

5 listopada 2021

Saule S.A.

Podsumowanie konkluzji wyceny

Na dzień 30 września 2021 roku wyceniamy wartość kapitałów własnych Saule SA przy zastosowaniu średniej ważonej z wycen cząstkowych metodą 1) zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych, 2) porównawczą przy użyciu wskaźnika EV/Przychody i 3) porównawczą przy użyciu wskaźnika EV/EBITDA. Szacujemy, że wartość przedmiotu wyceny w postaci 1 324 938 akcji stanowiących 84,80% kapitału spółki wynosi PLN 745 932 588.

Saule SA jest światowym liderem w rozwoju technologii perowskitowych ogniw fotowoltaicznych. Od 2014 roku spółka rozwija z powodzeniem technologię cienkich, drukowanych, elastycznych ogniw, które znajdują komercyjne zastosowania m.in.: w sektorze internetu rzeczy (IoT), budownictwie i przemyśle. W 2021 roku zarząd podjął strategiczną decyzję wejścia w segment elektronicznych etykiet cenowych przeznaczonych dla sieci handlowych zasilanych ogniwami fotowoltaicznymi z perowskitów (PESL). Perowskitowe ogniwa fotowoltaiczne Saule Technologies są w stanie pracować z imponującą efektywnością konwersji do 25,5% w warunkach pracy dla aplikacji IoT. Naukowcy Saule opracowali przełomowe rozwiązanie, które łączy perowskitowy moduł słoneczny z wyświetlaczem e-ink o bardzo niskim poborze mocy.

Wyraźnie dwucyfrowy wzrost rynku. Globalny rynek elektronicznych etykiet szacowany jest na 10mld sztuk a penetracja wynosi zaledwie 5%. Globalny rynek elektronicznych etykiet cenowych będzie w najbliższych latach wzrastał silnie dwucyfrowo. Firma Markets & Markets szacuje, iż w latach 2021-17 globalny rynek ESL rósł 13% średniorocznie i osiągnął wartość \$826 mln. Wzrost rynku przyspieszy do 23% średniorocznie w kolejnych latach w wartość rynku zwiększy się do \$2,87 mld w roku 2027. Segment PESL będzie motorem wzrostu przychodów spółki Saule w najbliższych latach.

Trzycyfrowy wzrost EBITDA w spółce. Prognozujemy 67% średniorocznego wzrostu przychodów ze sprzedaży w latach 2022-25P oraz 140% wzrostu EBITDA. Nasze prognozy są zachowawcze gdyż nie uwzględniamy m.in.: 1) możliwej sprzedaży produktu PESL do sieci handlowych działających poza granicami Polski, 2) wysokomarżowych przychodów VAS w segmencie PESL oraz 3) przychodów i zysków z zastosowań BAPV/BIPV, e-mobility oraz folii barierowej.

Wycena porównawcza w oparciu o wyniki i mnożniki dla roku 2023. Na koniec września 2021 roku publiczne spółki porównywalne notowane były przy wskaźniku 2023P EV/Przychody 1,98x i 2023P EV/EBITDA 9,94x. Nasza wycena zakłada dyskonto do mnożników spółek porównywalnych w wysokości 10%.

Wyniki i prognozy finansowe

PLN mln	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	2.1	1.0	135.0	518.2	558.0	627.2
EBITDA	(6.7)	(27.0)	10.7	116.1	125.9	144.9
Zysk netto	(8.1)	(34.6)	(3.9)	97.0	108.4	122.6
Aktywa łączne	77.9	68.7	134.7	205.9	313.0	441.9
Kapitały własne	23.0	(2.8)	(6.7)	90.3	198.8	321.4
Zadłużenie netto	(7.4)	5.5	63.4	0.1	(112.4)	(235.8)
Kapitał obrotowy	2.4	0.4	11.9	53.8	58.0	65.5
ROE, %	neg.	neg.	82.5	231.8	75.0	47.1
EBITDA marża, %	neg.	neg.	7.9	22.4	22.6	23.1

Źródło: Dane spółki, szacunki Andrzej Knigawka Advisory

Przedmiot i podstawa sporządzenia wyceny spółki

Przedmiotem niniejszej wyceny jest oszacowanie wartości godziwej wkładu niepieniężnego w postaci 1 324 938 akcji stanowiących 84,80% kapitału zakładowego spółki Saule S.A. na dzień wyceny tj. 30 września 2021 roku.

Saule S.A. spółka, której akcje są przedmiotem wyceny sporządzonej w niniejszym opracowaniu jest następcą prawnym Saule spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Przekształcenie Saule spółka z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę Saule S.A. zostało zarejestrowane na dzień 30 października 2019 roku.

Przy sporządzeniu wyceny wykorzystano następujące dokumenty udostępnione przez służby finansowe spółki Saule S.A.:

- Sprawozdania finansowe spółki Saule sp. z o.o. za rok 2018.
- Sprawozdania Zarządu z działalności spółki Saule sp. z o.o. za rok 2018.
- Rachunek zysków i strat oraz bilans spółki Saule S.A. za rok 2019.
- Zbadane przez audytorów spółki sprawozdanie finansowe za okres od 31 października 2019 do 31 grudnia 2020 spółka Saule S.A.. Dane finansowe na dzień 30 października 2019 stanowiły podstawę otwarcia ksiąg Saule S.A. w związku z przekształceniem Saule sp. z o.o w spółkę Saule S.A..
- Sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego za rok 2020 sporządzone przez Warido Audyt Sp. z o.o. i podpisane przez biegłego rewidenta Angelikę Sadłoń-Grabską. Sprawozdania finansowe za okresy poprzednie nie podlegały obowiązkowi badania.
- Statut spółki w brzmieniu na dzień 3 lutego 2021 roku.
- Listy intencyjne dotyczące wdrożeń pilotażowych i komercjalizacji etykiet cenowych zasilanych ogniwoami z perowskitów
- Plany sprzedażowe dla etykiet cenowych zasilanych ogniwoami z perowskitów

Dodatkowo otrzymaliśmy szereg dodatkowych informacji finansowych oraz materiałów informacyjnych takich jak prezentacje spółki, prezentacje inwestycyjne oraz prezentacje produktowe. Przeprowadziliśmy szereg spotkań i rozmów z zarządem, członkami rady nadzorczej oraz pracownikami spółki zarówno w siedzibie spółki w Warszawie jak i w oddziale we Wrocławiu. Odwiedziliśmy stację benzynową PKN Orlen, na której spółka dokonała pierwszego pilotażowego wdrożenia etykiet cenowych zasilanych ogniwoami z perowskitów. Przeprowadziliśmy rozmowę z kierownictwem tej placówki PKN Orlen i uzyskaliśmy potwierdzenie, że pilotażowe rozwiązanie PESL zostało zaimplementowane i funkcjonuje.

Opis działalności

Saule SA rozwija technologię produkcji fotowoltaicznych ogniw z perowskitów. Spółka prowadzi badania nad perowskitami od roku 2014 i opracowała metodę produkcji perowskitowych ogniw fotowoltaicznych z zastosowaniem druku atramentowego. W maju 2021 roku Saule uruchomiła we Wrocławiu pierwszą na świecie pilotażową linię produkcyjną ogniw z perowskitów. Saule skupia się obecnie na zastosowaniu ogniw perowskitowych w elektronicznych etykietach cenowych wykorzystywanych przez sieci handlowe. W kolejnym kroku firma planuje certyfikację i komercjalizację modułów fotowoltaicznych o większych rozmiarach i parametrach do zastosowań BIPV i BAPV oraz w elektromobilności. Podsumowanie obecnych priorytetów rozwojowych spółki można znaleźć tutaj <https://youtu.be/p3a8wP08Zel>

Spółka uzyskała również dofinansowanie z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego na prowadzenie prac badawczych nad transparentną, elastyczną elektrodą o właściwościach barierowych do zastosowań w optoelektronice. Celem strategicznym projektu jest uzyskanie folii barierowej wraz z elektrodą przewodzącą. Efektem projektu będzie ekonomiczne rozwiązanie w konkurencyjnej cenie o wysokim potencjale oddziaływania na przemysł elastycznej elektroniki.

Właściwości perowskitów

Perowskit jest minerałem występującym w przyrodzie, posiadającym charakterystyczny układ atomów na podstawie tytanianu wapnia. Jest świetnym pochłaniaczem światła, lepszym od krzemu lub arsenku galu.

Odkrywcą perowskitów został Gustav Rose, niemiecki mineralog, który odkrył kryształy minerałów perowskitowych w górach Ural w 1838 roku. Perowskity zawdzięczają swoją nazwę nazwisku rosyjskiego mineraloga Lwa Perowskiego. Z chemicznego punktu widzenia są one solami o ogólnym wzorze ABX_3 , co w skrócie odpowiada kationom metali i anionom tlenkowym (każdy związek odpowiadający tej formule nazywany jest perowskitem). Oprócz perowskitów pochodzenia naturalnego, które występują w magmie i skałach, istnieją perowskity pochodzenia laboratoryjnego, wytwarzane w procesie syntezy chemicznej. W laboratorium, dzięki zmianie w strukturze, można wytworzyć perowskit, który będzie posiadać nowe właściwości, takie jak przewodzenie prądu. To właśnie tak zmodyfikowane minerały, stanowią alternatywę dla krzemu, stosowanego do tej pory, jako półprzewodnik w produkcji ogniw fotowoltaicznych.

Dzięki zdolności pochłaniania światła możliwe jest nawet trzykrotnie zmniejszenie materiału zużytego do wyprodukowania ogniwa słonecznego. Badania nad zastosowaniem perowskitów trwają już przeszło od dekady i wielu naukowców uważa, że mają one dużą szansę na zastąpienie obecnych półprzewodników w ogniwach słonecznych. Perowskity mają sprawność konwersji energii na poziomie 18%-22%, czyli podobną do krzemu, jednak mogą być stosowane w ultra cienkich warstwach, co pozwala na znaczną oszczędność materiału zużytego do produkcji ogniw fotowoltaicznych.

Do tego, w przeciwieństwie do ogniw krzemowych, ogniwa perowskitowe są elastyczne, lżejsze i częściowo transparentne. Ogniwa perowskitowe można nie tylko zainstalować na każdej, dostępnej powierzchni budynku, ale również dostosować do niej zarówno wymiary modułów jak i odpowiedni, pasujący kolor. Bardzo ważną kwestią jest również to, że są one znacznie tańsze w produkcji.

Pierwsze, znaczące badania nad wykorzystaniem zdolności tego minerału w ogniwach fotowoltaicznych przeprowadzono w 2009 roku. Jednak zespół prowadzony przez Tsutomu Miyazakiego z Japonii, nie spowodował podniesienia sprawności tych urządzeń.

Więszym sukcesem okazała się za to próba naukowców z Oxfordu, którą kierował Henry Snaith, uzyskując sprawność generacji energii elektrycznej na poziomie 10%. Snaith zastąpił perowskit w postaci elektrolitu jego polimerem.

Badanie przeprowadzone przez naukowców Saule S.A. wskazuje wydajność ogniw słonecznych z wykorzystaniem perowskitów jako porównywalną z innymi wiodącymi technologiami fotowoltaicznymi, wynoszącymi obecnie około 20% (takimi jak krystaliczny krzem, CdTe i CIGS). Naukowcy Saule wyeliminowali z procesu produkcji tlenek tytanu, który znacząco wpływał na koszty wytwarzanego materiału. Do tego wymagał on również wypiekania w temperaturze 500°C, dlatego też jedynym podłożem, na którym można było nakładać perowskity było szkło. Naukowcom Saule udało się obejść ten problem, przez co, cały proces zachodził w niższych temperaturach, a efektem końcowym okazał się perowskit w płynie, który można nanosić jak farbę, na dowolnym podłożu. Dużą zaletą jest również to, że do produkcji końcowego materiału ogniwa, wykorzystuje się tanie materiały startowe. Natomiast sam materiał może być nadrukowany, czyli wytworzony w procesie mokrej chemii. Grubość warstwy perowskitów, którą można dzięki tej metodzie uzyskać wynosi ok. 300 nm i taka cienka warstwa perowskitów pochłania światło widzialne o długości fal z zakresu 300-800 nm.

Wycena

Zakładamy, że w najbliższych kwartałach zarząd skupi się na rozwoju elektronicznych etykiet cenowych z ogniwami perowskitowymi *ang. perovskite electronic shelf label* (PESL). PESL To nowy rodzaj elektronicznej metki cenowej ze zintegrowanym perowskitowym ogniwem słonecznym, jako głównym źródłem zasilania.

Saule opracowuje drukowane atramentowo, ultra-cienkie i elastyczne ogniwa słoneczne na bazie perowskitów, które są ekologiczne i lekkie, działają w sztucznym świetle i w warunkach słabego oświetlenia. Spółka opracowała przełomowe rozwiązanie, które łączy perowskitowy moduł słoneczny z wyświetlaczem e-ink o bardzo niskim poborze mocy. Moduły perowskitowe są w stanie wytwarzać energię w sztucznym oświetleniu i w środowisku słabo oświetlonym. Dlatego też, PESL oferuje wiele aktualizacji ekranu dziennie (zamiast jednej dziennie) i 10-letnią żywotność bez konserwacji. Ogniwa perowskitowe dostarczają energię, która jest wystarczająca dla czterech aktualizacji wyświetlacza w etykiecie PESL dziennie przy natężeniu oświetlenia 500 luksów.

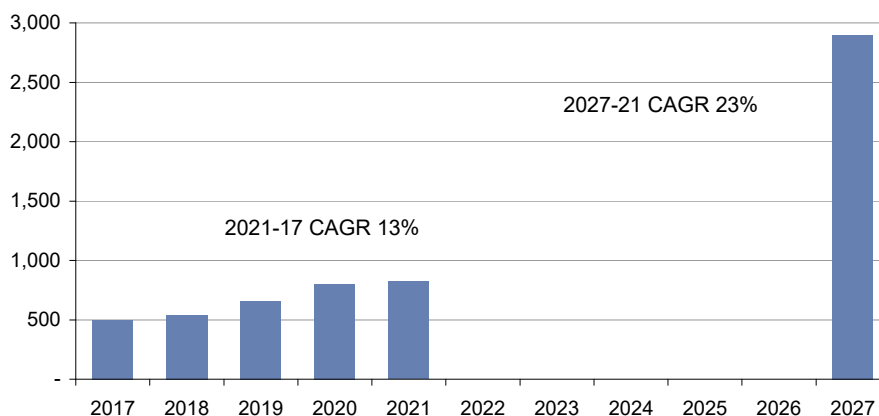
Produkt ten ma znacząco krótszą drogę na rynek w porównaniu do pozostałych produktów rozwijanych przez spółkę takich jak panele wielkopowierzchniowe, łamacze światła ze względu na brak czynników atmosferycznych obniżających stabilność ogniwa, które występują w powyższych zastosowaniach. W przypadku modułów słonecznych wyzwaniem dla technologii Saule jest przeniesienie zachęcających parametrów technologicznych z poziomu ogniwa na skalowalną, stabilną i taną technologię na poziomie modułów.

Koreański producent ESL Solum szacuje, że pojedynczy sklep zużywający 1,000 etykiet papierowych rocznie oszczędza US\$8,000 dzięki wprowadzeniu elektronicznych etykiet. PESL daje detalistom szereg korzyści, których nie mogą zapewnić konwencjonalne produkty ESL. W porównaniu do konkurencyjnych elektronicznych etykiet cenowych zasilanych z konwencjonalnych baterii PESL umożliwia wprowadzenie dynamicznych cen uwzględniających dostępność produktu, zmiany w otoczeniu rynkowym oraz termin przydatności do spożycia w przypadku asortymentów spożywczych. Dynamiczne ceny są szczególnie przydatne w otoczeniu wysokiej inflacji obserwowanej na rynkach wschodzących. W porównaniu do ESL etykiety PESL oferują również dłuższą żywotność bez konserwacji.

Silnie dwucyfrowy wzrost rynku elektronicznych etykiet cenowych

Rynek konwencjonalnych elektronicznych etykiet cenowych rośnie w tempie silnie dwucyfrowym. Firma Markets & Markets szacuje, iż w latach 2021-17 globalny rynek ESL rósł 13% średniorocznie i osiągnął wartość \$826 mln. Wzrost rynku przyspieszy do 23% średniorocznie w kolejnych latach a wartość rynku zwiększy się do \$2,87 mld w roku 2027.

Tabela 1 Wartość globalnego rynku ESL, US\$ mln

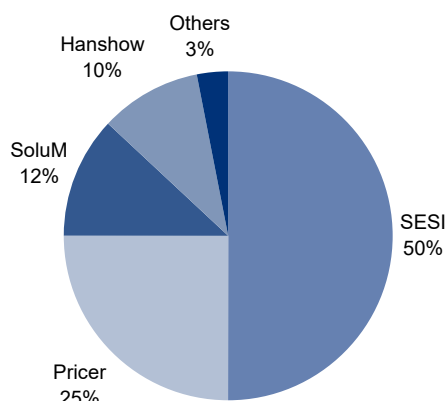


Źródło: Saule S.A., Andrzej Knigawka Advisory

Główni gracze na rynku ESL

- **SESI** to globalny lider rynku etykiet z 50% udziałem w rynku obsługujący ponad 200 sieci i 22,000 sklepów. Znaczącymi akcjonariuszami spółki są jej kooperanci BOE (60%) oraz E-ink (5%).
- **Pricer** obsługuje w 17,000 sklepów w 60 krajach. Produkcja etykiet jest zlecana starannie wybranym kooperantom w Chinach, Wietnamie, Kambodży oraz na Węgrzech. Zamiast technologii częstotliwości radiowej, takiej jak używana w produktach SESI i SoluM, Pricer wybrał podczerwień jako protokół komunikacyjny.
- Elektroniczne etykiety stanowią 23% sprzedaży **SoluM** a używa ich 8,000 sklepów. Jedyny dostawca z własnymi zakładami produkcyjnymi, nie oferuje oprogramowania.
- **Hanshow** to prywatna firma chińska dostarczająca elektroniczne etykiety do 20,000 placówek handlowych.

Tabela 2 Udziały rynkowe ESL, 2020



Źródło: Stifel

Wzrost rynku jest napędzany niską penetracją, inflacją kosztów pracy oraz upowszechnieniem się wielokanałowych strategii sprzedaży przez detalistów. Światowy lider w produkcji konwencjonalnych elektronicznych etykiet cenowych ang. *electronic*

shelf labels (ESL) francuska firma SES-imagotag (SESI) szacuje popyt na 10mld sztuk. Do roku 2020 łącznie SESI sprzedał 230 mln sztuk etykiet ESL osiągając około 50% udział w rynku ESL. Na podstawie danych SESI szacujemy, że penetracja rynku ESL pozostawała atrakcyjnie niska i wynosiła zaledwie 5% w roku 2020.

Kluczowe założenia przyjęte przy sporządzaniu wyceny

Przychody

Sporządziliśmy szczegółowe prognozy finansowe dla spółki na okres pięciu lat 2021-25P w oparciu o założenie, że zarząd Saule w okresie prognozy skoncentruje swoje wysiłki sprzedażowe na rynku polskim, na którym jedynie pojedyncze sieci handlowe wprowadziły w ograniczonym wymiarze produkt ESL a penetracja rynku produktem ESL jest bliska zeru. Jednocześnie na rynkach macierzystych międzynarodowe sieci handlowe obecne w Polsce adoptują stosunkowo szybko istniejące tradycyjne rozwiązania w zakresie elektronicznych etykiet. Klientami SES są m.in.: Media Markt, Saturn, Jula, E.Leclerc, Jysk, Sephora, Auchan, Carrefour, T Mobile, Brico Marche. Również największe sieci na rynkach wschodzących X5, Magnit adoptują rozwiązania lidera rynkowego.

Zarząd Saule podpisał szereg listów intencyjnych dotyczących wdrożeń pilotażowych, oraz komercjalizacji etykiet cenowych zasilanych ogniwami peroskwitowymi. Otrzymaliśmy również od zarządu szacunkowy plan przychodów od dziesięciu potencjalnych przyszłych klientów spółki m.in.: PKN Orlen, Jeronimo Martins, Żabka, Eurocash, Cafefour, BP, Unimot i Maspex.

Uważamy, że spółka może pozyskać klientów w pierwszej kolejności wśród wiodących prywatnych sieci handlowych na rynku polskim takich jak m.in.: Biedronka, Żabka, Rossmann, Dino, które nie wprowadziły produktu ESL.

Tabela 3 Sieci handlowe, liczba SKUs oraz placówek

Sieć	SKUs	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Biedronka	2,700	3,100	3,255	3,418	3,589	3,768	3,956
Hebe	1,250	266	269	271	274	277	280
Kaufland	2,000	NA	250	258	265	273	281
Netto	2,000	NA	700	714	728	743	758
Żabka	1,850	6,000	7,500	8,625	9,660	10,626	11,582
Rossmann	1,500	1,500	1,590	1,685	1,787	1,894	2,007
Lidl	2,000	720	763	809	858	909	964
Dino	1,750	1,472	1,708	1,912	2,104	2,293	2,476

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Osiem wiodących sieci handlowych generuje popyt w szacunkowej wysokości 32 mln sztuk etykiet cenowych w 2021. Szacujemy, że zapotrzebowanie wzrośnie do 44 mln sztuk w 2025 roku.

Tabela 4 Szacowany popyt na PESL

Sztuki	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Biedronka	8,788,500	9,227,925	9,689,321	10,173,787	10,682,477
Hebe	335,825	339,183	342,575	346,001	349,461
Kaufland	500,000	515,000	530,450	546,364	562,754
Netto	1,400,000	1,428,000	1,456,560	1,485,691	1,515,405
Żabka	13,875,000	15,956,250	17,871,000	19,658,100	21,427,329
Rossmann	2,385,000	2,528,100	2,679,786	2,840,573	3,011,008
Lidl	1,526,400	1,617,984	1,715,063	1,817,967	1,927,045
Dino	2,988,160	3,346,739	3,681,413	4,012,740	4,333,760
Razem	31,798,885	34,959,181	37,966,168	40,881,223	43,809,238

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Zakładamy, że Saule uruchomi sprzedaż PESL do pierwszych sieci handlowych w drugiej połowie 2022 roku. W wycenie zakładamy że klienci będą implementować PESL przez

okres 3,0-3,5 roku od 0% do 100% poziomu penetracji. Zarząd Saule uważa, że sieci handlowe szybciej zaimplementują to rozwiązanie. PESL daje detalistom szereg korzyści, których nie mogą zapewnić konwencjonalne produkty ESL. Nasze prognozy implikują wysoką koncentrację sprzedaży z największym klientem odpowiedzialnym za 47% przychodów ze sprzedaży w 2023 roku.

Tabela 5 PESL sprzedaż wolumenowa

Sztuki	2022P	2023P	2024P	2025P
Biedronka	922,793	2,906,796	3,052,136	3,204,743
Hebe	33,918	102,773	103,800	104,838
Kaufland	-	159,135	163,909	225,102
Netto	-	436,968	445,707	606,162
Żabka	1,595,625	5,361,300	5,897,430	6,428,199
Rossmann	252,810	803,936	852,172	903,302
Lidl	161,798	514,519	545,390	578,113
Dino	-	1,104,424	1,203,822	1,733,504
Razem	2,966,944	11,389,851	12,264,367	13,783,963

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Zakładamy cenę sprzedaży PESL w wysokości €10/sztukę. Przychody ze sprzedaży etykiet PESL osiągną €29,7 mln w 2022 roku. Prognozujemy CAGR 67% przychodów ze sprzedaży etykiet PESL w ciągu trzech kolejnych lat do poziomu €137,8 mln w rok 2025.

Tabela 6 PESL przychody

€ mln	2022P	2023P	2024P	2025P
Biedronka	9,227,925	29,067,964	30,521,362	32,047,430
Hebe	339,183	1,027,725	1,038,002	1,048,383
Kaufland	-	1,591,350	1,639,091	2,251,018
Netto	-	4,369,680	4,457,074	6,061,620
Żabka	15,956,250	53,613,000	58,974,300	64,281,987
Rossmann	2,528,100	8,039,358	8,521,719	9,033,023
Lidl	1,617,984	5,145,189	5,453,900	5,781,134
Dino	-	11,044,239	12,038,221	17,335,038
Razem	29,669,442	113,898,505	122,643,669	137,839,633

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

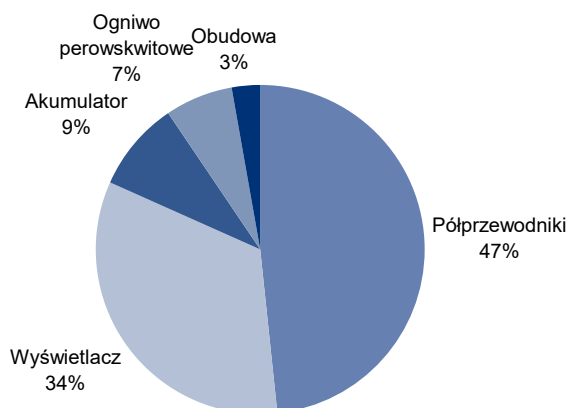
Tabela 7 Pilotażowe wdrożenie PESL w PKN Orlen



Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Koszty operacyjne

Szacujemy jednostkowy koszt produkcji etykiety PESL w wysokości €7,46 z czego koszt ogniwa perowskitowego wynosi €0,5. Największą pozycję w koszcie jednostkowym stanowią koszty półprzewodników, wyświetlacza oraz akumulatora. Zwracamy uwagę, że zdecydowaną większość bezpośrednich kosztów produkcji etykiet jest poza kontrolą operacyjną spółki. Występuje uzależnienie od dostawców komponentów elektronicznych takich jak m.in.: półprzewodniki, wyświetlacze, akumulatory czy obudowy.

Tabela 8 Struktura kosztu jednostkowego produkcji PESL

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Przepływy gotówkowe

Zarząd skłania się do internalizacji produkcji etykiet PESL, dlatego spółka zainwestuje łącznie €13,5 mln w latach 2021-22 w budowę mocy produkcyjnych w segmencie PSEL. Utrzymaniowe wydatki inwestycyjne w latach 2023-25 wyniosą €2,0 mln rocznie.

Produkcja PESL wymagać będzie utrzymywania wysokich stanów zapasów. Zakładamy wskaźnik rotacji zapasów w wysokości 60 dni, wskaźnik rotacji należności 30 dni i wskaźnik rotacji zobowiązań w wysokości 45 dni.

Spółka ma możliwość wykorzystania strat podatkowych z lat ubiegłych do zmniejszenia obciążenia z tytułu podatku dochodowego. W latach 2023-24 tarcza podatkowa obniża stopę opodatkowania podatkiem dochodowym do 0%, w 2025 do 3,9% w naszych prognozach w rachunku zysków i strat. W modelu wolnych przepływów gotówkowych dla potrzeb wyliczenia wartości rezydualnej przedsiębiorstwa zakładamy stopę podatkową 19% w roku 2025.

Prognozujemy wolne przepływy gotówkowe w wysokości PLN65,1 mln w roku 2023P, PLN112,6 mln w 2024P i PLN104,1 mln w roku 2025P.

Tabela 9 Model wolnych przepływów gotówkowych

PLN	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1,023,750	134,995,962	518,238,200	558,028,696	627,170,328
EBITDA	(27,006,469)	10,668,727	116,097,907	125,919,200	144,931,115
EBITDA marża, %	neg.	7.9	22.4	22.6	23.1
EBIT	(35,117,360)	(2,039,092)	98,790,814	108,560,369	127,517,959
EBIT marża, %	neg.	neg.	19.1	19.5	20.3
Stopa opodatkowania, %	0.0	0.0	0.0	0.0	-19.0
Podatek od EBIT	0	0	0	0	(24,228,412)
Opodatkowany EBIT	-35,117,360	-2,039,092	98,790,814	108,560,369	103,289,547
Amortyzacja	8,110,892	12,707,819	17,307,093	17,358,831	17,413,156
Zmiana kapitału obrotowego	3,391,870	(11,496,627)	(41,889,254)	(4,210,494)	(7,556,252)
Wydatki inwestycyjne	(6,226,200)	(55,198,800)	(9,100,000)	(9,100,000)	(9,100,000)
Wolne przepływy pieniężne	(29,840,798)	(56,026,700)	65,108,654	112,608,706	104,046,450

Źródło: Saule SA, Andrzej Knigawka Advisory

Ważony koszt kapitału i wynik wyceny metodą zdyskontowanych wolnych przepływów gotówkowych

Kluczowe założenia

Zakładamy strukturę finansowania długiem, koszt pożyczki krótkoterminowej 5% rocznie, koszt pożyczki długoterminowej 6% rocznie.

Dla wyliczenia struktury finansowania zdefiniowanej jako wskaźnik długu do długu i kapitałów własnych ($D/(D+KW)$) przyjmujemy wartość godziwą kapitałów własnych spółki zamiast wartości księgowej kapitałów własnych. Wartość księgowa kapitałów własnych spółki jest niska co powodowałoby zaniżenie udziału kosztu kapitałów własnych w ważonym koszcie kapitału. W 4 kwartale 2020 roku Saule pozyskało finansowanie udziałowe w transakcji z Columbus Energy. Transakcja ta spełniła warunki transakcji rynkowej a implikowana wycena kapitałów własnych €50 mln *pre-money* jest miarodajnym wyznacznikiem wartości godziwej kapitałów własnych.

Stopa wolna od ryzyka w wysokości 2,25% równa jest rentowność 10letnich obligacji skarbowych emitowanych przez rząd Rzeczypospolitej Polskiej w dniu wyceny tj. 30 września 2021.

Premia za ryzyko dla akcjonariuszy w wysokości 8,0% jest założeniem ostrożnościowym. Odzwierciedla nie tylko ryzyko rynku (rynek przyjmuje 5,0% premii za ryzyko dla akcjonariuszy Photon Energy i ML System) ale również specyficzne dla akcjonariuszy Saule ryzyko związane z bardzo szybkim prognozowanym wzrostem przychodów, zysków i przepływów gotówkowych.

Przyjeliśmy współczynnik Beta w wysokości 1,31x zgodnie z wyliczeniami Aswatha Damodarana dla spółek z sektora elektroniki konsumenckiej na rynkach wchodzących dla roku 2020. Zastosowaliśmy ponownie podejście ostrożnościowe. Średnia wartość współczynnika w latach 2018-21 wynosiła 1,16x. Link do bazy danych Damodarana zawierającej współczynniki Beta dla sektorów znajduje się pod następującym adresem: <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fpeople.stern.nyu.edu%2Fadamodar%2Fpc%2Fdatasets%2Fbetaemerg.xls&wdOrigin=BROWSELINK>

W wyniku zastosowania powyższych założeń otrzymujemy ważony koszt kapitału w latach 2021-25P w przedziale 10,8%-12,7%. Porównaliśmy otrzymany przedział ważonego kosztu kapitału dla Saule ze ważonym kosztem kapitału używanym przez analityków akcji dla spółek porównywalnych w raportach opublikowanych w drugiej połowie 2021 roku. Pierwszą grupą spółek porównywalnych są spółki fotowoltaiczne notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W przypadku raportu Ipopema Securities dotyczącego Photon Energy z czerwca 2021 analitycy domu maklerskiego skalkulowali WACC w przedziale 5,6%-6,0%. Ten sam dom maklerski w raporcie z września 2021 dotyczącym spółki ML System oszacował WACC w przedziale 6,6%-9,2%.

Drugą grupą spółek porównywalnych są spółki biotechnologiczne. W raporcie DM BOS na temat spółki PolTreg opublikowanym w październiku 2021 ważony koszt kapitału przyjęty przez autorów raportu wyniósł 8,5%. W raporcie sektorowym Ipopema Securities poświęconym spółkom biotechnologicznym i opublikowanym w wrześniu 2021 analitycy przyjęli WACC/stopy dyskontowe w wysokości 5,8% dla Celon Pharma, 6,6%-6,7% dla Selvity, 6,5% dla Mabionu oraz 10% dla Onco Arendi i Ryvu. Analitycy DM Trigon w raporcie dotyczącym Captor Therapeutics opublikowanym w lipcu 2021 przyjęli stopę dyskontową w zastosowanej wycenie metodą rNPV w wysokości 10%

W tym kontekście ważony koszt kapitału dla Saule przyjęty przez nas w przedziale 10,8%-12,7% dla okresu prognozy i 12,7% dla kalkulacji wartości rezydualnej wydaje się relatywnie wysoki i dobrze odzwierciedla status spółki prywatnej. tudzież ryzyka specyficzne dla spółki związane z jej szybkim spodziewanym wzrostem.

Tabela 10 Zestawienie założeń dot. WACC i stóp dyskontowych

Spółka	Sektor	Firma	Data publikacji	Koszt kapitału własnego	WACC/stopa dyskontowa
Photon Energy	Fotowoltaika	Ipopema Securities	czerwiec 2021	6,9%-7,8%	5,6%-6,0%
Captor Therapeutics	Biotechnologia	Trigon DM	lipiec 2021	brak szacunku	10,0%
Celon Pharma	Biotechnologia	Ipopema Securities	sierpień 2021	5,9%	5,8%
Selvita	Biotechnologia	Ipopema Securities	sierpień 2021	6,6%-10,2%	6,6%-6,7%
Mabion	Biotechnologia	Ipopema Securities	sierpień 2021	8,7%	6,5%
Ryvu Therapeutics	Biotechnologia	Ipopema Securities	sierpień 2021	brak szacunku	10,0%
OncoArendi Therapeutics	Biotechnologia	Ipopema Securities	sierpień 2021	brak szacunku	10,0%
ML System	Fotowoltaika	Ipopema Securities	wrzesień 2021	6,9%-9,5%	6,6%-9,2%
PolTreg	Biotechnologia	DM BOŚ	październik 2021	8,5%	8,5%
Saule	Fotowoltaika	Andrzej Knigawka Advisory	listopad 2021	12,7%	10,8%-12,7%

Źródło: Ipopema Securities, DM BOŚ, Trigon DM, Andrzej Knigawka Advisory

Przyjęta przez nas stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych poza okresem prognozy wynosi 5%. Stopa ta odzwierciedla globalny potencjał produktu PESL, niską penetrację oraz przewagi technologiczne odzwierciedlone w szybkim wzroście przychodów, zysków i przepływów pieniężnych w okresie prognozy. Wzrost ten z dużym prawdopodobieństwem utrzyma się na wysokim jednocyfrowym poziomie w latach poza okresem prognozy.

Przy zastosowaniu metody zdyskontowanych wolnych przepływów gotówkowych otrzymujemy wycenę kapitałów własnych Saule SA w wysokości PLN1050,5 mln.

Tabela 11 Ważony koszt kapitału i wynik wyceny

PLN mln	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
D/(D+KW), x	0.03	0.22	0.02	0.00	0.00
Koszt długu, %	5.71	5.08	6.00	6.00	6.00
Koszt długu po opodatkowaniu, %	4.63	4.11	4.86	4.86	4.86
Stopa wolna od ryzyka, %	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
Premia za ryzyko dla akcjonariuszy, %	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Beta, x	1.31	1.31	1.31	1.31	1.31
Koszt kapitału własnego, %	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7
Ważony koszt kapitału, %	12.5	10.8	12.5	12.7	12.7
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne	(7,244,209)	(49,038,210)	50,635,856	77,699,583	63,694,402
Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych	72,053,019				
Wolne przepływy pieniężne 2025F	104,046,450				
Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych poza okresem prognozy, %	5.00				
Wartość rezydualna	1,416,485,349				
Zdyskontowana wartość rezydualna	977,369,555				
Wartość przedsiębiorstwa	1,049,422,574				
Zadłużenie, 30 09 2021	6,538,719				
Gotówka i ekwiwalenty, 30 09 2022	7,598,571				
Wartość kapitałów własnych	1,050,482,426				

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Analiza wrażliwości wyceny DCF

Poniższa tabela obrazuje wrażliwość wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych na założenia dotyczące stóp dyskontowych oraz stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych poza okresem prognozy.

Tabela 8 Analiza wrażliwości wyceny DCF

PLN	Stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych poza okresem prognozy				
	3.0%	4.0%	Wartość bazowa 5.0%	6.0%	7.0%
Stopy dyskontowe					
Wartości bazowe -4pp	1,542,631,654	1,869,113,555	2,371,470,135	3,244,205,324	5,136,094,974
Wartości bazowe -2pp	1,095,700,744	1,258,539,015	1,478,386,848	1,791,535,530	2,273,376,332
Wartości bazowe	834,442,607	930,064,484	1,050,482,426	1,206,778,201	1,417,793,016
Wartości bazowe +2pp	663,665,789	725,606,063	800,300,874	892,141,944	1,007,798,666
Wartości bazowe +4pp	543,718,553	586,566,170	636,730,246	696,259,699	768,047,261

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Wycena metodą porównawczą

Grupa porównawcza zawiera zarówno producentów ESL takich jak francuska spółka SESI, szwedzka spółka Pricer i koreańska Solum jak również producentów elektroniki wykorzystywanej przez sieci handlowe takich jak włoski Datalogic (czytniki kodów kreskowych, systemy skanujące, czytniki danych), amerykańska Zebra (skanery i czytniki laserów, 2D i RFID, specjalistyczne drukarki do etykietowania kodów kreskowych), holenderski Nedap (rozwiązania RFID dla detekcji prób kradzieży i zarządzania zapasami) oraz koreański LG Innotek (elementy wyświetlaczy ciekłokrystalicznych i paneli plazmowych). W oparciu o prognozy finansowe dostępne w serwisie finansowym Bloomberg spółki z grupy porównawczej wycenione są na średnim wskaźniku EV/Przychody 1,68x i EV/EBITDA 9,94x na rok 2023. Spółka niepubliczna o stosunkowo krótkiej historii działalności powinna być wyceniona z dyskontem do spółek publicznych o ustabilizowanej pozycji i długotrwałej obecności w ultra-konkurencyjnej branży elektroniki konsumenckiej. Dyskonto jest uzasadnione również niższą spodziewaną płynnością akcji Saule w porównaniu do spółek porównywalnych. Z drugiej strony wartość mnożnika wyceny jest min. pochodną tempa wzrostu odpowiedniego mianownika przychodów lub zysków. Ponieważ przychody i zyski Saule rosną zdecydowanie szybciej niż dla spółek z grupy porównawczej naszym zdaniem dyskonto w wysokości 10% jest odpowiednie.

Tabela 13 Wyceny mnożnikowe spółek porównywalnych

Spółka 30/09/2021	Ticker	EV/Przychody		EV/EBITDA	
		2022P	2023P	2022P	2023P
SESI-imagotag	SESL FP	1.69	1.21	16.48	9.36
Pricer	PRICB SS	1.59	1.35	13.54	10.80
Solum	248070 KS	0.88	0.73	8.83	6.74
Datalogic	DAL IM	1.63	1.54	10.51	9.64
Zebra	ZRBA US	4.92	4.69	21.43	19.58
Nedap	NEDAP NA	1.95	1.85	11.80	10.49
LG Innotek	011070 KS	0.43	0.41	3.08	2.97
Średnia		1.87	1.68	12.24	9.94

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Dla potrzeby wyceny metodą porównawczą użyliśmy prognoz oraz wskaźników dla roku 2023 tj. pierwszego pełnego roku produkcji. Otrzymaną wartość przedsiębiorstwa pomniejszamy o wartość prognozowanego długu netto na koniec rok 2023P aby otrzymać wartość kapitałów własnych na koniec 2023P. Te wartość dyskontujemy ważonym kosztem kapitału na datę wyceny. Metoda porównawcza implikuje wycenę spółki w przedziale PLN610-808 mln.

Tabela 9 Wycena porównawcza

PLN mln	2023P
Wyniki finansowe	
Przychody	518,238,200
EBITDA	116,097,907
Mnożniki	
EV/Przychody @ 10% dyskontem, x	1.51
EV/EBITDA @ 10% dyskontem, x	8.94
EV na podstawie 2023P EV/Przychody	784,498,326
EV na podstawie 2023P EV/EBITDA	1,038,470,821
Dług netto	88,045
Implikowana wycena	610,046,186
Implikowana wycena	807,563,933

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Poza spółkami porównawczymi wskazanymi w wycenie przeanalizowaliśmy stosunkowo szeroką próbę europejskich spółek fotowoltaicznych. Europejskie spółki fotowoltaiczne wycenione są z wyraźną premią do użytych przez nas w wycenie spółek producentów elektronicznych etykiet cenowych. Premia w wycenie jest szczególnie widoczna przez pryzmat wskaźnika EV/Przychody dla którego średnia na rok 2023 wynosi 6,8x podczas gdy średnia dla spółek producentów elektronicznych etykiet cenowych wynosiła 1,7x. Wycena giełdowa najbardziej zbliżonej profilem do Saule publicznej spółki w Polsce tj. ML System implikowała wskaźnik 2023P EV/Przychody 3,1x, również znacząco powyżej wskaźnika dla spółek producentów elektronicznych etykiet cenowych.

Przyjęcie w wycenie średniego wskaźnika 2023P EV/Przychody na poziomie 6,8x implikowałoby wycenę cząstkową Saule nie tylko znacząco odbiegającą od wycen pozostałymi metodami ale przed wszystkim na poziomie zdecydowanie poza przedziałem naszego komfortu. Wycena cząstkowa oparta o wskaźnik 2013P EV/EBITDA byłaby ok. 12% wyższa niż przy wycenie w raporcie oparta o ten sam wskaźnik dla spółek producentów elektronicznych etykiet cenowych. Stosując konsekwentnie podejście ostrożnościowe zdecydowaliśmy się nie uwzględniać spółek fotowoltaicznych w naszej wycenie Saule a poniższą tabelę prezentujemy jedynie w celach ilustracyjnych.

Tabela 15 Wyceny mnożnikowe europejskich spółek fotowoltaicznych

Spółka	EV/EBITDA			EV/Przychody		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Scatec ASA	15.7	11.5	9.3	11.7	9.3	8.1
Neoen	18.7	15.2	12.4	15.4	12.4	10.1
Azure Power Global	17.7	13.1	10.6	12.3	10.6	8.5
Encavis	16.2	15.0	14.4	12.3	11.6	11.0
Voltaia	18.0	13.4	10.6	8.7	6.7	5.7
Renesola	11.1	8.8	9.0	3.4	2.3	2.5
Solaria Energia	26.9	16.0	11.7	22.2	13.0	9.4
Solarpack Corporacion	NA	NA	12.3	7.9	5.8	4.7
7C Solarparken	11.9	10.8	10.2	9.7	8.9	8.5
Grenergy Renovables	25.0	12.1	9.0	6.6	4.5	3.5
ML System	26.7	15.1	12.6	4.6	4.1	3.1
Średnia	18.8	13.1	11.1	10.4	8.1	6.8
Mediana	17.9	13.2	10.6	9.7	8.9	8.1

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory, Bloomberg

Nie braliśmy pod uwagę wycen na rynku niepublicznym ze względu na 1) bardzo ograniczoną liczbę porównywalnych transakcji, 2) rozciągnięcie w czasie

porównywalnych transakcji oraz 3) trudności z dotarciem do informacji nt. mnożników transakcyjnych oraz ograniczoną możliwość weryfikacji tych wskaźników.

Podsumowanie wyceny

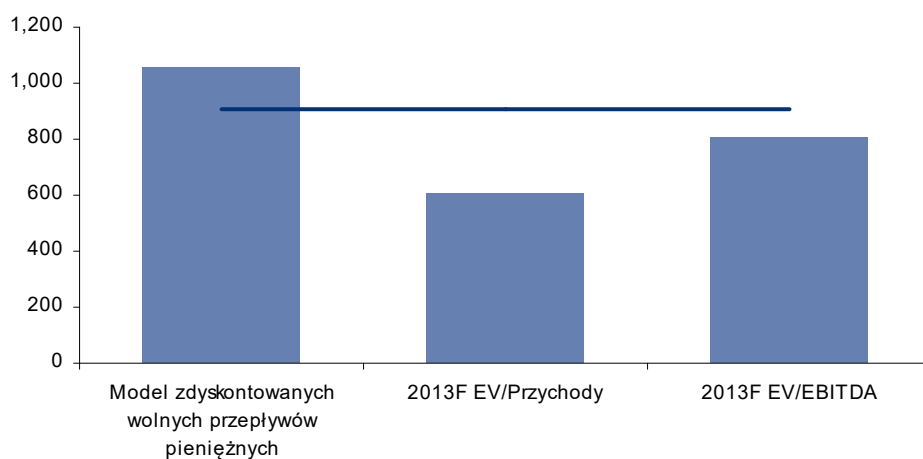
Wyceniamy wartość kapitałów własnych Saule SA na PLN880 mln tj. €190 mln przy zastosowaniu średniej ważonej z wyceny metodą 1) zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych, 2) porównawczą przy użyciu wskaźnika EV/Przychody i 3) porównawczą przy użyciu wskaźnika EV/EBITDA. Przyjęliśmy równą wagę 50% dla wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i 50% dla wyceny mnożnikowej opartej o dwa mnożniki.

Tabela 16 Podsumowanie wyceny

Metoda	Mnożnik, x	Wycena	Waga, %
Model zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych		1,050,482,426	0.50
2013P EV/Przychody	1.51	610,046,186	0.25
2013P EV/EBITDA	8.94	807,563,933	0.25
Wycena, PLN			879,643,743
PLN/€ 30/09/2021	4.6329		
Wycena, €			189,868,925

Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Tabela 17 Podsumowanie wyceny, PLN mln



Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Zgodnie ze udostępnionym nam przez zarząd statutem spółki Saule S.A. w brzmieniu na dzień 3 lutego 2021 kapitał zakładowy spółki dzieli się na 1 562 438 akcji imiennych jednej serii A. Wedle naszej najlepszej wiedzy spółka nie emitowała akcji innych serii niż seria A. Na tej podstawie przyjmujemy, że seria A jest jedyną serią wyemitowaną przez spółkę na dzień wyceny tj 30 września 2021 oraz stwierdzamy brak uprzywilejowania akcji spółki co do głosów bądź dywidendy. Na tej podstawie szacujemy, że wartość przedmiotu wyceny w postaci 1 324 938 akcji stanowiących 84,80% kapitału zakładowego spółki Saule S.A. na dzień wyceny tj. 30 września 2021 roku wynosi PLN 745 932 588.

Transakcja z Columbus Energy

W 2020 roku Saule uzgodnił umowę inwestycyjną z Columbus Energy. Columbus Energy zobowiązał się do objęcia 20% akcji za €10 mln. Środki zostały przeznaczone min.: na rozwój linii produkującej ogniwa perowskitowe we Wrocławiu. Columbus nabył też prawo pierwszeństwa zakupu produktów opartych na ogniwach perowskitowych, dzięki czemu

będzie odgrywać wiodącą rolę, jako dostawca tego typu rozwiązań na rynku. Transakcja wyceniła kapitały własne Saule na €50 mln.

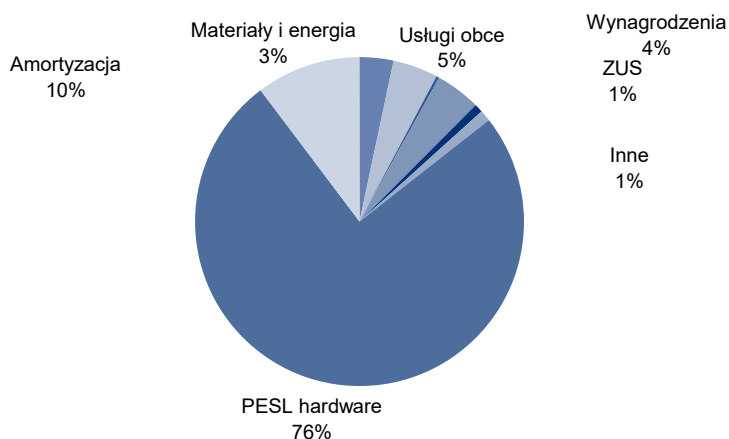
Prognozy finansowe

W związku z przekształceniem spółki w spółkę akcyjną na dzień 30 października 2019 roku sprawozdanie finansowe zawiera historyczne dane finansowe za rok obrotowy od 31 października 2019 do 31 grudnia 2020 roku oraz porównawcze dane finansowe za rok obrotowy obejmujący okres od 1 stycznia 2019 do 30 października 2019.

Prognozujemy wzrost przychodów ze sprzedaży do PLN627,2 mln w 2025. Nasze prognozy są zachowawcze. Nie obejmują m.in.: przychodów ze sprzedaży wielkopowierzchniowych paneli perowskitowych (brak certyfikatu), łamaczy światła, folii barierowej oraz usług dodanych (VAS), które spółka może oferować w połączeniu ze sprzedażą PESL. W przypadku światowego lidera w produkcji ESL francuskiego SESI przychody VAS stanowią 15% sprzedaży i generują lukratywnie dwucyfrową marżę brutto. SESI zapowiedziało dynamiczny wzrost udziału VAS w całości sprzedaży do 20%-25% w 2023 roku.

Koszty z działalności operacyjnej wzrosną do PLN482,5 mln w 2025 roku głównie ze względu na wzrost kosztów komponentów PESL, materiałów i energii oraz kosztów wynagrodzeń. Koszt bezpośredni wytworzenia etykiet PESL stanowić będzie największą pozycję kosztową i wzrośnie z PLN93,9 mln w 2012 roku do PLN436,5 mln w 2015 roku. Zatrudnienie w spółce zwiększy się do 34 pełnych etatów w 2025 z 20 w 2021.

Tabela 18 Koszty operacyjne, 2022P



Źródło: Andrzej Knigawka Advisory

Tabela 19 Rachunek zysków i strat

PLN	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	644,548	2,099,330	1,023,750	134,995,962	518,238,200	558,028,696	627,170,328
Koszty działalności operacyjnej	5,847,928	10,285,788	28,472,022	124,327,235	402,140,293	432,109,496	482,239,213
Amortyzacja	313,215	529,199	8,110,892	12,707,819	17,307,093	17,358,831	17,413,156
Zużycie materiałów i energii	564,371	1,009,627	2,082,400	97,948,609	369,513,575	397,709,071	446,702,744
Usługi obce	3,011,372	4,534,546	11,647,100	5,661,810	6,227,991	6,850,790	7,535,869
Podatki i opłaty	167,848	274,177	209,650	355,139	390,653	429,718	472,690
Wynagrodzenia	1,118,160	2,392,039	4,368,000	5,296,200	6,060,600	6,825,000	6,988,800
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	282,837	774,664	873,600	1,059,240	1,212,120	1,365,000	1,397,760
Pozostałe koszty rodzajowe	390,126	771,536	1,180,380	1,298,418	1,428,260	1,571,086	1,728,194
Zysk (strata) ze sprzedaży	(5,203,381)	(8,186,459)	(27,448,272)	10,668,727	116,097,907	125,919,200	144,931,115
Pozostałe przychody operacyjne	855,268	2,931,419	234,846	0	0	0	0
Pozostałe koszty operacyjne	936,912	915,046	206,957	0	0	0	0
EBITDA	(5,598,240)	(6,699,285)	(27,006,469)	10,668,727	116,097,907	125,919,200	144,931,115
Amortyzacja	313,215	529,199	8,110,892	12,707,819	17,307,093	17,358,831	17,413,156
EBIT	(5,285,025)	(6,170,086)	(35,117,360)	(2,039,092)	98,790,814	108,560,369	127,517,959
Przychody finansowe	79,230	40,167	863,709	770	1,628	29,328	86,256
Koszty finansowe	272,984	1,995,557	385,880	1,850,000	1,800,000	150,000	0
Zysk (strata) brutto	(5,478,779)	(8,125,476)	(34,639,531)	(3,888,322)	96,992,442	108,439,697	127,604,215
Podatek dochodowy naliczony	0	0	0	0	(18,428,564)	(20,603,542)	(24,244,801)
Podatek dochodowy zapłacony	0	0	0	0	0	0	(4,980,874)
Zysk (strata) netto	(5,478,779)	(8,125,476)	(34,639,531)	(3,888,322)	96,992,442	108,439,697	122,624,130

Źródło: Saule SA, Andrzej Knigawka Advisory

Tabela 20 Saule wzrost i marże

%	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Wzrost sprzedaży	(10.9)	225.7	(51.2)	13,086.4	283.9	7.7	12.4
Wzrost EBITDA	NA	NA	NA	NA	988.2	8.5	15.1
Wzrost zysku netto	NA	NA	NA	NA	NA	11.8	13.1
Marża brutto	(807.3)	(390.0)	(2,681.1)	7.9	22.4	22.6	23.1
Marża EBITDA	(868.6)	(319.1)	(2,638.0)	7.9	22.4	22.6	23.1
Marża EBIT	(820.0)	(293.9)	(3,430.3)	(1.5)	19.1	19.5	20.3
Marża przed opodatkowaniem	(850.0)	(387.1)	(3,383.6)	(2.9)	18.7	19.4	20.3
Marża netto	(850.0)	(387.1)	(3,383.6)	(2.9)	18.7	19.4	19.6

Źródło: Saule SA, Andrzej Knigawka Advisory

Tabela 21 Bilans

PLN	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Zapasy	6,915,132	113,271	644,236	16,101,141	60,741,958	65,376,834	73,430,588
Należności krótkoterminowe	2,614,955	2,752,793	3,238,071	11,095,559	42,594,921	45,865,372	51,548,246
Inwestycje krótkoterminowe	200,591	2,888,117	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	1,051,172	13,848,006	1,477,603	1,601,673	4,911,955	112,399,988	235,781,022
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	45,355	16,785,891	23,682,425	23,682,425	23,682,425	23,682,425	23,682,425
Aktywa obrotowe	10,827,204	36,388,078	29,042,335	52,480,797	131,931,258	247,324,619	384,442,281
Wartości niematerialne i prawne	135,359	35,939,812	35,939,812	35,939,812	35,939,812	35,939,812	35,939,812
Rzeczowe aktywa trwałe	6,015,806	4,644,992	2,760,300	45,251,281	37,044,188	28,785,356	20,472,201
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	163593	0	0	0	0	0	0
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	30,565,672	960,354	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
Aktywa trwałe	36,880,429	41,545,158	39,700,112	82,191,093	73,983,999	65,725,168	57,412,012
Aktywa razem	47,707,633	77,933,236	68,742,446	134,671,890	205,915,257	313,049,787	441,854,293
Rezerwy na zobowiązania	463,391	186,245	186,245	186,245	186,245	186,245	186,245
Zobowiązania długoterminowe	68,809	1,738,708	2,000,000	60,000,000	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	17,467,235	9,869,458	14,530,510	26,348,276	60,599,201	59,294,034	65,474,410
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	11,014,749	4,747,062	5,000,000	5,000,000	5,000,000	0	0
Inne zobowiązania finansowe	2,793,141	260,688	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	904,169	441,449	3,510,249	15,328,015	49,578,940	53,273,773	59,454,150
Zaliczki otrzymane na dostawy i usługi	2,081,138	3,520,519	4,620,519	4,620,519	4,620,519	4,620,519	4,620,519
Zobowiązania z tytułu podatków, cel, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych tytułów publicznoprawnych	323,392	531,287	531,287	531,287	531,287	531,287	531,287
Zobowiązania z tytułu wynagrodzeń	340,915	361,735	361,735	361,735	361,735	361,735	361,735
Inne	9,730	6,719	6,719	6,719	6,719	6,719	6,719
Rozliczenia międzyokresowe	33,960,868	43,138,970	54,795,967	54,795,967	54,795,967	54,795,967	54,795,967
Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	27,333,094	35,547,403	42,704,401	42,704,401	42,704,401	42,704,401	42,704,401
Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe	6,627,774	7,591,566	12,091,566	12,091,566	12,091,566	12,091,566	12,091,566
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	51,960,302	54,933,381	71,512,722	141,330,488	115,581,413	114,276,246	120,456,623
Kapitał (fundusz) podstawowy	1,249,950	1,437,443	1,562,438	1,562,438	1,562,438	1,562,438	1,562,438
Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym	16,888,500	43,209,607	60,823,412	60,823,412	60,823,412	60,823,412	60,823,412
Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, w tym:	0	8,869,400	0	0	0	0	0
Zysk (strata) z lat ubiegłych	(16,912,340)	(22,391,119)	(30,516,595)	(65,156,126)	(69,044,448)	27,947,994	136,387,691
Zysk (strata) netto	(5,478,779)	(8,125,476)	(34,639,531)	(3,888,322)	96,992,442	108,439,697	122,624,130
Kapitał (fundusz) własny	(4,252,669)	22,999,855	(2,770,276)	(6,658,598)	90,333,844	198,773,541	321,397,671
Pasywa razem	47,707,633	77,933,236	68,742,446	134,671,890	205,915,257	313,049,787	441,854,293

Źródło: Saule SA, Andrzej Knigawka Advisory

Tabela 22 Rachunek przepływów pieniężnych

PLN	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Zysk (strata) netto	(8,125,476)	(34,639,531)	(3,888,322)	96,992,442	108,439,697	122,624,130
Amortyzacja	529,199	8,110,892	12,707,819	17,307,093	17,358,831	17,413,156
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych	1,255,997	0	0	0	0	0
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	448,117	0	0	0	0	0
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	266,505	0	0	0	0	0
Zmiana stanu rezerw	(277,145)	0	0	0	0	0
Zmiana stanu zapasów	6,801,861	(530,965)	(15,456,905)	(44,640,816)	(4,634,876)	(8,053,755)
Zmiana stanu należności	(137,839)	(485,278)	(7,857,488)	(31,499,362)	(3,270,452)	(5,682,874)
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów	1,202,364	4,408,113	11,817,766	34,250,925	3,694,833	6,180,376
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	12,180,026	4,720,818	0	0	0	0
Inne korekty	(807,614.4)	0	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	13,335,993	(18,415,951)	(2,677,130)	72,410,282	121,588,034	132,481,033
Zmiana wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	(32,506,341)	(6,226,200)	(55,198,800)	(9,100,000)	(9,100,000)	(9,100,000)
Zmiana aktywów finansowych	203,903	2,888,117	0	0	0	0
Inne wpływy inwestycyjne	(2,999,379)	0	0	0	0	0
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	(35,301,817)	(3,338,083)	(55,198,800)	(9,100,000)	(9,100,000)	(9,100,000)
Emisja akcji	35,378,000	8,869,400	0	0	0	0
Spląty kredytów i pożyczek krótkoterminowych	(7,834,117)	252,938	0	0	(5,000,000)	0
Spląty kredytów długoterminowych i leasingu	(3,273,703)	261,292	58,000,000	(60,000,000)	0	0
Odsetki	(277,256)	0	0	0	0	0
Inne wpływy finansowe	10,670,473	0	0	0	0	0
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	34,663,396	9,383,630	58,000,000	(60,000,000)	(5,000,000)	0
Zmiana stanu środków z tytułu różnic kursowych	(99,262)	0	0	0	0	0
Środki pieniężne na początek okresu	1,051,172	13,848,006	1,477,603	1,601,673	4,911,955	112,399,988
Środki pieniężne na koniec okresu	13,848,006	1,477,603	1,601,673	4,911,955	112,399,988	235,781,022

Źródło: Saule, Andrzej Knigawka Advisory

Czynniki ryzyka dla wyceny

Internalizacja vs. eksternalizacja produkcji. Wybór modelu produkcji jest najważniejszą decyzją biznesową, przed którą stoi zarząd spółki. Eksternalizacja produkcji jest utrudniona przez ograniczenia COVIDowe powodujące przestoje montowni i fabryk komponentów w Azji oraz powiązania kapitałowe producentów ESL z dostawcami komponentów. Wiodącym akcjonariuszem SESI jest BOE Technology Group chińskie przedsiębiorstwo specjalizujące się w produkcji wyświetlaczy. Produkty firmy BOE Technology Group znajdują zastosowanie w telefonach komórkowych, tabletach, laptopach, monitorach i urządzeniach pokrewnych. Akcjonariuszem SESI jest również firma E-Ink Corporation lider technologii papieru elektronicznego. Silne powiązania kapitałowe konkurentów skłaniają zarząd Saule do zainwestowania we własną montownię, co z kolei wiąże się z ryzykami specyficznymi dla zarządzania procesami produkcyjnymi.

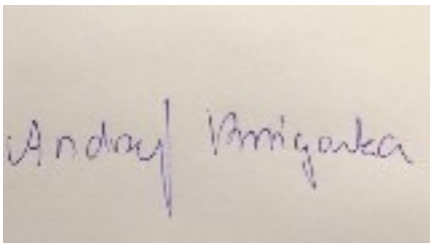
Ambitne założenia sprzedażowe. Saule sprzeda 14,4 mln perowskitowych etykiet cenowych w latach 2022-23. To założenie jest stosunkowo optymistyczne ze względu na zakładane tempo upowszechnienia etykiet perowskitowych jak i założone ceny sprzedaży. SESI od początku działalności w roku 1992 sprzedał 230 mln tradycyjnych elektronicznych etykiet cenowych. Pricer sprzedał 200 mln etykiet przez 30 lat działalności z czego 100 mln do 2013 roku i kolejne 100 mln w latach 2014-2021.

Strategia cenowa. Cena PESL założona przez nas na potrzeby niniejszej wyceny wynosi €10 za sztukę. SESI sprzedaje swoje wyroby po szacowanej cenie €7 za sztukę. Uzyskanie i utrzymanie widocznej premii w cenie wyrobu może okazać się trudne lub wręcz niemożliwe przy dużych zasobach finansowych konkurencji.

Pozyskanie finansowania. Spółka prawdopodobnie wykaże ujemny poziom kapitałów własnych zanim osiągnie rentowność. Przy ograniczonej zdolności do zaciągania długu bankowego ciężar sfinansowanie rozwoju spoczywać będzie na akcjonariuszach oraz na zdolności spółki do rozliczenia otrzymanych grantów. Pozyskanie finansowania może okazać się trudne bądź wręcz niemożliwe w sytuacji pogorszenia warunków na rynkach kapitałowych. Spółka powinna być w stanie pozyskiwać granty na prace badawczo-rozwojowe tak jak miało to miejsce w latach poprzednich. Przy założeniu spełnienia rygorystycznych warunków rozliczenia grantów spółka nie będzie zmuszona do zwrotu tych środków.

Tarcza podatkowa. Spółka zaraportowała skumulowaną stratę podatkową w wysokości PLN56,2 mln za okres 2017-3kw2021. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zakłada, że spółka będzie mogła skorzystać z rozliczenia straty podatkowej i obniżyć do zera wymiar podatku dochodowego w latach 2023-24 i do 3,9% w roku 2025. Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych może okazać się zawyżona gdyby spółka skorzystała z tarczy podatkowej w ograniczonym zakresie.

Wzrost rentowności obligacji rządu RP. Na początku listopada 2021 rentowności polskich 10letnich obligacji rządowych przekroczyły poziom 3,00% po raz pierwszy od ponad 2 lat. Poziom ten jest wyraźnie wyższy od poziomu na datę sporządzenia wyceny tj. 30 września, który wynosił 2,25%. Dalsze wzrosty rentowności są możliwe ze względu na podwyżki stóp procentowych przez RPP, co może wpływać negatywnie na wycenę Saule w kolejnych okresach.

A rectangular box containing a photograph of a handwritten signature in blue ink on a light-colored surface. The signature reads "Andrzej Kmita".

Sporządził

5 listopada 2021, Warszawa