

czwartek, 28 kwietnia 2022 | komentarz specjalny

STS Holding: Wyniki finansowe 2021

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 30,30 PLN | cena bieżąca: 15,39 PLN

STH.PW; STH1.WA | zakłady bukmacherskie, Polska

Opracowanie: Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09 | +48 509 603 046

Przychody STS Holding w 2021 roku wzrosły r/r o 28%, skorygowany wynik EBITDA o 43%, a wynik netto o 32%. Wyniki są poniżej naszych oczekiwań ze stycznia (głównie przez wyższe bonusy wypłacone do graczy oraz gorszy rozkład wyników wydarzeń sportowych w 4Q'21), jednak przychody NGR są spójne z danymi wstępnymi zaprezentowanymi przez Grupę na początku marca.

Wraz z wynikami 2021 roku STS pokazał dane wstępne za 1Q'22, które wskazują na dobry kwartał (NGR +14% r/r, rekordowy w historii Grupy), zaś na konferencji przekazał że marża EBITDA w 1Q'22 była „znacznie powyżej 40%”, a wyniki kwietnia były bardzo dobre i korzystne, zaś spowolnienie związane z wojną minęło. Z drugiej strony, Grupa obniżyła swój całoroczny guidance – przy IPO oczekiwała +20-25% wzrostu NGR w 2022 roku, a teraz wskazuje na +15-20% wzrostu NGR.

Wyniki 2021 roku są imponujące w porównaniu r/r, ale gorsze od naszych i rynkowych oczekiwań. Uważamy, że niższe wyniki wraz z niższym guidance Grupy na 2022 rok skutkują obniżeniem konsensusu rynkowego na 2022 rok i na kolejne lata. Pomimo gorszych perspektyw niż wskazywane podczas IPO to biorąc pod uwagę znaczący spadek kursu w ostatnich miesiącach uważamy, że spółka nadal pozostaje niedowartościowana – na wskaźniku P/E'22 notowana jest ok. 30% poniżej zagranicznych peersów. STS nadal pozostaje liderem na wzrostowym rynku zakładów bukmacherskich w Polsce, z wysoką rentownością EBITDA, wysoką generacją FCF i profilem dywidendowym (w 2022 roku dwie transze w 3Q i 4Q).

Zakłady zawarte przez graczy w 2021 roku wyniosły 4 492 mln PLN (+25% r/r), co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami (4 463 mln PLN, różnica +1%).

Przychody NGR (czyli zakłady po odjęciu wygranych dla graczy oraz po podatku od gier hazardowych) wyniosły 564,9 mln PLN (+30% r/r), co jest wynikiem nieznacznie gorszym od naszych oczekiwań o 2% (nasze oczekiwania wynosiły 575,9 mln PLN).

Wraz ze wzrostem skali działalności wzrosły również pozycje kosztowe Grupy: koszty osobowe do 89,9 mln PLN (+28% r/r), marketing do 69,2 mln PLN (+39% r/r), koszty organizacji usług bukmacherskich i wykorzystania wyników do 68,6 mln PLN (+22% r/r). Główne zaskoczenie w porównaniu do naszych oczekiwań to wyższe bonusy wypłacane graczom, które w całym zeszłym roku wyniosły 67,5 mln PLN (+49% r/r) w porównaniu do oczekiwanych przez nas 56,4 mln PLN (różnica +20%).

Grupa zaraportowała wzrost wyniku operacyjnego do 179,5 mln PLN (+37%), a wyniku EBITDA do 202,7 mln PLN (+34%). Wynik **EBITDA skorygowany** o zdarzenia jednorazowe (przede wszystkim koszty zesłorocznego procesu IPO, koszty programu motywacyjnego, koszty „covidowe”) **wyniósł 216 mln PLN (+43% r/r) i jest o 8% niższy od naszych oczekiwań** na poziomie 235,6 mln PLN. Różnica w porównaniu do naszych oczekiwań wynika głównie z:

- niższych przychodów NGR – wyniki w wydarzeniach sportowych (głównie w 4Q'21) ułożyły się niekorzystnie dla bukmacherów, różnica do oczekiwań ok. -11 mln PLN.

- wyższych bonusów wypłaconych graczom – efekt wyższej konkurencji ze strony innych bukmacherów, różnica do oczekiwań również ok. -11 mln PLN.

Na poziomie netto Grupa zaraportowała 131,3 mln PLN (+32% r/r) zysku przypisanego podmiotowi dominującemu, co jest 19% poniżej naszych oczekiwań (161,7 mln PLN).

Grupa osiągnęła 148,9 mln PLN przepływów finansowych z działalności operacyjnej (vs. 141,0 mln PLN w 2020 r.), 88,5 mln PLN z działalności inwestycyjnej (vs. -109,3 mln PLN w 2020 r., różnica wynika głównie ze zamiany aktywów finansowych) oraz -139,6 mln PLN z działalności finansowej (vs. -74,1 mln PLN w 2020 r.; głównie wypłata dywidendy na poziomie 125 mln PLN). W 2021 r. Grupa wygenerowała 97,8 mln PLN środków pieniężnych i zakończyła rok ze środkami pieniężnymi w wysokości 146,4 mln PLN.

Wyniki finansowe STS Holding w 2021 roku w porównaniu do oczekiwań

(mln PLN)	2021	2020	r/r	2021P	różnica
zakłady graczy	4 492,4	3 597,3	25%	4 463,3	1%
przychody NGR	564,9	434,0	30%	575,9	-2%
bonusy dla graczy	-67,5	-45,2	49%	-56,4	20%
przychody	497,6	389,0	28%	519,5	-4%
skor. EBITDA	216,0	151,1	43%	235,6	-8%
EBITDA	202,7	151,1	34%	235,6	-14%
marża EBITDA	40,7%	38,9%		45,4%	
EBIT	179,5	130,6	37%	206,8	-13%
zysk brutto	174,3	129,7	34%	205,9	-15%
zysk netto	131,3	99,2	32%	161,7	-19%

Źródło: STS Holding, mBank

Grupa zaktualizowała swoje oczekiwania odnośnie **kształtowania się wyników w 2022 r.:**

- +15-20% wzrostu przychodów NGR (przy IPO Grupa oczekiwała +20-25% r/r wzrostu),
- marża EBITDA powyżej 40% (przy IPO Grupa oczekiwała jednocyfrowego wzrostu z poziomów 40-42%),
- CAPEX w wysokości 2-4% przychodów NGR (przy IPO Grupa oczekiwała CAPEX w wysokości 4% NGR).

Grupa podała również **dane wstępne za 1Q'22:**

- zakłady zawarte przez graczy wyniosły 1 075 mln PLN (-4% r/r),
- przychody NGR 158 mln PLN (+14% r/r, rekordowe w historii),
- liczba graczy z pierwszym depozytem 41 tys. (-34% r/r),
- liczba nowych graczy 64 tys. (-35% r/r)

Dodatkowo w trakcie konferencji, prezes STS wskazał, że marża EBITDA w 1Q'22 była „znacznie powyżej 40%”, a wyniki kwietnia były bardzo dobre i korzystne, zaś spowolnienie związane z wojną minęło. Wzrost NGR przy spadku zakładów wskazuje, że w 1Q'22 wystąpił odwrotny efekt co w 4Q'21 i wydarzenia sportowe ułożyły się korzystniej dla bukmacherów. Dla przykładu, prezes STS wskazał, że pojedyncze zdarzenie sportowe (np. mecz Polski z Albanią z października 2021, niekorzystny wynik dla bukmachera) może „kosztować” spółkę kilka milionów PLN.

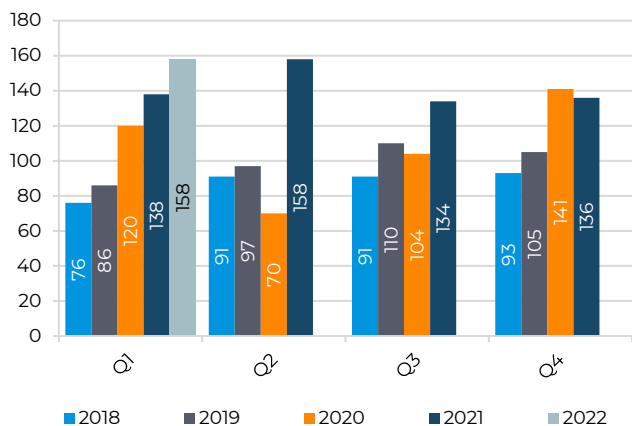


W trakcie konferencji prezes STS wskazał również, że spółka analizuje możliwości **przejęć zagranicznych przedmiotów**. Póki co wskazane zostały jedynie teoretyczne parametry:

- transakcja po kilkadziesiąt milionów EUR – oczekiwane wyceny sprzedających aktualnie wahają się w paśmie 6-15x EBITDA, STS będzie szukało „okazji inwestycyjnych”,

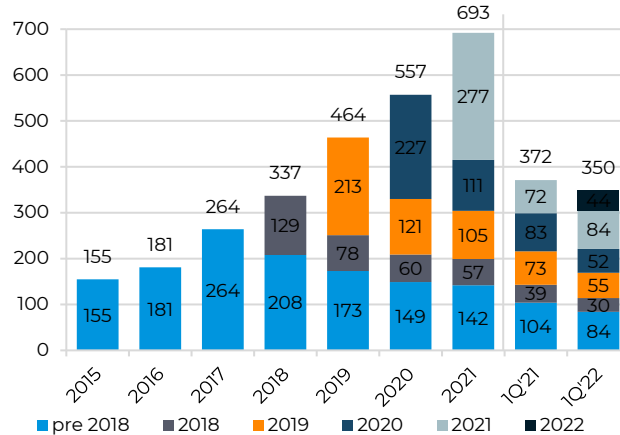
- spółki z pozytywnym wynikiem EBITDA i bez zadłużenia,
- spółki działające na europejskim i licencjonowanym rynku,
- potencjalnie przejęcie mogłoby zostać sfinansowane z długu (denominowanego w EUR), nie z emisji, a 100% wypłata dywidendy do akcjonariuszy utrzymana.

Kwartałne przychody NGR (mln PLN)



Źródło: STS Holding, mBank

Liczba aktywnych graczy wg roku akwizycji (tys.)



Źródło: STS Holding, mBank

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest 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, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl