

25/2021/GPW (91) 6 września 2021

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

Analitycy: Tomasz Rodak, CFA

LSI Software

Sektor: TMT – oprogramowanie i usługi IT
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (-)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (-)
Kurs: 16,85 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 23,1 zł (-)

Kapitalizacja: 14 mln USD
Bloomberg: LSI PW
Średni obrót dzienny: 0,02 mln USD
12M przedział kursowy: 11,20-18,50 zł
Free float: 69%

Grupa LSI Software jest wiodącym na polskim rynku producentem oprogramowania klasy ERP (*Enterprise Resource Planning*) dla sektora gastronomiczno-hotelarskiego oraz kinowego. Spółka oferuje też oprogramowanie dla sektora detalicznego (w tym sklepów odzieżowych), obiektów sportowo rekreacyjnych i aquaparków. LSI jest również wyłącznym dystrybutorem urządzeń firmy Posiflex w Polsce (głównie terminale POS i urządzenia peryferyjne).

Z uwagi na strukturę sprzedaży (ponad 70% przychodów Spółki pochodzi od branży HoReCa) LSI Software znalazła się wśród firm najbardziej dotkniętych przez pandemię; przychody i EBITDA za 2020 rok spadły odpowiednio o 17% i 43% r/r mimo ok. 1,1 mln zł pomocy rozpoznanej w ramach tarczy antykrzysowej. Jednocześnie spowolniony został rozwój biznesu związanego z oprogramowaniem POSitive Cinema dedykowanemu branży kinowej.

Niemniej, w naszej opinii spadek wyników finansowych został już przez inwestorów dyskontowany, a Spółka wychodzi z pandemii silniejsza niż wcześniej – 13,6 mln zł gotówki w kasie (na koniec 1 kw. 2021) to rekordowo wysoki poziom, który odpowiada za 25% bieżącej kapitalizacji rynkowej. Uważamy, że wyniki finansowe LSI w 2021 r. będą wspierane przez (i) silne odbicie w sektorze HoReCa po zniesieniu lockdownu, (ii) rosnące przychody z eksportowych kontraktów kinowych oraz (iii) rozpoznanie ok. 6,5 mln zł pomocy rządowej. Najbliższym pozytywnym bodźcem dla kursu powinna być publikacja wyników za 2 kw. 2021, w którym spodziewamy się rekordowego zysku netto w wysokości ponad 6 mln zł.

Obecnie LSI Software jest notowana przy mnożnikach 8,3x P/E i 3,3x EV/EBITDA na rok 2022P, co implikuje około 50% dyskonta wobec porównywalnych polskich spółek. Nie dostrzegamy rozsądnego uzasadnienia dla tak dużego dyskonta

Skorygowane zyski

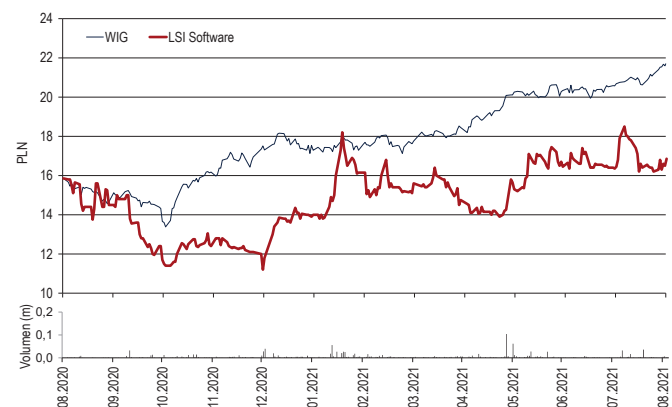
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF Skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln PLN	43,1	48,6	52,9	55,6
EBITDA	mln PLN	6,4	13,3	12,6	13,5
EBIT	mln PLN	1,7	8,8	8,1	8,9
Zysk netto	mln PLN	2,4	7,3	6,6	7,3
EPS	PLN	0,74	2,23	2,04	2,24
Zmiana EPS r/r	%	-61	202	-9	10
Dług netto	mln PLN	-9,0	-11,7	-13,6	-17,2
P/E	x	22,9	7,6	8,3	7,5
P/CE	x	23,5	7,6	8,3	7,5
EV/EBITDA	x	7,2	3,2	3,3	2,8
EV/EBIT	x	27,7	4,9	5,1	4,2
EV/CFO	x	4,7	5,5	4,1	3,3
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	5,3	4,8
DPS	PLN	0,00	0,00	0,89	0,81
Liczba akcji na koniec okresu	mln	3,3	3,3	3,3	3,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za I półrocze: 30 września 2021
2. Publikacja wyników za III kwartał 2021: 26 listopada 2021

i rozpoczynamy pokrywanie LSI Software wydając rekomendację: długoterminową fundamentalną Kupuj i krótkoterminową relatywną Przeważaj. Ustaliliśmy średnią wycenę w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 23,1 zł na akcję, co wskazuje na wysoki, 37%, potencjał wzrostu.

Oczekujemy wzrostu kapitalizacji rynkowej Spółki wynikającego, po pierwsze, z dynamicznego wzrostu zysków po ich osłabieniu podczas pandemii oraz, po drugie, z rewaluacji wyceny LSI w górę do przynajmniej 10x P/E, co jednak

nadal implikowałoby około 30% dyskonto wobec większych porównywalnych spółek. Po osiągnięciu naszej wyceny w wysokości 23,1 zł na akcję Spółka byłaby notowana przy nadal atrakcyjnym wskaźniku P/E odpowiednio 10,4x i 11,3x na lata 2021 i 2022.

Katalizatory

1. Bardzo atrakcyjna bieżąca wycena
2. Relatywnie wysoka dynamika zysków
3. Ekspansja na globalny rynek kinowy
4. Mocna struktura bilansu
5. Możliwy powrót do wypłaty dywidendy w 2022 roku
6. Potencjalny obiekt przejęć ze względu na niską wycenę
7. Nowe produkty, nie uwzględnione w prognozach
8. Pozytywne prognozy dla rynku IT

Czynniki ryzyka

1. Uzależnienie dalszego wzrostu od koniunktury branż HoReCa i kinowej (mocno dotkniętych przez pandemię). Możliwy pełny lockdown polskiej gospodarki doprowadziłby do kolejnych (prawdopodobnie tymczasowych) spadków przychodów generowanych w polskiej branży HoReCa. Z kolei lockdowny w głównych gospodarkach światowych (w szczególności w Stanach Zjednoczonych) mogą skutkować zahamowaniem sprzedaży oprogramowania dla kin.
2. Niepowodzenie ekspansji za granicę w segmenecie kinowym
3. Ponad połowa marży brutto Gurpy była generowana przez segment dystrybucyjny, w którym spółka osiąga wysokie marże (około 30%). Segment ten opiera się na współpracy z firmą Posiflex (LSI Software jest wyłącznym dystrybutorem jej produktów na rynku polskim). W przypadku pogorszenia się relacji LSI-Posiflex Spółka mogłaby utracić dużą część marży.
4. Brak popytu na nowe produkty Spółki
5. Rosnąca presja płacowa w branży IT

1. Wycena

- ▲ Nasza wycena docelowa oparta na wycenach porównawczej i dochodowej implikuje 23,1 zł na akcję Spółki w horyzoncie 12 miesięcy.
- ▲ W przypadku wyceny porównawczej stosujemy 25% dyskonto względem porównywalnych spółek ze względu na wyraźnie mniejszą skalę działalności Spółki i niską płynność jej akcji.

Metody wyceny

Do wyceny LSI Software zastosowaliśmy dwie metody: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą – bazującą na wskaźnikach EV/EBIT, EV/ EBITDA oraz P/E

Metoda DCF FCFF

Założenia dla metody DCF:

- Okres prognozy: 10 lat;
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,5%;
- Premia za ryzyko na rynku akcji: 7,5%;
- Nielewarowana beta: 2,0;
- Stopa podatkowa: 19%;

Wrażliwość wyceny DCF

Tabela 1. LSI Software Wrażliwość wyceny na założenia okresu rezydualnego

Wzrost w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%	17,5%
1,0%	23,6	22,9	22,2	21,5	20,9
1,5%	23,9	23,1	22,4	21,8	21,1
2,0%	24,2	23,4	22,7	22,0	21,4
2,5%	24,6	23,8	23,0	22,3	21,6
3,0%	25,0	24,1	23,3	22,6	21,9

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. LSI Software; Wycena DCF

(miliony PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	>2030P
Przychody	48,6	52,9	55,6	57,8	59,9	62,0	64,1	66,3	68,5	70,9	
<i>zmiana r/r</i>	12,9%	8,8%	5,1%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
EBIT	8,8	8,1	8,9	9,9	10,9	12,0	13,1	13,9	15,1	16,0	
<i>zmiana r/r</i>	431,7%	-8,0%	9,8%	10,9%	10,3%	9,8%	8,9%	6,6%	8,3%	6,3%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	18,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBIT * (1-T)	7,2	6,6	7,2	8,0	8,9	9,7	10,6	11,3	12,2	13,0	
<i>zmiana r/r</i>	216,3%	-8,9%	9,8%	10,9%	10,3%	9,8%	8,9%	6,6%	8,3%	6,3%	
EBITDA	13,3	12,6	13,5	14,5	15,5	16,6	17,7	18,6	19,8	20,7	
<i>zmiana r/r</i>	109,0%	-5,1%	6,5%	7,4%	7,2%	7,0%	6,6%	5,0%	6,4%	4,9%	
Amortyzacja (D)	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	
EBIT * (1-T) + D	11,7	11,1	11,8	12,6	13,4	14,3	15,2	15,9	16,9	17,7	
<i>zmiana r/r</i>	67,4%	-5,3%	6,0%	6,9%	6,8%	6,6%	6,2%	4,7%	6,1%	4,7%	
Wydatki inwestycyjne	-5,2	-5,3	-5,3	-5,4	-5,4	-5,5	-5,5	-5,6	-5,7	-5,7	
Zmiany w kapitale obrotowym	-3,8	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	2,8	4,8	6,1	6,9	7,7	9,2	9,8	10,4	11,2	11,9	
<i>zmiana r/r</i>	-59,2%	72,9%	28,2%	12,7%	11,4%	19,7%	7,3%	6,1%	7,3%	6,4%	
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
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%
Nielewarowana beta	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Lewarowana beta	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Wymagana stopa zwrotu	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Koszt długu											
Koszt długu (przed opodatkowaniem)	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Efektywna stopa podatkowa	18,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu (po opodatkowaniu)	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Waga kapitału akcyjnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału akcyjnego	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Waga długu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
WACC	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Współczynnik dyskonta	1,00	1,05	1,23	1,43	1,67	1,94	2,26	2,64	3,07	3,58	
Wskaźnik dyskonta	1,00	0,95	0,81	0,70	0,60	0,51	0,44	0,38	0,33	0,28	
Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych	-	4,5	5,0	4,8	4,6	4,7	4,3	4,0	3,6	3,3	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych											38,9
Waga długu w okresie rezydualnym											0,0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym											100,0%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz											16,5%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz											16,5%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym											16,5%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym											2,0%
Wartość rezydualna											83,9
Wartość bieżąca wartości rezydualnej											23,4
Wartość operacji Spółki											62,3
Gotówka na koniec 2021P											15,4
Dług na koniec 2021P											3,6
Wartość udziałów udziałowców mniejszościowych (w spółkach zależnych, w których Spółka ma <100% udział)											0,0
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy											74,0
Liczba akcji (sztuki)											3 260 762
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)											22,70

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Wycena porównawcza

Założenia dla metody porównawczej:

- Wycena na wskaźnikach EV/EBIT, EV/ EBITDA oraz P/E na lata 2021P-2023P;
- Bazę porównawczą stanowią polscy producenci oprogramowania oraz integratorzy IT;
- Założyliśmy 25% dyskonto względem porównywalnych podmiotów mając na uwadze znacząco mniejszą skalę działalności Spółki i niską płynność jej akcji.

Tabela 3. LSI Software; Wycena porównawcza

	Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT			Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			C/Z		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Polscy producenci oprogramowania i integratorzy									
Assco Business Solutions	12,8	12,4	12,0	10,0	9,7	9,4	15,0	14,8	14,3
Assecos Poland	10,2	9,9	9,3	7,9	7,6	7,2	13,8	13,9	13,2
Comarch	10,2	11,1	10,2	7,0	7,1	6,5	16,1	17,9	17,1
ASEE	11,4	10,3	9,1	7,8	7,1	6,5	15,6	15,0	13,9
Comp	7,6	9,9	8,8	4,7	5,3	4,9	8,1	12,2	10,2
Mediana	10,2	10,3	9,3	7,8	7,1	6,5	15,0	14,8	13,9
LSI Software	5,1	5,2	4,5	3,4	3,3	3,0	7,4	8,1	7,4
Premia (dyskonto)	-50%	-50%	-52%	-57%	-53%	-54%	-51%	-45%	-47%
Implikowana wartość jednej akcji LSI Software (przed dyskontem)	30,5	29,2	29,7	34,5	31,3	31,2	33,4	30,2	31,1
Przyjęty poziom dyskonta					-25%				
Mnożnik po zastosowaniu dykonta	7,7	7,7	7,0	5,8	5,4	4,9	11,2	11,1	10,4
Implikowana wartość jednej akcji LSI Software (po dyskoncie)	22,9	21,9	22,3	25,9	23,5	23,4	25,0	22,6	23,3
Średnia implikowana wartość jednej akcji LSI Software (po dyskoncie)	23,4								

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Podsumowanie wycen

Szacujemy średnią (z dwóch metod wyceny) wartość kapitałów własnych Spółki LSI Software na 23,1 zł na akcję, co implikuje 37% potencjał wzrostu.

Tabela 4. LSI Software; Podsumowanie wycen

Wycena DCF (50%)	22,7
Wycena porównawcza (50%)	23,4
Średnia Ważona wycena (zł na akcję)	23,1
Cena bieżąca (zł na akcję)	16,85
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	37%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

2. Historia, struktura Grupy, akcjonariat

- ▲ Spółka LSI Software powstała w 1998 r. i jest wiodącym na rynku polskim producentem oprogramowania dla sektora HoReCa, retail i kin.
- ▲ Głównym akcjonariuszem jest Pan Grzegorz Siewiera, który jednocześnie piastuje funkcję prezesa zarządu.
- ▲ Grupa LSI Software składa się ze spółki matki oraz czterech spółek zależnych.

LSI Software jest producentem oprogramowania klasy ERP dla sektora HoReCa

Spółka LSI Software SA, z siedzibą w Łodzi, została zawiązana w 1998 r. i jest wiodącym na polskim rynku producentem oprogramowania klasy ERP dla sektorów detalicznego (retail) i gastronomiczno-hotelarskiego (hospitality). LSI oferuje własne oprogramowanie do zarządzania w sektorze sklepów detalicznych, gastronomii, obiektów hotelowych, sportowo-rekreacyjnych, a także sieci kin. Pełna oferta firmy obejmuje wdrożenia oprogramowania, usługi konsultacyjne i serwis, ale również dostawę sprzętu. Baza pracowników grupy LSI Software wynosi obecnie ponad 150 osób.

Tabela 5. LSI Software; Historia Spółki

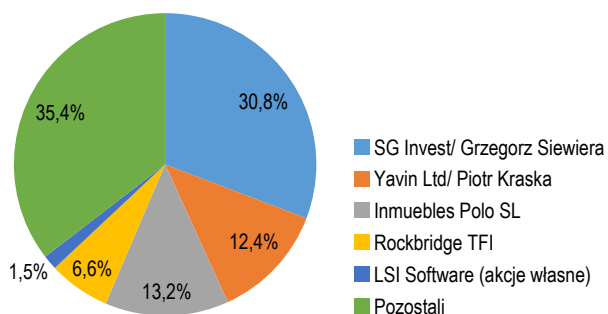
Data	Wydarzenie
listopad 1998	Założenie spółki pod firmą Laser Systemy Informatyczne SA
maj 1999	Rozszerzenie oferty o własne oprogramowanie klasy ERP
2000 r.	Kryzys na rynku IT prowadzi do strat finansowych i znacznego zmniejszenia skali działalności
2001-2002	Wdrożenie planu restrukturyzacji, dzięki któremu Spółka po dwóch latach straty uzyskuje dodatnią rentowność finansową
2006 r.	Zmiana nazwy firmy na LSI Software i rozszerzenie rynków zbytu o zagranicę
grudzień 2006	Pierwsze notowanie akcji Spółki na głównym rynku GPW
styczeń 2007	Nabycie 100% udziałów w spółce Softech Sp. z o.o.
październik 2013	Umowa z Bastion Venture na dofinansowanie spółki zależnej BluePocekt SA
listopad 2014	Nabycie 76,5% udziałów w spółce MC COMP SA
listopad 2015	Zawarcie pierwszej dużej umowy sprzedaży oprogramowania POSitive Software do Helios SA – największej sieci kin w Polsce
czerwiec 2016	Europejska premiera autorskiego oprogramowania do obsługi kin POSitive Software
luty 2017	Nabycie 100% udziałów w spółce GIP sp. z o.o.
III kw. 2019	Zawarcie pierwszej zagranicznej umowy sprzedaży oprogramowania POSitive Software do Muvi Cinemas (Arabia Saudyjska)
czerwiec 2020	Zawarcie najwyższej dotychczas umowy (2,06 mln EUR w ciągu 5 lat) na dostawę oprogramowania POSitive Software do KITAG Cinemas (Zurych)

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Struktura akcjonariatu

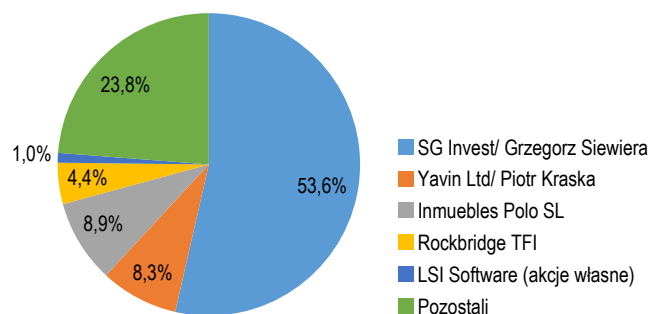
Pan Grzegorz Siewiera jest większościowym akcjonariuszem LSI Software z 30,8% udziałów i 53,58% głosów na walnym zgromadzeniu Spółki. Pan Siewiera jest jednocześnie prezesem zarządu zaangażowanym w rozwój Spółki od początku jej istnienia. Pozostałymi ujawnionymi akcjonariuszami są hiszpański fundusz Inmuebles Polo SL oraz Rockbridge TFI, który 2 czerwca 2021 r. zszedł poniżej 5% głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki.

Wykres 1. *Struktura akcjonariatu (% kapitału własnego)*



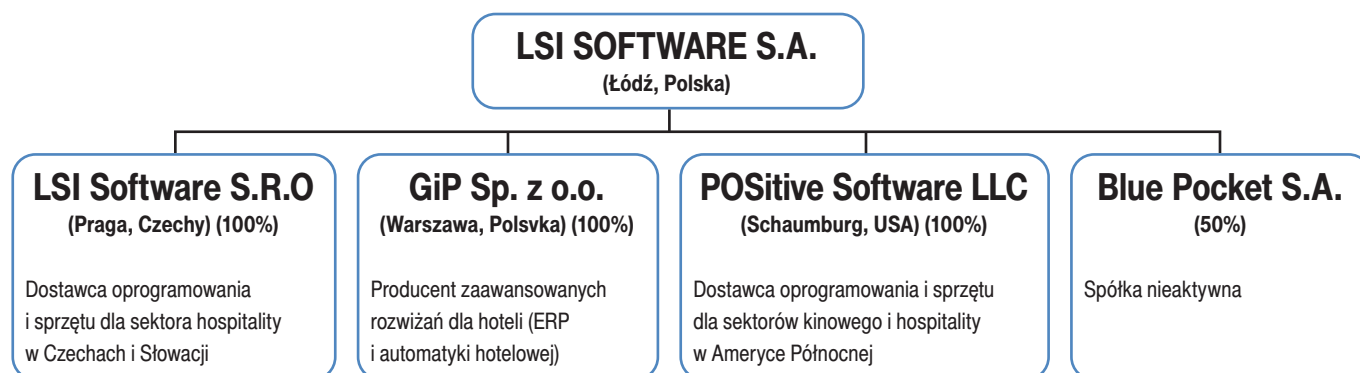
Źródło: Spółka

Wykres 2. *Struktura akcjonariatu (% głosów)*



Źródło: Spółka

Wykres 3. *Struktura Grupy LSI Software*



Źródło: Spółka

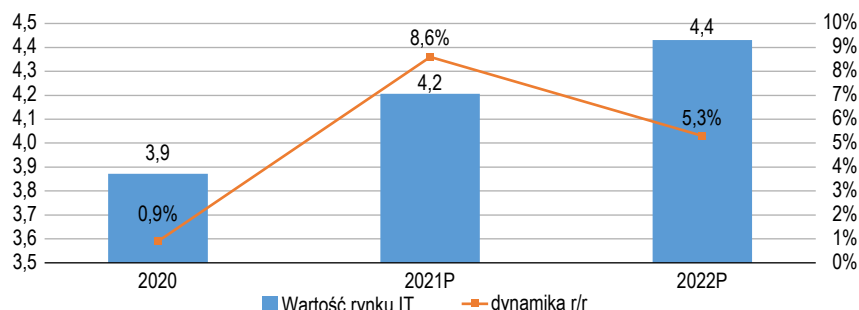
3. Rynek i konkurencja

- ▲ Światowy rynek IT powinien rosnąć w tempie 8,6%/5,3% w latach 2021/2022.
- ▲ Po mocnym 30% spadku polskiego rynku HoReCa w 2020 r., powrót do poziomów przedpandemicznych możliwy jest dopiero w 2023 r.
- ▲ Rynek kinowy spadł o 70% w 2020 r. przez zamknięcie kin związane z walką z koronawirusem. Obecnie, obserwowane jest dynamiczne odbicie frekwencji w kinach.
- ▲ Kolejna fala zakażeń oraz potencjalne obostrzenia stanowią element ryzyka dla sektorów, w których działa Spółka.
- ▲ LSI należy do liderów polskiego rynku w najważniejszych dla siebie segmentach, w tym w gastronomii, hotelach i kinach.

Światowy rynek IT

Według analiz opublikowanych przez firmę Gartner rynek IT osiągnie wartość 4,2 biliona USD w 2021 r. po wzroście o 8,6% r/r. Pandemia spowodowała wypłaszczenie dynamik wzrostu światowego rynku IT. Niemniej po nieznacznym wzroście w 2020 r. (o 0,9% r/r), prognozowane tempo wzrostu na kolejne lata sięga 8,6%/ 5,3% w 2021/2022 r.

Wykres 5. Globalny rynek IT (biliony USD)

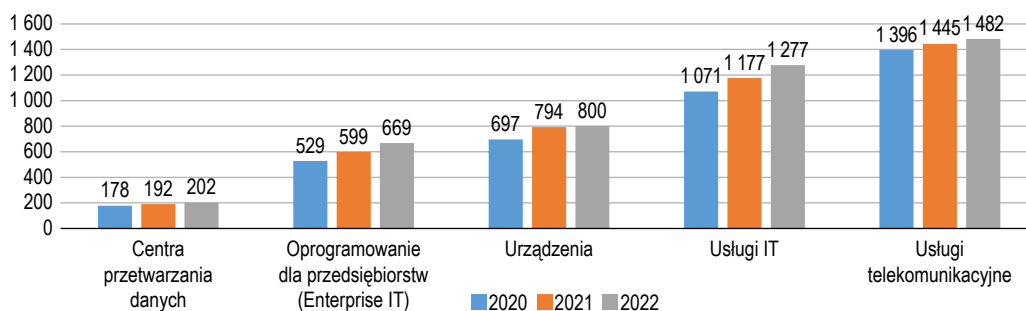


Źródło: <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2021-07-14-gartner-forecasts-worldwide-it-spending-to-grow-9-percent-2021>

Jak twierdzą specjaliści firmy Gartner, na przestrzeni ostatnich lat rynek IT przeszedł ewolucję od obszaru wsparcia dla innych gałęzi biznesu do samodzielnej branży zdolnej generować wysokie zyski. W zeszłym roku, przy pierwszym uderzeniu pandemii, wydatki w sektorze IT były nakierowane głównie na możliwość zapewnienia pracownikom możliwości pracy zdalnej. Odbicie po początkowym załamaniu pandemicznym jest, podobnie jak w innych branżach gospodarki, nierównomierne. Z geograficznego punktu widzenia najszybciej odbudowały się Chiny, których wydatki IT już przekroczyły poziomy przedpandemiczne. Kraje Zachodu osiągną ten poziom pod koniec 2021 roku, podczas gdy regiony takie jak Ameryka Łacińska dopiero w 2024.

Największymi segmentami rynku są usługi telekomunikacyjne oraz IT, natomiast największe tempo wzrostu na ten rok, po spadku o 1,5% r/r w roku ubiegłym, prognozowane jest w segmencie urządzeń (+13,9% r/r w 2021).

Wykres 6. Wartość rynku IT w podziale na segmenty (mld USD)

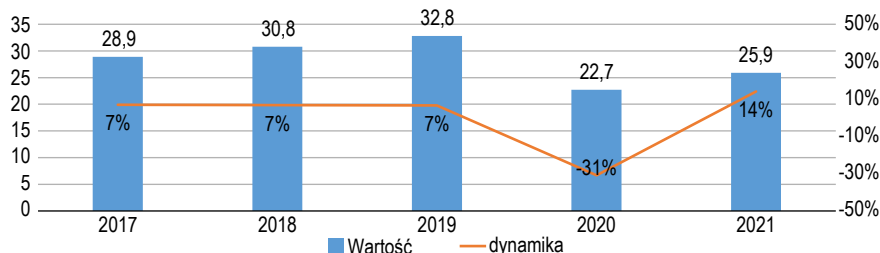


<https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2021-07-14-gartner-forecasts-worldwide-it-spending-to-grow-9-percent-2021>

Rynek HoReCa w Polsce

Przed pandemią rynek HoReCa w Polsce rozwijał się w stabilnym tempie 6-7% rocznie. Koronawirus i związane z nim restrykcje gospodarcze takie jak limity odwiedzających oraz całkowite zamknięcia w przypadku restauracji, spowodowały mocne osłabienie tego rynku. Według danych firmy doradczej PMR, wartość rynku HoReCa zmniejszyła się w 2020 roku o przeszło 30% r/r, spadając po raz pierwszy od kilkunastu lat. Pomimo dynamicznego odbicia w obecnym roku rynek HoReCa jest daleki od powrotu do przedpandemicznych poziomów, a samo ożywienie, wynikające częściowo z efektu niskiej bazy, jest podatne na szereg czynników ryzyka. Powrót do wartości rynkowych sprzed pandemii jest możliwy dopiero w 2023 roku przy założeniu niewielkich restrykcji do tego czasu.

Wykres 7. Wartość i dynamika rynku gastronomicznego w Polsce (mld zł)



Źródło: <https://www.fxmag.pl/artykul/rynek-horeca-w-polsce-2021-analiza-ryнку-i-prognoza-rozwoju-na-lata-2021-2026> na podstawie PMR „Rynek HoReCa w Polsce 2021, Analiza rynku i prognoza rozwoju na lata 2021-2026”

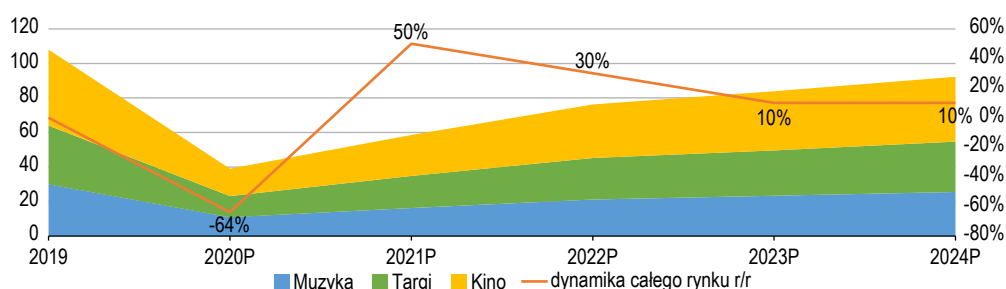
Powyższy wykres przedstawia prognozę rozwoju rynku gastronomicznego bez uwzględnienia wpływu czwartej fali pandemii, która obecnie jest głównym czynnikiem ryzyka. W przypadku pojawienia się dalej idących restrykcji niż ograniczenie liczby dostępnych miejsc w hotelach i restauracjach, szacunkowa wielkość rynku, jak wynika z analiz PMR, obniży się o 1 mld zł w 2021 oraz o 2,6 mld zł w perspektywie do 2026 roku, co przełoży się na spadek średniorocznego tempa wzrostu o 1,3 p.p.

Rynek kinowy na świecie

Pandemia bardzo mocno zmieniła rynek rozrywki. Konieczność ograniczenia kontaktów międzyludzkich spowodowała odwołanie wielu wydarzeń kulturalnych takich jak koncerty, festiwale, wystawy oraz zamknięcie lub drastyczny spadek odwiedzalności kin. Według raportu PWC wartość branży eventowej spadła prawie o 2/3 w 2021 r., a wielkość rynku nie wróci do poziomu przedpandemicznego przed 2024 r.¹ Według prognoz PWC rynek rozrywki i mediów ma szansę na odbicie jednakże będzie ono nierównomierne geograficznie. Oczekuje się, że największe wzrosty wydatków przypadną na rynki rozwijające się takie jak Egipt, Indie czy Nigeria. Wydatki na rozrywkę w krajach wysoko rozwiniętych będą rosły symbolicznie, w granicach 1% (Szwajcaria), bądź nawet możliwy jest lekki spadek (Dania, Izrael).

¹ „Perspectives from the Global Entertainment & Media Outlook 2020–2024” raport PWC.

Wykres 8. Wartość globalnego rynku rozrywki w latach 2019-2024 (mld USD)



Źródło: PwC, Szacunki DM BOŚ

Wzrost frekwencji oraz liczne nowe produkcje powinny wspierać rynek kinowy

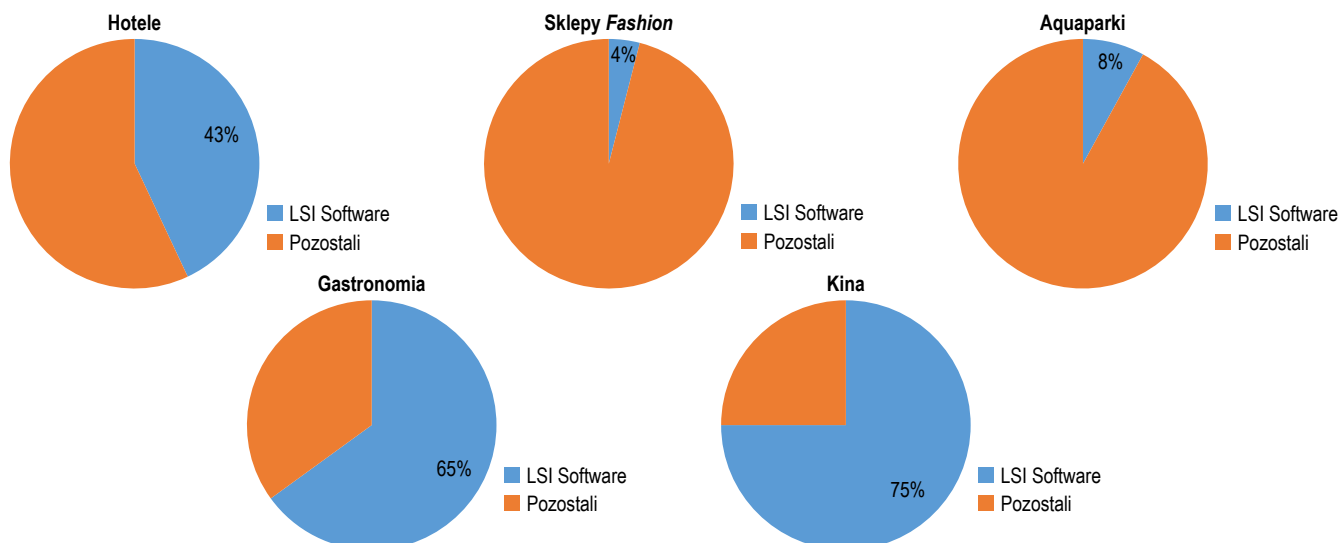
W przypadku samych kin z powodu pandemii i, będących jej konsekwencją, ograniczeń gospodarczych przychody spadły jeszcze wyraźniej. Według danych firmy badawczej Omdia sprzedaż *box office* spadła w 2020 roku o ponad 70% r/r, osiągając wartość poniżej 13 mld USD – najniższą od ponad 20 lat². Cała branża kinowa mogła stracić nawet 32 mld USD w 2020 roku. Na przeciwnym biegunie znajdują się subskrypcje online, rosnące w tym samym czasie o 30% r/r, zamykając 2020 rok kwotą 34 mld USD przychodów. Zamknięcie kin i obawy przed zakażeniem spowodowały przesunięcie wielu produkcji filmowych do Internetu przede wszystkim na platformy streamingowe. Spowodowało to rozwój innych kanałów dystrybucji takich jak platformy VOD. Same sieci kinowe, takie jak Helios, widzą w ostatnich miesiącach poprawę frekwencji w stosunku do wcześniejszych prognoz, co w połączeniu z wieloma nowymi produkcjami wchodzącymi na ekrany kin powinno być wsparciem dla branży³. Ryzykiem jest czwarta fala pandemii, ponieważ ewentualne obostrzenia mogą dotknąć w pierwszej kolejności miejsca publiczne takie jak kina czy kawiarnie.

3.1. Konkurencja

LSI pozostaje liderem oprogramowania dla hoteli, gastronomii i kin w Polsce

Segmenty rynku, na których działa LSI Software charakteryzują się wysoką konkurencyjnością. Na rynku działa wielu potencjalnych konkurentów Spółki. LSI należy jednak do liderów polskiego rynku w najważniejszych dla siebie segmentach, w tym w gastronomii, hotelach i kinach. Poniżej przedstawiamy udziały LSI Software w rynku dla poszczególnych branż.

Wykres 9. LSI Software; Udział w polskim rynku oprogramowania dla poszczególnych branż



Źródło: Spółka

² Global Cinema Industry Set to Lose \$32 Billion in 2020, Finds Report – Variety

³ Helios „jest pozytywnie nastawiony” co do frekwencji w kinach w kolejnych miesiącach – Inwestycje.pl

4. Model i strategia biznesowa

- ▲ LSI Software oferuje gotowe oprogramowanie dla sektora retail, hospitality, kin, beauty, a także służby zdrowia i logistyki.
- ▲ Spółka jest również wyłącznym dystrybutorem firmy Posiflex w Polsce.
- ▲ Marże w dystrybucji sięgają 30%.
- ▲ Pandemia koronawirusa mocno dotknęła klientów Spółki szczególnie w 4 kw. 2020 r. oraz 1 kw. 2021 r.
- ▲ Oczekujemy powrotu do wypłaty dywidendy od 2022 r.
- ▲ Pomimo pandemii Spółce udało się zdobyć 7 kontraktów eksportowych w latach 2020-2021.
- ▲ *Hospitality 2.0* to nowa grupa produktów korzystająca z chmury obliczeniowej i rozliczana w modelu SaaS

Model biznesowy

LSI Software oferuje wysokiej jakości oprogramowanie dla średniej wielkości podmiotów segmentu HoReCa (hotele, restauracje, catering), a także sieci kin. Grupa jest producentem własnego systemu klasy ERP (*Enterprise Resource Planning*) oraz oprogramowania do obsługi obiektów rekreacyjno-sportowych. Oferta obejmuje również usługi konsultacyjne, wdrożeniowe, serwis, a także dostawę specjalistycznego sprzętu. Ponadto LSI jest wyłącznym dystrybutorem produktów firmy Posiflex (terminale POS i powiązane z nimi urządzenia peryferyjne) na polskim rynku.

Obsługiwane branże – kompletne produkty

Grupa oferuje kilkadziesiąt linii produktowych kompletnych produktów dla następujących branż:

- **Handel detaliczny (*retail*)** – obsługa zamówień towarów, zarządzanie magazynem, obsługa logistyczna, reklamacje, rejestracje sprzedaży, analiza danych. Oferta kierowana do księgowości, finansów, kadr i płac, marketingu itp.;
- **Gastronomia i hotele (*hospitality*)** – prowadzenie restauracji, hoteli, działalność cateringowa, organizacja konferencji; obsługa obiektów typu SPA i fitness;
- **Obiekty rekreacyjno-sportowe** – zarządzanie i obsługa sprzedaży w basenach, aquaparkach, centralach sportowych i rozrywkowych, na stadionach;
- **Kina** – zarządzanie siecią kin oraz obsługą sprzedaży off-line i on-line;
- **Małe i średnie przedsiębiorstwa** – produkty z obszaru ERP i zarządzania projektami;
- **Beauty** – rozwiązania dla salonów kosmetycznych, fryzjerskich i gabinetów SPA;
- **Służba zdrowia i logistyka** – urządzenia wspierające komunikację.

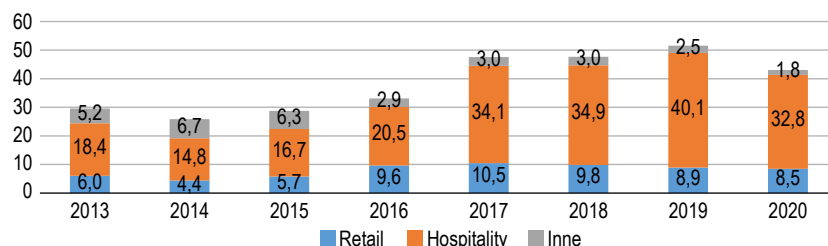
Produkty na zamówienie

LSI Software zajmuje się również produkcją oprogramowania tworzonego na specjalne zamówienie klientów. Dedykowane rozwiązania powstają w oparciu o analizę potrzeb i możliwości technologicznych oraz finansowych odbiorcy.

Strategia	<p>Do głównych kierunków rozwoju Grupy LSI Software zaliczymy:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ dalszy rozwój sprzedaży zagranicznej, ze szczególnym uwzględnieniem rynków obu Ameryk, Europy i Azji; ■ dalszy rozwój produktów i usług informatycznych dla branży kinowej oraz systemów samoobsługowych; ■ wprowadzenie do oferty rozwiązań, na które popyt wzrósł w związku z pandemią koronawirusa; ■ dalszą dywersyfikację oferty poprzez sprzedaż produktów i usług do klientów z wielu sektorów gospodarki; ■ rozwój sprzedaży produktów i usług informatycznych w modelu usługowym (SaaS/cloud computing); ■ stałe inwestowanie w kapitał ludzki i własną bazę produkcyjną w Polsce.
Wpływ pandemii	<p>Z uwagi na strukturę przychodów (ponad 70% przychodów Spółki pochodzi od branży HoReCa) LSI Software znalazła się wśród spółek najbardziej dotkniętych przez pandemię; przychody całoroczne i EBITDA za 2020 rok spadły odpowiednio o 17% i 43% r/r mimo ok. 1,1 mln zł otrzymanych w ramach tarczy antykryzysowej. Jednocześnie pandemia przyhamowała rozwój biznesu związanego z oprogramowaniem POSitive Cinema dedykowanemu branży kinowej. Obecnie Spółka odczuwa bardzo mocne odbicie popytu z branży HoReCa (wstępne przychody za II kw. 2021 wzrosły o 71% r/r), jednakże potencjalne zaostrzenie restrykcji związane z kolejną falą zakażeń koronawirusa może tymczasowo obniżyć popyt na produkty Spółki.</p>
Dywidenda	<p>W 2019 roku LSI Software wypłaciła dywidendę w wysokości 1,61 mln zł (0,5 zł dywidendy na akcję, 26,4% współczynnik wypłaty dywidendy). Z uwagi na niepewne warunki makroekonomiczne podczas pandemii (lockdown) Spółka nie wypłaciła dywidendy w 2020 roku, a 18 maja br. poinformowała, że zarząd rekomenduje niewypłacanie dywidendy także z zysków za 2020 rok z powodu umów dotyczących pomocy otrzymanej w ramach tarczy antykryzysowej. Jako że dostrzegamy silny potencjał generacji gotówki (oczekujemy 8,7 mln zł/10,7 mln zł operacyjnych przepływów pieniężnych w 2021/2022 roku), prognozujemy, że w 2022 roku współczynnik wypłaty dywidendy może osiągnąć 40% i zakładamy w 2022/2023 roku 0,85 zł/0,80 zł dywidendy na akcję, co implikuje stopę dywidendy brutto ok. 6%.</p>
Segmenty operacyjne	<p>Przychody LSI pochodzą z dwóch głównych segmentów: produkcji i dystrybucji. W ramach przychodów produkcyjnych stanowiących ok. 50% łącznych przychodów Spółka księguje przychody pochodzące ze sprzedaży licencji do własnych systemów i innych powiązanych czynności takich jak wdrożenia, aktualizacja oprogramowania, usługi, szkolenia. Przychody produkcyjne dzielą się na 4 kategorie: licencje, usługi, outsourcing i wynajem (niewielka część). Większość przychodów z licencji jest generowana na początkowym etapie realizacji kontraktu, natomiast dalsze płatności (za usługi i aktualizację oprogramowania) są mniejszej skali i wpływają w następnych latach. Obecnie ok. 50% przychodów segmentu produkcyjnego pochodzi z kontraktów powtarzalnych (usługi związane z wcześniej wdrażanymi licencjami). Docelowo Spółka zamierza wprowadzić model SaaS (oprogramowanie jako usługa) do dystrybucji nowych produktów (<i>POSitive Cinema, Hospitality 2.0</i>), by zmniejszyć zmienność przychodów i zwiększyć ich powtarzalny element.</p>
Dystrybucja	<p>LSI Software jest wyłącznym dystrybutorem urządzeń Posiflexu na polskim rynku. Posiflex produkuje specjalistyczne terminale o dotykowych ekranach i urządzenia peryferyjne dla terminali POS dla sektora detalicznego, opieki zdrowotnej, segmentu</p>

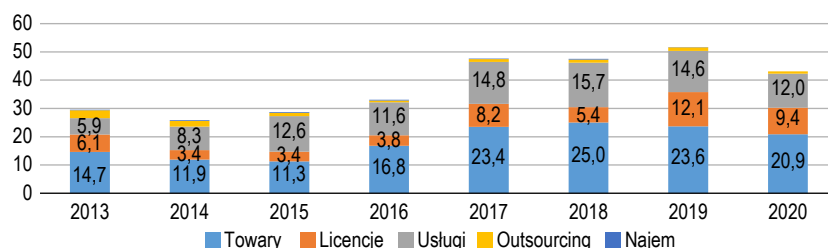
hotelarsko-gastronomicznego oraz kiosków. Spółka realizuje bardzo wysokie marże (ok. 30%) na dystrybucji produktów Posiflexu. Sprzedaż sprzętu komputerowego odbywa się poprzez spółkę zależną, Softech, i generuje przychody ze sprzedaży towarów i materiałów, które w 2019 roku stanowiły 46% łącznych przychodów Grupy. Spółka ma cyklicznie powracających klientów (CCC, Amrest, Eurest), którzy co roku powtarzają zamówienia ze względu na rosnącą skalę działalności oraz w związku z popytem odtworzeniowym (wymiana urzędzeń na nowe następuje zwykle co 4 lata). Powtarzalne kontrakty generują ok. 30% rocznego zysku brutto tego segmentu.

Wykres 10. LSI Software; Struktura przychodów według branży



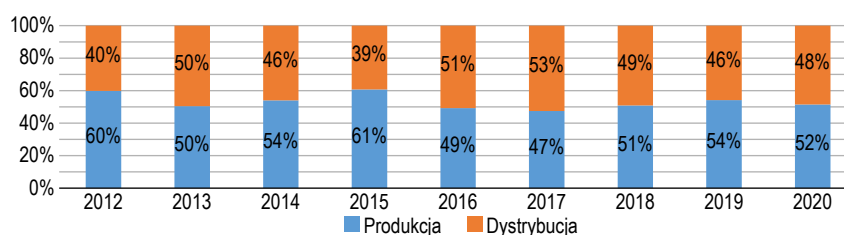
Źródło: Spółka

Wykres 11. LSI Software; Struktura przychodów według rodzaju



Źródło: Spółka

Wykres 12. LSI Software; Struktura przychodów (produkcja/dystrybucja)



Źródło: Spółka

POSitive Cinema

POSitive Cinema to kompleksowe rozwiązanie przeznaczone do zarządzania sieciami rozrywki takimi jak kina, teatry czy stadiony. Potencjalni klienci wysoko ocenili produkt jako najbardziej zaawansowane oprogramowanie umożliwiające administrowanie większością procesów w placówkach rozrywkowych przy wykorzystaniu ograniczonej liczbie obsługi, co pozwala na oszczędności kosztowe. LSI Software wprowadziła produkt na rynek oficjalnie w 2016 roku. Oprogramowanie POSitive Cinema wdrożyły już sieci kinowe w Polsce i za granicą.

Spółka zależna sprzedaje oprogramowanie do kin w USA

W 2017 roku Spółka powołała podmiot zależny Positive Software USA LLC, który ma zadanie budować sprzedaż oprogramowania POSitive Cinema w Stanach Zjednoczonych. Dotychczas podpisano już kilka mniejszych kontraktów na tym rynku. Ponadto LSI prowadzi negocjacje z globalnymi sieciami zarządzającymi nawet 20-30 obiektami. Oczekujemy, że sprzedaż produktu będzie motorem wzrostu Spółki w nadchodzących latach.

**Sukcesy
sprzedażowe
pomimo pandemii**

Mimo zamknięcia kin w pandemii Spółce udało się zdobyć 7 kontraktów eksportowych w 2020-21 (na rynek m.in. arabski, szwajcarski, amerykański i nowozelandzki). Umowa z Kitag Kino Theater (rynek szwajcarski) o wartości 9,2 mln zł jest, jak dotąd, największym kontraktem. Zakładamy, że w br. Spółka rozpozna 5,5 mln zł przychodów na kontraktach eksportowych, z czego większość powinna pochodzić ze wspomnianego kontraktu z Kitag Kino Theater.

Uczestnictwo w targach kinowych to najskuteczniejsza metoda pozyskiwania nowych kontraktów. W drugiej połowie br. Spółka planuje wziąć udział jeszcze w czterech imprezach targowych, w tym w Barcelonie (4-7.10), Dubaju (26-28.10), Miami (8-11.11) i Bangkoku (6-9.12).

Tabela 6. LSI Software; kontrakty dotyczące systemu POSitive Cinema

Data	Kontrahent	Kraj	liczba kin	Wartość (mln zł)	Status
04.07.2016	Cinema 3D	Poland	12-13	3,8	Zrealizowany
3 kw. 2019	Muvi Cinemas	Saudi Arabia	-	1,5	Zrealizowany
3 kw. 2019	MM2 Screen	Malaysia	-	1,0	W trakcie realizacji
3 kw. 2019	Schulman	USA	-	0,9	W trakcie realizacji
20.02.2020	Muvi Cinemas	Saudi Arabia	19	3,7	Zrealizowany
01.07.2020	Kitag Kino-Theater	Switzerland	-	9,2	W trakcie realizacji
25.01.2021	Silky Otter Cinemas	New Zealand	-	1,0	W trakcie realizacji
I kw. 2021	Schulman Theatres	USA	8	0,24 rocznie	W trakcie realizacji
I kw. 2021	nieujawniony	Azja	2	0,3	W trakcie realizacji
I kw. 2021	Etele Plaza	Węgry	1	0,6	W trakcie realizacji
I kw. 2021	Norblin	Poland	1	0,2	W trakcie realizacji

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Nowe produkty w
chmurze**

W trakcie ostatniej konferencji z inwestorami Spółka poinformowała o trwającym rozwoju trzech nowych produktów wspólnie określanych mianem *Hospitality 2.0*. LSI zalicza do nich:

- produkt **Marketing Automation** – nowoczesne narzędzie marketingowe skierowane obecnie do branży hotelarskiej i kinowej; umożliwia tworzenie i wysyłanie spersonalizowanych newsletterów do określonych grup klientów, segmentowanych na podstawie różnych czynników (np. wieku, płci, itp.). Spółka rozpoczęła już sprzedaż produktu do swoich obecnych klientów. W przyszłości LSI planuje akomodację narzędzia do potrzeb również innych branż (w tym retail i gastronomii).
- produkty **Gastronomia** oraz **Hotel** – przeniesienie funkcjonalności dotychczas oferowanych rozwiązań do tzw. chmury obliczeniowej. Dzięki temu Spółka rozszerzy krąg potencjalnych odbiorców o mniejsze podmioty, gdyż tego typu software jest tańszy w utrzymaniu.

Produkty *Hospitality 2.0* będą oferowane w modelu SaaS (Software as a Service) dzięki czemu klient ponosi niewielkie koszty na początku obowiązywania umowy (w przeciwieństwie do wykupu licencji), natomiast całkowity koszt (przychód dla LSI) przy długoterminowym użytkowaniu jest wyższy. Dodatkowo, model SaaS powiększa powtarzalną w przyszłości część przychodów, co stabilizuje przyszłe wyniki Spółki.

Wiążemy duże nadzieje z nową ofertą Spółki, jednak ze względu na wczesny etap rozwoju przychody ze sprzedaży nowych produktów nie są uwzględnione w naszych prognozach.

5. Sprawozdania finansowe i prognozy

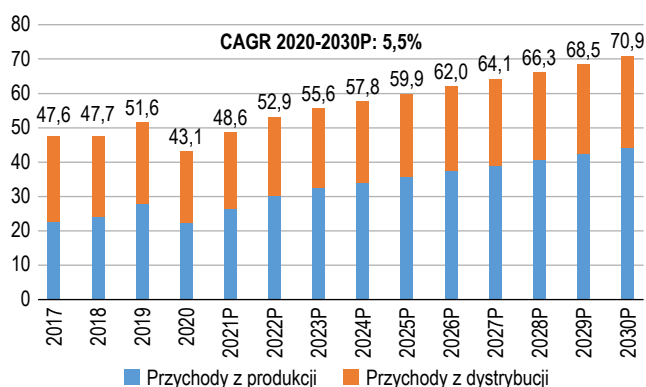
- ▲ Po zapaści przychodów spowodowanej epidemią koronawirusa, wyniki spółki wracają do tendencji wzrostowej.
- ▲ Oczekujemy wzrostu przychodów na poziomie CAGR 5,5% w latach 2020-2030P.
- ▲ Motorem wzrostu w segmencie produkcji powinna być sprzedaż zagraniczna oprogramowania dla kin.
- ▲ Pełne oszczędności kosztowe powinny być widoczne w latach 2021-2022.
- ▲ Oczekujemy powrotu do wypłaty dywidendy od 2022 r.
- ▲ Zysk netto może wynieść rekordowe 6,2 mln zł w 2 kw. 2021 r.

Przychody

Oczekujemy, że po zapaści przychodów spowodowanej epidemią koronawirusa wyniki Spółki wrócą do tendencji wzrostowej. Zakładamy, że drugi kwartał 2021 r. będzie rekordowy pod względem zarówno przychodów jak i zysków, dzięki wzmożonemu popytowi ze strony sektora HoReCa, odbudowującemu się po pandemii. Nasze prognozy na kolejne lata implikują CAGR sprzedaży na poziomie 5,5% w latach 2020-2030P. W przypadku przychodów z produkcji zakładamy CAGR na poziomie 7,7% w omawianym okresie. Głównym motorem wzrostu przychodów z produkcji powinno być oprogramowanie POSitive Cinema, które charakteryzowało się dynamicznym wzrostem sprzedaży w ostatnich latach, pomimo okresu pandemii. Spółka jest obecnie w trakcie realizacji aż ośmiu kontraktów kinowych (Tabela 6 na str. 14), z których przychody powinny wspierać wyniki najbliższych okresów. LSI prowadzi także zaawansowane rozmowy z globalnymi sieciami zarządzającymi nawet 20-30 obiektami kinowymi. W związku z powyższym zakładamy, że CAGR w okresie 2020-2030P dla przychodów z POSitive Cinema wyniesie 15,4%. W przypadku przychodów z dystrybucji zakładamy względną stabilizację po odbudowie sprzedaży po pandemii. W tym przypadku oczekujemy wzrostu na poziomie CAGR 2,6% w latach 2020-2030P.

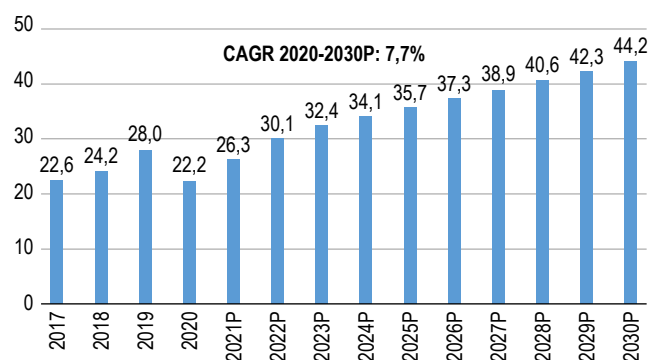
Spółka planuje również zwiększać skalę działalności poprzez akwizycje i zawiązywanie nowych podmiotów na wybranych rynkach poza Polską. Aktywność ta naturalnie nie jest uwzględniona w naszych prognozach.

Wykres 13. LSI Software; Prognoza przychodów całkowitych (mln zł)



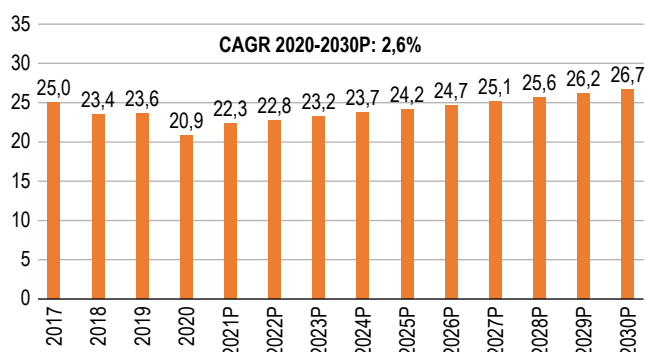
Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Wykres 14. LS Software; Prognoza przychodów z produkcji (mln zł)



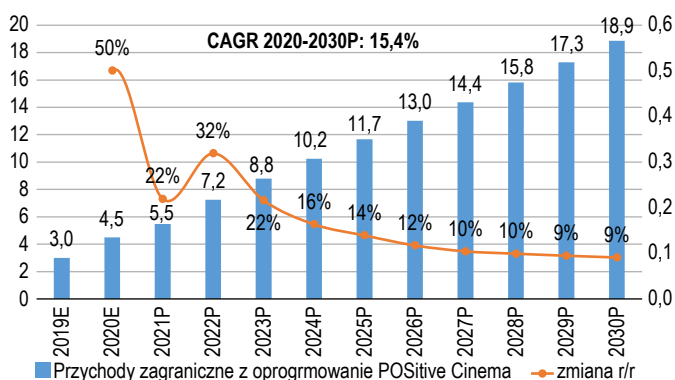
Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Wykres 15. LSI Software; Prognoza przychodów z dystrybucji (mln zł)



Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Wykres 16. LSI Software; Prognoza przychodów zagranicznych z oprogramowania POSitive Cinema (mln zł)

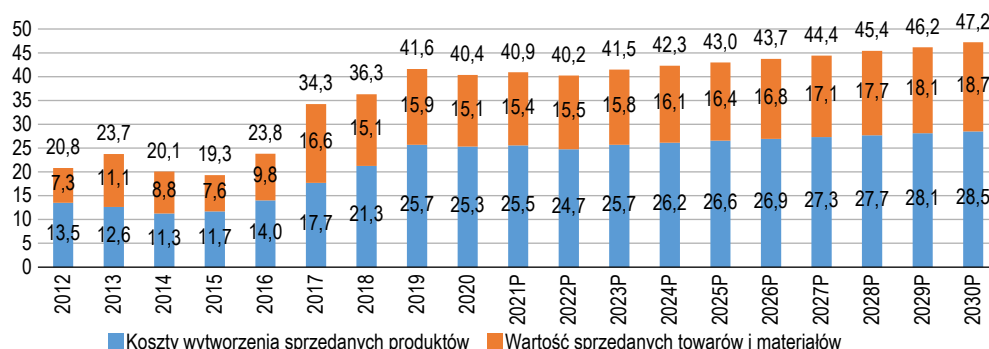


E – estymacja DM BOŚ SA
P – prognoza DM BOŚ SA
Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Koszty

W trakcie pandemii Spółce udało się obniżyć koszty zatrudnienia. Korzystny efekt kosztowy wynikał z obniżek płac (tymczasowych) oraz redukcji etatów (trwały). Zakładamy, że pełne efekty oszczędności kosztowych będą widoczne w latach 2021-2022. Oczekujemy, że od roku 2023 koszty Grupy wrócą do trendu wzrostowego w wyniku dalszego wzrostu zatrudnienia.

Wykres 17. LSI Software; Prognozy kosztów (mln zł)



Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Dywidenda

Zakładamy, że od 2022 r. Spółka powróci do wypłaty dywidend. Oczekujemy, że od 2022 r. współczynnik wypłaty dywidendy wyniesie 40% i zakładamy w 2022/2023 roku 0,89 zł/ 0,81 zł dywidendy na akcję, co implikuje stopę dywidendy brutto na poziomie około 5%.

Prognozy wyników za 2 kwartał 2022

LSI Software opublikuje wyniki półroczne w dn. 30 września 2021 r. W 2 kw. 2021 r. oczekujemy mocnej poprawy wyników wynikającej z:

- Rozpoznania dużych kontraktów Ministerstwem Finansów i Piekarnią Hert (realizacja kontraktu opóźniona z marca br.);
- Wzmożonego popytu ze strony sektora HoReCa, odbudowującego się po otwarciu gospodarki;
- Rozpoznanie około 3,2 mln zł pomocy rządowej z Tarczy Finansowe 1.0.

W dniu 14 lipca 2021 Spółka poinformowała, że wstępne przychody za 2 kw. 2021 r. wyniosły 16,3 mln zł (+71% r/r; +151% k/k) i okazały się 7% wyższe od wcześniej ujawnionego backlogu. Oczekujemy, że przychody z produkcji wzrosły o 54% r/r dzięki poprawiającej się sytuacji klientów Spółki po zniesieniu lockdownu. Spółka prawdopodobnie rozpozna również kontrakty, których realizacja została opóźniona z 1 kw. 2021 ze względu na zamknięcie gospodarki. Spodziewamy się, że marża w segmencie produkcji powinna osiągnąć bardzo wysoki poziom 20% (w porównaniu do 9,7% w całym roku 2019). W dystrybucji oczekujemy 100% wzrostu przychodów r/r spowodowanego wzrostem popytu na urządzenia do obsługi punktów sprzedaży po otwarciu gospodarki oraz wcześniej wspomnianym rozpoznaniem kontraktów z Ministerstwem Finansów i Pierkanią Hert. Marże w dystrybucji powinny pozostać płaskie r/r na poziomie 34%. Oczekujemy również, że Spółka rozpozna 3,2 mln zł pomocy rządowej z Tarczy Finansowej 1.0 w pozostałych przychodach operacyjnych. Podsumowując, spodziewamy się że w 2 kw. 2021 r. LSI Software wygeneruje 16,3 mln zł przychodów (+71% r/r), 8,0 mln zł EBITDA (+114% r/r) oraz 6,2 mln zł zysku netto (+159% r/r). W naszej opinii, nawet po odliczeniu zdarzenia jednorazowego w postaci pomocy rządowej, będzie to najmocniejszy kwartał w historii LSI Software.

Tabela 7. LSI Software; Prognoza wyników za II kw. 2021 r.

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	II kw. 21P	II kw. 20	zmiana r/r
Przychody	16,3	9,5	71%
Produkcj	9,3	6	54%
Dystrybucja	7	3,5	100%
Zysk brutto na sprzedaży	4,9	1,8	170%
Marża zysku brutto na sprzedaży	29,9%	18,9%	-
EBITDA	8	3,7	114%
Marża EBITDA	49,2%	39,4%	-
EBIT	6,9	2,4	188%
Marża EBIT	42,4%	25,2%	-
Zysk przed opodatkowaniem	6,9	2,2	208%
Marża zysku przed opodatkowaniem	42,5%	23,6%	-
Zysk netto	6,2	2,4	159%
Marża zysku netto	38,2%	25,3%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

6. Sprawozdania finansowe

Tabela 8. LSI Software; Bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa								
Rzeczowe aktywa trwałe	5,6	5,8	7,8	9,6	9,2	9,7	10,1	10,6
Wartości niematerialne	8,4	11,0	11,9	12,7	13,0	13,3	13,6	13,8
Wartość firmy	4,4	6,9	2,5	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8
Nieruchomości inwestycyjne	2,5	2,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,9	0,9	0,8	1,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Inne	0,2	0,0	0,0	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Aktywa trwałe	22,0	27,1	23,9	28,4	29,2	29,9	30,7	31,4
Zapasy	2,4	2,9	2,9	4,9	3,2	4,0	4,1	4,1
Należności handlowe	7,5	8,3	9,1	14,7	6,5	9,7	10,6	11,1
Gotówka i ekwiwalenty	5,3	3,6	6,7	5,2	13,2	15,4	17,3	20,8
Inne	0,7	2,2	1,8	1,4	1,9	1,9	1,9	1,9
Aktywa obrotowe	16,0	16,9	20,5	26,1	24,8	31,0	33,8	38,0
Aktywa razem	38,0	44,1	44,4	54,5	54,0	60,9	64,5	69,4
Pasywa								
Kapitały własne	28,0	32,1	32,9	37,4	39,8	47,1	50,8	55,5
Kapitały akcjonariuszy niekontrolujących	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitały własne razem	28,0	32,1	32,9	37,4	39,8	47,1	50,8	55,5
Kredyty i pożyczki	0,0	1,1	1,1	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Inne zobowiązania finansowe	0,7	0,5	0,5	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,4	0,4	0,5	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	1,1	2,0	2,0	4,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Kredyty i pożyczki	2,4	1,2	0,5	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0
Inne zobowiązania finansowe	0,5	1,4	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Zobowiązania handlowe	5,6	6,1	7,7	10,9	8,4	8,7	8,6	8,8
Inne	0,4	1,3	0,8	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Zobowiązania krótkoterminowe	8,9	10,0	9,6	12,6	10,4	10,0	9,9	10,1
Zobowiązania razem	10,0	12,0	11,6	17,0	14,1	13,8	13,6	13,9
Pasywa razem	38,0	44,1	44,4	54,5	54,0	60,9	64,5	69,4

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 9. LSI Software; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	33,1	47,6	47,7	51,6	43,1	48,6	52,9	55,6
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	16,3	22,6	24,2	28,0	22,2	26,3	30,1	32,4
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	16,8	25,0	23,4	23,6	20,9	22,3	22,8	23,2
Koszty wytworzenia sprzedanych produktów i usług	-14,0	-17,7	-21,3	-25,7	-25,3	-25,5	-24,7	-25,7
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-9,8	-16,6	-15,1	-15,9	-15,1	-15,4	-15,5	-15,8
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	9,2	13,3	11,3	10,0	2,7	7,7	12,7	14,1
Koszty sprzedaży	2,1	4,7	2,3	1,5	1,0	1,6	1,6	1,7
Koszty ogólnego zarządu	3,3	3,8	4,0	4,0	3,0	3,5	3,6	3,7
Pozostała działalność operacyjna	1,8	0,9	1,6	1,9	5,7	6,9	0,6	0,2
EBIT	5,6	5,7	6,6	6,4	1,7	8,8	8,1	8,9
Działalność finansowa	-0,1	0,1	0,1	0,8	1,0	0,0	0,1	0,1
Udział w zyskach (stratach) netto jednostek rozliczanych metodą praw własności	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	5,5	5,9	6,7	6,7	1,7	8,9	8,2	9,0
Podatek dochodowy	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	0,7	-1,6	-1,6	-1,7
Zysk netto	4,5	5,0	6,1	6,2	2,4	7,3	6,6	7,3
EBITDA	8,6	9,1	10,3	11,2	6,4	13,3	12,6	13,5

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 10. LSI Software; Rachunek przepływów pieniężnych

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

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 11. LSI Software; Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody (wzrost r/r)	15%	44%	0%	8%	-17%	13%	9%	5%
Marża brutto na sprzedaży (wzrost r/r)	-2%	44%	-15%	-12%	-73%	188%	64%	11%
EBITDA (wzrost r/r)	26%	6%	14%	8%	-43%	109%	-5%	6%
EBIT (wzrost r/r)	28%	2%	16%	-3%	-74%	432%	-8%	10%
Zysk netto (wzrost r/r)	22%	12%	20%	2%	-61%	202%	-9%	10%
Cykl rotacji należności handlowych w dniach	81	60	67	84	90	61	70	71
Cykl rotacji operacyjnych zapasów w dniach	33	28	29	34	36	32	37	36
Cykl rotacji zobowiązań handlowych w dniach	80	63	69	82	87	76	78	76
Cykl gotówki w dniach	34	26	26	37	39	16	28	31
Kapitał pracujący / Sprzedaż	13,1%	10,5%	9,1%	16,8%	2,9%	10,3%	11,5%	11,6%
Dług netto / EBITDA	net cash	0,1	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej / EBIT	61%	132%	139%	96%	592%	89%	123%	128%
Wskaźnik bieżącej płynności	1,8	1,7	2,2	2,1	2,4	3,1	3,4	3,7
Wskaźnik szybkiej płynności	1,5	1,4	1,8	1,7	2,1	2,7	3,0	3,3
Marża zysku brutto na sprzedaży	27,9%	28,0%	23,8%	19,4%	6,2%	15,9%	24,0%	25,4%
Marża EBITDA	25,9%	19,1%	21,7%	21,7%	14,8%	27,4%	23,9%	24,2%
Marża EBIT	16,9%	12,0%	13,9%	12,4%	3,9%	18,2%	15,4%	16,1%
Marża brutto	16,7%	12,3%	14,1%	12,9%	4,1%	18,2%	15,5%	16,2%
Marża netto	13,6%	10,6%	12,7%	12,0%	5,6%	14,9%	12,5%	13,2%
ROE	16,1%	15,7%	18,5%	16,5%	6,0%	15,4%	13,1%	13,2%
ROA	11,9%	11,4%	13,7%	11,4%	4,4%	11,9%	10,3%	10,5%

Źródło: Spółka, 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 zysku netto – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	51	22	5	9	0	2
Procenty	57%	25%	6%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	41	28	9	9	0	2
Procenty	46%	31%	10%	10%	0%	2%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	11	4	0	1	0	2
Procenty	61%	22%	0%	6%	0%	11%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	7	6	2	1	0	2
Procenty	39%	33%	11%	6%	0%	11%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
LSI Software									
Tomasz Rodak	Kupuj	16.05.2016	-	17.05.2016	11.04.2017	74%	39%	7,00	12,80 -
Tomasz Rodak	-	-	27.06.2016	28.06.2016	-	-	-	8,05	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	24.07.2016	25.07.2016	-	-	-	9,40	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	31.08.2016	01.09.2016	-	-	-	8,27	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	12.10.2016	13.10.2016	-	-	-	8,60	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	25.10.2016	26.10.2016	-	-	-	8,20	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	02.11.2016	03.11.2016	-	-	-	9,00	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	04.12.2016	05.12.2016	-	-	-	9,34	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	12.01.2017	13.01.2017	-	-	-	9,87	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	08.02.2017	09.02.2017	-	-	-	11,20	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	07.03.2017	08.03.2017	-	-	-	10,22	12,80 →
Tomasz Rodak	-	-	27.03.2017	28.03.2017	-	-	-	10,45	14,10 ↑
Tomasz Rodak	Kupuj	11.04.2017	-	12.04.2017	12.03.2018	14%	7%	12,16	14,10 →
Tomasz Rodak	-	-	30.05.2017	31.05.2017	-	-	-	12,50	14,10 →
Tomasz Rodak	-	-	12.07.2017	13.07.2017	-	-	-	12,35	14,10 →
Tomasz Rodak	-	-	03.09.2017	04.09.2017	-	-	-	11,75	14,10 →
Tomasz Rodak	-	-	15.10.2017	16.10.2017	-	-	-	12,24	14,10 →
Tomasz Rodak	-	-	15.11.2017	16.11.2017	-	-	-	12,40	14,10 →
Tomasz Rodak	-	-	21.11.2017	22.11.2017	-	-	-	12,30	15,80 ↑
Tomasz Rodak	-	-	10.12.2017	11.12.2017	-	-	-	12,02	15,80 →
Tomasz Rodak	-	-	10.01.2018	11.01.2018	-	-	-	14,90	15,80 →
Tomasz Rodak	-	-	13.02.2018	14.02.2018	-	-	-	13,30	15,80 →
Tomasz Rodak	-	-	05.03.2018	06.03.2018	-	-	-	13,00	17,50 ↑
Tomasz Rodak	Kupuj	12.03.2018	-	13.03.2018	26.02.2019	-17%	-15%	13,85	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	16.04.2018	17.04.2018	-	-	-	12,95	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	29.05.2018	30.05.2018	-	-	-	13,00	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	16.07.2018	17.07.2018	-	-	-	11,65	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	02.08.2018	03.08.2018	-	-	-	11,20	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	30.08.2018	31.08.2018	-	-	-	11,95	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	11.10.2018	12.10.2018	-	-	-	12,25	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	23.10.2018	24.10.2018	-	-	-	12,85	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	14.11.2018	15.11.2018	-	-	-	12,60	17,50 →
Tomasz Rodak	-	-	09.12.2018	10.12.2018	-	-	-	12,45	17,00 ↓
Tomasz Rodak	-	-	10.01.2019	11.01.2019	-	-	-	11,35	17,00 →
Tomasz Rodak	-	-	04.02.2019	05.02.2019	-	-	-	12,20	17,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	26.02.2019	-	27.02.2019	04.02.2020	99%	109%	11,45	17,00 →
Tomasz Rodak	-	-	26.03.2019	27.03.2019	-	-	-	11,30	17,00 →
Tomasz Rodak	-	-	22.04.2019	23.04.2019	-	-	-	10,90	17,00 →
Tomasz Rodak	-	-	24.04.2019	25.04.2019	-	-	-	10,70	17,00 →
Tomasz Rodak	-	-	30.05.2019	31.05.2019	-	-	-	10,50	17,00 →
Tomasz Rodak	-	-	17.07.2019	18.07.2019	-	-	-	12,85	17,00 →
Tomasz Rodak	-	-	21.07.2019	22.07.2019	-	-	-	12,20	16,50 ↓
Tomasz Rodak	-	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	11,80	16,50 →
Tomasz Rodak	-	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	12,25	16,50 →
Tomasz Rodak	-	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	13,20	16,50 →
Tomasz Rodak	-	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	14,45	16,50 →
Tomasz Rodak	-	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	14,30	23,50 ↑
Tomasz Rodak	-	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	15,95	23,80 ↑
Tomasz Rodak	-	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	20,70	23,80 →
Tomasz Rodak	Kupuj	04.02.2020	-	05.02.2020	05.01.2021	-38%	-38%	22,30	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	22,30	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	21,60	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	15,00	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	14,80	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	16,25	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	14,00	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	14,40	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	-	15,80	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	13,80	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	12,00	23,80 →
Tomasz Rodak	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	12,80	22,20 ↓
Tomasz Rodak	Kupuj	05.01.2021	-	05.01.2021	06.09.2021	26%	1%	13,40	22,20 →
Tomasz Rodak	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	13,90	22,20 →
Tomasz Rodak	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	16,15	22,20 →
Tomasz Rodak	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	15,95	22,20 →
Tomasz Rodak	-	-	26.05.2021	27.05.2021	-	-	-	14,00	21,50 ↓
Tomasz Rodak	-	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	14,25	21,50 →
Tomasz Rodak	-	-	09.07.2021	09.07.2021	-	-	-	16,80	21,50 →
Tomasz Rodak	-	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	-	16,80	21,50 →
Tomasz Rodak	Kupuj	06.09.2021	-	07.09.2021	Nie później niż 06.09.2022	-	-	16,85	23,10 ↑

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny	
LSI Software								
Tomasz Rodak	Przeważają	-	-	17.05.2016	11.04.2017	7,00	39%	
Tomasz Rodak	-	→	27.06.2016	28.06.2016	-	8,05	-	
Tomasz Rodak	-	→	24.07.2016	25.07.2016	-	9,40	-	
Tomasz Rodak	-	→	31.08.2016	01.09.2016	-	8,27	-	
Tomasz Rodak	-	→	12.10.2016	13.10.2016	-	8,60	-	
Tomasz Rodak	-	→	25.10.2016	26.10.2016	-	8,20	-	
Tomasz Rodak	-	→	02.11.2016	03.11.2016	-	9,00	-	
Tomasz Rodak	-	→	04.12.2016	05.12.2016	-	9,34	-	
Tomasz Rodak	-	→	12.01.2017	13.01.2017	-	9,87	-	
Tomasz Rodak	-	→	08.02.2017	09.02.2017	-	11,20	-	
Tomasz Rodak	-	→	07.03.2017	08.03.2017	-	10,22	-	
Tomasz Rodak	-	→	27.03.2017	28.03.2017	-	10,45	-	
Tomasz Rodak	Przeważają	→	11.04.2017	12.04.2017	12.03.2018	12,16	7%	
Tomasz Rodak	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	12,50	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	12,35	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	11,75	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	12,24	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	12,40	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	21.11.2017	22.11.2017	12,30	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	12,02	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	14,90	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	13,30	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	05.03.2018	06.03.2018	13,00	-	
Tomasz Rodak	Przeważają	→	12.03.2018	-	13.03.2018	26.02.2019	13,85	-10%
Tomasz Rodak	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	12,95	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	13,00	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	11,65	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	11,20	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	11,95	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	12,25	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	12,85	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	12,60	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	09.12.2018	10.12.2018	12,45	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	11,35	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	12,20	-	
Tomasz Rodak	Przeważają	→	26.02.2019	-	27.02.2019	04.02.2020	11,45	109%
Tomasz Rodak	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	11,30	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	10,90	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	10,70	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	10,50	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	12,85	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2019	22.07.2019	12,20	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	11,80	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	12,25	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	13,20	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	14,45	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	14,30	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	15,95	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	20,70	-	
Tomasz Rodak	Przeważają	→	04.02.2020	-	05.02.2020	30.03.2020	22,30	-5%
Tomasz Rodak	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	22,30	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	21,60	-	
Tomasz Rodak	Neutralnie	↓	30.03.2020	-	31.03.2020	28.02.2021	15,00	-23%
Tomasz Rodak	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	14,80	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	16,25	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	14,00	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	14,40	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	15,80	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	13,80	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	12,00	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	12,80	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	13,40	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	13,90	-	
Tomasz Rodak	Neutralnie	→	28.02.2021	-	01.03.2021	26.05.2021	16,15	-23%
Tomasz Rodak	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	15,95	-	
Tomasz Rodak	Przeważają	↑	26.05.2021	-	27.05.2021	06.09.2021	14,00	7%
Tomasz Rodak	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	14,25	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	16,80	-	
Tomasz Rodak	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	16,80	-	
Tomasz Rodak	Przeważają	→	06.09.2021	-	07.09.2021	Nie później niż 06.09.2022	16,85	-

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 7 września 2021 r., godz. 7:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 7 września 2021 r., godz. 7:40.

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 informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

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

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Asystent analityka

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

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