

31/2020/GPW (113) 12 października, 2020

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

**Analitycy:** Maciej Wewiórski

# Rafako

**Sektor:** Budownictwo **Kapitalizacja:** 29 mln US\$  
**Rekomendacja fundamentalna:** Sprzedaj (→) **Bloomberg:** RFK PW  
**Rekomendacja relatywna:** Niedoważaj (→) **Średni obrót dzienny:** 0,27 mln US\$  
**Kurs:** 0,854 zł **12M przedział kursowy:** PLN 0,37-1,60 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 0,51 zł (↓) **Free float:** 57%

## Opinia inwestycyjna

Sytuacja finansowa Rafako uległa znacznemu pogorszeniu w trakcie II kw. 2020. Zwracamy uwagę na istotny wzrost poziomu zobowiązań Spółki, w tym zobowiązań krótkoterminowych, odstępowanie przez dostawców od sprzedaży kredytowej na rzecz transakcji gotówkowych, niekorzystne kształtowanie się kluczowych wskaźników finansowych, występowanie dużych strat z działalności operacyjnej oraz brak pojemności dłużnej.

Zarząd Spółki jednak uważa, iż mimo wystąpienia wymienionych wyżej przesłanek finansowych nie wystąpiły w sposób bezpośredni przesłanki operacyjne mogące wpłynąć wprost i istotnie na ryzyko kontynuowania działalności przez Spółkę. Istotnym kryterium warunkującym przyjęcie założenia kontynuacji działalności jest brak zamiaru kierownictwa do zaprzestania działalności lub też konieczność postawienia jej w stan likwidacji czy też upadłości. Jak na razie Rafako nie posiada trudności kadrowych, w tym nie utraciło zarówno kluczowego personelu kierowniczego oraz personelu ze specjalizacją i kwalifikacjami, jak i związanego z siłą roboczą. Nie wystąpił niedobór ważnych surowców ani zagrożenie ze strony poważnego konkurenta. Spółka nie utraciła podstawowych rynków zbytu, licencji czy głównego dostawcy, choć z powodu braku posiadania pojemności dłużnej możliwość zdobywania nowych kontaktów jest obecnie poważnie utrudniona.

Nasze rekomendacje pozostają bez zmian. Kluczową kwestią z perspektywy możliwości kontynuowania działalności Grupy jest dokończenie realizacji umowy na budowę bloku energetycznego o mocy 910 MW na parametry nadkrytyczne w Elektrowni Jaworzno III – Elektrownia II, utrzymanie płynności finansowej poprzez zapewnienie źródeł finansowania

## Skorygowane zyski

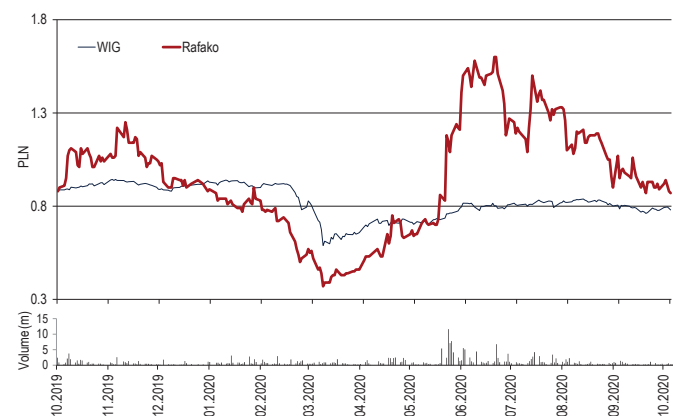
Zyski skorygowane o rozwiązanie rezerwy na Program Odejść Dobrowolnych (5,9 mln zł).

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln PLN	1,244.9	1,233.8	1,342.5	1,453.3
EBITDA	mln PLN	-420.0	-288.0	44.8	51.1
Skoryg. EBITDA	mln PLN	-425.9	-288.0	44.8	51.1
EBIT	mln PLN	-437.6	-301.4	32.1	38.9
Skoryg. EBIT	mln PLN	-443.5	-301.4	32.1	38.9
Zysk netto	mln PLN	-473.1	-229.2	14.6	19.9
Skoryg. zysk netto	mln PLN	-477.9	-229.2	14.6	19.9
Skoryg. EPS	PLN	-3.75	-1.80	0.11	0.16
Zmiana EPS rok-na-rok	%	-1759	-52	-106	36
Dług netto	mln PLN	60.1	139.3	253.8	212.7
P/E	x	neg.	neg.	7.4	5.5
P/CE	x	neg.	neg.	4.0	3.4
EV/EBITDA	x	neg.	neg.	8.1	6.3
EV/EBIT	x	neg.	neg.	11.3	8.3
Dywidenda na akcję	PLN	0.00	0.00	0.00	0.00
Stopa dywidendy brutto	%	0.0	0.0	0.0	0.0
Liczba akcji	mln	127.4	127.4	127.4	127.4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skons. raportu za I-III kw. 2020 r. – 27 listopada 2020 r.

oraz kontynuacja prowadzonych projektów zgodnie z planami finansowymi i zapewnienie odpowiedniego portfela zamówień. Nie mniej istotne jest również skuteczne przeprowadzenie procesu restrukturyzacji i doprowadzenie do zawarcia układu z wierzycielami.

### Prognozy i wycena

Fatalne wyniki II kw. 2020 skłaniają nas po raz kolejny do cięcia naszych prognoz na 2020.

Wartość portfela zamówień Grupy Kapitałowej Rafako na koniec II. kw 2020 wynosiła około 1,7 miliarda złotych. To oznacza, że portfel nadal się kurczy. Na koniec II kw 2019 portfel zamówień wynosił 3,145 mld zł a kwartał temu 2,324 mld zł. Największą część stanowi projekt Jaworzno – 0,4 miliarda złotych. Portfel zamówień nie uwzględnia kontraktu w Opolu (3,2 miliarda złotych przypadające na jednostkę dominującą zostało podzlecone w całości podmiotowi spoza Grupy Kapitałowej RAFAKO z czego do wykonania zostało 0,01 miliarda złotych).

### Wyniki II kw 2020

Wyniki II kw 2020 okazały się znacznie gorsze od naszych oczekiwań. Przychody ze sprzedaży wyniosły niespełna 200 mln zł i były o -4% i o -33% niższe r/r i kw/kw i aż o -43% poniżej naszej prognozy.

Aktualizacja szacunków kosztów i przychodów dotyczących dwóch największych kontraktów Rafako spowodowała głęboką stratę już na poziomie zysku brutto na sprzedaży.

### Przychody

W II kw. 2020 Rafako zanotowało 197,8 mln zł przychodów ze sprzedaży, tj. o 8,7 mln zł mniej aniżeli w analogicznym okresie 2019 roku. Spadek wartości przychodów ze sprzedaży w II kw 2020 roku spowodowany jest głównie niższymi przychodami ze sprzedaży na kontraktach Jaworzno 910MW oraz EC Wilno. Dodatni wpływ na zmianę poziomu sprzedaży w pierwszym półroczu 2020 roku miał wzrost zaangażowania na kontrakcie na budowę dwóch bloków parowych na wyspie Lombok w Indonezji.

### Koszty

Koszt własny sprzedaży produktów i materiałów w II kw 2020 wyniósł 410 mln zł. Biorąc pod uwagę zanotowane przez Rafako przychody oraz koszty własne sprzedaży zanotowana strata brutto ze sprzedaży osiągnęła wartość 199,9 mln zł. Przyczyną tak ogromnej straty jest aktualizacja szacunków kosztów i przychodów dotyczących dwóch największych kontraktów Rafako:

- na budowę bloku elektrociepłowni w Wilnie; wpływ na wynik skonsolidowany Spółki wyniósł – 105 mln zł, i
- na budowę bloku energetycznego Jaworzno 910 MW; wpływ na wynik skonsolidowany Rafako – 89 mln zł.

Na koszty sprzedaży wykazane w rachunku zysków i strat w kwocie 4,2 mln złotych składają się koszty przygotowania ofert oraz działań w zakresie PR i marketingu.

Tabela 1. Rafako; Wyniki II kw. 2020

MSSF skonsolidowane (mln zł)	II kw. 20	II kw. 20 prognoza DM BOŚ	I kw. 20	II kw. 19	zmiana r/r	zmiana kw./kw.
Sprzedaż	197,8	350,0	296,2	206,5	-4%	-33%
Zysk brutto ze sprzedaży	-212,5	18,0	12,6	-158,9	b.z.	b.z.
Marża brutto	-107%	5,1%	4,3%	6,0%	-	-
EBITDA	-253,3	8,6	1,7	-180,6	b.z.	b.z.
marża EBITDA	-128,1%	2,5%	0,6%	-87,5%	-	-
EBIT	-257,1	5,0	-1,9	-185,1	b.z.	b.z.
marża EBIT	-130,0%	1,4%	-0,6%	-89,6%	-	-
Zysk brutto	-261,3	4,6	-1,6	-185,3	b.z.	b.z.
Marża zysku brutto	-132,1%	1,3%	-0,6%	-89,7%	-	-
Zysk netto	-276,0	3,7	-1,7	-175,5	b.z.	b.z.
Marża netto	-139,6%	1,1%	-0,6%	-85,0%	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Na pozostałe przychody operacyjne największy wpływ miał zanotowany przychód z tytułów otrzymanych kar w kwocie 2,7 mln zł oraz przychód z tytułu otrzymanych odszkodowań w kwocie 0,1 mln zł.

Na pozostałe koszty operacyjne największy wpływ miało utworzenie odpisów aktualizujących wartość aktywów w kwocie 22,7 mln zł, w tym:

- utworzenie odpisu aktualizującego wartość pozostałych należności, w tym udzielonych zaliczek w kwocie 14,5 mln zł,
- utworzenie odpisu aktualizującego wartość należności handlowych w kwocie 3,8 mln zł; oraz
- utworzenie odpisów aktualizujących wartość rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych, w tym wartości firmy w kwocie 4,4 mln zł.

Tabela 2. Rafako; Wycena DCF FCFF

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	>2029P
Sprzedaż	1 244,9	1 233,8	1 342,5	1 453,3	1 464,4	1 475,7	1 487,2	1 499,0	1 510,9	1 523,2	1 535,6	
zmiana r/r	-2%	-1%	9%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBIT	-437,6	-301,4	32,1	38,9	38,3	37,8	37,2	36,6	34,9	33,1	31,2	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	b.z.	21%	-1%	-1%	-1%	-2%	-5%	-5%	-6%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	-0,4%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBIT (1-T)	-439,3	-238,1	25,3	30,7	30,3	29,8	29,4	28,9	27,6	26,1	24,7	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	b.z.	21%	-1%	-1%	-1%	-2%	-5%	-5%	-6%	
EBITDA	-420,0	-288,0	44,8	51,1	50,1	49,2	48,4	47,7	46,0	44,2	42,3	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	b.z.	14%	-2%	-2%	-2%	-1%	-4%	-4%	-4%	
Amortyzacja	17,6	13,4	12,7	12,2	11,8	11,4	11,2	11,1	11,1	11,1	11,1	
EBIT (1-T) + D	-421,7	-224,7	38,1	42,9	42,0	41,3	40,6	40,0	38,6	37,2	35,7	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	b.z.	13%	-2%	-2%	-2%	-1%	-3%	-4%	-4%	
Wydatki inwestycyjne	-0,2	6,7	-6,1	-6,7	-7,4	-8,1	-8,9	-9,8	-10,8	-11,2	-11,2	
Zmiana kapitału pracującego netto	402,4	147,5	-136,0	12,0	13,2	8,6	4,7	1,3	-0,2	-2,4	-3,3	
<b>FCFF</b>	<b>-19,6</b>	<b>-70,5</b>	<b>-104,0</b>	<b>48,2</b>	<b>47,9</b>	<b>41,8</b>	<b>36,3</b>	<b>31,4</b>	<b>27,6</b>	<b>23,6</b>	<b>21,3</b>	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	-1%	-13%	-13%	-13%	-12%	-14%	-10%	1%
<b>Koszt kapitału własnego</b>												
Stopa wolna od ryzyka	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Nielewarowana beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Lewarowana beta	1,51	1,62	1,64	1,62	1,59	1,56	1,53	1,49	1,45	1,42	1,31	1,31
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,3%</b>	<b>14,3%</b>
<b>Koszt długu</b>												
Koszt długu przed opodatkowaniem	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	-0,4%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>												
Udział kapitału akcyjnego	74,1%	55,2%	53,4%	55,7%	58,4%	61,5%	65,1%	69,2%	74,0%	77,2%	88,2%	88,2%
Koszt kapitału własnego	12,8%	13,7%	13,8%	13,7%	13,5%	13,2%	13,0%	12,7%	12,3%	12,1%	11,3%	14,3%
Udział długu	25,9%	44,8%	46,6%	44,3%	41,6%	38,5%	34,9%	30,8%	26,0%	22,8%	11,8%	11,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,9%</b>
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,00	1,08	1,18	1,28	1,40	1,53	1,67	1,84	2,02	2,23	
Współczynnik dyskonta	1,00	1,00	0,92	0,85	0,78	0,71	0,65	0,60	0,54	0,50	0,45	
<b>Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-95,9</b>	<b>40,9</b>	<b>37,3</b>	<b>29,9</b>	<b>23,8</b>	<b>18,8</b>	<b>15,0</b>	<b>11,7</b>	<b>9,5</b>	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych												91,0
Waga długu w okresie rezydualnym												12%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym												88%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz												12,8%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz												9,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym												12,9%
<b>Wzrost FCFF w okresie rezydualnym</b>												<b>1,0%</b>
Wartość rezydualna												180,1
Wartość bieżąca wartości rezydualnej												80,9
<b>Wartość działalności Rafako</b>												<b>171,9</b>
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty												223,2
Dług odsetkowy												362,5
Dywidenda												0,0
Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych												-32,8
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>												<b>65,3</b>
Liczba akcji (mln szt.)												127,4
<b>Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Rafako w horyzoncie 12 miesięcy</b>												<b>0,51</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

## Czynniki ryzyka

1. Kary umowne za opóźnienie w Jaworznie i brak partycypacji przez inwestora w kosztach usuwania awarii, która powstała w trakcie rozruchu.
2. Utrata płynności – konieczność zapłaty potencjalnych kar umownych może skutkować utratą płynności Spółki.
3. Nieznalezienie nowych źródeł finansowania – nowy zarząd Rafako zatrudnił firmę KPMG Advisory jako doradcę w procesie rozpoznania możliwości pozyskania przez Spółkę nowych źródeł finansowania. W przypadku fiaska w tym zakresie może się okazać, że Rafako pozostanie niedokapitalizowane.
4. Istnieje ryzyko nieodzyskania całości lub części wierzytelności układowych od PBG oraz wynikające z solidarnej odpowiedzialności związanej z realizacją wspólnych przedsięwzięć.
5. Wskazujemy na ryzyko związane z pojemnością dłużną w relacji do sektora bankowego i ubezpieczeniowego.
6. Zbyt mała kontraktacja – wyraźne spowolnienie tempa pozyskiwania nowych kontraktów do portfela może przełożyć się na pogorszenie wyników oraz sytuacji finansowej.
7. Utrudniony dostęp do gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – ograniczenie dostępu do finansowania wiąże się ze znacznym utrudnieniem w pozyskiwaniu nowych zleceń. Istnieje ryzyko związane z brakiem limitów gwarancyjnych mogących skutkować ograniczoną możliwością pozyskania kontraktów i ich realizacji.
8. 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.
9. Kary umowne – naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki.
10. 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 związane rezerwy, obciążą on wynik finansowy.
11. Ryzyko dotyczące niedoszacowania kosztów realizacji projektów.
12. Pragniemy wskazać ryzyko upadłości w związku z niepowodzeniem postępowania układowego oraz ryzyko utraty płynności w związku z poniesieniem znacznych strat w 2019 roku oraz w półroczu 2020 roku.

## Katalizatory

1. Pozyskanie nowych źródeł finansowania – ich znalezienie poprawiłoby sytuację gotówkową Spółki.
2. Uzyskanie roszczeń od kontrahentów – pozwoli na utrzymanie rentowności kontraktów oraz stabilnej sytuacji finansowej.
3. Uniknięcie kar umownych za opóźnienie kontraktu w Jaworznie – umożliwiłoby zrealizowanie projektu na 5% marży brutto.
3. Ukończenie z sukcesem projektu w Jaworznie – wiązać się to będzie z otrzymaniem zapłaty, uzyskaniem istotnych referencji, uwolnieniem gwarancji bankowych.
4. Wyraźne przełamanie negatywnego trendu przepływów operacyjnych – przełamanie negatywnego trendu w przepływach operacyjnych, powinno stanowić istotny katalizator dla notowań Spółki.
5. Powiększenie portfela zamówień – pozyskiwanie kolejnych zleceń bezpośrednio będzie przekładało się na zwiększenie skali działalności w przyszłości.
6. Opracowanie nowych technologii – potencjalnie każda nowa technologia może stanowić istotną przewagę konkurencyjną.
7. Uzyskanie dostępu do nowych gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – zwiększenie dostępu do finansowania pozwoli Spółce na wystartowanie w większej ilości przetargów oraz zwiększenie skali działalności.

## Sprawozdanie finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 3. Rafako; Skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln zł)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 268,8</b>	<b>1 244,9</b>	<b>1 233,8</b>	<b>1 342,5</b>	<b>1 453,3</b>	<b>1 464,4</b>
Koszt własny sprzedaży	-1 150,1	-1 532,2	-1 431,3	-1 235,1	-1 337,1	-1 347,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>118,7</b>	<b>-287,3</b>	<b>-197,5</b>	<b>107,4</b>	<b>116,3</b>	<b>117,2</b>
Koszty sprzedaży	-24,4	-22,9	-18,3	-14,6	-14,9	-15,2
Koszty ogólnego zarządu	-51,9	-49,7	-50,6	-51,6	-52,6	-53,7
Koszty badań i rozwoju	-6,2	-11,3	-6,2	-6,7	-7,3	-7,3
<b>Zysk netto ze sprzedaży</b>	<b>36,2</b>	<b>-371,2</b>	<b>-272,5</b>	<b>34,4</b>	<b>41,4</b>	<b>40,9</b>
Pozostałe przychody operacyjne	12,7	5,9	6,2	6,7	7,3	7,3
Pozostałe koszty operacyjne	-8,4	-72,2	-35,0	-9,1	-9,8	-9,9
<b>EBIT</b>	<b>40,5</b>	<b>-437,6</b>	<b>-301,4</b>	<b>32,1</b>	<b>38,9</b>	<b>38,3</b>
Przychody finansowe	8,5	9,3	0,2	0,1	0,1	0,0
Koszty finansowe	-5,8	-47,4	-7,3	-10,7	-10,7	-10,7
<b>Zysk brutto</b>	<b>43,2</b>	<b>-475,7</b>	<b>-308,5</b>	<b>21,5</b>	<b>28,3</b>	<b>27,7</b>
Podatek dochodowy	-9,7	-1,9	64,8	-4,5	-5,9	-5,8
<b>Zysk netto z działalności kontynuowanej</b>	<b>33,5</b>	<b>-477,6</b>	<b>-243,7</b>	<b>17,0</b>	<b>22,3</b>	<b>21,9</b>
Zysk udziałowców mniejszościowych	-0,1	-4,5	-14,5	2,3	2,4	2,5
<b>Zysk netto</b>	<b>33,6</b>	<b>-473,1</b>	<b>-229,2</b>	<b>14,6</b>	<b>19,9</b>	<b>19,4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>55,4</b>	<b>-420,0</b>	<b>-288,0</b>	<b>44,8</b>	<b>51,1</b>	<b>50,1</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Rafako; Skonsolidowany bilans

(mln zł)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa długoterminowe</b>	<b>294,7</b>	<b>303,5</b>	<b>223,7</b>	<b>222,8</b>	<b>223,2</b>	<b>219,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	146,6	147,4	123,7	115,9	109,2	103,4
Wartość firmy	9,2	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Wartości niematerialne	8,0	6,8	10,4	11,5	12,8	14,1
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	29,0	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Pozostałe należności długoterminowe	40,4	77,8	18,5	20,1	21,8	22,0
Akcje i udziały	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Aktywa finansowe długoterminowe	14,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	42,0	42,7	42,3	46,0	49,8	50,2
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4,1	4,9	4,8	5,2	5,7	5,7
<b>Aktywa krótkoterminowe</b>	<b>1 075,3</b>	<b>998,8</b>	<b>856,3</b>	<b>786,5</b>	<b>868,6</b>	<b>899,9</b>
Zapasy	34,2	33,0	12,2	9,4	5,4	1,2
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	532,5	608,0	377,4	404,0	427,5	421,6
Aktywa z tytułu umów	381,4	269,8	222,1	241,6	261,6	263,6
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa finansowe krótkoterminowe	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udzielone pożyczki krótkoterminowe	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	88,7	66,1	223,2	108,2	148,9	188,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	19,4	21,3	21,1	23,0	24,9	25,1
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Suma aktywów</b>	<b>1 370,2</b>	<b>1 302,4</b>	<b>1 080,0</b>	<b>1 009,3</b>	<b>1 091,8</b>	<b>1 119,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>589,1</b>	<b>110,2</b>	<b>-119,0</b>	<b>-104,4</b>	<b>-84,4</b>	<b>-65,0</b>
<b>Kapitał udziałowców niekontrolujących</b>	<b>8,5</b>	<b>4,0</b>	<b>-10,4</b>	<b>-8,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>-3,2</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>772,6</b>	<b>1 188,2</b>	<b>1 209,4</b>	<b>1 121,8</b>	<b>1 182,0</b>	<b>1 187,7</b>
Zobowiązania długoterminowe	75,3	94,0	278,6	268,4	273,1	273,3
Odsetkowe	8,3	7,6	207,0	206,6	206,2	205,8
Nieodsetkowe	36,5	50,1	37,6	32,4	35,1	35,4
Rezerwy	30,4	36,4	34,1	29,4	31,8	32,1
Zobowiązania krótkoterminowe	697,3	1094,1	930,8	853,4	908,9	914,4
Zobowiązania z tytułu dostaw i wstług	342,5	628,7	572,5	494,0	534,8	538,9
Odsetkowe	112,5	118,5	155,5	155,5	155,5	155,5
Zobowiązania z tytułu umów	173,5	251,6	111,0	120,8	130,8	131,8
Nieodsetkowe	31,6	26,5	27,7	27,8	27,9	27,9
Rezerwy	15,2	47,1	44,0	38,0	41,1	41,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	21,1	21,5	20,1	17,3	18,7	18,9
Pozostałe	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Suma pasywów</b>	<b>1 370,2</b>	<b>1 302,4</b>	<b>1 080,0</b>	<b>1 009,3</b>	<b>1 091,8</b>	<b>1 119,4</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 5.** Rafako; Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Zysk brutto</b>	<b>43,2</b>	<b>-475,7</b>	<b>-308,5</b>	<b>21,5</b>	<b>28,3</b>	<b>27,7</b>
Amortyzacja	14,8	17,6	13,4	12,7	12,2	11,8
Zmiany kapitału obrotowego:	-140,5	402,4	147,5	-136,0	12,0	13,2
Zmiana stanu należności	-47,3	-113,1	289,8	-28,2	-25,2	5,8
Zmiana stanu zapasów	-5,3	1,1	20,8	2,8	4,0	4,1
Zmiana stanu zobowiązań i rezerw z tytułu świadczeń pracowniczych z wyjątkiem kredytów i pożyczek	-79,3	288,9	-64,0	-81,4	42,3	4,2
Zmiana stanu rezerw i rozliczeń międzyokresowych	-9,1	37,9	-6,2	-19,4	0,9	0,1
Zmiana stanu rozliczeń z tytułu umów o usługę budowlaną	0,6	187,5	-92,9	-9,8	-10,0	-1,0
Podatek dochodowy zapłacony	-9,3	-2,5	64,8	-4,5	-5,9	-5,8
Pozostałe	0,6	39,0	4,0	8,5	11,9	10,8
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-91,2</b>	<b>-19,1</b>	<b>-78,8</b>	<b>-97,8</b>	<b>58,4</b>	<b>57,6</b>
Wydatki inwestycyjne	0,0	-0,2	6,7	-6,1	-6,7	-7,4
Pozostałe	1,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>6,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,3</b>
Splata/zaciągnięcie pożyczek/kredytu	0,9	2,1	236,3	-0,4	-0,4	-0,3
Odsetki zapłacone	-4,3	-4,6	-7,3	-10,7	-10,7	-10,7
Pozostałe	0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>229,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-11,1</b>	<b>-11,0</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-91,9</b>	<b>-22,6</b>	<b>157,1</b>	<b>-114,9</b>	<b>40,7</b>	<b>39,2</b>

*Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA*
**Tabela 6.** Rafako; Wskaźniki

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Zmiana sprzedaży (r/r)	-29%	-2%	-1%	9%	8%	1%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (r/r)	-25%	n.m.	n.m.	n.m.	8%	1%
Zmiana EBITDA (r/r)	-12%	n.m.	n.m.	n.m.	14%	-2%
Zmiana zysku operacyjnego (r/r)	-17%	n.m.	n.m.	n.m.	21%	-1%
Zmiana zysku netto (r/r)	707%	n.m.	n.m.	n.m.	36%	-2%
Rotacja należności (dni)	146	167	146	106	104	106
Rotacja zapasów (dni)	10	8	6	3	2	1
Rotacja zobowiązań (dni)	116	116	153	158	140	145
Rotacja gotówki (dni)	40	60	-2	-48	-34	-39
NWC/Sprzedaż	32%	0%	-8%	1%	0%	-1%
Marża brutto ze sprzedaży	9,4%	-23,1%	-16,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBITDA	4,4%	-33,7%	-23,3%	3,3%	3,5%	3,4%
Marża operacyjna	3,2%	-35,1%	-24,4%	2,4%	2,7%	2,6%
Marża zysku brutto	3,4%	-38,2%	-25,0%	1,6%	1,9%	1,9%
Marża zysku netto	2,6%	-38,0%	-18,6%	1,1%	1,4%	1,3%
Wskaźnik płynności bieżącej	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Wskaźnik płynności szybkiej	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0

*Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA*



## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). 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	35	37	5	9	0
Procenty	41%	43%	6%	10%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	32	33	12	9	0
Procenty	37%	38%	14%	10%	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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendacje, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.



**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Wojciech Romanowski	-	→	-	25.05.2020	26.05.2020	-	-	0,828	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	28.05.2020	29.05.2020	-	-	1,090	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.06.2020	12.06.2020	-	-	1,436	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	1,494	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.06.2020	01.07.2020	-	-	1,350	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	1,160	0,66 →
Wojciech Romanowski/ Maciej Wewiórski	-	→	-	20.07.2020	21.07.2020	-	-	1,364	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.08.2020	11.08.2020	-	-	1,130	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	1,050	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	0,877	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.10.2020	13.10.2020	-	-	0,854	0,51 ↓

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

**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Rafako</b>								
Michał Stalmach	Przeważaj	-	10.12.2015	-	10.12.2015	31.08.2016	6,70	-5%
Michał Stalmach	-	→	-	13.12.2015	14.12.2015	-	6,99	-
Michał Stalmach	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	7,15	-
Michał Stalmach	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	7,29	-
Michał Stalmach	-	→	-	18.02.2016	19.02.2016	-	7,39	-
Michał Stalmach	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	8,10	-
Michał Stalmach	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	8,42	-
Michał Stalmach	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	7,95	-
Michał Stalmach	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	5,89	-
Michał Stalmach	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	6,50	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.08.2016	12.08.2016	-	6,59	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↓	31.08.2016	-	01.09.2016	14.11.2016	6,78	-11%
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	6,36	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.11.2016	02.11.2016	-	6,02	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	6,02	-
Wojciech Romanowski	Przeważaj	↑	14.11.2016	-	15.11.2016	21.02.2017	5,98	15%
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	5,61	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	6,24	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	7,22	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↓	21.02.2017	-	22.02.2017	09.05.2017	7,13	-15%
Wojciech Romanowski	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	8,80	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.04.2017	12.04.2017	-	8,05	-
Wojciech Romanowski	Przeważaj	↑	09.05.2017	-	10.05.2017	26.07.2017	7,62	1%
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	8,07	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	8,05	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	↓	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	Niedoważaj	-	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	Niedoważaj	↓	30.09.2019	-	01.10.2019	24.10.2019	0,918	8%
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	1,110	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↑	24.10.2019	-	25.10.2019	01.12.2019	1,008	7%
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	1,140	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	25.11.2019	26.11.2019	-	1,058	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	27.11.2019	28.11.2019	-	1,028	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	↓	01.12.2019	-	02.12.2019	Nie później niż 01.12.2020	1,068	-6%
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.12.2019	06.12.2019	-	1,034	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	0,925	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.12.2019	18.12.2019	-	0,935	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	0,839	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.01.2020	17.01.2020	-	0,830	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.01.2020	31.01.2020	-	0,900	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	0,784	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.02.2020	06.02.2020	-	0,777	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	0,770	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	0,568	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	0,445	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	0,642	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	28.04.2020	29.04.2020	-	0,706	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	0,700	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	20.05.2020	21.05.2020	-	0,700	-

**Rekomendacje relatywne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Wojciech Romanowski	- →	-	25.05.2020	26.05.2020	-	0,828	-
Wojciech Romanowski	- →	-	28.05.2020	29.05.2020	-	1,090	-
Wojciech Romanowski	- →	-	11.06.2020	12.06.2020	-	1,436	-
Wojciech Romanowski	- →	-	15.06.2020	16.06.2020	-	1,494	-
Wojciech Romanowski	- →	-	30.06.2020	01.07.2020	-	1,350	-
Wojciech Romanowski	- →	-	13.07.2020	14.07.2020	-	1,160	-
Wojciech Romanowski/ Maciej Wewiórski	- →	-	20.07.2020	21.07.2020	-	1,364	-
Maciej Wewiórski	- →	-	10.08.2020	11.08.2020	-	1,130	-
Maciej Wewiórski	- →	-	01.09.2020	02.09.2020	-	1,050	-
Maciej Wewiórski	- →	-	08.10.2020	09.10.2020	-	0,877	-
Maciej Wewiórski	- →	-	12.10.2020	13.10.2020	-	0,854	-

\* 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: 13 października 2020 r., godz. 7:35.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 13 października 2020 r., godz. 7:45.

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.

#### Sprzedaz Instytucjonalna

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

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

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

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

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

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

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

---

Copyright © 2020 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