

15/2021/GPW (70) 18 lipca 2021

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

Analityk: Maciej Wewiórski

# Rafako

Sektor: Budownictwo  
 Rekomendacja fundamentalna: Sprzedaj (→) **Bloomberg:** RFK PW  
 Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (→) **Średni obrót dzienny:** 0,20 mln US\$  
 Kurs: 1,42 zł **12M przedział kursowy:** 0,60-1,54 zł  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 0,6 zł (†) **Free float:** 57%

## Opinia inwestycyjna i rekomendacja

W raporcie za I kw. 21 r Spółka przyznała, iż kluczowe niepewności mające istotny wpływ na kontynuację działalności Rafako to: (i) zakończenie postępowania o zawarcie układu z wierzycielami jednostki dominującej, (ii) realizacja zawartych umów z klientami oraz rozliczenie umów, których realizacja została przerwana na skutek wypowiedzenia umowy przez strony kontraktu, (iii) pozyskanie nowych źródeł finansowania, oraz (iv) pozyskanie inwestora strategicznego. Choć układ w postępowaniu restrukturyzacyjnym uprawomocnił się z końcem czerwca b.r. a na początku lipca b.r. Agencja Restrukturyzacji Przemysłu wydała decyzję o przyznaniu Rafako pomocy na restrukturyzację, to obecnie Spółkę czeka mozolny proces odbudowy portfela zamówień, naprawy relacji z dostawcami oraz spłata wierzycieli w ramach układu. Podtrzymujemy naszą fundamentalną rekomendację Sprzedaj. Z uwagi na możliwą podaż nowych akcji, które mają objąć wierzyciele w ramach układu, rekomendujemy Niedoważaj względem rynku.

## Układ z wierzycielami

Pod koniec czerwca b.r. Sąd Okręgowy w Gliwicach odrzucił zażalenia wniesione na postanowienie Sądu Rejonowego o zatwierdzeniu układu z wierzycielami Rafako. Tym samym układ w uproszczonym postępowaniu restrukturyzacyjnym w Rafako stał się prawomocny. Spółka czekała na tę decyzję od pół roku. Dzięki niej Rafako dostaje szansę powrotu na rynek. Przez ostatni rok Rafako podjęło szereg działań naprawczych. Zoptymalizowano zatrudnienie (spadek liczby zatrudnionych w Grupie z ok. 1 500 to 1 000 osób) i strukturę organizacyjną, a nierentowne kontrakty zostały wypowiedziane.

## Skorygowane zyski

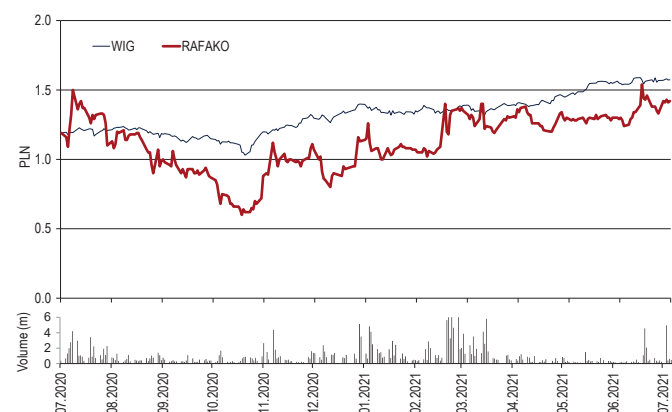
Zyski skorygowane o rozwiązanie rezerwy na Program Odejść Dobrowolnych (5,9 mln zł).

## Dane podstawowe

| MSSF skonsolidowane    |         | 2020    | 2021P   | 2022P   | 2023P   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Sprzedaż               | mln PLN | 1 207,8 | 1 002,5 | 1 310,5 | 1 318,8 |
| EBITDA                 | mln PLN | -293,0  | 19,9    | 40,6    | 39,4    |
| EBIT                   | mln PLN | -308,1  | 7,2     | 28,4    | 27,7    |
| Zysk netto             | mln PLN | -316,9  | -0,8    | 12,7    | 12,1    |
| EPS                    | PLN     | -2,52   | -0,01   | 0,10    | 0,09    |
| Zmiana EPS rok-na-rok  | %       | n.m.    | n.m.    | n.m.    | -5      |
| Dług netto             | mln PLN | 16,9    | 137,7   | 166,9   | 137,7   |
| P/E                    | x       | neg.    | neg.    | 14,3    | 15,0    |
| P/CE                   | x       | neg.    | 15,2    | 7,3     | 0,0     |
| EV/EBITDA              | x       | neg.    | 16,0    | 8,6     | 0,0     |
| EV/EBIT                | x       | neg.    | 44,5    | 12,2    | 0,0     |
| Dywidenda na akcję     | PLN     | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00    |
| Stopa dywidendy brutto | %       | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Liczba akcji           | mln     | 127,4   | 127,4   | 127,4   | 127,4   |

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki za II kw. 2021 r. – 23 września 2021 r.
2. Wyniki za III kw. 2021 r. – 22 listopada 2021 r.

## Pomoc od ARP

Zgodnie z decyzją, pomoc na restrukturyzację ma zostać udzielona na okres 120 miesięcy, zaś kwota pomocy ma zostać przeznaczona na zabezpieczenie linii gwarancji w wysokości 46 mln zł oraz

sfinansowanie kosztów działalności operacyjnej związanych z realizowanymi i przyszłymi kontraktami w wysokości 54 mln zł. Pomoc na restrukturyzację ma przyjąć formę objęcia obligacji w wysokości 100 mln zł, oprocentowanych w wysokości 4,15% w stosunku rocznym. Spłata obligacji ma nastąpić w trzech ratach: pierwsza rata na dzień 31 grudnia 2028 r. w wysokości 33 mln zł, druga rata na dzień 31 grudnia 2029 r. w wysokości 33 mln zł oraz trzecia rata w dniu wykupu, tj. 31 grudnia 2030 r. w kwocie 34 mln zł oraz data spłaty odsetek w dniu wykupu obligacji jednorazowo za cały okres, z możliwością przedterminowego wykupu obligacji.

### Nowa strategia

Spółka upatruje swoich szans w transformacji energetycznej. Rafako nie chce realizować już budowy dużych projektów, jak blok w Jaworznie 910 MW, jako generalny wykonawca. Spółka chce pozostać spółką technologiczną, opierającą się na projektowaniu, produkcji i wykonawstwie, często we współpracy z globalnymi partnerami. Ważnym punktem strategii ma pozostać ekspansja zagraniczna, także na tych rynkach, gdzie dotąd Rafako nie było obecne. Zgodnie z przygotowaną nową strategią, spółka chciałaby również znaleźć swoje miejsce na rynku odnawialnych źródeł energii (OZE).

Pozytywnie oceniamy rezygnację z realizacji dużych obiektów w charakterze generalnego wykonawcy z uwagi na trudności w zarządzaniu szeregiem ryzyk na tego typu kontraktach. Dobrze oceniamy również chęć wykorzystania wypracowanych przez lata kompetencji w instalacjach ochrony środowiska – odsiarczaniu i odazotowaniu spalin. Rafako posiada szereg własnych rozwiązań i patentów w tym zakresie.

### Wyniki 2020 r

Z punktu widzenia rachunku zysków i strat wyniki 2020 ocenić należy bardzo krytycznie. Niewielkim pocieszeniem jest fakt, iż Spółce udało się lekko zmniejszyć straty w stosunku do roku 2019. Na plus zapisujemy uzyskanie pozytywnego wyniku na poziomie przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Jednak zdecydowanie pozytywnie oceniamy działania restrukturyzacyjne podjęte przez zarząd Spółki w tym okresie.

W 2020 r roku Rafako wygenerowało 1 207,8 mln zł przychodów ze sprzedaży, tj. o 37,1 mln zł mniej aniżeli w 2019 roku. Spadek wartości przychodów ze sprzedaży w 2020 roku wynika głównie ze zmniejszenia zaangażowania na projektach dotychczas realizowanych przez Spółkę jak również z zaprzestania realizacji kontraktu dot. budowy bloku kogeneracyjnego opalanego biopaliwem dla litewskiego klienta UAB Vilniaus Kogeneracine Jegaime.

Na rynku krajowym Rafako odnotowało wzrost sprzedaży o prawie 16% rok do roku. Największe wzrosty na rynku krajowym nastąpiły w asortymencie *urządzenia ochrony powietrza* (o 72,1 mln zł) oraz w asortymencie *bloki energetyczne i kotły* gdzie sprzedaż wzrosła o 55,8 mln zł. W asortymencie *urządzenia ochrony powietrza* zmiana ta wynika głównie z realizacji kontraktów dot. Modernizacji Instalacji Odsiarczania Spalin dla bloków 3-6 oraz 8-12 dla PGE GiEK w Bełchatowie. Zmiana w asortymencie *bloki energetyczne i kotły* wynikała przede wszystkim z realizacji projektu „Budowa bloku energetycznego opalanego gazem koksowniczym w Radlinie” dla JSW. Znaczny spadek na rynku krajowym Rafako odnotowało w asortymencie zespoły oraz części maszyn i urządzeń energetycznych gdzie przychody spadły o 81,4 mln zł.

Koszt własny sprzedaży produktów, usług i materiałów w 2020 roku wyniósł 1 396,2 mln zł, co oznacza stratę brutto ze sprzedaży w wysokości -188,4 mln zł. W 2019 roku, Rafako na tym poziomie wykazało stratę, która wyniosła – 287,3 mln zł.

Poniesiona w 2020 roku strata jest głównie następstwem aktualizacji szacunkowych kosztów realizacji 5 znaczących umów takich jak:

Projekt Jaworzno: Wpływ na skonsolidowany wynik finansowy realizacji kontraktu Jaworzno, uwzględniający zmianę stopnia realizacji kontraktu w 2020 roku wyniósł – 27,9 mln zł (-50,7 mln zł z uwzględnieniem rezerwy na naprawy gwarancyjne).

Projekt Wilno: Wpływ realizacji kontraktu w Wilnie na wynik finansowy Grupy w 2020 roku wyniósł – 99,7 mln zł.

Projekt Radlin: Wpływ na skonsolidowany wynik finansowy realizacji kontraktu Radlin w części realizowanej przez Grupę Rafako w 2020 roku wyniósł – 43 mln zł.

Projekt tłoczni Kędzierzyn i gazociąg Goleniów-Płoty: Wpływ na skonsolidowany wynik finansowy realizacji tego kontraktu w części realizowanej przez Grupę Rafako w 2020 roku wyniósł – 12,1 mln zł.

### Czynniki mające istotny wpływ na wyniki w kolejnych kwartałach:

- Możliwość zmiany wysokości szacunków kosztów dotyczących realizowanych kontraktów, m.in. w następstwie prowadzonej kontraktacji zakupu wyrobów i usług, które mogą wpłynąć „in plus” lub „in minus” na wynik;
- Ryzyko wystąpienia konieczności utworzenia rezerw na kary kontraktowe za nieterminową realizację lub za niedotrzymanie gwarantowanych parametrów technicznych niektórych kontraktów;

- Możliwość poniesienia ewentualnych kosztów napraw, remontów, modernizacji w umownym okresie gwarancyjnym nieobjętych utworzoną rezerwą na naprawy gwarancyjne;
- Kształtowanie się kursu złotego do EUR, bowiem znaczące zmiany kursu euro mogą mieć istotny wpływ na zmianę rentowności realizowanych kontraktów denominowanych w EUR;
- Ryzyko związane z niezyskaniem niezbędnych gwarancji finansowych umożliwiających pozyskanie i realizację kontraktów,
- Reakcje kontrahentów w świetle prowadzonego przez Emitenta postępowania układowego,
- Negatywne konsekwencje gospodarcze wynikające z pandemii Covid-19.

### Prognozy finansowe

Dalsza erozja portfela zamówień Spółki zmusza nas do kolejnej rewizji naszych prognoz. Nasza wycena wędruje nieznacznie w górę do 0,6 zł na jedną akcję z wcześniej 0,5 zł na jedną akcję.

Tabela 1. Rafako; Zmiany w prognozach DM BOŚ

| MSSF skonsolidowane<br>(mln zł) | 2021P   |            |        | 2022P   |            |        |
|---------------------------------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|
|                                 | obecnie | poprzednio | zmiana | obecnie | poprzednio | zmiana |
| Sprzedaż                        | 1 002,5 | 1 342,5    | -25%   | 1 310,5 | 1 453,3    | -10%   |
| EBITDA                          | 19,9    | 44,8       | -56%   | 40,6    | 51,1       | -21%   |
| EBIT                            | 7,2     | 32,1       | -78%   | 28,4    | 38,9       | -27%   |
| Zysk netto                      | -0,8    | 14,6       | n.m.   | 12,7    | 19,9       | -36%   |
| Dług netto                      | 137,7   | 253,8      | -46%   | 166,9   | 212,7      | -22%   |

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 2. Rafako; Wycena DCF FCFF

| (mln zł)   | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | >2029P       |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sprzedaż   | 1 002,5      | 1 310,5      | 1 318,8      | 1 327,1      | 1 335,7      | 1 344,4      | 1 353,3      | 1 362,3      | 1 371,6      |              |
| zmiana r/r   | -17%         | 31%          | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           |              |
| EBIT   | 7,2          | 28,4         | 27,7         | 26,9         | 26,1         | 25,3         | 23,4         | 21,3         | 19,2         |              |
| zmiana r/r   | -102%        | 296%         | -3%          | -3%          | -3%          | -3%          | -8%          | -9%          | -10%         |              |
| Efektowna stopa podatkowa (T)  | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        |              |
| EBIT (1-T)   | 5,7          | 22,4         | 21,8         | 21,2         | 20,6         | 20,0         | 18,5         | 16,8         | 15,2         |              |
| zmiana r/r   | -102%        | 296%         | -3%          | -3%          | -3%          | -3%          | -8%          | -9%          | -10%         |              |
| EBITDA   | 19,9         | 40,6         | 39,4         | 38,3         | 37,3         | 36,4         | 34,4         | 32,4         | 30,3         |              |
| zmiana r/r   | -107%        | 104%         | -3%          | -3%          | -3%          | -2%          | -5%          | -6%          | -7%          |              |
| Amortyzacja  | 12,7         | 12,2         | 11,8         | 11,4         | 11,2         | 11,1         | 11,1         | 11,1         | 11,1         |              |
| EBIT (1-T) + D   | 18,4         | 34,6         | 33,6         | 32,7         | 31,8         | 31,1         | 29,5         | 27,9         | 26,2         |              |
| zmiana r/r   | -106%        | 88%          | -3%          | -3%          | -3%          | -2%          | -5%          | -5%          | -6%          |              |
| Wydatki inwestycyjne   | -10,2        | -6,7         | -7,4         | -8,1         | -8,9         | -9,8         | -10,8        | -11,2        | -11,2        |              |
| Zmiana kapitału pracującego netto  | -80,6        | -52,2        | 11,1         | 7,0          | 3,5          | 0,5          | -0,6         | -2,3         | -2,8         |              |
| <b>FCFF</b>  | <b>-72,4</b> | <b>-24,3</b> | <b>37,4</b>  | <b>31,6</b>  | <b>26,4</b>  | <b>21,8</b>  | <b>18,1</b>  | <b>14,4</b>  | <b>12,3</b>  |              |
| zmiana r/r   | n.m.         | n.m.         | n.m.         | -16%         | -16%         | -17%         | -17%         | -20%         | -15%         | 1%           |
| <b>Koszt kapitału własnego</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Stopa wolna od ryzyka  | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         | 2,0%         |
| Premia za ryzyko na rynku akcji  | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         | 6,5%         |
| Nielewarowana beta   | 1,20         | 1,20         | 1,20         | 1,20         | 1,20         | 1,20         | 1,20         | 1,20         | 1,20         | 1,20         |
| Lewarowana beta  | 1,62         | 1,63         | 1,61         | 1,59         | 1,56         | 1,54         | 1,51         | 1,50         | 1,40         | 1,40         |
| <b>Wymagana stopa zwrotu</b>   | <b>12,5%</b> | <b>12,6%</b> | <b>12,5%</b> | <b>12,3%</b> | <b>12,2%</b> | <b>12,0%</b> | <b>11,8%</b> | <b>11,8%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> |
| <b>Koszt długu</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Koszt długu przed opodatkowaniem   | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         |
| Efektowna stopa podatkowa  | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        | 21,0%        |
| <b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  | <b>4,0%</b>  |
| <b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>                                       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Udział kapitału akcyjnego  | 55,4%        | 54,8%        | 57,0%        | 59,4%        | 61,8%        | 64,5%        | 67,4%        | 68,3%        | 78,5%        | 78,5%        |
| Koszt kapitału własnego  | 12,5%        | 12,6%        | 12,5%        | 12,3%        | 12,2%        | 12,0%        | 11,8%        | 11,8%        | 11,1%        | 11,1%        |
| Udział długu   | 44,6%        | 45,2%        | 43,0%        | 40,6%        | 38,2%        | 35,5%        | 32,6%        | 31,7%        | 21,5%        | 21,5%        |
| Koszt długu po opodatkowaniu   | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         | 4,0%         |
| <b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>                                       | <b>8,7%</b>  | <b>8,7%</b>  | <b>8,8%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>9,0%</b>  | <b>9,1%</b>  | <b>9,2%</b>  | <b>9,3%</b>  | <b>9,6%</b>  | <b>9,6%</b>  |
| Składana stopa dyskontowa  | 1,00         | 1,04         | 1,13         | 1,23         | 1,34         | 1,47         | 1,60         | 1,75         | 1,92         |              |
| Współczynnik dyskonta  | 1,00         | 0,96         | 0,88         | 0,81         | 0,74         | 0,68         | 0,62         | 0,57         | 0,52         |              |
| <b>Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych</b>                            | <b>-</b>     | <b>-23,4</b> | <b>33,1</b>  | <b>25,6</b>  | <b>19,6</b>  | <b>14,9</b>  | <b>11,3</b>  | <b>8,2</b>   | <b>6,4</b>   |              |
| Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych                            |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 95,8         |
| Waga długu w okresie rezydualnym   |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 22%          |
| Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym                                     |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 78%          |
| Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz               |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 12,1%        |
| Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz                        |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 9,0%         |
| Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym                               |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 9,6%         |
| <b>Wzrost FCFF w okresie rezydualnym</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>1,0%</b>  |
| Wartość rezydualna   |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 144,4        |
| Wartość bieżąca wartości rezydualnej   |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 75,3         |
| <b>Wartość działalności Rafako</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>171,1</b> |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty   |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 223,8        |
| Dług odsetkowy   |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 361,5        |
| Dywidenda  |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 0,0          |
| Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych                                    |              |              |              |              |              |              |              |              |              | -39,0        |
| <b>Wartość kapitału akcyjnego</b>  |              |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>72,4</b>  |
| Liczba akcji (mln szt.)  |              |              |              |              |              |              |              |              |              | 127,4        |
| <b>Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Rafako w horyzoncie 12 miesięcy</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              | <b>0,6</b>   |

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Czynniki ryzyka**

1. Utrata płynności – konieczność zapłaty potencjalnych kar umownych może skutkować utratą płynności Spółki.
2. Nieznalezienie nowych źródeł finansowania – nowy zarząd Rafako zatrudnił firmę KPMG Advisory jako doradcę w procesie rozpoznania możliwości pozyskania przez Spółkę nowych źródeł finansowania. W przypadku fiaska w tym zakresie może się okazać, że Rafako pozostanie niedokapitalizowane.
3. Istnieje ryzyko nieodzyskania całości lub części wierzytelności układowych od PBG oraz wynikające z solidarnej odpowiedzialności związanej z realizacją wspólnych przedsięwzięć.
4. Zbyt mała kontraktacja – wyraźne spowolnienie tempa pozyskiwania nowych kontraktów do portfela może przełożyć się na pogorszenie wyników oraz sytuacji finansowej.
5. Wzrost konkurencji – wyczerpanie potencjału do budowy nowych dużych bloków węglowych w Polsce może spowodować wzrost konkurencji w pozostałych obszarach rynku, takich jak: budowa instalacji ochrony środowiska czy budownictwo z zakresu ropy i gazu. Wzmocniona konkurencja może negatywnie wpłynąć na rentowność nowo pozyskiwanych zleceń.
6. Kary umowne – naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki.
7. Wzrost cen materiałów – ryzyko to jest ograniczane przez Spółkę poprzez tworzenie rezerw kosztowych już na etapie kalkulacji oferty; niemniej jednak w przypadku silnego wzrostu kosztów, przewyższającego zawiązane rezerwy, obciąży on wynik finansowy.
8. Ryzyko dotyczące niedoszacowania kosztów realizacji projektów.

**Katalizatory**

1. Pozyskanie nowych źródeł finansowania – ich znalezienie poprawiłoby sytuację gotówkową Spółki.
2. Uzyskanie roszczeń od kontrahentów – pozwoli na utrzymanie rentowności kontraktów oraz stabilnej sytuacji finansowej.
3. Wyraźne przełamanie negatywnego trendu przepływów operacyjnych – przełamanie negatywnego trendu w przepływach operacyjnych, powinno stanowić istotny katalizator dla notowań Spółki.
4. Powiększenie portfela zamówień – pozyskiwanie kolejnych zleceń bezpośrednio będzie przekładało się na zwiększenie skali działalności w przyszłości.
5. Opracowanie nowych technologii – potencjalnie każda nowa technologia może stanowić istotną przewagę konkurencyjną.
6. Uzyskanie dostępu do nowych gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – zwiększenie dostępu do finansowania pozwoli Spółce na wystartowanie w większej ilości przetargów oraz zwiększenie skali działalności.
7. Systematyczne wypełnianie układu z wierzycielami.

## Sprawozdanie finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 3. Rafako; Skonsolidowany rachunek zysków i strat

| (mln zł)                                       | 2018           | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                  | <b>1 268,8</b> | <b>1 244,9</b> | <b>1 207,8</b> | <b>1 002,5</b> | <b>1 310,5</b> | <b>1 318,8</b> | <b>1 327,1</b> |
| Koszt własny sprzedaży                         | -1 150,1       | -1 532,2       | -1 396,2       | -922,3         | -1 205,7       | -1 213,3       | -1 221,0       |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>                | <b>118,7</b>   | <b>-287,3</b>  | <b>-188,4</b>  | <b>80,2</b>    | <b>104,8</b>   | <b>105,5</b>   | <b>106,2</b>   |
| Koszty sprzedaży                               | -24,4          | -22,9          | -14,3          | -14,6          | -14,9          | -15,2          | -15,5          |
| Koszty ogólnego zarządu                        | -51,9          | -49,7          | -48,7          | -51,6          | -52,6          | -53,7          | -54,8          |
| Koszty badań i rozwoju                         | -6,2           | -11,3          | -6,2           | -5,0           | -6,6           | -6,6           | -6,6           |
| <b>Zysk netto ze sprzedaży</b>                 | <b>36,2</b>    | <b>-371,2</b>  | <b>-257,7</b>  | <b>8,9</b>     | <b>30,7</b>    | <b>30,0</b>    | <b>29,2</b>    |
| Pozostałe przychody operacyjne                 | 12,7           | 5,9            | 47,9           | 5,0            | 6,6            | 6,6            | 6,6            |
| Pozostałe koszty operacyjne                    | -8,4           | -72,2          | -98,3          | -6,8           | -8,9           | -8,9           | -9,0           |
| <b>EBIT</b>                                    | <b>40,5</b>    | <b>-437,6</b>  | <b>-308,1</b>  | <b>7,2</b>     | <b>28,4</b>    | <b>27,7</b>    | <b>26,9</b>    |
| Przychody finansowe                            | 8,5            | 9,3            | 6,5            | 0,1            | 0,1            | 0,1            | 0,1            |
| Koszty finansowe                               | -5,8           | -47,4          | -7,8           | -6,8           | -10,7          | -10,7          | -10,7          |
| <b>Zysk brutto</b>                             | <b>43,2</b>    | <b>-475,7</b>  | <b>-309,3</b>  | <b>0,5</b>     | <b>17,9</b>    | <b>17,1</b>    | <b>16,3</b>    |
| Podatek dochodowy                              | -9,7           | -1,9           | -18,9          | -0,1           | -3,8           | -3,6           | -3,4           |
| <b>Zysk netto z działalności kontynuowanej</b> | <b>33,5</b>    | <b>-477,6</b>  | <b>-328,2</b>  | <b>0,4</b>     | <b>14,1</b>    | <b>13,5</b>    | <b>12,9</b>    |
| Zysk udziałowców mniejszościowych              | -0,1           | -4,5           | -11,3          | 1,2            | 1,4            | 1,4            | 1,4            |
| <b>Zysk netto</b>                              | <b>33,6</b>    | <b>-473,1</b>  | <b>-316,9</b>  | <b>-0,8</b>    | <b>12,7</b>    | <b>12,1</b>    | <b>11,4</b>    |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>55,4</b>    | <b>-420,0</b>  | <b>-293,0</b>  | <b>19,9</b>    | <b>40,6</b>    | <b>39,4</b>    | <b>38,3</b>    |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA



Tabela 4. Rafako; Skonsolidowany bilans

| (mln zł)   | 2018           | 2019           | 2020           | 2021P          | 2022P          | 2023P          | 2024P          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktywa długoterminowe</b>                                 | <b>294,7</b>   | <b>303,5</b>   | <b>228,6</b>   | <b>172,9</b>   | <b>178,5</b>   | <b>174,4</b>   | <b>171,4</b>   |
| Rzeczowe aktywa trwałe                                       | 146,6          | 147,4          | 125,1          | 115,9          | 109,2          | 103,4          | 98,7           |
| Wartość firmy  | 9,2            | 6,7            | 0,5            | 0,5            | 0,5            | 0,5            | 0,5            |
| Wartości niematerialne                                       | 8,0            | 6,8            | 4,9            | 11,5           | 12,8           | 14,1           | 15,6           |
| Aktywa z tytułu prawa do użytkowania                         | 29,0           | 15,8           | 7,2            | 7,2            | 7,2            | 7,2            | 7,2            |
| Pozostałe należności długoterminowe                          | 40,4           | 77,8           | 63,9           | 15,0           | 19,7           | 19,8           | 19,9           |
| Akcje i udziały  | 1,4            | 1,5            | 1,5            | 1,5            | 1,5            | 1,5            | 1,5            |
| Aktywa finansowe długoterminowe                              | 14,1           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Aktywa z tytułu podatku odroczonego                          | 42,0           | 42,7           | 25,6           | 21,2           | 27,7           | 27,9           | 28,1           |
| Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe                    | 4,1            | 4,9            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Aktywa krótkoterminowe</b>                                | <b>1 075,3</b> | <b>998,8</b>   | <b>804,5</b>   | <b>733,9</b>   | <b>733,7</b>   | <b>755,6</b>   | <b>776,0</b>   |
| Zapasy   | 34,2           | 33,0           | 23,1           | 12,8           | 10,2           | 7,7            | 6,2            |
| Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności | 532,5          | 608,0          | 496,8          | 316,7          | 293,1          | 287,3          | 284,7          |
| Aktywa z tytułu umów   | 381,4          | 269,8          | 208,0          | 180,4          | 235,9          | 237,4          | 238,9          |
| Należności z tytułu podatku dochodowego                      | 0,2            | 0,6            | 0,2            | 0,1            | 0,2            | 0,2            | 0,2            |
| Instrumenty pochodne   | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe aktywa finansowe krótkoterminowe                   | 7,6            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Udzielone pożyczki krótkoterminowe                           | 11,4           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty                           | 88,7           | 66,1           | 76,4           | 223,8          | 194,2          | 223,0          | 246,1          |
| Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe                   | 19,4           | 21,3           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży                      | 0,2            | 0,1            | 4,5            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Suma aktywów</b>  | <b>1 370,2</b> | <b>1 302,4</b> | <b>1 037,6</b> | <b>906,8</b>   | <b>912,2</b>   | <b>930,1</b>   | <b>947,4</b>   |
| <b>Kapitał własny</b>  | <b>589,1</b>   | <b>110,2</b>   | <b>-205,7</b>  | <b>-206,5</b>  | <b>-193,8</b>  | <b>-181,8</b>  | <b>-170,3</b>  |
| <b>Kapitał udziałowców niekontrolujących</b>                 | <b>8,5</b>     | <b>4,0</b>     | <b>-7,2</b>    | <b>-6,0</b>    | <b>-4,6</b>    | <b>-3,1</b>    | <b>-1,7</b>    |
| <b>Zobowiązania</b>  | <b>772,6</b>   | <b>1 188,2</b> | <b>1 250,5</b> | <b>1 119,3</b> | <b>1 110,6</b> | <b>1 115,0</b> | <b>1 119,5</b> |
| Zobowiązania długoterminowe                                  | 75,3           | 94,0           | 148,4          | 291,4          | 317,1          | 317,5          | 317,9          |
| Odsetkowe  | 8,3            | 7,6            | 3,1            | 206,6          | 206,2          | 205,8          | 205,6          |
| Nieodsetkowe   | 36,5           | 50,1           | 53,6           | 24,2           | 31,7           | 31,8           | 32,1           |
| Rezerwy  | 30,4           | 36,4           | 91,7           | 60,7           | 79,3           | 79,8           | 80,3           |
| Zobowiązania krótkoterminowe                                 | 697,3          | 1094,1         | 1102,1         | 827,8          | 793,5          | 797,5          | 801,6          |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług                         | 342,5          | 628,7          | 752,1          | 553,4          | 482,3          | 485,3          | 488,4          |
| Odsetkowe  | 112,5          | 118,5          | 90,2           | 154,9          | 154,9          | 154,9          | 154,9          |
| Zobowiązania z tytułu umów                                   | 173,5          | 251,6          | 216,1          | 90,2           | 117,9          | 118,7          | 119,4          |
| Nieodsetkowe   | 31,6           | 26,5           | 0,6            | 1,1            | 1,4            | 1,4            | 1,4            |
| Rezerwy  | 15,2           | 47,1           | 42,7           | 28,2           | 36,9           | 37,1           | 37,4           |
| Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe                   | 21,1           | 21,5           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Pozostałe  | 1,0            | 0,2            | 0,4            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Suma pasywów</b>  | <b>1 370,2</b> | <b>1 302,4</b> | <b>1 037,6</b> | <b>906,8</b>   | <b>912,2</b>   | <b>930,1</b>   | <b>947,4</b>   |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 5. Rafako; Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

| (mln zł)  | 2018         | 2019          | 2020          | 2021P         | 2022P        | 2023P        | 2024P        |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Zysk brutto</b>  | <b>43,2</b>  | <b>-475,7</b> | <b>-309,3</b> | <b>0,5</b>    | <b>17,9</b>  | <b>17,1</b>  | <b>16,3</b>  |
| Amortyzacja   | 14,8         | 17,6          | 15,1          | 12,7          | 12,2         | 11,8         | 11,4         |
| Zmiany kapitału obrotowego  | -140,5       | 402,4         | 318,5         | -80,6         | -52,2        | 11,1         | 7,0          |
| Zmiana stanu należności   | -47,3        | -113,1        | 151,3         | 228,9         | 19,0         | 5,6          | 2,5          |
| Zmiana stanu zapasów  | -5,3         | 1,1           | 9,9           | 10,3          | 2,6          | 2,6          | 1,5          |
| Zmiana stanu zobowiązań i rezerw z tytułu świadczeń pracowniczych z wyjątkiem kredytów i pożyczek | -79,3        | 288,9         | 112,0         | -180,3        | -66,8        | 3,1          | 3,2          |
| Zmiana stanu rezerw i rozliczeń międzyokresowych  | -9,1         | 37,9          | 19,0          | -41,2         | 20,8         | 0,6          | 0,6          |
| Zmiana stanu rozliczeń z tytułu umów o usługę budowlaną   | 0,6          | 187,5         | 26,3          | -98,3         | -27,7        | -0,7         | -0,8         |
| Podatek dochodowy zapłacony   | -9,3         | -2,5          | -2,0          | -0,1          | -3,8         | -3,6         | -3,4         |
| Pozostałe   | 0,6          | 39,0          | 16,3          | -36,5         | 14,0         | 10,7         | 10,7         |
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>-91,2</b> | <b>-19,1</b>  | <b>38,5</b>   | <b>-104,0</b> | <b>-11,9</b> | <b>47,1</b>  | <b>42,0</b>  |
| Wydatki inwestycyjne  | 0,0          | -0,2          | 6,1           | -10,2         | -6,7         | -7,4         | -8,1         |
| Pozostałe   | 1,9          | 0,1           | 0,4           | 0,1           | 0,1          | 0,1          | 0,1          |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>   | <b>1,9</b>   | <b>-0,2</b>   | <b>6,5</b>    | <b>-10,0</b>  | <b>-6,6</b>  | <b>-7,3</b>  | <b>-8,1</b>  |
| Wpływy z emisji akcji   | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zmiana długu odsetkowego  | 0,9          | 2,1           | -32,6         | 268,2         | -0,4         | -0,3         | -0,3         |
| Dywidendy wypłacone   | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Odsetki   | -4,3         | -4,6          | -2,2          | -6,8          | -10,7        | -10,7        | -10,7        |
| Pozostałe   | 0,8          | -0,8          | 0,1           | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>  | <b>-2,6</b>  | <b>-3,3</b>   | <b>-34,7</b>  | <b>261,4</b>  | <b>-11,1</b> | <b>-11,0</b> | <b>-10,9</b> |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>   | <b>-91,9</b> | <b>-22,6</b>  | <b>10,4</b>   | <b>147,4</b>  | <b>-29,5</b> | <b>28,8</b>  | <b>23,0</b>  |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 6. Rafako; Wskaźniki

|  | 2018 | 2019   | 2020   | 2021P | 2022P  | 2023P | 2024P |
|--|------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| Zmiana sprzedaży (r/r)                 | -29% | -2%    | -3%    | -17%  | 31%    | 1%    | 1%    |
| Zmiana zysku brutto na sprzedaży (r/r) | -25% | -342%  | -34%   | -143% | 31%    | 1%    | 1%    |
| Zmiana EBITDA (r/r)                    | -12% | -859%  | -30%   | -107% | 104%   | -3%   | -3%   |
| Zmiana zysku operacyjnego (r/r)        | -17% | -1180% | -30%   | -102% | 296%   | -3%   | -3%   |
| Zmiana zysku netto (r/r)               | 707% | -1509% | -33%   | -100% | -1616% | -5%   | -5%   |
| Rotacja należności (dni)               | 146  | 167    | 167    | 148   | 85     | 80    | 79    |
| Rotacja zapasów (dni)                  | 10   | 8      | 7      | 7     | 3      | 3     | 2     |
| Rotacja zobowiązań (dni)               | 116  | 116    | 180    | 258   | 157    | 146   | 146   |
| Rotacja gotówki (dni)                  | 40   | 60     | -6     | -103  | -68    | -63   | -65   |
| NWC/Sprzedaż                           | 32%  | 0%     | -20%   | -13%  | -5%    | -6%   | -6%   |
| Marża brutto ze sprzedaży              | 9,4% | -23,1% | -15,6% | 8,0%  | 8,0%   | 8,0%  | 8,0%  |
| Marża EBITDA                           | 4,4% | -33,7% | -24,3% | 2,0%  | 3,1%   | 3,0%  | 2,9%  |
| Marża operacyjna                       | 3,2% | -35,1% | -25,5% | 0,7%  | 2,2%   | 2,1%  | 2,0%  |
| Marża zysku brutto                     | 3,4% | -38,2% | -25,6% | 0,1%  | 1,4%   | 1,3%  | 1,2%  |
| Marża zysku netto                      | 2,6% | -38,0% | -26,2% | -0,1% | 1,0%   | 0,9%  | 0,9%  |
| ROA                                    | 3,0% | -31,9% | -26,4% | 0,6%  | 2,6%   | 2,5%  | 2,4%  |
| Wskaźnik płynności bieżącej            | 1,5  | 0,9    | 0,7    | 0,9   | 0,9    | 0,9   | 1,0   |
| Wskaźnik płynności szybkiej            | 1,5  | 0,9    | 0,7    | 0,9   | 0,9    | 0,9   | 1,0   |
| Dług netto/EBITDA                      | 0,6  | n.m.   | n.m.   | 6,9   | 4,1    | 3,5   | 3,0   |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA



## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

**Marża brutto na sprzedaży** – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBIT** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprecontowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

**EPS** – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stoпа dywidendy brutto** – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedoważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej),

w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

|          | Kupuj | Trzymaj | Sprzedaj | Zawieszono | W trakcie aktualizacji |
|----------|-------|---------|----------|------------|------------------------|
| Liczba   | 46    | 23      | 6        | 10         | 0                      |
| Procenty | 54%   | 27%     | 7%       | 12%        | 0%                     |

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

|          | Przeważaj | Neutralnie | Niedoważaj | Zawieszono | W trakcie aktualizacji |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------------------|
| Liczba   | 36        | 28         | 11         | 10         | 0                      |
| Procenty | 42%       | 33%        | 13%        | 12%        | 0%                     |

## Banki

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Spread odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

**Odpisy na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendacje, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

**Rekomendacje fundamentalne**

| Analityk            | Rekomendacja   | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia | Wynik      | Wynik relatywny | Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</sup> | Wycena w horyzoncie 12M |                |   |
|---------------------|----------------|--------------|--------------------|------------------|------------------|------------|-----------------|---|-------------------------|----------------|---|
| <b>Rafako</b>       |                |              |                    |                  |                  |            |                 |   |                         |                |   |
| Michał Stalmach     | Kupuj          | -            | 10.12.2015         | -                | 10.12.2015       | 04.12.2016 | -16%            | -22%  | 6,70                    | 10,10          | - |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 13.12.2015       | 14.12.2015       | -          | -               | -   | 6,99                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 17.01.2016       | 18.01.2016       | -          | -               | -   | 7,15                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 15.02.2016       | 16.02.2016       | -          | -               | -   | 7,29                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 18.02.2016       | 19.02.2016       | -          | -               | -   | 7,39                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 21.03.2016       | 22.03.2016       | -          | -               | -   | 8,10                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 13.04.2016       | 14.04.2016       | -          | -               | -   | 8,42                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 16.05.2016       | 17.05.2016       | -          | -               | -   | 7,95                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 27.06.2016       | 28.06.2016       | -          | -               | -   | 5,89                    | 10,10          | → |
| Michał Stalmach     | -              | →            | -                  | 24.07.2016       | 25.07.2016       | -          | -               | -   | 6,50                    | 10,10          | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 11.08.2016       | 12.08.2016       | -          | -               | -   | 6,59                    | 9,30           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 31.08.2016       | 01.09.2016       | -          | -               | -   | 6,78                    | 9,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 12.10.2016       | 13.10.2016       | -          | -               | -   | 6,36                    | 9,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 01.11.2016       | 02.11.2016       | -          | -               | -   | 6,02                    | 7,30           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 02.11.2016       | 03.11.2016       | -          | -               | -   | 6,02                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 14.11.2016       | 15.11.2016       | -          | -               | -   | 5,98                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | Kupuj          | →            | 04.12.2016         | -                | 05.12.2016       | 09.05.2017 | 36%             | 6%  | 5,61                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 12.01.2017       | 13.01.2017       | -          | -               | -   | 6,24                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 08.02.2017       | 09.02.2017       | -          | -               | -   | 7,22                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 21.02.2017       | 22.02.2017       | -          | -               | -   | 7,13                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 07.03.2017       | 08.03.2017       | -          | -               | -   | 8,80                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 11.04.2017       | 12.04.2017       | -          | -               | -   | 8,05                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | Trzymaj        | ↓            | 09.05.2017         | -                | 10.05.2017       | 25.03.2018 | -34%            | -31%  | 7,62                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 30.05.2017       | 31.05.2017       | -          | -               | -   | 8,07                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 12.07.2017       | 13.07.2017       | -          | -               | -   | 8,05                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 26.07.2017       | 27.07.2017       | -          | -               | -   | 7,70                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 03.09.2017       | 04.09.2017       | -          | -               | -   | 5,90                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 15.10.2017       | 16.10.2017       | -          | -               | -   | 4,75                    | 7,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 05.11.2017       | 06.11.2017       | -          | -               | -   | 4,49                    | 7,10           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 09.11.2017       | 10.11.2017       | -          | -               | -   | 4,24                    | 4,70           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 15.11.2017       | 16.11.2017       | -          | -               | -   | 4,09                    | 4,70           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 10.12.2017       | 11.12.2017       | -          | -               | -   | 4,18                    | 4,70           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 10.01.2018       | 11.01.2018       | -          | -               | -   | 4,80                    | 4,70           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 13.02.2018       | 14.02.2018       | -          | -               | -   | 4,89                    | 4,70           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 12.03.2018       | 13.03.2018       | -          | -               | -   | 4,83                    | 4,70           | → |
| Wojciech Romanowski | W aktualizacji | -            | 25.03.2018         | -                | 26.03.2018       | 22.05.2018 | -18%            | -17%  | 4,80                    | W aktualizacji | - |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 16.04.2018       | 17.04.2018       | -          | -               | -   | 4,20                    | W aktualizacji | - |
| Wojciech Romanowski | Sprzedaj       | -            | 22.05.2018         | -                | 23.05.2018       | 09.12.2018 | -50%            | -49%  | 3,94                    | 2,90           | - |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 29.05.2018       | 30.05.2018       | -          | -               | -   | 3,74                    | 2,90           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 16.07.2018       | 17.07.2018       | -          | -               | -   | 3,46                    | 2,90           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 02.08.2018       | 03.08.2018       | -          | -               | -   | 3,54                    | 2,90           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 30.08.2018       | 31.08.2018       | -          | -               | -   | 3,38                    | 2,90           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 11.10.2018       | 12.10.2018       | -          | -               | -   | 2,02                    | 2,90           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 23.10.2018       | 24.10.2018       | -          | -               | -   | 2,03                    | 2,90           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 14.11.2018       | 15.11.2018       | -          | -               | -   | 1,45                    | 2,90           | → |
| Wojciech Romanowski | Trzymaj        | ↑            | 09.12.2018         | -                | 10.12.2018       | 05.12.2019 | -48%            | -46%  | 1,970                   | 2,80           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 10.01.2019       | 11.01.2019       | -          | -               | -   | 1,740                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 04.02.2019       | 05.02.2019       | -          | -               | -   | 1,800                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 26.02.2019       | 27.02.2019       | -          | -               | -   | 1,800                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 26.03.2019       | 27.03.2019       | -          | -               | -   | 2,170                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 22.04.2019       | 23.04.2019       | -          | -               | -   | 2,155                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 24.04.2019       | 25.04.2019       | -          | -               | -   | 2,045                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 30.05.2019       | 31.05.2019       | -          | -               | -   | 1,980                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 17.07.2019       | 18.07.2019       | -          | -               | -   | 1,934                   | 2,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 23.07.2019       | 23.07.2019       | -          | -               | -   | 1,868                   | 2,40           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 30.07.2019       | 31.07.2019       | -          | -               | -   | 1,830                   | 2,40           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 20.08.2019       | 21.08.2019       | -          | -               | -   | 1,330                   | 2,40           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 25.08.2019       | 26.08.2019       | -          | -               | -   | 1,310                   | 2,30           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 01.09.2019       | 02.09.2019       | -          | -               | -   | 1,400                   | 2,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 02.09.2019       | 03.09.2019       | -          | -               | -   | 1,400                   | 2,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 05.09.2019       | 06.09.2019       | -          | -               | -   | 1,312                   | 2,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 30.09.2019       | 01.10.2019       | -          | -               | -   | 0,918                   | 2,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 13.10.2019       | 14.10.2019       | -          | -               | -   | 1,110                   | 2,30           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 24.10.2019       | 25.10.2019       | -          | -               | -   | 1,008                   | 1,80           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 17.11.2019       | 18.11.2019       | -          | -               | -   | 1,140                   | 1,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 25.11.2019       | 26.11.2019       | -          | -               | -   | 1,058                   | 1,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 27.11.2019       | 28.11.2019       | -          | -               | -   | 1,028                   | 1,80           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 01.12.2019       | 02.12.2019       | -          | -               | -   | 1,068                   | 1,80           | → |
| Wojciech Romanowski | Sprzedaj       | ↓            | 05.12.2019         | -                | 06.12.2019       | 06.12.2020 | -4%             | -3%   | 1,034                   | 0,75           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 08.12.2019       | 09.12.2019       | -          | -               | -   | 0,925                   | 0,75           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 17.12.2019       | 18.12.2019       | -          | -               | -   | 0,935                   | 0,75           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 09.01.2020       | 10.01.2020       | -          | -               | -   | 0,839                   | 0,75           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 16.01.2020       | 17.01.2020       | -          | -               | -   | 0,830                   | 0,75           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 30.01.2020       | 31.01.2020       | -          | -               | -   | 0,900                   | 0,75           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 04.02.2020       | 05.02.2020       | -          | -               | -   | 0,784                   | 0,75           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 05.02.2020       | 06.02.2020       | -          | -               | -   | 0,777                   | 0,66           | ↓ |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 06.02.2020       | 07.02.2020       | -          | -               | -   | 0,770                   | 0,66           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 03.03.2020       | 04.03.2020       | -          | -               | -   | 0,568                   | 0,66           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 30.03.2020       | 31.03.2020       | -          | -               | -   | 0,445                   | 0,66           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 22.04.2020       | 23.04.2020       | -          | -               | -   | 0,642                   | 0,66           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 28.04.2020       | 29.04.2020       | -          | -               | -   | 0,706                   | 0,66           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 19.05.2020       | 20.05.2020       | -          | -               | -   | 0,700                   | 0,66           | → |
| Wojciech Romanowski | -              | →            | -                  | 20.05.2020       | 21.05.2020       | -          | -               | -   | 0,700                   | 0,66           | → |

**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

| Analityk                                 | Rekomendacja | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia | Wynik                         | Wynik relatywny | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wycena w horyzoncie 12M |
|--|--------------|--------------|--------------------|------------------|------------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------------------|-------------------------|
| Wojciech Romanowski                      | -            | →            | -                  | 25.05.2020       | 26.05.2020       | -                             | -               | 0,828                                 | 0,66 →                  |
| Wojciech Romanowski                      | -            | →            | -                  | 28.05.2020       | 29.05.2020       | -                             | -               | 1,090                                 | 0,66 →                  |
| Wojciech Romanowski                      | -            | →            | -                  | 11.06.2020       | 12.06.2020       | -                             | -               | 1,436                                 | 0,66 →                  |
| Wojciech Romanowski                      | -            | →            | -                  | 15.06.2020       | 16.06.2020       | -                             | -               | 1,494                                 | 0,66 →                  |
| Wojciech Romanowski                      | -            | →            | -                  | 30.06.2020       | 01.07.2020       | -                             | -               | 1,350                                 | 0,66 →                  |
| Wojciech Romanowski                      | -            | →            | -                  | 13.07.2020       | 14.07.2020       | -                             | -               | 1,160                                 | 0,66 →                  |
| Wojciech Romanowski/<br>Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 20.07.2020       | 21.07.2020       | -                             | -               | 1,364                                 | 0,66 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 10.08.2020       | 11.08.2020       | -                             | -               | 1,130                                 | 0,66 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 01.09.2020       | 02.09.2020       | -                             | -               | 1,050                                 | 0,66 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 08.10.2020       | 09.10.2020       | -                             | -               | 0,877                                 | 0,66 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 12.10.2020       | 13.10.2020       | -                             | -               | 0,854                                 | 0,51 ↓                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 08.11.2020       | 09.11.2020       | -                             | -               | 0,680                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 26.11.2020       | 26.11.2020       | -                             | -               | 1,000                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | Sprzedaj     | →            | 06.12.2020         | -                | 07.12.2020       | Nie później niż<br>06.12.2021 | 44%<br>18%      | 0,988                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 05.01.2021       | 05.01.2021       | -                             | -               | 0,950                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 28.01.2021       | 29.01.2021       | -                             | -               | 1,040                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 28.02.2021       | 01.03.2021       | -                             | -               | 1,200                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 16.04.2021       | 16.04.2021       | -                             | -               | 1,370                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 30.05.2021       | 31.05.2021       | -                             | -               | 1,300                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 09.07.2021       | 09.07.2021       | -                             | -               | 1,326                                 | 0,51 →                  |
| Maciej Wewiórski                         | -            | →            | -                  | 18.07.2021       | 18.07.2021       | -                             | -               | 1,420                                 | 0,60 ↑                  |

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

**Rekomendacje relatywne**

| Analityk            | Rekomendacja   |   | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wynik relatywny |
|---------------------|----------------|---|--------------|--------------------|------------------|------------------|---------------------------------------|-----------------|
| <b>Rafako</b>       |                |   |              |                    |                  |                  |                                       |                 |
| Michał Stalmach     | Przeważaj      | - | 10.12.2015   | -                  | 10.12.2015       | 31.08.2016       | 6,70                                  | -5%             |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 13.12.2015         | 14.12.2015       | -                | 6,99                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 17.01.2016         | 18.01.2016       | -                | 7,15                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 15.02.2016         | 16.02.2016       | -                | 7,29                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 18.02.2016         | 19.02.2016       | -                | 7,39                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 21.03.2016         | 22.03.2016       | -                | 8,10                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 13.04.2016         | 14.04.2016       | -                | 8,42                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 16.05.2016         | 17.05.2016       | -                | 7,95                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 27.06.2016         | 28.06.2016       | -                | 5,89                                  | -               |
| Michał Stalmach     | -              | → | -            | 24.07.2016         | 25.07.2016       | -                | 6,50                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 11.08.2016         | 12.08.2016       | -                | 6,59                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Neutralnie     | ↓ | 31.08.2016   | -                  | 01.09.2016       | 14.11.2016       | 6,78                                  | -11%            |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 12.10.2016         | 13.10.2016       | -                | 6,36                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 01.11.2016         | 02.11.2016       | -                | 6,02                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 02.11.2016         | 03.11.2016       | -                | 6,02                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Przeważaj      | ↑ | 14.11.2016   | -                  | 15.11.2016       | 21.02.2017       | 5,98                                  | 15%             |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 04.12.2016         | 05.12.2016       | -                | 5,61                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 12.01.2017         | 13.01.2017       | -                | 6,24                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 08.02.2017         | 09.02.2017       | -                | 7,22                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Neutralnie     | ↓ | 21.02.2017   | -                  | 22.02.2017       | 09.05.2017       | 7,13                                  | -15%            |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 07.03.2017         | 08.03.2017       | -                | 8,80                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 11.04.2017         | 12.04.2017       | -                | 8,05                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Przeważaj      | ↑ | 09.05.2017   | -                  | 10.05.2017       | 26.07.2017       | 7,62                                  | 1%              |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 30.05.2017         | 31.05.2017       | -                | 8,07                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 12.07.2017         | 13.07.2017       | -                | 8,05                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Niedowóżaj     | ↓ | 26.07.2017   | -                  | 27.07.2017       | 09.11.2017       | 7,70                                  | -44%            |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 03.09.2017         | 04.09.2017       | -                | 5,90                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 15.10.2017         | 16.10.2017       | -                | 4,75                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 05.11.2017         | 06.11.2017       | -                | 4,49                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Neutralnie     | ↑ | 09.11.2017   | -                  | 10.11.2017       | 25.03.2018       | 4,24                                  | 22%             |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 15.11.2017         | 16.11.2017       | -                | 4,09                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 10.12.2017         | 11.12.2017       | -                | 4,18                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 10.01.2018         | 11.01.2018       | -                | 4,80                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 13.02.2018         | 14.02.2018       | -                | 4,89                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 12.03.2018         | 13.03.2018       | -                | 4,83                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | W aktualizacji | - | 25.03.2018   | -                  | 26.03.2018       | 22.05.2018       | 4,80                                  | -17%            |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 16.04.2018         | 17.04.2018       | -                | 4,20                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Niedowóżaj     | - | 22.05.2018   | -                  | 23.05.2018       | 09.12.2018       | 3,94                                  | -49%            |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 29.05.2018         | 30.05.2018       | -                | 3,74                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 16.07.2018         | 17.07.2018       | -                | 3,46                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 02.08.2018         | 03.08.2018       | -                | 3,54                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 30.08.2018         | 31.08.2018       | -                | 3,38                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 11.10.2018         | 12.10.2018       | -                | 2,02                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 23.10.2018         | 24.10.2018       | -                | 2,03                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 14.11.2018         | 15.11.2018       | -                | 1,45                                  | -               |
| Wojciech Romanowski | Neutralnie     | ↑ | 09.12.2018   | -                  | 10.12.2018       | 30.09.2019       | 1,970                                 | -53%            |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 10.01.2019         | 11.01.2019       | -                | 1,740                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 04.02.2019         | 05.02.2019       | -                | 1,800                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 26.02.2019         | 27.02.2019       | -                | 1,800                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 26.03.2019         | 27.03.2019       | -                | 2,170                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 22.04.2019         | 23.04.2019       | -                | 2,155                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 24.04.2019         | 25.04.2019       | -                | 2,045                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 30.05.2019         | 31.05.2019       | -                | 1,980                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 17.07.2019         | 18.07.2019       | -                | 1,934                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 23.07.2019         | 23.07.2019       | -                | 1,868                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 30.07.2019         | 31.07.2019       | -                | 1,830                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 20.08.2019         | 21.08.2019       | -                | 1,330                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 25.08.2019         | 26.08.2019       | -                | 1,310                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 01.09.2019         | 02.09.2019       | -                | 1,400                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 02.09.2019         | 03.09.2019       | -                | 1,400                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 05.09.2019         | 06.09.2019       | -                | 1,312                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | Niedowóżaj     | ↓ | 30.09.2019   | -                  | 01.10.2019       | 24.10.2019       | 0,918                                 | 8%              |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 13.10.2019         | 14.10.2019       | -                | 1,110                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | Neutralnie     | ↑ | 24.10.2019   | -                  | 25.10.2019       | 01.12.2019       | 1,008                                 | 7%              |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 17.11.2019         | 18.11.2019       | -                | 1,140                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 25.11.2019         | 26.11.2019       | -                | 1,058                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 27.11.2019         | 28.11.2019       | -                | 1,028                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | Niedowóżaj     | ↓ | 01.12.2019   | -                  | 02.12.2019       | 06.12.2020       | 1,068                                 | -4%             |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 05.12.2019         | 06.12.2019       | -                | 1,034                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 08.12.2019         | 09.12.2019       | -                | 0,925                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 17.12.2019         | 18.12.2019       | -                | 0,935                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 09.01.2020         | 10.01.2020       | -                | 0,839                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 16.01.2020         | 17.01.2020       | -                | 0,830                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 30.01.2020         | 31.01.2020       | -                | 0,900                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 04.02.2020         | 05.02.2020       | -                | 0,784                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 05.02.2020         | 06.02.2020       | -                | 0,777                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 06.02.2020         | 07.02.2020       | -                | 0,770                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 03.03.2020         | 04.03.2020       | -                | 0,568                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 30.03.2020         | 31.03.2020       | -                | 0,445                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 22.04.2020         | 23.04.2020       | -                | 0,642                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 28.04.2020         | 29.04.2020       | -                | 0,706                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 19.05.2020         | 20.05.2020       | -                | 0,700                                 | -               |
| Wojciech Romanowski | -              | → | -            | 20.05.2020         | 21.05.2020       | -                | 0,700                                 | -               |

| Analityk                                 | Rekomendacja | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia              | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wynik relatywny |
|--|--------------|--------------|--------------------|------------------|-------------------------------|---------------------------------------|-----------------|
| Wojciech Romanowski                      | - →          | -            | 25.05.2020         | 26.05.2020       | -                             | 0,828                                 | -               |
| Wojciech Romanowski                      | - →          | -            | 28.05.2020         | 29.05.2020       | -                             | 1,090                                 | -               |
| Wojciech Romanowski                      | - →          | -            | 11.06.2020         | 12.06.2020       | -                             | 1,436                                 | -               |
| Wojciech Romanowski                      | - →          | -            | 15.06.2020         | 16.06.2020       | -                             | 1,494                                 | -               |
| Wojciech Romanowski                      | - →          | -            | 30.06.2020         | 01.07.2020       | -                             | 1,350                                 | -               |
| Wojciech Romanowski                      | - →          | -            | 13.07.2020         | 14.07.2020       | -                             | 1,160                                 | -               |
| Wojciech Romanowski/<br>Maciej Wewiórski | - →          | -            | 20.07.2020         | 21.07.2020       | -                             | 1,364                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 10.08.2020         | 11.08.2020       | -                             | 1,130                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 01.09.2020         | 02.09.2020       | -                             | 1,050                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 08.10.2020         | 09.10.2020       | -                             | 0,877                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 12.10.2020         | 13.10.2020       | -                             | 0,854                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 08.11.2020         | 09.11.2020       | -                             | 0,680                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 26.11.2020         | 26.11.2020       | -                             | 1,000                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | Niedoważaj → | 06.12.2020   | -                  | 07.12.2020       | Nie później niż<br>06.12.2021 | 0,988                                 | 18%             |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 05.01.2021         | 05.01.2021       | -                             | 0,950                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 28.01.2021         | 29.01.2021       | -                             | 1,040                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 28.02.2021         | 01.03.2021       | -                             | 1,200                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 16.04.2021         | 16.04.2021       | -                             | 1,370                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 30.05.2021         | 31.05.2021       | -                             | 1,300                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 09.07.2021         | 09.07.2021       | -                             | 1,326                                 | -               |
| Maciej Wewiórski                         | - →          | -            | 18.07.2021         | 18.07.2021       | -                             | 1,420                                 | -               |

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 18 lipca 2021 r., godz. 20:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 18 lipca 2021 r., godz. 20:30.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.



DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#votum>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#votum>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

#### Sprzedaż Instytucjonalna

**Bartosz Janczy**  
tel.: +48 (22) 504 32 46  
b.janczy@bossa.pl

**Tomasz Grabowski**  
tel.: +48 (22) 504 32 47  
t.grabowski@bossa.pl

**Grzegorz Kołodziejczyk**  
tel.: +48 (22) 504 33 34  
g.kolodziejczyk@bossa.pl

**Michał Zawada**  
tel.: +48 (22) 504 33 36  
m.zawada@bossa.pl

**Maciej Bąk**  
tel.: +48 (22) 504 33 78  
m.bak@bossa.pl

**Bartosz Zieliński**  
tel.: +48 (22) 504 33 35  
b.zielinski@bossa.pl

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra podstawowe i konsumenckie,  
ochrona zdrowia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

**Lukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

**Michał Sobolewski, CFA, FRM**  
(Banki i finanse specjalne)

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja, dobra podstawowe  
i konsumenckie,  
dystrybutorzy IT, energetyka)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Asystent analityka

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
www.bossa.pl  
Informacja: (+48) 0 801 104 104