

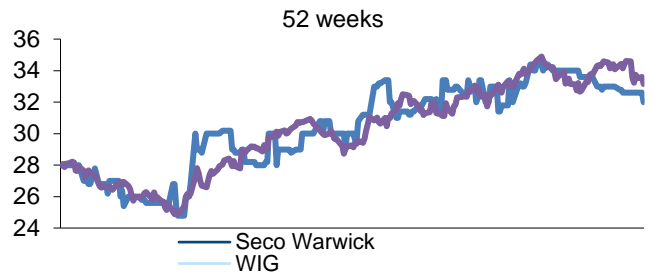
RAPORT ANALITYCZNY

# Seco Warwick

## Z Kupuj do Trzymaj

(mn PLN)	2023	2024e	2025e	2026e
Przychody	684	714	655	693
EBITDA	57	53	48	51
EBIT	41	36	29	32
Zysk netto	35	26	20	23
EPS (PLN)	3.5	2.6	2.0	2.3
CEPS (PLN)	5.2	4.3	3.9	4.2
BVPS (PLN)	24.3	25.9	26.9	28.0
DPS (PLN)	1.0	1.0	1.0	1.2
EV/EBITDA (x)	5.9	6.5	7.0	6.4
P/E (x)	9.0	12.4	15.9	14.0
P/CE (x)	6.2	7.4	8.2	7.6
Dividend yield	3.1%	3.1%	3.1%	3.8%

Cena akcji (PLN)	32.00	Reuters	SWG.WA Free float	34.5%
Liczba akcji (mn)	10.0	Bloomberg	SWG.PW Akcjonariusze	SW Holding
Wartość rynkowa (PLN mn)	320	Dzienniki	-	SecoWarwick
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	350	<b>Cena docelowa</b>	<b>30.9</b> Strona internetowa	<a href="https://www.secowarwick.com">https://www.secowarwick.com</a>



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	13.5%	6.7%	1.9%	-4.8%

### Analyst:

Jakub Szkopek  
+48 22 257 5753  
jakub.szkopek@erstegroup.com

## Nagły zwrot w perspektywach wyników

**Obniżamy nasze prognozy na lata 2024-2026 oraz cenę docelową z 36,2PLN do 30,9 PLN. W efekcie obniżamy nasze zalecenie inwestycyjne z Kupuj do Trzymaj.**

Perspektywy wzrostu cen na import towarów z Chin oraz słabe momentum gospodarcze w Europie ciąży na decyzjach inwestycyjnych przedsiębiorstw i możliwościach zdobywania zamówień przez Seco Warwick. Naszym zdaniem wyniki IH'24 mogą pokazać, że mimo rekordowego backlogu na koniec 2023 roku, w bieżącym roku nie uda się poprawić wyników finansowych. Zakładamy, że portfel zamówień Seco Warwick będzie się zmniejszał w kolejnych kwartałach, co przekładać się będzie na spadek wyników w 2024 i 2025 roku.

Warto zwrócić uwagę, że negatywnie na plany inwestycyjne przedsiębiorstw wpływają zaostrzający się protekcjonizm w światowym handlu. W maju USA podniosły cła na szereg chińskich towarów importowanych, w tym czterokrotnie zwiększyły cła na chińskie pojazdy elektryczne do 100%. Bruksela zaproponowała cła na pojazdy elektryczne (37,6%), które wciąż są przedmiotem dyskusji. Turcja ogłosiła, że nałoży dodatkowe 40% cła na pojazdy elektryczne wyprodukowane w Chinach, a Kanada stwierdziła, że rozważa wprowadzenie własnych ograniczeń. W międzyczasie Indonezja planuje nałożyć cła importowe w wysokości do 200% na produkty tekstylne, które pochodzą głównie z Chin, a Indie monitorują tanią chińską stal.

## Czynniki ryzyka

1. **Duża wrażliwość wyników na cykle koniunkturalne.** Historycznie sprzedaż i wyniki SecoWarwick były w dużej mierze uzależnione od cykli koniunkturalnych (rynek dóbr inwestycyjnych). Wyraźniejsze spowolnienie może prowadzić do drastycznego spadku przychodów ze sprzedaży i w efekcie wyników finansowych (patrz 2009 rok).
2. **Umocnienie PLN do USD.** Umocnienie złotówki do walut obcych to jedno z największych wyzwań dla SecoWarwick z punktu widzenia konkurencyjności i rentowności realizowanych kontraktów. Na ryzyko walutowe najbardziej ekspozycja są zakłady w Polsce (Europa ~30% sprzedaży; 30% sprzedaży w EUR, 20% w USD). Spółka w momencie zawarcia umowy zabezpiecza 60% wartości ekspozycji netto na kontrakcie. Spółki w USA kontraktują w USD, a Chiny głównie w CNY.
3. **Duża ekspozycja na Chiny.** Obecnie ponad 30% sprzedaży Grupy realizowane jest w Azji (przede wszystkim w Chinach). Natomiast w 2022 roku Chiny odpowiadały za 55% realizowanego EBIT w Grupie. Ewentualne drastyczne spowolnienie gospodarcze w Chinach, wojny handlowe USA-Chiny, wojna o Tajwan mogą negatywnie wpłynąć na koniunkturę w Chinach a pośrednio na wyniki tamtejszej spółki.
4. **Wzrost kosztów osobowych i dostęp do wysoko wykwalifikowanej kadry.** Koszty osobowe, to po kosztach materiałów i energii druga największa kategoria odpowiadająca za 22% kosztów ogółem w 2022 roku. Kadra SecoWarwick, to przede wszystkim wykwalifikowani inżynierowie (ponad 60%), którzy są często zachęceni przez konkurencyjne spółki. Grupa musi pilnować, aby wynagrodzenia były na konkurencyjnym poziomie, aby uniknąć migracji talentów z Grupy. SecoWarwick otwiera biura w lokalizacjach, gdzie dostęp do kadry jest lepszy – np. Biuro w Zielonej Górze, w Tarnowskich Górach, w pobliżu Poznania
5. **Ekspozycja na przemysł obronny.** Seco Warwick w efekcie znacznej sprzedaży do branży lotniczej (ok. 1/3 sprzedaży) ekspozycja jest również branżą obronną (samoloty, helikoptery, drony wojskowe). Naszym zdaniem ekspozycja na branżę zbrojeniową nie przekracza 10% przychodów ogółem. Część z inwestorów może statutowo wykluczać inwestycje w firmy ekspozowane na przemysł obronny, co może zawęzić grono potencjalnych inwestorów (z drugiej strony to jeden z czynników wzrostu przychodów).
6. **Ryzyko barier handlowych.** Zaawansowanie technologiczne produktów SecoWarwick może powodować, że w przyszłości część asortymentu może zostać objęta sankcjami, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Rosji. Spółka posiada nierozliczony depozyt na poziomie 252 tys. EUR dotyczący kontraktu, którego realizacja nie może zostać ukończona ze względu na obowiązujące sankcje (dotychczas realizowana, istotna (ponad 80%) część kontraktu została zakończona, wszystkie dotychczasowe należności zostały uregulowane przez kontrahenta). Również obecnie bariery handlowe między Chinami a Indiami powodują, że SecoWarwick w Chinach nie może dostarczać produktów do Indii. Grupa w przyszłości planuje powrót do Indii poprzez budowę tam oddziału (już teraz działa tam oddział sales & service).

## Wycena

Wycenę Grupy Seco Warwick bazujemy w 50% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w 50% na wycenie porównawczej.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	30.5
Wycena DCF (PLN)	50%	31.4
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>		<b>30.9</b>

## Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej staramy się zestawić wyniki SecoWarwick z producentami dóbr inwestycyjnych dla przemysłu. W wycenie uwzględniamy 20% dyskonto z uwagi na fakt, że spółki porównywalne są wyraźnie większe pod względem skali biznesu oraz wiele z nich ma większą dywersyfikację sprzedaży.

	P/E			EV/EBITDA			Dyidelt		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AMG CRITICAL MAT	12.0	6.0	6.4	5.6	3.8	3.8	3.6%	4.7%	6.2%
PVA TEPLA AG	16.8	14.6	12.6	9.7	8.5	7.5	-	-	-
ANDRITZ AG	11.0	10.6	10.2	6.1	5.9	5.8	4.3%	4.5%	4.0%
MITSUBISHI HEAVY	12.3	10.7	9.9	8.0	7.0	6.6	2.2%	2.7%	3.0%
AIDA ENGINEERING	11.0	-	-	3.6	3.9	-	3.5%	-	-
DANIELI & CO	8.9	6.9	-	0.4	0.3	-	1.7%	1.3%	-
GEA GROUP AG	14.5	13.5	12.8	7.8	7.4	7.0	2.9%	3.1%	3.5%
JUDGES SCIENTIFI	24.7	22.9	21.4	17.0	16.0	15.5	1.1%	1.2%	1.3%
EINHELL (HANS)-P	9.2	8.3	-	6.8	6.2	-	2.1%	2.2%	-
PALFINGER AG	11.0	8.9	9.6	6.7	6.1	6.2	3.2%	3.7%	3.6%
INTERROLL HLDG-R	28.1	24.3	21.7	16.7	14.6	12.9	1.3%	1.4%	1.6%
MIN	8.9	6.0	6.4	0.4	0.3	3.8	1.1%	1.2%	1.3%
MAX	28.1	24.3	21.7	17.0	16.0	15.5	4.3%	4.7%	6.2%
<b>Mediana</b>	<b>12.0</b>	<b>10.6</b>	<b>11.4</b>	<b>6.8</b>	<b>6.2</b>	<b>6.8</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.5%</b>
Seco Warwick	12.4	15.9	14.0	6.5	7.0	6.4	3.1%	3.1%	3.8%
premia (dyskonto)	3%	49%	23%	-4%	13%	-6%	21%	16%	9%
<b>Implikowana wycena</b>									
Mediana	12.0	10.6	11.4	6.8	6.2	6.8			
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%			
Waga wskaźnika		50%			50%				
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	28.8								
<b>12m wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>30.5</b>								

## Wycena DCF

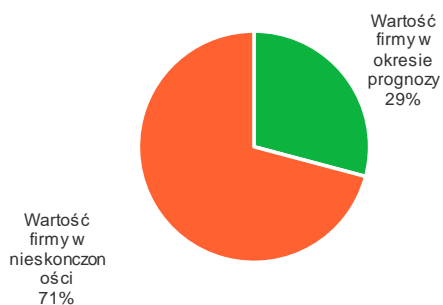
- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.5% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Do długu netto dodajemy wartość wypłaconej dywidendy w 2024 roku (1 PLN/akcja).
- Beta 1.2. duża zmienność wyników w przeszłości (rynek dóbr inwestycyjnych narażony na cykle koniunkturalne).

**Szacunki WACC**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Koszt długu	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Efektywna stopa podatkowa	19.8%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Udział kapitału w wycenie	92%	96%	97%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.5%</b>

**Wycena DCF**

(mn PLN)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Wzrost sprzedaży	4.4%	-8.2%	5.8%	7.8%	2.3%	2.1%
EBIT	36	29	32	46	45	44
marża EBIT	5.0%	4.5%	4.6%	6.1%	5.8%	5.6%
Stopa podatkowa	19.8%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Opodatkowanie EBIT	7	6	7	10	10	10
<b>NOPAT</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>36</b>	<b>35</b>	<b>34</b>
Amortyzacja	18	19	19	19	19	
CAPEX	-40	-25	-19	-20	-20	
Kapitał obrotowy	0	11	-2	-4	1	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	6	28	23	31	35	34
<b>Zdyskontowane przepływy</b>	<b>56</b>	<b>36</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	357					
Zdyskontowana wartość rezydualna	207					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>292</b>					
Udziałowcy mniejszościowi	3					
Dług netto	37					
Akcje własne	44					
<b>Wartość firmy</b>	<b>297</b>					
Liczba akcji (mn)	10					
Koszt kapitału	5.6%					
<b>12 miesięczna cena docelowa</b>	<b>31.4</b>					
Potencjał wzrostu / spadku	-2%					



WACC	Wzrost w nieskonczoności				
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
+1,0 p.p.	26.5	27.3	28.1	29.1	30.1
+0,5 p.p.	27.8	28.7	29.7	30.7	31.9
+0,0 p.p.	29.3	30.3	<b>31.4</b>	32.6	33.9
-0,5 p.p.	30.9	32.0	33.2	34.6	36.2
-1,0 p.p.	32.6	33.9	35.3	36.9	38.7

## Seco Warwick zmiana prognoz

Obniżamy znacząco nasze prognozy wyników finansowych na lata 2024-2026, głównie z uwagi na oczekiwane słabsze tempo napływu nowych zamówień w IH'24.

Naszym zdaniem na koniec 2024 roku portfel zamówień Seco Warwick spadnie do około 580mn PLN vs. Rekordowe 780mn PLN na koniec 2023 roku. Zakładamy, że niższy portfel zamówień będzie się również utrzymywał w 2025 roku i dopiero 2026 rok przyniesie odbudowę kolejki zamówień.

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	-3.6%	-16.7%	-15.5%	-12.8%	-14.0%
EBITDA	-11.5%	-24.5%	-23.2%	-1.7%	-5.7%
Zysk netto	-17.9%	-38.2%	-34.5%	-1.4%	-6.6%
DPS	-4.5%	-36.4%	-38.2%	-34.5%	-1.4%
Piece próżniowe	-26.3%	-33.4%	-16.8%	+6.8%	+12.8%
CAB AP	-17.4%	-53.2%	-45.2%	-57.7%	-58.1%
Piece Topielne	+47.6%	+18.2%	+20.4%	+12.9%	+11.6%
Aftersales	-11.7%	+2.4%	-21.0%	-5.3%	-16.2%
Portfel zamowien	-3.3%	-7.0%	-10.1%	-11.7%	-11.4%
Nowe zamowienia	-32.6%	-19.2%	-17.5%	-14.0%	-14.0%

Niższe przychody w efekcie skutkują wyraźnie niższymi wynikami w latach 2024-2026, głównie na poziomie EBITDA i zysku netto.

W tym otoczeniu nie zakładamy możliwości zwiększenia strumienia dywidend w 2025 roku.

**RZiS**

<b>(mIn PLN)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Przychody</b>	<b>463</b>	<b>623</b>	<b>684</b>	<b>714</b>	<b>655</b>	<b>693</b>
Piece próżniowe	137	191	184	165	117	151
Atmosfera	2	0	0	0	0	0
CAB AP	98	154	138	117	103	121
Piece Topielne	127	152	208	249	258	265
Aftersales	98	124	154	181	177	156
Pozostałe	0	2	0	1	1	1
<b>Koszty</b>	<b>359</b>	<b>485</b>	<b>531</b>	<b>560</b>	<b>515</b>	<b>547</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	104	137	153	154	140	146
Piece próżniowe	32	44	42	36	25	33
Atmosfera	-3	0	0	0	0	0
CAB AP	18	38	38	25	21	24
Piece Topielne	30	16	23	29	32	34
Aftersales	27	40	51	63	62	54
Pozostałe	0	0	-1	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>24</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>36</b>	<b>29</b>	<b>32</b>
dz. fin.	-1	-3	-10	-3	-3	-3
Zysk brutto	19	33	30	32	26	29
Podatek doch.	2	1	6	7	6	7
Mniejszości	0	1	1	1	1	1
Zysk netto	17	31	35	26	20	23
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>37</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>53</b>	<b>48</b>	<b>51</b>
<b>Skor. ZN</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>35</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>23</b>

*Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research*
**Portfel zamówień**

<b>(mIn PLN)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Portfel zamówień	347	566	776	578	574	586
Nowe pozyskane zamówienia	459	842	902	515	650	704
Book to bill	1.3	1.1	0.9	1.2	1.1	1.2

*Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research*

**Rachunek CF**

(mIn PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>CF oper.</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>59</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>40</b>
Kapitał obrot.	-3	12	7	0	11	-2
<b>CF inw.</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-40</b>	<b>-25</b>	<b>-19</b>
CAPEX	-9	-12	-22	-40	-25	-19
<b>CF fin.</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-35</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>
Dywidenda/buyback	-14	-3	-10	-10	-10	-12
<b>CF</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-15</b>	<b>7</b>	<b>1</b>
CFO/EBITDA	26%	47%	103%	82%	105%	79%
FCFF	18	38	80	83	75	59
<b>FCFF/EV</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>22%</b>	<b>18%</b>
DPS	0.48	0.25	1.00	1.00	1.00	1.21
Wsk. wypłaty	35.9%	15.1%	32.7%	28.2%	38.8%	60.0%
<b>DYield</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.8%</b>

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

**Bilans**

(mIn PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Aktywa trwałe</b>	19.5	10.8	9.0	12.4	15.9	14.0
Rzeczowe	<b>19.5</b>	<b>10.8</b>	<b>9.0</b>	<b>12.4</b>	<b>15.9</b>	<b>14.0</b>
Niematerialne	9.4	6.1	5.9	6.5	7.0	6.4
Goodwill	<b>9.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>	<b>6.5</b>	<b>7.0</b>	<b>6.4</b>
Rozliczenia międzyokresowe	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>Aktywa obrot.</b>	2.0	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
Zapasy						
Należności	<b>8.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.4%</b>
Gotówka	15%	55%	0%	-6%	-10%	7%
	3.7%	4.9%	5.2%	3.6%	3.1%	3.3%
<b>Kapitały wł.</b>	<b>23%</b>	<b>81%</b>	<b>19%</b>	<b>-27%</b>	<b>-22%</b>	<b>13%</b>
Mniejszości						
<b>Zob. długo.</b>	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
Kredyty	10.3	10.3	10.0	10.0	10.0	10.0
<b>Zob. krótko.</b>	330	330	320	320	320	320
Kredyty	346	347	337	347	335	329
Zob. Handlowe	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Rozliczenia międzyokresowe	19.5	10.8	9.0	12.4	15.9	14.0
	<b>19.5</b>	<b>10.8</b>	<b>9.0</b>	<b>12.4</b>	<b>15.9</b>	<b>14.0</b>
<b>Dług netto</b>	9.4	6.1	5.9	6.5	7.0	6.4
DN/EBITDA	<b>9.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>	<b>6.5</b>	<b>7.0</b>	<b>6.4</b>
DN/EA skor.	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

**Wskaźniki**

	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
P/E	19.5	10.8	9.0	12.4	15.9	14.0
<b>P/E skor.</b>	<b>19.5</b>	<b>10.8</b>	<b>9.0</b>	<b>12.4</b>	<b>15.9</b>	<b>14.0</b>
EV/EBITDA	9.4	6.1	5.9	6.5	7.0	6.4
<b>EV/EA skor.</b>	<b>9.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>	<b>6.5</b>	<b>7.0</b>	<b>6.4</b>
P/S	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
P/BV	2.0	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
<b>Marża EBITDA</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.4%</b>
Zm. EBITDA r/r	15%	55%	0%	-6%	-10%	7%
Marża netto	3.7%	4.9%	5.2%	3.6%	3.1%	3.3%
<b>Zm. EPS r/r</b>	<b>23%</b>	<b>81%</b>	<b>19%</b>	<b>-27%</b>	<b>-22%</b>	<b>13%</b>
Cena (PLN)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
L. akcji (mln)	10.3	10.3	10.0	10.0	10.0	10.0
MCap	330	330	320	320	320	320
EV	346	347	337	347	335	329

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research



<b>Income Statement</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
(IAS, PLN mn, 31/12)	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
<b>Net sales</b>	<b>463.20</b>	<b>622.73</b>	<b>683.66</b>	<b>713.98</b>	<b>655.33</b>	<b>693.35</b>
Cost of goods sold	358.94	485.39	530.55	560.22	515.46	546.95
<b>Gross profit</b>	<b>104.26</b>	<b>137.34</b>	<b>153.11</b>	<b>153.76</b>	<b>139.87</b>	<b>146.40</b>
SG&A	76.41	94.77	112.71	118.10	110.69	114.53
Other operating revenues	2.12	4.84	4.34	0.00	0.00	0.00
Other operating expenses	-5.96	-5.36	-4.24	0.00	0.00	0.00
<b>EBITDA</b>	<b>36.91</b>	<b>57.06</b>	<b>56.80</b>	<b>53.24</b>	<b>47.85</b>	<b>51.11</b>
Depreciation/amortization	12.89	15.01	16.30	17.57	18.67	19.24
<b>EBIT</b>	<b>24.01</b>	<b>42.05</b>	<b>40.50</b>	<b>35.67</b>	<b>29.18</b>	<b>31.87</b>
Financial result	-0.62	-3.09	-10.02	-3.44	-3.15	-2.64
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EBT</b>	<b>19.45</b>	<b>33.34</b>	<b>30.27</b>	<b>32.22</b>	<b>26.02</b>	<b>29.23</b>
Income taxes	2.15	1.28	6.23	7.06	6.42	7.01
Result from discontinued operations						
Minorities and cost of hybrid capital	11.40	13.44	14.10	14.64	15.52	16.58
<b>Net result after minorities</b>	<b>16.91</b>	<b>30.62</b>	<b>35.41</b>	<b>25.81</b>	<b>20.13</b>	<b>22.80</b>
<b>Balance Sheet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Intangible assets	75.23	82.00	100.94	123.36	129.69	129.46
Tangible assets	47.30	48.47	52.31	52.31	52.31	52.31
Financial assets	2.06	2.19	1.64	1.64	1.64	1.64
<b>Total fixed assets</b>	<b>166.89</b>	<b>166.20</b>	<b>189.88</b>	<b>212.30</b>	<b>218.64</b>	<b>218.40</b>
Inventories	295.35	415.46	436.70	437.52	414.02	435.35
Receivables and other current assets	105.57	106.38	132.32	138.19	126.84	134.20
Other assets	98.01	157.94	148.67	155.69	145.05	153.60
Cash and cash equivalents	41.20	73.90	75.74	60.79	67.89	69.39
<b>Total current assets</b>	<b>393.35</b>	<b>573.41</b>	<b>585.37</b>	<b>593.21</b>	<b>559.07</b>	<b>588.95</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>462.24</b>	<b>581.66</b>	<b>626.58</b>	<b>649.82</b>	<b>632.65</b>	<b>653.75</b>
Shareholders'equity	166.64	221.66	242.89	258.69	268.82	279.54
Minorities	1.20	2.41	2.68	3.32	3.84	4.42
Hybrid capital and other reserves	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pension and other LT personnel accruals	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LT provisions	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest-bearing LT debts	23.47	26.34	41.46	36.46	31.46	26.46
Other LT liabilities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total long-term liabilities</b>	<b>23.47</b>	<b>26.34</b>	<b>44.41</b>	<b>39.41</b>	<b>34.41</b>	<b>29.41</b>
Interest-bearing ST debts	34.05	65.45	51.49	51.49	51.49	51.49
Other ST liabilities	157.46	224.12	278.93	291.72	269.91	285.70
<b>Total short-term liabilities</b>	<b>100.07</b>	<b>150.14</b>	<b>159.10</b>	<b>163.87</b>	<b>154.64</b>	<b>160.63</b>
<b>TOTAL LIAB. , EQUITY</b>	<b>462.24</b>	<b>581.66</b>	<b>626.58</b>	<b>649.82</b>	<b>632.65</b>	<b>653.75</b>
<b>Cash Flow Statement</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	9.56	26.55	58.57	43.49	50.26	40.21
Cash flow from investing activities	-8.55	-11.67	-21.62	-40.00	-25.00	-19.00
Cash flow from financing activities	0.00	0.00	1.84	-14.95	7.11	1.49
<b>CHANGE IN CASH , CASH EQU.</b>	<b>54.22</b>	<b>73.90</b>	<b>75.74</b>	<b>60.79</b>	<b>67.89</b>	<b>69.39</b>
<b>Margins &amp; Ratios</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Sales growth	18.9%	34.4%	9.8%	4.4%	-8.2%	5.8%
EBITDA margin	8.0%	9.2%	8.3%	7.5%	7.3%	7.4%
EBIT margin	5.2%	6.8%	5.9%	5.0%	4.5%	4.6%
Net profit margin	3.7%	4.9%	5.2%	3.6%	3.1%	3.3%
ROE	9.1%	15.8%	15.2%	10.3%	7.6%	8.3%
ROCE	7.6%	11.3%	9.7%	5.9%	4.1%	5.1%
Equity ratio	35.8%	37.7%	38.3%	39.3%	41.9%	42.1%
Net debt	16.3	17.9	17.2	27.2	15.1	8.6
Working capital	195.3	265.3	277.6	273.6	259.4	274.7
Capital employed	181.8	237.1	260.4	285.5	283.0	286.6
Inventory turnover	-1.2	-1.4	-1.2	-1.3	-1.2	-1.3

Source: Company data, Erste Group estimates

## Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). SecoWarwick została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). **Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym SecoWarwick Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu.** Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiegokolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiegokolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakikolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

**Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji.** Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

## Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

### Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

### Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązanymi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w

odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

[https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang\\_mit\\_Interessenskonflikten/index.phtml](https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml)

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod następującym linkiem:

[https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations\\_Distribution/index.phtml](https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml)

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

### **Definicje ocen Erste Group**

<b>Kup</b>	> +20% od ceny docelowej
<b>Akumuluj</b>	+10% < cena docelowa < +20%
<b>Trzymaj</b>	0% < cena docelowa < +10%
<b>Redukuj</b>	-10% < cena docelowa < 0%
<b>Sprzedaj</b>	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

### **Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka**

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethoden/index.phtml>

### **Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji**

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

### **Odnośniki**

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

**Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:**

**Austria:** Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnenmannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

**Niemcy:** Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

**Zjednoczone Królestwo (UK):** Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

**Republika Czeska:** Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

**Chorwacja:** Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

**Węgry:** Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

**Serbia:** Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

**Rumunia:** Banca Comercială Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

**Polska:** Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

**Słowacja:** Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

**Szwajcaria:** Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

**Hong Kong:** Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

**Wielka Brytania:** Niniejszy dokument jest skierowany wyłącznie do inwestorów profesjonalnych (zgodnie z definicją tego terminu zawartą w art. 19(5) Ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (promocja finansowa) Rozporządzenie z 2005 r. ("FPO")) lub do osób, dla których jego dystrybucja byłaby w inny sposób zgodna z prawem. W związku z tym osoby, które nie mają profesjonalnego doświadczenia w kwestiach związanych z inwestycjami, nie powinny polegać na niniejszym dokumencie.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2023. Wszelkie prawa zastrzeżone.  
**Opublikowano przez:**

**Erste Securities Polska S.A.**  
Departament Analiz  
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16  
Siedziba: Warszawa  
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121  
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy  
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: [www.esp.pl](http://www.esp.pl)

oraz:

**Erste Group Bank AG**  
Group Research  
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1  
Siedziba: Wiedeń  
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m  
Sąd Gospodarczy w Wiedniu  
Strona internetowa Erste Group Bank AG: [www.erstegroup.com](http://www.erstegroup.com)