

20/2019/GPW (138) 24 października, 2019

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

Analityk: Wojciech Romanowski

Rafako

Sektor: Budownictwo **Kapitalizacja:** 33,4 mln US\$
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→) **Bloomberg:** RFK PW
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (†) **Średni obrót dzienny:** 0,22 mln US\$
Kurs: 1,008 zł **12M przedział kursowy:** 0,852-2,375 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 1,8 zł (↓) **Free float:** 57%

Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Sądzymy, że większość czynników ryzyka które na chwilę obecną mogły zaszkodzić Spółce już się zmaterializowała. W krótkim okresie nie widzimy dalszych silnych negatywnych katalizatorów.

W Jaworznie zakończył się proces dmuchania i płukania kotła oraz rurociągów parowych. Dzięki temu powierzchnie ciśnieniowe bloku zostały oczyszczone z ewentualnych zanieczyszczeń pozostałych po montażu mechanicznym. Aktualnie blok przechodzi proces gorącego rozruchu. Po jego zakończeniu rozpoczną się działania zmierzające do pierwszej synchronizacji bloku z siecią elektroenergetyczną.

Dopiero wtedy dowiemy się o ewentualnych usterekach, jeśli takowe zostaną wykryte. Uzgodnienie nowego terminu zakończenia prac z Tauronem daje Rafako pewien bufor bezpieczeństwa w postaci dodatkowego czasu, by dopiąć inwestycję na ostatni guzik.

Bez krótkoterminowych czynników ryzyka oraz po wygaśnięciu negatywnego sentymentu po kiepskich wynikach za II kw. podnosimy naszą krótkoterminową relatywną rekomendację do **Neutralnie** (poprzednio Niedoważaj). Ukończenie inwestycji w Jaworznie w terminie wciąż stoi naszym zdaniem pod wielkim znakiem zapytania, dlatego pomimo pokaźnego potencjału do wzrostu (ok. 80%) utrzymujemy naszą fundamentalną rekomendację **Trzymaj**. Wycena jednej akcji Rafako spada do **1,8 zł** z 2,3 zł poprzednio.

Skorygowane zyski

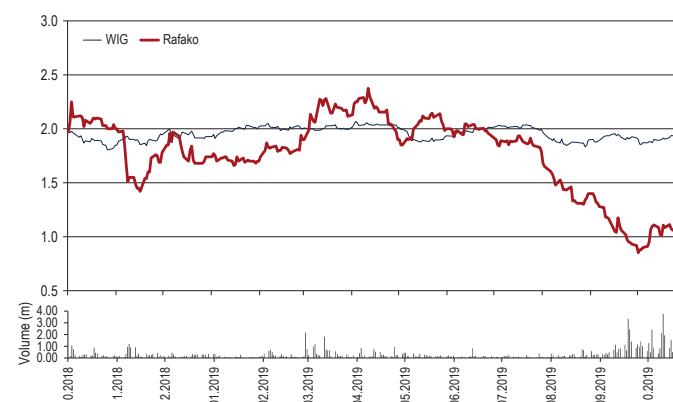
Zyski skorygowane o rozwiązanie rezerwy na Program Odejść Dobrowolnych (5,9 mln zł).

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	1 268,8	1 691,3	1 848,9	1 192,7
EBITDA	mln zł	55,4	24,2	66,0	38,2
Skoryg. EBITDA	mln zł	49,5	24,2	66,0	38,2
EBIT	mln zł	40,5	9,7	52,3	25,2
Skoryg. EBIT	mln zł	34,6	9,7	52,3	25,2
Zysk netto	mln zł	33,6	6,6	38,8	15,7
Skoryg. zysk netto	mln zł	28,8	6,6	38,8	15,7
Skoryg. EPS	zł	0,23	0,05	0,30	0,12
Zmiana EPS rok-na-rok	%	163	-77	487	-60
Dług netto	mln zł	32,1	36,2	39,2	1,9
P/E	x	4,5	19,4	3,3	8,2
P/CE	x	2,9	6,1	2,4	4,5
EV/EBITDA	x	3,2	6,8	2,5	3,4
EV/EBIT	x	4,6	17,0	3,2	5,2
Dywidenda na akcję	zł	0,00	0,00	0,80	0,00
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	79,4	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. Publikacja skons. raportu za III kw. 2019 r. – 29 listopada 2019 r.

Czynniki ryzyka

1. Nieuzyskanie roszczeń – brak uzyskania rekompensat może skutkować znacznym pogorszeniem kondycji finansowej Spółki.
2. Niepowodzenie w kontrakcie w Jaworznie – na największym kontrakcie w dotychczasowej historii Spółki trwa faza testów. Najważniejszym jej elementem będzie synchronizacja z siecią energetyczną, która ma nastąpić niebawem. W przypadku niepowodzenia może się okazać, że termin oddania inwestycji, ustalony na 31 stycznia 2020 r., jest zagrożony. Potencjalne opóźnienie najprawdopodobniej będzie skutkowało naliczaniem kar umownych w wysokości 0,09% wartości kontraktu netto, za każdy rozpoczęty dzień zwłoki (tj. około 4 mln zł za dzień).
3. Utrata płynności – konieczność zapłaty potencjalnych kar umownych może skutkować utratą płynności Spółki.
4. Zbyt mała kontraktacja – wyraźne spowolnienie tempa pozyskiwania nowych kontraktów do portfela może przełożyć się na pogorszenie wyników oraz sytuacji finansowej.
5. Utrudniony dostęp do gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – ograniczenie dostępu do finansowania wiąże się ze znacznym utrudnieniem w pozyskiwaniu nowych zleceń.
6. 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.
7. Kary umowne – naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki.
8. 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, obciążą on wynik finansowy.
9. Narastające problemy PBG – główny akcjonariusz Rafako spłaca aktualnie zobowiązania wobec wierzycieli układowych. W przypadku niewywiązania się ze spłaty obligacji akcje Rafako, stanowiące zabezpieczenie, mogą przejść w ręce wierzycieli, co może skutkować zwiększoną podażą akcji w krótkim terminie.

Katalizatory

1. Uzyskanie roszczeń od kontrahentów – pozwoli na utrzymanie rentowności kontraktów oraz stabilnej sytuacji finansowej.
2. Ukończenie z sukcesem projektu w Jaworznie – wiązać się to będzie z otrzymaniem zapłaty, uzyskaniem istotnych referencji, uwolnieniem gwarancji bankowych, uzyskaniem zdolności dywidendowej oraz wygaśnięciem ryzyka związanego z koniecznością zapłaty kar umownych.
3. Poprawa negatywnego trendu przepływów operacyjnych – mimo, że w 2 z 3 ostatnich kwartałach Spółka zanotowała dodatnie przepływy, to jednak kumulacyjny wynik licząc od I kw. 2016 roku nadal oscyluje wokół -260 mln zł.
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.

Renegocjacja kontraktu w Jaworznie

W ubiegłym tygodniu Rafako porozumiało się z Tauronem w sprawie rozszerzenia prac w ramach kontraktu w Jaworznie. W wyniku negocjacji uzgodniono, że zostaną wykonane dodatkowe zadania, m.in. zostanie dostarczona dodatkowa warstwa katalizatora i instalacji dozowania addytywu do instalacji odsiarczania spalin w celu redukcji emisji rtęci oraz zostanie zwiększone pole paliwowe umożliwiające spalanie szerszego asortymentu węgla. Jednocześnie wartość kontraktu została zwiększona o 52,3 mln zł, a termin przekazania bloku do eksploatacji przesunięto na 31 stycznia 2020 roku. Nowy termin zakończenia prac oznacza przesunięcie całkowitego rozliczenia projektu na przyszły rok.

Prognozy finansowe

Późniejsze ukończenie projektu w Jaworznie oznacza konieczność aktualizacji naszych prognoz finansowych dla Rafako. W związku z tym przesuwamy 450 mln zł przychodów na przyszły rok oraz dodajemy 52 mln zł z robót dodatkowych. Zlecenie robót dodatkowych powinno, naszym zdaniem, zabezpieczyć 8% marżę na tym kontrakcie. Ponadto redukujemy nasze oczekiwania co do możliwej przyszłorocznej dywidendy do 102 mln zł (0,80 zł DPS) z 191 mln zł poprzednio.

W kontekście roszczeń dotyczących kontraktu w Kozienicach obniżamy prawdopodobieństwo ich uzyskania do 35% (poprzednio 50%). Sądzymy, że Spółka ma większe szanse uzyskać zapłatę za wykonanie dodatkowych robót wykraczających poza zakres umowy niż rekompensatę za wzrost kosztów. Tym samym przewidywana przez nas strata na tym kontrakcie wynosi -29,2 mln zł.

Na potrzeby prognoz finansowych zakładamy osiągnięcie porozumień w sprawie wszystkich roszczeń do końca 2019 roku.

Pozostałe zmiany wynikają z dostosowania prognozowanej przez nas sprzedaży do wielkości aktualnego portfela zamówień i dotyczą głównie mniejszych kontraktów.

Tak samo jak w poprzednim raporcie pragniemy podkreślić fakt, że nasze projekcje zakładają ukończenie wszystkich kontraktów w terminie. Każde opóźnienie może skutkować karami umownymi, które mogą znacząco wpłynąć na wyniki finansowe.

Prognozy kwartalne

Rafako opublikuje skonsolidowany raport za trzy kwartały 29 listopada 2019 r.

Prognozowanie wyników kwartalnych Rafako staje się coraz trudniejsze, głównie ze względu na ich coraz większe wahania, liczne przesunięcia na kontraktach oraz istotne zdarzenia jednorazowe. Wyniki za III kw. 2019 r. na chwilę obecną jawią nam się mgliście.

Biorąc pod uwagę zgromadzony portfel zamówień (włączając w to nowy termin rozliczenia kontraktu w Jaworznie) liczymy na przychody rzędu 551,9 mln zł (+113% r/r). Liczymy, że w trzecim kwartale nastąpiło przyspieszenie prac charakterystyczne dla miesięcy letnich oraz nadrobienie niektórych zaległości z pierwszego półroczu.

Po odpisach dokonanych w II kw. oczekujemy, że tym razem nie obniży dodatkowo wyniku, a rentowność brutto ukształtuje się na poziomie 7,3%, takim jak dla całego portfela. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu przewidujemy na poziomie 19,6 mln zł. Tym samym EBIT Spółki w III kw. 2019P powinien kształtować się w okolicy 16,4 mln zł a zysk netto 13 mln zł.

Tabela 1. Rafako; Zmiany w prognozach DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019P			2020P			2021P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	1 691,3	2 021,4	-16%	1 848,9	1 464,2	26%	1 192,7	1 195,3	0%
EBITDA	24,2	65,9	-63%	66,0	33,9	95%	38,2	35,7	7%
EBIT	9,7	51,4	-81%	52,3	20,2	159%	25,2	22,7	11%
Zysk netto	6,6	39,3	-83%	38,8	13,9	179%	15,7	13,7	14%
Dług netto	36,2	-237,6	-115%	39,2	24,4	61%	1,9	16,5	-89%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Rafako; Prognoza wyników za III kw. 2019

MSSF skonsolidowane (mln zł)	III kw. 19P	II kw. 19	III kw. 18	zmiana kw./kw.	zmiana r/r
Sprzedaż	551,9	206,5	259,1	167%	113%
Zysk brutto ze sprzedaży	40,3	-158,9	22,7	b.z.	77%
Marża brutto na sprzedaży	7,3%	-77,0%	8,8%	-	-
EBITDA	20,9	-180,6	11,6	b.z.	81%
marża EBITDA	3,8%	-87,5%	4,5%	-	-
EBIT	16,4	-185,1	7,8	b.z.	110%
Marża EBIT	3,0%	-89,6%	3,0%	-	-
Zysk brutto	16,1	-185,3	6,8	b.z.	138%
Marża zysku brutto	2,9%	-89,7%	2,6%	-	-
Zysk netto	13,0	-175,9	7,0	b.z.	85%
Marża netto	2,4%	-85,2%	2,7%	-	-

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Wycena

Ze względu na odpisy obciążające rok 2019 oraz przesunięcie rozliczenia Jaworzna na 2020 rok zmieniamy nasze podejście do wyceny porównawczej. Przyszły rok jawi się jako wyjątkowo dobry i jednocześnie niereprezentatywny. Aby zrównoważyć jego wpływ uwzględniamy także wskaźniki dotyczące 2019 roku.

Korekta prognoz finansowych skutkuje 22% spadkiem naszej 12-miesięcznej wyceny docelowej będącej złożeniem wyceny DCF FCFF (75%) i wyceny porównawczej (25%) do 1,8 zł na akcję (poprzednio 2,3 zł).

Tabela 3. Rafako; Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
ALSTOM	15,5	17,9	15,7	8,0	9,1	8,0
DOOSAN HEAVY INDUSTRIES	29,3	12,1	10,4	5,2	4,7	4,8
HITACHI LTD	21,2	9,1	8,2	4,0	3,8	3,8
MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	15,9	13,1	11,3	6,1	5,8	5,1
SIEMENS AG-REG	16,6	15,5	13,6	11,1	9,9	8,4
FLUOR CORP	uj.	10,3	7,7	uj.	4,8	3,0
INDIKA ENERGY TBK PT	16,4	10,6	18,8	3,0	2,5	2,6
JGC CORP	23,6	33,2	14,3	8,2	9,8	5,7
SAMSUNG ENGINEERING CO LTD	10,8	10,3	9,4	7,1	6,4	5,5
MASTEC INC	13,5	12,9	12,6	7,6	6,5	6,2
QUANTA SERVICES INC	12,9	11,0	10,1	8,4	6,7	5,6
DYCOM INDUSTRIES INC	18,0	20,6	16,3	b.d.	7,0	5,9
Mediana	16,4	12,5	11,9	7,3	6,4	5,5
Rafako	19,4	3,3	8,2	6,8	2,5	3,4
Implikowana wartość kapitału Rafako (mln zł)	102,5	504,6	221,2	140,7	386,0	209,4
Waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona implikowana wartość kapitału Rafako (mln zł)	260,7					
Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych (mln zł)	21,9					
Implikowana wartość kapitału własnego Rafako (mln zł)	238,8					
Średnia implikowana wartość kapitału własnego na jedną akcję Rafako (zł)	1,9					

Wskaźniki obliczone na podstawie cen zamknięcia z 23.10.2019

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Rafako; Wycena DCF FCFF

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	>2028P
Sprzedaż	1 691,3	1 848,9	1 192,7	1 252,5	1 355,6	1 374,0	1 403,0	1 433,1	1 464,4	1 497,0	
zmiana r/r	33%	9%	-35%	5%	8%	1%	2%	2%	2%	2%	
EBIT	9,7	52,3	25,2	34,8	41,4	41,7	42,9	44,3	45,7	47,1	
zmiana r/r	-76%	441%	-52%	38%	19%	1%	3%	3%	3%	3%	
Efektowna stopa podatkowa (T)	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBIT (1-T)	7,6	41,3	19,9	27,5	32,7	33,0	33,9	35,0	36,1	37,2	
zmiana r/r	-76%	441%	-52%	38%	19%	1%	3%	3%	3%	3%	
EBITDA	24,2	66,0	38,2	47,2	53,4	53,3	54,3	55,5	56,9	58,4	
zmiana r/r	-56%	173%	-42%	24%	13%	0%	2%	2%	2%	3%	
Amortyzacja	14,5	13,7	13,0	12,4	12,0	11,6	11,4	11,2	11,2	11,2	
EBIT (1-T) + D	22,1	55,0	32,9	39,9	44,7	44,6	45,3	46,2	47,3	48,5	
zmiana r/r	-52%	148%	-40%	21%	12%	0%	2%	2%	2%	3%	
Wydatki inwestycyjne	-5,0	-5,5	-6,1	-6,7	-7,4	-8,1	-8,9	-9,8	-10,8	-11,4	
Zmiana kapitału pracującego netto	-27,0	30,3	19,5	-26,1	-37,5	-38,5	-15,3	-15,9	-9,8	-10,2	
FCFF	-9,8	79,7	46,3	7,1	-0,2	-2,1	21,1	20,5	26,6	26,8	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	-42%	-85%	b.z.	b.z.	b.z.	-3%	30%	1%	1%
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Lewarowana beta	1,42	1,46	1,31	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Wymagana stopa zwrotu	11,6%	11,8%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Koszt długu											
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Efektowna stopa podatkowa	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Udział kapitału akcyjnego	88,8%	84,4%	99,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,8%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Udział długu	11,2%	15,6%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	10,8%	10,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,02	1,13	1,26	1,39	1,55	1,72	1,91	2,12	2,35	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,98	0,88	0,80	0,72	0,65	0,58	0,52	0,47	0,43	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	78,2	40,9	5,7	-0,2	-1,3	12,3	10,8	12,6	11,4	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych											170,3
Waga długu w okresie rezydualnym											0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym											100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz											11,1%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz											11,0%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym											11,0%
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym											1,0%
Wartość rezydualna											271,2
Wartość bieżąca wartości rezydualnej											115,4
Wartość działalności Rafako											285,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty											35,4
Dług odsetkowy											71,6
Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych											21,9
Wartość kapitału akcyjnego											227,6
Liczba akcji (mln szt.)											127,4
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Rafako w horyzoncie 12 miesięcy (zł)											1,8

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. Rafako; Podsumowanie wyceny (zł)

DCF FCFF (75%)	1,8
Porównawcza (25%)	1,9
Wycena	1,8
Obecna cena rynkowa	1,008
Potencjał wzrostu	79%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Sprawozdanie finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 7. Rafako; Skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	1 875,3	1 782,6	1 268,8	1 691,3	1 848,9	1 192,7
Koszt własny sprzedaży	-1 751,0	-1 623,3	-1 150,1	-1 576,8	-1 716,4	-1 090,1
Zysk brutto ze sprzedaży	124,3	159,3	118,7	114,5	132,5	102,5
Koszty sprzedaży	-32,0	-32,6	-24,4	-17,8	-18,1	-18,5
Koszty ogólnego zarządu	-57,8	-61,1	-51,9	-50,6	-50,6	-51,6
Koszty badań i rozwoju	0,0	-6,9	-6,2	-7,4	-8,1	-5,2
Zysk netto ze sprzedaży	34,6	58,6	36,2	38,7	55,7	27,2
Pozostałe przychody operacyjne	3,6	10,3	12,7	9,8	9,2	6,0
Pozostałe koszty operacyjne	-13,5	-20,2	-8,4	-38,9	-12,6	-8,0
EBIT	24,7	48,8	40,5	9,7	52,3	25,2
Przychody finansowe	5,0	2,1	8,5	1,3	0,6	0,1
Koszty finansowe	-7,2	-11,6	-5,8	-3,0	-2,0	-1,8
Zysk brutto	22,5	39,3	43,2	7,9	50,9	23,5
Podatek dochodowy	-11,6	-34,2	-9,7	-1,7	-10,7	-4,9
Zysk netto z działalności kontynuowanej	10,9	5,1	33,5	6,3	40,2	18,6
Zysk udziałowców mniejszościowych	0,4	1,0	-0,1	-0,4	1,4	2,9
Zysk netto	10,5	4,2	33,6	6,6	38,8	15,7
EBITDA	39,1	63,0	55,4	24,2	66,0	38,2

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 8. Rafako; Skonsolidowany bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa długoterminowe	310,5	290,6	294,7	263,1	271,5	230,9
Rzeczowe aktywa trwałe	178,6	170,9	146,6	135,6	126,3	118,3
Wartość firmy	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Wartości niematerialne	9,6	8,9	8,0	9,5	10,5	11,7
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	0,0	0,0	29,0	29,0	29,0	29,0
Pozostałe należności długoterminowe	34,0	39,4	40,4	16,9	27,7	17,9
Akcje i udziały	0,8	0,2	1,4	1,5	1,5	1,5
Aktywa finansowe długoterminowe	24,1	17,7	14,1	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	54,2	42,5	42,0	56,0	61,2	39,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	1,7	4,1	5,5	6,0	3,9
Aktywa krótkoterminowe	1 118,5	990,6	1 075,3	916,8	970,4	810,7
Zapasy	14,0	28,8	34,2	13,5	8,5	10,2
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	728,3	485,9	532,5	372,1	503,5	454,0
Aktywa z tytułu umów	218,2	251,3	381,4	439,7	406,7	262,4
Należności z tytułu podatku dochodowego	19,6	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
Instrumenty pochodne	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa finansowe krótkoterminowe	11,2	4,7	7,6	18,6	0,0	0,0
Udzielone pożyczki krótkoterminowe	0,0	10,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	107,5	180,3	88,7	35,4	11,7	54,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	19,6	28,9	19,4	25,9	28,3	18,3
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0,9	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Suma aktywów	1 429,9	1 281,3	1 370,2	1 179,9	1 241,9	1 041,7
Kapitał własny	423,0	558,3	589,1	595,8	532,6	548,3
Kapitał udziałowców niekontrolujących	9,0	8,6	8,5	8,2	9,5	12,5
Zobowiązania	997,9	714,3	772,6	576,0	699,7	480,9
Zobowiązania długoterminowe	73,8	91,6	75,3	62,0	74,8	49,7
Odsetkowe	3,5	2,1	8,3	7,7	7,1	6,7
Nieodsetkowe	64,2	60,0	36,5	33,5	45,1	28,6
Rezerwy	6,1	29,6	30,4	20,8	22,6	14,4
Zobowiązania krótkoterminowe	924,1	622,7	697,3	514,0	624,9	431,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	513,5	390,0	342,5	283,8	343,3	218,0
Odsetkowe	149,2	101,2	112,5	63,9	43,8	49,5
Zobowiązania z tytułu umów	156,6	42,8	173,5	84,6	151,6	97,8
Nieodsetkowe	43,0	36,9	31,6	32,0	32,2	31,5
Rezerwy	51,2	35,8	15,2	20,8	22,6	14,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	10,1	15,6	21,1	28,9	31,4	20,0
Pozostałe	0,5	0,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Suma pasywów	1 429,9	1 281,3	1 370,2	1 179,9	1 241,9	1 041,7

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

Tabela 9. Rafako; Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zysk brutto	22,5	39,3	43,2	7,9	50,9	23,5
Amortyzacja	14,4	14,2	14,8	14,5	13,7	13,0
Zmiany kapitału obrotowego:	-131,6	-78,2	-140,5	-27,0	30,3	19,5
Zmiana stanu należności	-268,7	225,0	-47,3	183,9	-142,2	59,4
Zmiana stanu zapasów	4,8	-0,6	-5,3	20,7	4,9	-1,7
Zmiana stanu zobowiązań i rezerw z tytułu świadczeń pracowniczych z wyjątkiem kredytów i pożyczek	125,6	-136,0	-79,3	-66,3	69,4	-134,6
Zmiana stanu rezerw i rozliczeń międzyokresowych	0,0	-10,6	-9,1	-18,0	-1,9	6,0
Zmiana stanu rozliczeń z tytułu umów o usługę budowlaną	6,6	-156,0	0,6	-147,3	100,0	90,6
Podatek dochodowy zapłacony	-22,4	-5,4	-9,3	-1,7	-10,7	-4,9
Pozostałe	4,4	0,5	0,6	5,9	3,1	-6,0
Przepływy z działalności operacyjnej	-112,7	-29,5	-91,2	-0,3	87,3	45,1
Wydatki inwestycyjne	-6,8	-2,4	0,0	-5,0	-5,5	-6,1
Pozostałe	-0,6	-4,5	1,9	4,2	19,2	0,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,4	-6,9	1,9	-0,7	13,6	-6,0
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	163,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Spłata/zaciągnięcie pożyczek/kredyty	34,6	-51,0	0,9	-49,2	-20,7	5,3
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	-101,9	0,0
Odsetki zapłacone	-3,9	-3,7	-4,3	-3,0	-2,0	-1,8
Pozostałe	-0,3	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	30,4	109,5	-2,6	-52,2	-124,6	3,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-89,6	73,1	-91,9	-53,3	-23,7	42,7

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Rafako; Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zmiana sprzedaży (r/r)	21%	-5%	-29%	33%	9%	-35%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (r/r)	-2%	28%	-25%	-4%	16%	-23%
Zmiana EBITDA (r/r)	-27%	61%	-12%	-56%	173%	-42%
Zmiana zysku operacyjnego (r/r)	-39%	98%	-17%	-76%	441%	-52%
Zmiana zysku netto (r/r)	-69%	-60%	707%	-80%	487%	-60%
Rotacja należności (dni)	118	124	146	98	86	147
Rotacja zapasów (dni)	3	5	10	6	2	3
Rotacja zobowiązań (dni)	95	102	116	72	67	94
Rotacja gotówki (dni)	26	28	40	31	22	56
NWC/Sprzedaż	4%	17%	32%	25%	21%	32%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	8,9%	9,4%	6,8%	7,2%	8,6%
Marża EBITDA	2,1%	3,5%	4,4%	1,4%	3,6%	3,2%
Marża operacyjna	1,3%	2,7%	3,2%	0,6%	2,8%	2,1%
Marża zysku brutto	1,2%	2,2%	3,4%	0,5%	2,8%	2,0%
Marża zysku netto	0,6%	0,2%	2,6%	0,4%	2,1%	1,3%
ROE	2,5%	0,8%	5,9%	1,1%	6,9%	2,9%
ROA	0,8%	1,2%	3,0%	0,8%	3,4%	1,5%
Wskaźnik płynności bieżącej	1,2	1,5	1,5	1,7	1,5	1,8
Wskaźnik płynności szybkiej	1,2	1,5	1,5	1,7	1,5	1,8
Dług netto/EBITDA	1,2	gotówka netto	0,6	1,5	0,6	0,0

Źródło: Spółka, szacunki 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 odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Siłą 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	36	38	7	8	0
Procenty	40%	43%	8%	9%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	40	8	8	0
Procenty	37%	45%	9%	9%	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). Siłą 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 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*	Wycena w horyzoncie 12M	
Rafako										
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	Nie później niż 09.12.2019	-49%	-49%	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 ↓	

* 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
Rafako								
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	Nie później niż 24.10.2020	1,008	-

* 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: 25 października 2019 r., godz. 8:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 25 października 2019 r., godz. 8:40.

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/rafako>.

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/rafako>.

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

Marcin Kozerski
tel.: +48 (22) 504 33 35
m.kozerski@bossa.pl

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

Marcin Stosio
tel.: +48 (22) 504 33 37
m.stosio@bossa.pl

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

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

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

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Marcin Sielicki
Asystent Analityka

Copyright © 2019 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