

20/2023/GPW (49) 26 maja 2023

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

LSI Software

Rekomendowane działanie	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Podział zysku za rok 2022	3
Wyniki finansowe za IV kw. 2022	3
Prognoza wyników za I kw. 2023	3
Prognozy finansowe	4
Wycena i rekomendacje	4
Sprawozdania finansowe	7
Czynniki ryzyka	9
Katalizatory	9
Zastrzeżenia prawne	10

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

LSI Software

Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki LSI Software, licząc na rosnącą kontrybucję nowych linii biznesowych (dystrybucja robotów PUDU oraz sprzedaż oprogramowania w modelu SAAS) do wyników spółki już od bieżącego roku. Ponadto, zakładamy rosnące przychody z oprogramowanie kinowego. Obecnie jednak spółka jest obciążona dodatkowymi kosztami związanymi z zatrudnieniem nowych zespołów sprzedażowych, co w najbliższych kwartałach może obciążać wyniki finansowe.

Zwracamy uwagę, że spółka zaraportowała słabsze od naszych oczekiwań wyniki za IV kw. 2022 (EBITDA słabsza o 15% ze względu na wyższe koszty), a także słabsze od naszych oczekiwań przychody za I kw. 2023. W efekcie obniżamy nasze prognozy uwzględniając powyższe zdarzenia. Nasze prognozy EBITDA spadają o 19%/ 1%/ 2% w odpowiednio 2023/ 2024/ 2025 roku.

Pomimo spadku prognoz nasza 12-miesięczna wycena LSI Software pozostaje niezmienną na poziomie 17,30 zł na akcje. Spadek prognoz w naszym modelu wycenowym jest rekompensowany: (i) spadkiem stopy wolnej od ryzyka, (ii) wzrostem mnożników wyceny spółek porównywalnych oraz (iii) przesunięciem okresu wyceny do przodu.

Obecnie LSI Software jest notowana przy średnich mnożnikach 9x P/E i 3,0x EV/EBITDA na lata 2023P-25P, co oznacza wysokie, bo odpowiednio 29% i 66%, dyskonto względem lokalnych odpowiedników; w konsekwencji podtrzymujemy naszą długoterminową rekomendację Kupuj. Zakładamy jednak, że Spółka ma przed sobą kilka słabszych wyników kwartałów, dlatego też obniżamy naszą krótkoterminową (relatywną do rynku) rekomendację do Neutralnie (z Przeważaj).

20/2023/GPW (49) 26 maja 2023

Analitik: Tomasz Rodak, CFA

Sektor: TMT – oprogramowanie i usługi IT

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)

Kurs: 12,30 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 17,3 zł (→)

Kapitalizacja: 10 mln USD

Bloomberg: LSI PW

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

12M przedział kursowy: 10,00-14,60 zł

Free float: 70%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF Skonsolidowane		2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	mln PLN	57,4	65,9	73,5	79,2
EBITDA	mln PLN	6,9	9,4	14,8	16,9
EBIT	mln PLN	1,6	3,3	8,3	10,1
Zysk netto	mln PLN	2,8	2,6	6,6	8,1
EPS	PLN	0,85	0,81	2,02	2,50
Zmiana EPS r/r	%	-57	-4	150	24
Dług (gotówka) netto	mln PLN	1,8	0,3	-2,4	-6,3
P/E	x	14,6	15,2	6,1	4,9
P/CE	x	14,6	15,2	6,1	4,9
EV/EBITDA	x	6,0	4,3	2,5	2,0
EV/EBIT	x	26,2	12,3	4,5	3,3
EV/Przepływy operacyjne	x	35,3	4,7	3,4	2,5
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	2,0	4,9
Dywidenda na akcję	PLN	0,00	0,00	0,24	0,61
Liczba akcji na koniec okresu	mln	3,3	3,3	3,3	3,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za IV kw. 2022 roku: 28 kwietnia 2023 r.
2. Publikacja wstępnych przychodów za I kw. 2023 roku: 10 maja 2023 r.

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za I kw. 2023 roku: 30 maja 2023 r.
2. Publikacja wyników finansowych za II kw. 2023 roku: 29 września 2023 r.
3. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2022 roku: 29 listopada 2023 r.

Podział zysku za rok 2022

W dniu 26.05.2023 r. Spółka przedstawiła rekomendację zarządu co do przeznaczenia zysku wypracowanego w roku 2022. Zgodnie z rekomendacją, mając na uwadze obecne potrzeby kapitałowe oraz realizowane projekty, a także niepewność gospodarczą wywołaną konfliktem zbrojnym w Ukrainie oraz obserwowane zjawiska spowolnienia gospodarczego i rosnącej inflacji, zarząd zalecił przeznaczenie zysku netto za rok 2022 (3,5 mln zł) w całości na kapitał zapasowy. Rekomendacja zarządu jest zgodna z naszymi oczekiwaniami, gdyż nie oczekiwaliśmy wypłaty dywidendy w 2023. Uważamy, że powrót do wypłat dywidend możliwy jest w roku 2024.

Wyniki finansowe za IV kw. 2022

W dn. 28.04.2023 LSI Software opublikowała wyniki finansowe za IV kw. 2022. Kwartalne przychody wyniosły 17,4 mln zł i były zgodne z wcześniej opublikowanymi danymi wstępnymi. Struktura przychodów z produkcji/ dystrybucji była zbliżona do naszych oczekiwań. Marże brutto osiągnięte w poszczególnych segmentach były zauważalnie niższe od naszych oczekiwań: w segmencie produkcji Spółka osiągnęła marżę na poziomie 29% (vs oczek. 42%), natomiast w segmencie dystrybucji Spółka osiągnęła marżę na poziomie 22% (vs oczek. 28%). Koszty sprzedaży i zarządu wyniosły 5,5 mln zł w porównaniu do 6,3 mln zł oczek. Bilans na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł 3,7 mln zł w porównaniu do 3,5 mln zł oczek. – zgodnie z oczekiwaniami spółka zaksięgowała w tej

pozycji rozliczenie Tarczy Finansowej 2.0. Spółka zaksięgowała ujemny podatek w wysokości 1,7 mln zł (vs oczek. -0,5 mln zł), co było przyczyną osiągnięcia wyższego od oczekiwań zysku netto, który wyniósł 4,1 mln zł w porównaniu do oczekiwanych 2,9 mln zł zysku netto. Wydatki inwestycyjne w IV kw. 2022 wyniosły 1,9 mln zł wobec 4,6 mln zł w IV kw. 2021 r. Wyniki oceniamy lekko negatywnie, gdyż na poziomie operacyjnym są niższe od naszych oczekiwań, niemniej dzięki ujemnemu podatkowi zysk netto przekroczył nasze prognozy.

Prognoza wyników za I kw. 2023

LSI opublikuje wyniki za I kw. 2023 r. w dn. 30 maja 2023 r.

W dniu 10.05.2023 r. Spółka poinformowała, że wstępne przychody za I kw. 2023 r. wyniosły 12,9 mln zł (-26% k/k; +20% r/r). Raportowane przychody za I kw. 2023 r. okazały się około 10% niższe od naszych wstępnych oczekiwań (liczyliśmy na około 14,4 mln zł przychodów w I kw. 2023).

Oczekujemy, że przychody z produkcji pozostały relatywnie płaskie r/r. Natomiast marża w tym segmencie powinna być nieco niższa r/r ze względu na presję kosztową oraz rekrutację nowych zespołów inżynierskich – oczekujemy 28% marży w I kw. 2023 (vs 32% w I kw. 2022). Z kolei w dystrybucji oczekujemy wyraźnych wzrostów przychodów (+49% r/r) ze względu na b. niską bazę z analogicznego okresu poprzedniego roku. Marża w dystrybucji powinna pozostać na zbliżonym poziomie r/r (około 30%).

Tabela 1. Wyniki za IV kw. 2022 w porównaniu do prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	IV kw. 2022	IV kw. 2022	Wyniki wobec prognoz	IV kw. 2021	zmiana r/r
Przychody	17,4	17,4	→	20,7	-16%
Produkcja	9,3	9,5	→	10,8	-14%
Dystrybucja	8,1	7,8	→	9,9	-18%
Zysk brutto na sprzedaży	4,4	6,2	↓↓	9,3	-52%
Marża zysku brutto na sprzedaży	25,5%	36,0%	-	44,8%	-
EBITDA	4,1	4,8	↓	5,4	-25%
Marża EBITDA	23,5%	27,9%	-	26,2%	-
EBIT	2,6	3,4	↓↓	4,3	-39%
Marża EBIT	15,2%	19,5%	-	20,9%	-
Zysk przed opodatkowaniem	2,4	3,4	↓↓	4,3	-45%
Marża zysku przed opodatkowaniem	13,5%	19,7%	-	20,5%	-
Zysk netto	4,1	2,9	↑↑	5,0	-19%
Marża zysku netto	23,4%	16,7%	-	24,3%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 2. LSI Software; Prognoza wyników za I kw. 2023 r.

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw. 2023P	I kw. 2022	zmiana r/r
Przychody	12,9	10,7	20%
Produkcja	6,7	6,5	2%
Dystrybucja	6,3	4,2	49%
Zysk brutto na sprzedaży	3,7	3,4	11%
Marża zysku brutto na sprzedaży	28,8%	31,4%	-
EBITDA	0,9	0,8	1%
Marża EBITDA	6,6%	7,9%	-
EBIT	-0,6	-0,4	49%
Marża EBIT	-4,9%	-4,0%	-
Zysk przed opodatkowaniem	-0,7	-0,5	43%
Marża zysku przed opodatkowaniem	-5,3%	-4,4%	-
Zysk netto	-0,6	-0,5	21%
Marża zysku netto	-4,5%	-4,4%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Oczekujemy również zauważalnego wzrostu r/r kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, związanego z budową zespołu sprzedażowego dla nowych linii biznesowych. W efekcie wspomniane koszty powinny wzrosnąć do 4,5 mln zł w I kw. 2023 (o 18% r/r).

Podsumowując, spodziewamy się że w I kw. 2023 r. LSI Software wygeneruje 12,9 mln zł przychodów (+20% r/r), 0,9 mln zł EBITDA (+1% r/r) oraz -0,6 mln zł zysku netto (płasko r/r).

Prognozy finansowe

Modyfikujemy nasze prognozy uwzględniając: (i) słabsze od naszych oczekiwań wyniki za IV kw. 2022 r. (z powodu niższych marż), oraz (ii) lekko słabsze od naszych oczekiwań zaraportowane przychody za I kw. 2023 r.

Tabela 3. LSI Software; zmiany w prognozach DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	65,9	67,7	-3%	73,5	75,6	-3%	79,2	81,4	-3%
EBITDA	9,4	11,6	-19%	14,8	15,0	-1%	16,9	17,2	-2%
EBIT	3,3	5,4	-40%	8,3	8,5	-3%	10,1	10,4	-3%
Zysk netto	2,6	4,6	-43%	6,6	6,9	-5%	8,1	8,5	-5%
Dług netto (gotówka)	0,3	-8,5	n.m.	-2,4	-11,6	-79%	-11,8	-22,5	-47%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Wycena i rekomendacje

Pomimo spadku prognoz nasza 12-miesięczna wycena docelowa pozostaje niezmienną na poziomie 17,30 zł na akcje. Spadek prognoz w naszym modelu wycenowym jest rekompensowany: (i) spadkiem stopy wolnej od ryzyka, (ii) wzrostem mnożników wyceny spółek porównywalnych oraz (iii) przesunięciem okresu wyceny do przodu.

Obecnie LSI Software jest notowana przy średnich mnożnikach 9x P/E i 3,0x EV/EBITDA na lata 2023P-25P, co oznacza wysokie, bo odpowiednio 29% i 66%, dyskonto względem lokalnych odpowiedników; w konsekwencji podtrzymujemy naszą długoterminową rekomendację Kupuj. Oczekujemy jednak, że Spółka ma przed sobą kilka słabszych wyników kwartałów, dlatego też obniżamy naszą krótkoterminową (relatywną do rynku) rekomendację do Neutralnie (z Przeważają).

Tabela 4. LSI Software; Podsumowanie wycen

Wycena DCF (50%)	15,5
Wycena porównawcza (50%)	19,1
Średnia Ważona wycena (zł na akcję)	17,3
Cena bieżąca (zł na akcję)	12,30
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	41%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. LSI Software; Wycena DCF

(miliony PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	>2030P
Przychody	65,9	73,5	79,2	83,8	88,2	92,8	96,5	100,3	
<i>zmiana r/r</i>	14,9%	11,6%	7,7%	5,8%	5,2%	5,2%	4,0%	4,0%	
EBIT	3,3	8,3	10,1	12,1	14,0	15,3	16,3	17,3	
<i>zmiana r/r</i>	104,7%	152,8%	22,6%	18,9%	16,4%	8,9%	6,6%	6,4%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	15,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBIT * (1-T)	2,8	6,7	8,2	9,8	11,4	12,4	13,2	14,1	
<i>zmiana r/r</i>	-20,1%	140,9%	22,6%	18,9%	16,4%	8,9%	6,6%	6,4%	
EBITDA	9,4	14,8	16,9	19,1	21,3	22,9	24,0	25,2	
<i>zmiana r/r</i>	36,0%	56,9%	14,3%	12,8%	11,7%	7,0%	5,2%	5,1%	
Amortyzacja (D)	6,2	6,6	6,8	7,1	7,3	7,6	7,7	7,9	
EBIT * (1-T) + D	9,0	13,3	15,0	16,8	18,7	19,9	20,9	22,0	
<i>zmiana r/r</i>	1,4%	48,0%	13,3%	12,0%	11,0%	6,8%	5,0%	4,9%	
Wydatki inwestycyjne	-6,9	-7,5	-7,8	-8,1	-8,4	-8,7	-8,9	-9,1	
Zmiany w kapitale obrotowym	-0,4	-2,1	-1,3	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,6	
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	1,7	3,6	5,9	7,9	9,6	10,6	11,5	12,3	
<i>zmiana r/r</i>	n.m.	114,7%	63,0%	34,1%	21,0%	10,3%	8,8%	6,8%	
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Nielewarowana beta	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Lewarowana beta	2,02	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Wymagana stopa zwrotu	20,4%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	19,6%
Koszt długu									
Koszt długu (przed opodatkowaniem)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Efektywna stopa podatkowa	15,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu (po opodatkowaniu)	4,3%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)									
Waga kapitału akcyjnego	98,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału akcyjnego	20,4%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	19,6%
Waga długu	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,3%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
WACC	20,1%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	19,6%
Współczynnik dyskonta	1,00	1,12	1,35	1,62	1,95	2,34	2,81	3,38	
Wskaźnik dyskonta	1,00	0,89	0,74	0,62	0,51	0,43	0,36	0,30	
Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych	-	3,2	4,4	4,9	4,9	4,5	4,1	3,6	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych									29,7
Waga długu w okresie rezydualnym									0,0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym									100,0%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz									20,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz									20,2%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym									19,6%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym									2,0%
Wartość rezydualna									71,3
Wartość bieżąca wartości rezydualnej									21,1
Wartość operacji Spółki									50,8
Gotówka na koniec 2023P									4,3
Dług na koniec 2023P									4,6
Dywidenda do wypłacenia pomiędzy dniem dzisiejszym a horyzontem wyceny									0,0
Wartość udziałów udziałowców mniejszościowych (w spółkach zależnych, w których Spółka ma <100% udział)									0,0
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy									50,5
Liczba akcji (sztuki)									3 260 762
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)									15,5

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. LSI Software; Wycena porównawcza

	Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT			Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			C/Z			
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	
	Polscy producenci oprogramowania i integratorzy									
Assco Business Solutions	9,1	8,3	7,9	11,9	10,6	10,0	13,9	12,6	11,9	
Asseco Poland	7,5	6,9	6,4	9,7	8,9	8,2	13,0	12,6	12,4	
Comarch	4,1	3,7	3,4	7,7	6,7	5,8	13,1	12,3	11,1	
ASEE	7,2	6,3	5,6	10,2	8,6	7,4	14,1	12,4	11,3	
Comp	5,0	4,5	4,2	9,7	8,0	7,3	12,3	8,9	7,5	
Mediana	7,2	6,3	5,6	9,7	8,6	7,4	13,1	12,4	11,3	
LSI Software	12,3	4,5	3,3	4,3	2,5	2,0	15,2	6,1	4,9	
Premia (dyskonto)	70%	-28%	-41%	-56%	-70%	-73%	16%	-51%	-56%	
Implikowana wartość jednej akcji LSI Software (przed dyskontem)	7,2	16,8	19,4	28,1	39,7	40,6	10,6	25,0	28,1	
Waga	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	
Średnia implikowana wartość jednej akcji LSI Software (przed dyskontem)	23,9									
Premia (dyskonto)							-20%			
Średnia implikowana wartość jednej akcji LSI Software (po dyskoncie)	19,1									

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe

Tabela 7. LSI Software; Bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktywa										
Rzeczowe aktywa trwałe	5,6	5,8	7,8	9,6	9,2	6,9	11,0	11,3	11,9	12,5
Wartości niematerialne	8,4	11,0	11,9	12,7	13,0	17,5	19,3	19,7	20,0	20,4
Wartość firmy	4,4	6,9	2,5	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Nieruchomości inwestycyjne	2,5	2,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,9	0,9	0,8	1,3	2,0	1,8	3,3	3,3	3,3	3,3
Inne	0,2	0,0	0,0	2,3	2,1	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7
Aktywa trwałe	22,0	27,1	23,9	28,4	29,2	32,3	41,0	41,7	42,7	43,7
Zapasy	2,4	2,9	2,9	4,9	3,2	5,8	7,6	8,3	9,3	9,9
Należności handlowe	7,5	8,3	9,1	14,7	6,5	8,5	9,5	10,9	12,1	13,1
Gotówka i ekwiwalenty	5,3	3,6	6,7	5,2	13,2	12,7	2,8	4,3	7,0	10,9
Inne	0,7	2,2	1,8	1,4	1,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Aktywa obrotowe	16,0	16,9	20,5	26,1	24,8	28,4	21,3	25,0	29,9	35,3
Aktywa razem	38,0	44,1	44,4	54,5	54,0	60,7	62,3	66,7	72,6	79,0
Pasywa										
Kapitały własne	28,0	32,1	32,9	37,4	39,8	46,0	48,8	51,4	57,2	63,4
Kapitały akcjonariuszy niekontrolujących	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne razem	28,0	32,1	32,9	37,4	39,8	46,0	48,8	51,4	57,2	63,4
Kredyty i pożyczki	0,0	1,1	1,1	0,8	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne zobowiązania finansowe	0,7	0,5	0,5	2,7	2,4	2,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,4	0,4	0,5	0,9	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	1,1	2,0	2,0	4,4	3,8	2,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Kredyty i pożyczki	2,4	1,2	0,5	0,6	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Inne zobowiązania finansowe	0,5	1,4	0,6	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Zobowiązania handlowe	5,6	6,1	7,7	10,9	8,4	3,5	2,5	4,3	4,4	4,6
Inne	0,4	1,3	0,8	0,4	0,5	7,8	6,4	6,4	6,4	6,4
Zobowiązania krótkoterminowe	8,9	10,0	9,6	12,6	10,4	12,5	9,9	11,7	11,8	12,0
Zobowiązania razem	10,0	12,0	11,6	17,0	14,1	14,6	13,5	15,3	15,4	15,6
Pasywa razem	38,0	44,1	44,4	54,5	54,0	60,7	62,3	66,7	72,6	79,0

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 8. LSI Software; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	33,1	47,6	47,7	51,6	43,1	54,0	57,4	65,9	73,5	79,2
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	16,3	22,6	24,2	28,0	22,2	29,0	30,4	32,6	36,4	39,5
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	16,8	25,0	23,4	23,6	20,9	25,0	27,0	33,3	37,2	39,7
Koszty wytworzenia sprzedanych produktów i usług	-14,0	-17,7	-21,3	-25,7	-25,3	-19,7	-23,8	-19,8	-19,2	-20,6
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-9,8	-16,6	-15,1	-15,9	-15,1	-17,8	-19,8	-22,9	-24,6	-25,8
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	9,2	13,3	11,3	10,0	2,7	16,6	13,8	23,2	29,8	32,9
Koszty sprzedaży	2,1	4,7	2,3	1,5	1,0	9,8	11,5	15,9	16,9	17,8
Koszty ogólnego zarządu	3,3	3,8	4,0	4,0	3,0	3,7	4,6	4,5	4,7	4,9
Pozostała działalność operacyjna	1,8	0,9	1,6	1,9	5,7	4,4	4,5	0,4	0,1	0,0
EBIT	5,6	5,7	6,6	6,4	1,7	5,9	1,6	3,3	8,3	10,1
Działalność finansowa	-0,1	0,1	0,1	0,8	1,0	0,5	0,5	-0,2	-0,1	-0,1
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	5,5	5,9	6,7	6,7	1,7	5,7	1,3	3,1	8,1	10,1
Podatek dochodowy	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	0,7	0,7	1,5	-0,5	-1,5	-1,9
Zysk netto	4,5	5,0	6,1	6,2	2,4	6,5	2,8	2,6	6,6	8,1
EBITDA	8,6	9,1	10,3	11,2	6,4	10,1	6,9	9,4	14,8	16,9

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 9. LSI Software; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	5,5	5,9	6,7	6,7	1,7	5,7	1,3	3,1	8,1	10,1
Amortyzacja	3,0	3,4	3,7	4,8	4,7	4,2	5,4	6,2	6,6	6,8
Inwestycje w kapitał obrotowy	-1,6	-1,8	1,1	-4,1	3,6	-6,7	-6,4	-0,4	-2,1	-1,3
Inne (w tym podatek)	-3,5	0,1	-2,3	-1,1	-0,3	1,3	1,0	-0,3	-1,4	-1,8
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	3,4	7,5	9,2	6,2	9,9	4,5	1,2	8,6	11,2	13,7
CAPEX	-3,7	-8,4	-5,6	-5,5	-3,9	-7,6	-10,1	-6,9	-7,5	-7,8
Inne	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-3,8	-8,3	-5,5	-5,1	-3,7	-7,6	-10,1	-6,8	-7,4	-7,7
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-2,0
Zmiany w kredytach i pożyczkach	0,8	-0,2	-0,7	-0,2	-0,5	-0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Inne	-0,6	-0,6	0,2	-0,6	2,4	3,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	0,1	-0,9	-0,6	-2,5	1,8	2,4	-1,0	-0,2	-1,0	-2,2
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	-0,3	-1,6	3,1	-1,5	7,9	-0,6	-9,9	1,6	2,7	3,9

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 10. LSI Software; Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody (wzrost r/r)	15%	44%	0%	8%	-17%	25%	6%	15%	12%	8%
Marża brutto na sprzedaży (wzrost r/r)	-2%	44%	-15%	-12%	-73%	518%	-17%	68%	28%	10%
EBITDA (wzrost r/r)	26%	6%	14%	8%	-43%	59%	-31%	36%	57%	14%
EBIT (wzrost r/r)	28%	2%	16%	-3%	-74%	256%	-73%	105%	153%	23%
Zysk netto (wzrost r/r)	22%	12%	20%	2%	-61%	169%	-57%	-4%	150%	24%
Cykl rotacji należności handlowych w dniach	81	60	67	84	90	51	57	56	57	58
Cykl rotacji operacyjnych zapasów w dniach	33	28	29	34	36	44	56	68	73	76
Cykl rotacji zobowiązań handlowych w dniach	80	63	69	82	87	58	25	29	36	35
Cykl gotówki w dniach	34	26	26	37	39	36	88	95	95	98
Kapitał pracujący / Sprzedaż	13,1%	10,5%	9,1%	16,8%	2,9%	19,8%	25,4%	22,7%	23,2%	23,2%
Dług netto / EBITDA	gotówka	0,1	gotówka	gotówka	gotówka	gotówka	0,3	0,0	gotówka	gotówka
	netto		netto	netto	netto	netto			netto	netto
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej / EBIT	61%	132%	139%	96%	592%	77%	74%	264%	135%	135%
Wskaźnik bieżącej płynności	1,8	1,7	2,2	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	2,5	2,9
Wskaźnik szybkiej płynności	1,5	1,4	1,8	1,7	2,1	1,8	1,4	1,4	1,8	2,1
Marża zysku brutto na sprzedaży	27,9%	28,0%	23,8%	19,4%	6,2%	30,7%	24,1%	35,2%	40,5%	41,5%
Marża EBITDA	25,9%	19,1%	21,7%	21,7%	14,8%	18,7%	12,1%	14,3%	20,2%	21,4%
Marża EBIT	16,9%	12,0%	13,9%	12,4%	3,9%	11,0%	2,8%	5,0%	11,3%	12,8%
Marża brutto	16,7%	12,3%	14,1%	12,9%	4,1%	10,6%	2,2%	4,7%	11,1%	12,7%
Marża netto	13,6%	10,6%	12,7%	12,0%	5,6%	12,0%	4,8%	4,0%	9,0%	10,3%
ROE	16,1%	15,7%	18,5%	16,5%	6,0%	14,0%	5,6%	5,1%	11,5%	12,8%
ROA	11,9%	11,4%	13,7%	11,4%	4,4%	10,7%	4,4%	3,9%	9,1%	10,3%

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Brak popytu na nowe produkty Spółki
2. Niepowodzenie ekspansji za granicę w segmencie kinowym
3. Uzależnienie od współpracy z firmą Posiflex (duża część zysków pochodzi z dystrybucji produktów tej firmy)
4. Rosnąca presja płacowa w branży IT

Katalizatory

1. Atrakcyjna bieżąca wycena
2. Wysoka dynamika zysków spodziewana w kolejnych latach
3. Ekspansja na światowy rynek kinowy
4. Potencjalny sukces dwóch nowych linii biznesowych (dystrybucja robotów PUDU oraz sprzedaż oprogramowania w modelu SAAS)
5. Mocna struktura bilansu
6. Możliwy powrót do wypłaty dywidendy w 2024 roku
7. Potencjalny obiekt przejęć ze względu na niską wycenę
8. Nowe produkty, nie uwzględnione w prognozach

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 zysku netto – 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 oprocentowane 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.

Stopa 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 memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

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

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 wymagają tego dane przypadku.

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	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	32	8	9	0	2
Procenty	43%	36%	9%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	33	14	9	0	2
Procenty	36%	37%	16%	10%	0%	2%

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.

Odписы 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 jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	6	6	1	1	0	2
Procenty	38%	38%	6%	6%	0%	13%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	6	3	4	1	0	2
Procenty	38%	19%	25%	6%	0%	13%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji ^f	Wycena w horyzoncie 12M	
LSI Software										
Tomasz Rodak	Kupuj	-	16.05.2016	-	17.05.2016	11.04.2017	74%	39%	7,00	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	-	-	8,05	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	-	-	9,40	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	31.08.2016	01.09.2016	-	-	-	8,27	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	-	-	8,60	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	25.10.2016	26.10.2016	-	-	-	8,20	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	-	-	9,00	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	-	-	9,34	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	-	-	9,87	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	-	-	11,20	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	-	-	10,22	12,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	27.03.2017	28.03.2017	-	-	-	10,45	14,10 ↑
Tomasz Rodak	Kupuj	→	11.04.2017	-	12.04.2017	12.03.2018	14%	7%	12,16	14,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	-	-	12,50	14,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	-	-	12,35	14,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	-	-	11,75	14,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	-	-	12,24	14,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	-	-	12,40	14,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	21.11.2017	22.11.2017	-	-	-	12,30	15,80 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	-	-	12,02	15,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	-	-	14,90	15,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	-	-	-	13,30	15,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	05.03.2018	06.03.2018	-	-	-	13,00	17,50 ↑
Tomasz Rodak	Kupuj	→	12.03.2018	-	13.03.2018	26.02.2019	-17%	-15%	13,85	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	-	-	12,95	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	-	-	13,00	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	-	-	11,65	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	-	-	11,20	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	-	-	11,95	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	-	-	12,25	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	-	-	-	12,85	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	-	-	12,60	17,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	09.12.2018	10.12.2018	-	-	-	12,45	17,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	-	-	11,35	17,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	-	-	12,20	17,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	→	26.02.2019	-	27.02.2019	04.02.2020	99%	109%	11,45	17,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	-	-	11,30	17,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	-	-	10,90	17,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	-	-	10,70	17,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	-	-	10,50	17,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	-	-	12,85	17,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2019	22.07.2019	-	-	-	12,20	16,50 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	11,80	16,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	12,25	16,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	13,20	16,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	14,45	16,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	14,30	23,50 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	15,95	23,80 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	20,70	23,80 →
Tomasz Rodak	Kupuj	→	04.02.2020	-	05.02.2020	05.01.2021	-38%	-38%	22,30	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	22,30	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	21,60	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	15,00	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	14,80	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	16,25	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	14,00	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	14,40	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	-	15,80	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	13,80	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	12,00	23,80 →
Tomasz Rodak	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	12,80	22,20 ↓
Tomasz Rodak	Kupuj	→	05.01.2021	-	05.01.2021	06.09.2021	26%	1%	13,40	22,20 →
Tomasz Rodak	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	13,90	22,20 →
Tomasz Rodak	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	16,15	22,20 →
Tomasz Rodak	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	15,95	22,20 →
Tomasz Rodak	-	→	-	26.05.2021	27.05.2021	-	-	-	14,00	21,50 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	14,25	21,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	-	-	16,80	21,50 →
Tomasz Rodak	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	-	16,80	21,50 →
Tomasz Rodak	Kupuj	→	06.09.2021	-	07.09.2021	16.08.2022	-17%	7%	16,85	23,10 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	16,55	23,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	15,00	23,10 →
Tomasz Rodak	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	14,10	22,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	13,35	22,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	14,25	22,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	14,75	22,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	14,95	22,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	14,25	22,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	12,60	22,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	→	16.08.2022	-	16.08.2022	Not later than 16.08.2023	-12%	-24%	14,00	22,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.08.2022	31.08.2022	-	-	-	13,05	20,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	12,90	20,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	10,20	20,00 →

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	
Tomasz Rodak	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	10,40	20,00	→
Tomasz Rodak	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	-	10,20	17,30	↓
Tomasz Rodak	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	10,20	17,30	→
Tomasz Rodak	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	11,65	17,30	→
Tomasz Rodak	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	11,35	17,30	→
Tomasz Rodak	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	12,30	17,30	→
Tomasz Rodak	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	12,35	17,30	→
Tomasz Rodak	-	→	-	26.05.2023	26.05.2023	-	-	12,30	17,30	→

* 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
LSI Software							
Tomasz Rodak	Przeważają	16.05.2016	-	17.05.2016	11.04.2017	7,00	39%
Tomasz Rodak	-	-	27.06.2016	28.06.2016	-	8,05	-
Tomasz Rodak	-	-	24.07.2016	25.07.2016	-	9,40	-
Tomasz Rodak	-	-	31.08.2016	01.09.2016	-	8,27	-
Tomasz Rodak	-	-	12.10.2016	13.10.2016	-	8,60	-
Tomasz Rodak	-	-	25.10.2016	26.10.2016	-	8,20	-
Tomasz Rodak	-	-	02.11.2016	03.11.2016	-	9,00	-
Tomasz Rodak	-	-	04.12.2016	05.12.2016	-	9,34	-
Tomasz Rodak	-	-	12.01.2017	13.01.2017	-	9,87	-
Tomasz Rodak	-	-	08.02.2017	09.02.2017	-	11,20	-
Tomasz Rodak	-	-	07.03.2017	08.03.2017	-	10,22	-
Tomasz Rodak	-	-	27.03.2017	28.03.2017	-	10,45	-
Tomasz Rodak	Przeważają	11.04.2017	-	12.04.2017	12.03.2018	12,16	7%
Tomasz Rodak	-	-	30.05.2017	31.05.2017	-	12,50	-
Tomasz Rodak	-	-	12.07.2017	13.07.2017	-	12,35	-
Tomasz Rodak	-	-	03.09.2017	04.09.2017	-	11,75	-
Tomasz Rodak	-	-	15.10.2017	16.10.2017	-	12,24	-
Tomasz Rodak	-	-	15.11.2017	16.11.2017	-	12,40	-
Tomasz Rodak	-	-	21.11.2017	22.11.2017	-	12,30	-
Tomasz Rodak	-	-	10.12.2017	11.12.2017	-	12,02	-
Tomasz Rodak	-	-	10.01.2018	11.01.2018	-	14,90	-
Tomasz Rodak	-	-	13.02.2018	14.02.2018	-	13,30	-
Tomasz Rodak	-	-	05.03.2018	06.03.2018	-	13,00	-
Tomasz Rodak	Przeważają	12.03.2018	-	13.03.2018	26.02.2019	13,85	-10%
Tomasz Rodak	-	-	16.04.2018	17.04.2018	-	12,95	-
Tomasz Rodak	-	-	29.05.2018	30.05.2018	-	13,00	-
Tomasz Rodak	-	-	16.07.2018	17.07.2018	-	11,65	-
Tomasz Rodak	-	-	02.08.2018	03.08.2018	-	11,20	-
Tomasz Rodak	-	-	30.08.2018	31.08.2018	-	11,95	-
Tomasz Rodak	-	-	11.10.2018	12.10.2018	-	12,25	-
Tomasz Rodak	-	-	23.10.2018	24.10.2018	-	12,85	-
Tomasz Rodak	-	-	14.11.2018	15.11.2018	-	12,60	-
Tomasz Rodak	-	-	09.12.2018	10.12.2018	-	12,45	-
Tomasz Rodak	-	-	10.01.2019	11.01.2019	-	11,35	-
Tomasz Rodak	-	-	04.02.2019	05.02.2019	-	12,20	-
Tomasz Rodak	Przeważają	26.02.2019	-	27.02.2019	04.02.2020	11,45	109%
Tomasz Rodak	-	-	26.03.2019	27.03.2019	-	11,30	-
Tomasz Rodak	-	-	22.04.2019	23.04.2019	-	10,90	-
Tomasz Rodak	-	-	24.04.2019	25.04.2019	-	10,70	-
Tomasz Rodak	-	-	30.05.2019	31.05.2019	-	10,50	-
Tomasz Rodak	-	-	17.07.2019	18.07.2019	-	12,85	-
Tomasz Rodak	-	-	21.07.2019	22.07.2019	-	12,20	-
Tomasz Rodak	-	-	30.07.2019	31.07.2019	-	11,80	-
Tomasz Rodak	-	-	01.09.2019	02.09.2019	-	12,25	-
Tomasz Rodak	-	-	13.10.2019	14.10.2019	-	13,20	-
Tomasz Rodak	-	-	24.10.2019	25.10.2019	-	14,45	-
Tomasz Rodak	-	-	17.11.2019	18.11.2019	-	14,30	-
Tomasz Rodak	-	-	08.12.2019	09.12.2019	-	15,95	-
Tomasz Rodak	-	-	09.01.2020	10.01.2020	-	20,70	-
Tomasz Rodak	Przeważają	04.02.2020	-	05.02.2020	30.03.2020	22,30	-5%
Tomasz Rodak	-	-	06.02.2020	07.02.2020	-	22,30	-
Tomasz Rodak	-	-	03.03.2020	04.03.2020	-	21,60	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	30.03.2020	-	31.03.2020	28.02.2021	15,00	-23%
Tomasz Rodak	-	-	22.04.2020	23.04.2020	-	14,80	-
Tomasz Rodak	-	-	19.05.2020	20.05.2020	-	16,25	-
Tomasz Rodak	-	-	15.06.2020	16.06.2020	-	14,00	-
Tomasz Rodak	-	-	13.07.2020	14.07.2020	-	14,40	-
Tomasz Rodak	-	-	01.09.2020	02.09.2020	-	15,80	-
Tomasz Rodak	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	13,80	-
Tomasz Rodak	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	12,00	-
Tomasz Rodak	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	12,80	-
Tomasz Rodak	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	13,40	-
Tomasz Rodak	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	13,90	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	28.02.2021	-	01.03.2021	26.05.2021	16,15	-23%
Tomasz Rodak	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	15,95	-
Tomasz Rodak	Przeważają	26.05.2021	-	27.05.2021	06.09.2021	14,00	7%
Tomasz Rodak	-	-	30.05.2021	31.05.2021	-	14,25	-
Tomasz Rodak	-	-	09.07.2021	09.07.2021	-	16,80	-
Tomasz Rodak	-	-	31.08.2021	31.08.2021	-	16,80	-
Tomasz Rodak	Przeważają	06.09.2021	-	07.09.2021	16.08.2022	16,85	7%
Tomasz Rodak	-	-	07.10.2021	07.10.2021	-	16,55	-
Tomasz Rodak	-	-	04.11.2021	04.11.2021	-	15,00	-
Tomasz Rodak	-	-	05.12.2021	06.12.2021	-	14,10	-
Tomasz Rodak	-	-	16.01.2022	17.01.2022	-	13,35	-
Tomasz Rodak	-	-	07.02.2022	07.02.2022	-	14,25	-
Tomasz Rodak	-	-	28.02.2022	28.02.2022	-	14,75	-
Tomasz Rodak	-	-	14.04.2022	14.04.2022	-	14,95	-
Tomasz Rodak	-	-	26.05.2022	26.05.2022	-	14,25	-
Tomasz Rodak	-	-	15.07.2022	15.07.2022	-	12,60	-
Tomasz Rodak	Przeważają	16.08.2022	-	16.08.2022	26.05.2023	14,00	-24%
Tomasz Rodak	-	-	30.08.2022	31.08.2022	-	13,05	-
Tomasz Rodak	-	-	02.09.2022	02.09.2022	-	12,90	-
Tomasz Rodak	-	-	07.10.2022	07.10.2022	-	10,20	-
Tomasz Rodak	-	-	28.10.2022	28.10.2022	-	10,40	-

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Tomasz Rodak	- →	-	02.12.2022	02.12.2022	-	10,20	-
Tomasz Rodak	- →	-	04.12.2022	05.12.2022	-	10,20	-
Tomasz Rodak	- →	-	13.01.2023	13.01.2023	-	11,65	-
Tomasz Rodak	- →	-	03.02.2023	03.02.2023	-	11,35	-
Tomasz Rodak	- →	-	10.03.2023	10.03.2023	-	12,30	-
Tomasz Rodak	- →	-	13.04.2023	13.04.2023	-	12,35	-
Tomasz Rodak	Neutralnie ↓	26.05.2023	-	26.05.2023	Nie później niż 26.05.2024	12,30	-

* 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 z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 26 maja 2023 r., godz. 18:10.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 26 maja 2023 r., godz. 18:20.

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 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/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#lsi>.

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

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.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych LSI Software.

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.

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2023 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