

Wzrost przychodów	386%	14%	63%	-29%	8%	18%	2.0%
Marża EBIT	3.0%	9.1%	14.0%	29.7%	30.6%	33.2%	33.2%
Stawka podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Capex/przychody	11.3%	7.8%	3.8%	5.3%	4.9%	4.2%	6.8%
Capex/amortyzacja	245.7%	169.1%	127.9%	125.6%	123.6%	121.7%	203.4%

Wrażliwość ceny docelowej na wzrost w okresie rezydualnym i WACC

Wzrost w okresie rezydualnym/WACC		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
7.5%		344.1	360.9	380.5	403.0	431.5	465.5	508.0
8.5%		316.8	329.5	344.1	360.4	380.5	403.7	431.5
9.5%		295.5	305.5	316.8	329.1	344.1	360.9	380.5
10.5%		278.5	286.6	295.5	305.2	316.8	329.5	344.1
11.5%		264.6	271.2	278.5	286.3	295.5	305.5	316.8

Wrażliwość ceny docelowej na kluczowe wskaźniki wzrostu

Marża EBIT w okresie rezydualnym/WACC		27.2%	29.2%	31.2%	33.2%	35.2%	37.2%	39.2%
7.5%		355.4	371.2	387.1	403.0	419.0	434.9	450.9
8.5%		317.5	331.8	346.1	360.4	374.7	388.9	403.2
9.5%		290.4	303.3	316.3	329.1	342.0	354.8	367.7
10.5%		270.0	281.8	293.5	305.2	316.9	328.6	340.2
11.5%		254.1	264.9	275.6	286.3	297.0	307.7	318.3

Source: Pekao Equity Research

Analiza scenariuszowa - scenariusz bazowy

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Przychód ze sprzedaży y/y	214.2 502.4%	243.4 13.6%	396.6 63.0%	283.3 -28.6%	305.1 7.7%	361.3 18.4%
Dotacje	11.9	6.8	5.9	6.1	6.3	6.5
Produkcja elektroniki	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nauka	13.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Geoprzestrzeń	0.0	2.0	2.5	3.1	3.9	4.9
Kosmos	188.6	234.6	388.3	274.1	294.9	350.0
EBIT	6.5	22.2	55.5	84.2	93.5	119.9
Marża EBIT (%)	3.0%	9.1%	14.0%	29.7%	30.6%	33.2%
Zysk netto	4.8	18.6	45.7	69.3	78.1	100.7
Cena docelowa (upside/downside)					329.1	11.6%

Analiza scenariuszowa - scenariusz optymistyczny

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Przychód ze sprzedaży y/y	216.2 508.0%	243.1 12.4%	396.1 62.9%	343.7 -13.2%	373.1 8.6%	436.9 17.1%
Dotacje	11.9	6.6	5.4	5.6	5.8	6.1
Produkcja elektroniki	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nauka	13.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Geoprzestrzeń	0.0	2.0	2.5	3.1	3.9	4.9
Kosmos	190.6	234.6	388.3	334.9	363.3	426.0
EBIT	6.7	23.2	56.9	112.9	126.2	156.9
Marża EBIT (%)	3.1%	9.5%	14.4%	32.8%	33.8%	35.9%
Zysk netto	5.0	19.6	47.0	92.7	105.1	131.5
Cena docelowa (upside/downside)					413.1	39.3%

Analiza scenariuszowa - scenariusz pesymistyczny

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Przychód ze sprzedaży y/y	214.2 502.4%	243.4 13.6%	396.6 63.0%	192.1 -51.6%	202.5 5.4%	247.3 22.1%
Dotacje	11.9	6.8	5.9	6.1	6.3	6.5
Produkcja elektroniki	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nauka	13.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Geoprzestrzeń	0.0	2.0	2.5	3.1	3.9	4.9
Kosmos	188.6	234.6	388.3	182.9	192.3	236.0
EBIT	6.5	22.2	55.5	43.1	46.3	66.4
Marża EBIT (%)	3.0%	9.1%	14.0%	22.5%	22.8%	26.8%
Zysk netto	4.8	18.6	45.7	36.0	39.5	56.3
Cena docelowa (upside/downside)					209.5	-29.0%

Źródło: Pekao Equity Research



Ryzyka

Wśród kluczowych ryzyk dla działalności i wyników Spółki zauważamy:

- **Ryzyko związane z publicznymi grantami/kontraktami** – stałą częścią źródła przychodów Spółki jest działalność związana z projektami badawczo-rozwojowymi finansowanymi lub współfinansowanymi ze środków publicznych, co wiąże się z ryzykiem zwrotu dofinansowania. Spółka narażona jest również na ryzyko braku lub ograniczenia zamówień w przypadku zmian polityki finansowej i priorytetów instytucji finansujących, również w kontraktach rządowych.
- **Potencjalne emisje akcji** – przychody i wyniki finansowe Spółki mogą podlegać dużej zmienności, a Spółka znajduje się obecnie w okresie wysokiego zapotrzebowania na kapitał ze względu na swój wzrostowy charakter. Wszelkie odchylenia od naszych założeń modelowych, w szczególności fiasko komercjalizacji projektu Hypersat lub brak wygranej w przetargu na kontrakt Miroglob, mogą stwarzać istotne ryzyko płynności, skutkując ryzykiem rozwodnienia obecnych akcjonariuszy w związku z koniecznością pozyskania kapitału udziałowego.
- **Ryzyko utraty kluczowych pracowników i presja płacowa** - Spółka działa w sektorze, w którym odpowiednio wykwalifikowany personel jest ważnym czynnikiem operacyjnym. Wykwalifikowana kadra inżynierska wymaga odpowiednio wysokich wynagrodzeń, co może wywierać presję na koszty działalności.
- **Niepowodzenie procesu komercjalizacji platformy Hypersat** - opieramy nasze scenariusze wyceny na udanej komercjalizacji projektu platformy Hypersat. W przypadku niepowodzenia tego projektu uważamy, że wycena spółki będzie znacząco odbiegać od dzisiejszej kapitalizacji, a przyszłość spółki stanie pod znakiem zapytania.
- **Problemy związane z łańcuchami dostaw** - niestabilne łańcuchy dostaw na rynku komponentów elektronicznych mogą skutkować znacznym wydłużeniem czasu dostawy kluczowych materiałów produkcyjnych.
- **Potencjalne przesunięcia projektów i ich rozliczenia** – każde przesunięcie terminu realizacji projektów oraz rozliczenia ich kamieni milowych może mieć istotny wpływ na osiągnięte wyniki finansowe.



Aktualizacja prognoz

Nie zmieniamy znacząco naszych założeń modelowych odnośnie projekcji wyników w najbliższych latach. Spółka pozyskała w ostatnim czasie dwa kluczowe kontrakty w segmencie kosmicznym (Mikroglob + Camila), które znacząco zwiększą strumień przychodów w latach '25e-'27e. Wciąż zakładamy, że pozwoli to na odnotowanie dodatniego wyniku netto w całym roku na poziomie PLN 5mn.

W naszej opinii obecna wycena spółki odzwierciedla już powyższe, pozytywne zdarzenia oraz sukces komercyjny platformy Hypersat (zakładamy w scenariuszu bazowym sprzedaż na poziomie 24 sztuk w latach '28e-'30e) co implikuje w naszej ocenie brak znaczącego upside'u do wyceny rynkowej.

	2025e			2026e			2027e		
	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana	Było	Jest	zmiana
Przychody	216.2	214.2	-0.9%	243.1	243.4	0.1%	396.1	396.6	0.1%
EBITDA	16.6	16.3	-1.7%	33.6	33.5	-0.4%	67.5	67.3	-0.4%
EBIT	6.7	6.5	-3.3%	23.2	22.2	-4.3%	56.9	55.5	-2.4%
Zysk netto	5.0	4.8	-4.2%	19.5	18.6	-4.4%	46.9	45.7	-2.6%

Source: Pekao Equity Research

P&L (PLN mn)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	34	44	36	214	243	397	283
Koszty operacyjne	-42	-61	-58	-208	-221	-341	-199
Pozostałe dochody/koszty	-1	0	-2	0	0	0	0
EBITDA	-4	-9	-17	16	33	67	96
EBIT	-9	-17	-25	6	22	56	84
Działalność finansowa	0	-1	0	-1	1	1	1
Zysk przed opodatkowaniem	-9	-17	-25	6	23	56	86
Podatek dochodowy	2	3	5	-1	-4	-11	-16
Zysk netto	-7	-14	-20	5	19	46	69
Bilans (PLN mn)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Aktywa obrotowe	45	95	55	190	203	291	302
Środki pieniężne i ekwiwalenty	26	73	32	81	81	98	170
Pozostałe	19	22	22	109	122	193	132
Aktywa trwałe	30	77	108	122	130	133	136
Rzeczowe aktywa trwałe	7	33	33	39	39	39	39
Pozostałe	23	44	74	82	90	93	97
Aktywa ogółem	75	173	162	312	333	424	438
Kapitał własny	48	91	71	152	170	216	285
Zobowiązania długoterminowe	14	57	62	60	58	56	54
Zobowiązania finansowe	2	22	20	18	16	14	12
Pozostałe	12	35	42	42	42	42	42
Zobowiązania krótkoterminowe	13	24	30	101	105	152	99
Zobowiązania finansowe	1	2	2	2	2	2	2
Pozostałe	12	22	27	98	102	150	97
Pasywa ogółem	75	173	162	312	333	424	438
Dług netto	-23	-49	-10	-61	-62	-81	-156
Cash Flow (PLN m)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Zysk netto	-7	-15	-20	5	19	46	69
Amortyzacja	5	8	8	10	11	12	12
Inne (w tym KO)	-5	23	-6	-15	-9	-23	8
Cash flow operacyjny	-7	15	-19	-1	20	34	89
CAPEX	-12	-23	-20	-24	-19	-15	-15
Pozostałe	3	1	1	0	0	0	0
Cash flow inwestycyjny	-9	-22	-19	-24	-19	-15	-15
Dywidenda	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	31	54	-4	74	-2	-2	-2
Cash flow finansowy	31	54	-4	74	-2	-2	-2
Zmiana gotówki	14	48	-41	49	-1	17	72
Gotówka na koniec okresu	26	73	32	81	81	98	170
Dynamika R/R							
Przychody	1%	31%	-19%	502%	14%	63%	-29%
EBITDA	-232%	112%	96%	-197%	105%	101%	43%
EBIT	-983%	94%	47%	-126%	242%	150%	52%
Zysk netto	3259%	105%	43%	-123%	289%	145%	52%
Marże							
EBITDA	-12.1%	-19.6%	-47.4%	7.6%	13.7%	17.0%	33.9%
EBIT	-25.9%	-38.3%	-69.9%	3.0%	9.1%	14.0%	29.7%
Zysk netto	-20.9%	-32.6%	-57.5%	2.2%	7.7%	11.5%	24.4%
ROE	-14.4%	-15.7%	-28.8%	3.2%	10.9%	21.1%	24.3%

Źródło: Spółka – dane za 2022-24, Pekao Equity Research

Tabela wskaźnikowa

Tabela wskaźnikowa (PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EPS, GAAP	-4.4	-6.0	-8.6	1.6	6.3	15.4	23.4	26.4	34.0
Revenue	34	44	36	214	243	397	283	305	361
EBIT	-8.7	-16.9	-24.8	6.5	22.2	55.5	84.2	93.5	119.9
EBITDA	-4.1	-8.6	-16.9	16.3	33.5	67.3	96.2	105.7	132.3
Net Income, GAAP	-7.0	-14.3	-20.5	4.8	18.6	45.7	69.3	78.1	100.7
Net Debt	-23	-49	-10	-61	-62	-81	-156	-222	-304
BPS	30.6	38.4	29.8	51.2	57.5	73.0	96.4	122.7	156.7
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Return on Equity %	-14.4%	-15.7%	-28.8%	3.2%	10.9%	21.1%	24.3%	21.5%	21.7%
Return on Assets %	-9.3%	-8.3%	-12.6%	1.5%	5.6%	10.8%	15.8%	15.3%	16.5%
Depreciation	5	8	8	10	11	12	12	12	12
Amortization	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-19	-7	-38	-25	1	19	74	66	82
CAPEX	-12	-23	-20	-24	-19	-15	-15	-15	-15

Source: Creotech ('22-24), Pekao Equity Research

PRACE NAD RAPORTEM ZOSTAŁY ZAKOŃCZONE W DN. 9 CZERWCA 2025 R. O GODZINIE 07:25 CET.

RAPORT ZOSTAŁ ROZDYSTRYBUOWANY PO RAZ PIERWSZY W DN. 9 CZERWCA 2025 R. O GODZINIE 07:30 CET.

ZAWARTOŚĆ RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ JAKĄKOLWIEK SPÓŁKĘ, KTÓREJ RAPORT DOTYCZY

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żubra 1, 01-066 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06- 841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

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

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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

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

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

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

INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

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

UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

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

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Lukas Cinikas	Analitik	Creotech	brak	brak	brak	brak

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

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i

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

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

METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

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

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

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

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

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

Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:

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

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy