

40/2020/GPW (138) 26 listopada, 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:** 33,9 mln US\$  
**Rekomendacja fundamentalna:** Sprzedaj (→) **Bloomberg:** RFK PW  
**Rekomendacja relatywna:** Niedoważaj (→) **Średni obrót dzienny:** 0,16 mln US\$  
**Kurs:** 1,00 zł **12M przedział kursowy:** PLN 0,37-1,60 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 0,51 zł (↓) **Free float:** 57%

## Prognozy na III kw. 2020

Rafako opublikuje raport za III kw. 27 listopada br. Choć portfel zamówień Spółki na rok 2020 wynosi ponad 1 mld zł, to prognozujemy, iż w III kw '20 r. wartość sprzedaży Rafako wyniesie tylko 189 mln zł. Gdyby nie awaria palników w trakcie rozruchu bloku w Jaworznie, co pociągnęło za sobą zmianę harmonogramu prac, nasza prognoza sprzedaży byłaby wyższa. Jednym z głównych punktów nowego harmonogramu jest opóźnienie płatności po osiągnięciu kamieni milowych na IV kw., które pierwotnie miały nastąpić w I kw.

Jeśli chodzi o koszty ogólnego zarządu, to prognozujemy, że będą one zbliżone do tych z I i II kw '20 r. i wyniosą 17,5 mln zł, w stosunku do 15,9 mln zł w III kw. '19 r.

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 podzleczone w całości podmiotowi spoza Grupy Kapitałowej RAFAKO z czego do wykonania zostało 0,01 miliarda złotych).

Tabela 1. Rafako; Wyniki II kw. 2020

MSSF skonsolidowane (mln zł)				zmiana	
	III kw. 20	II kw. 20	III kw. 19	r/r	kw./kw.
Sprzedaż	189,0	197,8	298,6	-4%	-37%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,0	-212,5	-9,8	b.z.	b.z.
Marża brutto	5,3%	-107%	-3,3%	-	-
EBITDA	0,0	-253,3	-25,9	b.z.	b.z.
marża EBITDA	2,5%	-128,1%	-8,7%	-	-
EBIT	3,6	-257,1	-30,3	b.z.	b.z.
marża EBIT	1,9%	-130,0%	-10,1%	-	-
Zysk brutto	-0,4	-261,3	-30,6	b.z.	b.z.
Marża zysku brutto	-0,2%	-132,1%	-10,2%	-	-
Zysk netto	-1,0	-276,0	-24,7	b.z.	b.z.
Marża netto	-0,5%	-139,6%	-85,0%	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Skorygowane zyski

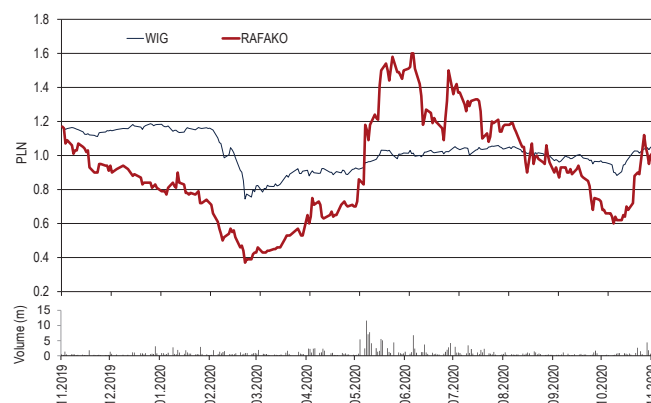
Zyski skorygowane o rozwiązanie rezerwy na Program Odejść Dobrowolnych (5,9 mln zł).

## 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	%	b.z.	b.z.	b.z.	36
Dług netto	mln PLN	60,1	139,3	253,8	212,7
P/E	x	neg.	neg.	8,7	6,4
P/CE	x	neg.	neg.	4,7	4,0
EV/EBITDA	x	neg.	neg.	8,5	6,7
EV/EBIT	x	neg.	neg.	11,9	8,8
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.

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

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

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	35	33	5	9	0
Procenty	43%	40%	6%	11%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	31	27	15	9	0
Procenty	38%	33%	18%	11%	0%

## Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</sup>	Wycena w horyzoncie 12M		
<b>Rafako</b>											
Michał Stalmach	Kupuj	-	10.12.2015	-	10.12.2015	04.12.2016	-16%	-22%	6,70	10,10	-
Michał Stalmach	-	→	-	13.12.2015	14.12.2015	-	-	-	6,99	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	-	-	7,15	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	-	-	7,29	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	18.02.2016	19.02.2016	-	-	-	7,39	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	-	-	8,10	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	-	-	8,42	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	-	-	7,95	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	-	-	5,89	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	-	-	6,50	10,10	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.08.2016	12.08.2016	-	-	-	6,59	9,30	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	31.08.2016	01.09.2016	-	-	-	6,78	9,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	-	-	6,36	9,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.11.2016	02.11.2016	-	-	-	6,02	7,30	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	-	-	6,02	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	14.11.2016	15.11.2016	-	-	-	5,98	7,30	→
Wojciech Romanowski	Kupuj	→	04.12.2016	-	05.12.2016	09.05.2017	36%	6%	5,61	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	-	-	6,24	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	-	-	7,22	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	21.02.2017	22.02.2017	-	-	-	7,13	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	-	-	8,80	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.04.2017	12.04.2017	-	-	-	8,05	7,30	→
Wojciech Romanowski	Trzymaj	↓	09.05.2017	-	10.05.2017	25.03.2018	-34%	-31%	7,62	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	-	-	8,07	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	-	-	8,05	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.07.2017	27.07.2017	-	-	-	7,70	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	-	-	5,90	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	-	-	4,75	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.11.2017	06.11.2017	-	-	-	4,49	7,10	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	09.11.2017	10.11.2017	-	-	-	4,24	4,70	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	-	-	4,09	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	-	-	4,18	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	-	-	4,80	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	-	-	-	4,89	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.03.2018	13.03.2018	-	-	-	4,83	4,70	→
Wojciech Romanowski	W aktualizacji	-	25.03.2018	-	26.03.2018	22.05.2018	-18%	-17%	4,80	W aktualizacji	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	-	-	4,20	W aktualizacji	-
Wojciech Romanowski	Sprzedaj	-	22.05.2018	-	23.05.2018	09.12.2018	-50%	-49%	3,94	2,90	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	-	-	3,74	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	-	-	3,46	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	-	-	3,54	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	-	-	3,38	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	-	-	2,02	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	-	-	-	2,03	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	-	-	1,45	2,90	→
Wojciech Romanowski	Trzymaj	↑	09.12.2018	-	10.12.2018	05.12.2019	-48%	-46%	1,970	2,80	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	-	-	1,740	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	-	-	1,800	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.02.2019	27.02.2019	-	-	-	1,800	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	-	-	2,170	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	-	-	2,155	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	-	-	2,045	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	-	-	1,980	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	-	-	1,934	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.07.2019	23.07.2019	-	-	-	1,868	2,40	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	1,830	2,40	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	20.08.2019	21.08.2019	-	-	-	1,330	2,40	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	25.08.2019	26.08.2019	-	-	-	1,310	2,30	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	1,400	2,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.09.2019	03.09.2019	-	-	-	1,400	2,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.09.2019	06.09.2019	-	-	-	1,312	2,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.09.2019	01.10.2019	-	-	-	0,918	2,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	1,110	2,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	1,008	1,80	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	1,140	1,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	25.11.2019	26.11.2019	-	-	-	1,058	1,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	27.11.2019	28.11.2019	-	-	-	1,028	1,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.12.2019	02.12.2019	-	-	-	1,068	1,80	→
Wojciech Romanowski	Sprzedaj	↓	05.12.2019	-	06.12.2019	Nie później niż 05.12.2020	-3%	2%	1,034	0,75	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	0,925	0,75	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.12.2019	18.12.2019	-	-	-	0,935	0,75	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	0,839	0,75	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.01.2020	17.01.2020	-	-	-	0,830	0,75	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.01.2020	31.01.2020	-	-	-	0,900	0,75	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	-	0,784	0,75	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.02.2020	06.02.2020	-	-	-	0,777	0,66	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	0,770	0,66	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	0,568	0,66	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	0,445	0,66	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	0,642	0,66	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	28.04.2020	29.04.2020	-	-	-	0,706	0,66	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	0,700	0,66	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	20.05.2020	21.05.2020	-	-	-	0,700	0,66	→

**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Wojciech Romanowski	-	→	-	25.05.2020	26.05.2020	-	-	0,828	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	28.05.2020	29.05.2020	-	-	1,090	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.06.2020	12.06.2020	-	-	1,436	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	1,494	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.06.2020	01.07.2020	-	-	1,350	0,66 →
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	1,160	0,66 →
Wojciech Romanowski/ Maciej Wewiórski	-	→	-	20.07.2020	21.07.2020	-	-	1,364	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.08.2020	11.08.2020	-	-	1,130	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	1,050	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	0,877	0,66 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.10.2020	13.10.2020	-	-	0,854	0,51 ↓
Maciej Wewiórski	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	0,680	0,51 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	26.11.2020	26.11.2020	-	-	1,000	0,51 →

\* 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	1%
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	-
Maciej Wewiórski	- →	-	08.11.2020	09.11.2020	-	0,680	-
Maciej Wewiórski	- →	-	26.11.2020	26.11.2020	-	1,000	-

\* 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: 26 listopada 2020 r., godz. 18:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 26 listopada 2020 r., godz. 18:30.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**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