

**32/2023/GPW (76) 4 września 2023**

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

# SEKO

Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Katalizatory .....	3
Czynniki ryzyka .....	3
Przewagi konkurencyjne .....	3
1. Opinia inwestycyjna .....	4
2. Wycena .....	6
3. Rynek przetwórstwa rybnego .....	8
4. Historia, model biznesowy i strategia .....	11
4.1. Akcjonariat .....	11
4.2. Historia Spółki .....	11
4.3. Model biznesowy .....	12
4.4. Strategia .....	15
5. Wyniki i prognozy finansowe .....	16
6. Sprawozdania finansowe .....	19
7. Bibliografia .....	20
Zastrzeżenia prawne .....	21

**32/2023/GPW (76) 4 września 2023**

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

**Analityk:** Mikołaj Stępień

# SEKO

**Sektor:** Dobra podstawowe

**Bloomberg:** SEK PW

**Kurs:** 11,20 zł

**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 16,3 zł (-)

**Kapitalizacja:** 18 mln US\$

**Średni obrót dzienny:** 0,01 mln US\$

**12M przedział kursowy:** 5,50-12,50 zł

**Free float:** 38%

SEKO to jedna z największych polskich firm zajmujących się produkcją przetworów rybnych. Wszystkie wyroby są wytwarzane w zaawansowanym i jednym z największych tego typu zakładów (16 tys. m<sup>2</sup>) w Polsce i Europie, zlokalizowanym w Chojnicach. Asortyment produktów oferowanych przez Spółkę obejmuje m.in. marynaty rybne, ryby solone, sałatki rybne oraz pasty rybne.

Spółka sprzedaje swoje wyroby sieciom handlowym, odbiorcom hurtowym oraz sklepom detalicznym. SEKO prowadzi również działalność eksportową, która odpowiada za ponad 10% przychodów ze sprzedaży.

Szacunki GfK Polonia wskazują, że Polacy wydali 4,1 mld zł na zakup ryb i przetworów rybnych w 2022 roku. Spadające realne dochody gospodarstw domowych przełożyły się na mniejszą sprzedaż r/r wolumenowo (-8%), wartość zakupów jednak wzrosła (+4,8%) dzięki wprowadzonym przez producentów podwyżkom cen w reakcji na silny wzrost kosztów. W I połowie 2023 roku SEKO odnotowało odbudowę popytu – wolumen sprzedaży wzrósł o 5% r/r.

Marże SEKO uległy wyraźnemu pogorszeniu na skutek dynamicznych zwyżek cen surowców i energii w 2021 i 2022 roku. Sytuacja uległa wyraźnej poprawie pod koniec 2022 roku dzięki dostosowaniu cenników Spółki do wspomnianego wzrostu kosztów. Kwartalne marże osiągnięte od IV kw. 2022 roku są równe lub lepsze od tych historycznych. Od 2024 roku wskutek dalszych wzrostów kosztów prognozujemy lekką normalizację marż do poziomów przedpandemicznych.

SEKO posiada wieloletnią tradycję wypłaty około połowy zysku w formie dywidendy. Wyjątkiem był tutaj 2022 rok, Spółka jednak powróciła do wypłat dywidend w 2023 roku (0,33 zł na akcję). Spodziewamy się, że poprawa wyników w 2023 roku przełoży się również na wypłatę wyższej dywidendy w przyszłym roku (0,93 zł na akcję). Szacujemy stopę dywidendy w 2024 roku na 8% przy obecnym kursie.

## Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	230,2	256,1	261,3	266,5
EBITDA	mln zł	12,8	22,3	21,2	21,6
EBIT	mln zł	6,1	15,3	14,1	14,5
Zysk netto	mln zł	4,5	12,4	11,2	11,7
EPS	zł	0,67	1,87	1,68	1,76
Zmiana EPS r/r	%	-	178,2	-9,8	4,6
Dług netto	%	7,6	2,7	-1,3	-6,4
P/E	x	16,7	6,0	6,7	6,4
P/CE	x	6,7	3,8	4,1	3,9
EV/EBITDA	x	6,4	3,5	3,5	3,1
EV/EBIT	x	13,4	5,0	5,2	4,7
DPS	zł	0,00	0,33	0,93	0,84
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	2,9	8,3	7,5
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	6,7	6,7	6,7	6,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Ostatnie wydarzenia

1. Wypłata dywidendy (0,33 zł na akcję): 7 lipca
2. Publikacja raportu za I półrocze 2023: 25 sierpnia

### Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja raportu za III kw. 2023: 3 listopada

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFE i porównawczej wynosi 16,3 zł na akcję, co implikuje zauważalny potencjał wzrostu przy obecnym kursie.

**Katalizatory**

1. Dalsza normalizacja cen energii i surowców
2. Powrót do wzrostu wolumenu sprzedaży
3. Poprawa marż r/r
4. Rozwój sprzedaży za granicą
5. Ograniczenie kosztów energii dzięki proekologicznym inwestycjom

**Czynniki ryzyka**

1. **Wzrosty cen energii i surowców.** Nagłe i silne wzrosty cen energii i surowców zauważalnie obniżyły marże SEKO w latach 2021-2022. Mimo stabilizacji cen energii i surowców w ostatnim czasie, nie można wykluczyć kolejnych szoków cenowych w przyszłości.
2. **Utrata przychodów na rzecz konkurencji.** Wzrost skali działalności konkurentów poprzez akwizycje może negatywnie przełożyć się na przychody i rentowność SEKO.
3. **Niekorzystne zmiany kursów walut.** Spółka kupuje istotną część surowca rybnego za granicą, płacąc za niego w Euro. Umocnienie Euro wobec Złotego ma niekorzystny wpływ na poziom kosztów, a tym samym marże SEKO.
4. **Dalsze wzrosty kosztów zatrudnienia.** Wynagrodzenia są drugą największą kategorią kosztową Spółki. Wysokie ustawowe podwyżki płacy minimalnej mogą znacznie podwyższyć koszty zatrudnienia, negatywnie wpływając na marże SEKO.
5. **Utrata kluczowych klientów.** Rozwiązanie umowy z jedną z dużych sieci handlowych może mieć zauważalny negatywny wpływ na przychody Spółki. Nie jest to jednak kluczowy czynnik ryzyka, jako że żaden z odbiorców Spółki nie odpowiada za więcej niż 10% przychodów ze sprzedaży.

**Przewagi konkurencyjne**

1. Własny, stale unowocześniany zakład produkcyjny
2. Uznana marka
3. Wieloletnia współpraca z dużymi i zaufanymi odbiorcami

## 1. Opinia inwestycyjna

- ▶ **SEKO to jedna z czołowych firm w Polsce zajmujących się produkcją przetworów rybnych. Asortyment produktów Spółki obejmuje między innymi marynaty rybne, ryby solone, sałatki rybne oraz pasty rybne. SEKO posiada nowoczesny zakład produkcyjny w Chojnicach o powierzchni 16 tys. m<sup>2</sup>.**
- ▶ **Szacunki GfK Polonia wskazują, że Polacy wydali 4,1 mld zł na zakup ryb i przetworów rybnych w 2022 roku. Spadające realne dochody gospodarstw domowych przełożyły się na mniejszą sprzedaż r/r wolumenowo (-8%), wartość zakupów jednak wzrosła (+4,8%) dzięki wprowadzonym przez producentów podwyżkom cen w reakcji na silny wzrost kosztów.**
- ▶ **Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 16,3 zł na akcję Spółki.**

### Model biznesowy

SEKO to jedno z czołowych polskich przedsiębiorstw specjalizujących się w produkcji przetworów rybnych. Spółka wytwarza swoje produkty w zaawansowanym i jednym z największych zakładów tego typu w Polsce i Europie, usytuowanym w Chojnicach. Rozległy asortyment produktów oferowanych przez tę Spółkę obejmuje różnorodne wyroby, takie jak marynaty rybne, ryby solone, sałatki rybne oraz pasty rybne. Spółka sprzedaje większość swoich produktów pod własną marką „SEKO”, choć równocześnie dostarcza wyroby pod indywidualnymi markami niektórych klientów. Produkty występują w różnorodnych gramaturach, począwszy od 80 g (w przypadku past o różnych smakach), sięgając aż do 3 kg (duże opakowania różnych wyrobów). Spółka dystrybuje swoje produkty poprzez sieci handlowe, nabywców hurtowych oraz sklepy detaliczne. Ponadto, SEKO prowadzi działalność eksportową, szczególnie skoncentrowaną na rynkach europejskich.

### Polski rynek przetwórstwa rybnego

Według szacunków GfK Polonia, gospodarstwa domowe w Polsce wydały w roku 2022 ponad 4,1 mld zł na zakup ryb i przetworów rybnych, obejmujących różne rodzaje, takie jak świeże ryby, wędzone, mrożone, konserwy rybne oraz ryby przetworzone w formie zalew lub sosów. Całkowita ilość zakupów w tej kategorii wyniosła prawie 155 tysięcy ton. Przeciętne gospodarstwo domowe nabyło około 12 kilogramów tych produktów, co oznaczało wydatki przekraczające 300 złotych rocznie. W zeszłym roku odnotowano spadek ilości zakupionych produktów w roku ubiegłym (-8%), jednakże jednocześnie zanotowano wzrost wartości zakupów (+4,8%), co możliwe było dzięki wprowadzonym podwyżkom cen w reakcji na silny wzrost kosztów. W 2023 roku SEKO zaobserwowało odbudowę popytu – wolumen sprzedaży w I poł. 2023 wzrósł o 5% r/r.

### Pozycja na polskim rynku

Według Centrum Monitorowania Rynku, wynika, że SEKO zajmuje pozycję drugą pod względem sprzedaży przetworów rybnych, zarówno w kanale nowoczesnym (scentralizowane sieci sprzedaży, twarda franczyza), jak i w kanale tradycyjnym (sklepy niezależne, miękka franczyza). Liderem w tej dziedzinie jest firma Lisner. W grudniu 2022 roku, firma Lisner dominowała w kanale nowoczesnym, posiadając udział o wartości 38% w sprzedaży, podczas gdy udział Spółki SEKO wyniósł 15%. Pozostałe firmy nie osiągnęły udziału przekraczającego 8%. W kanale tradycyjnym firma Lisner również zajmowała czołową pozycję, posiadając 37% udziału, natomiast SEKO uzyskało udział na poziomie 17%. Pozostałe przedsiębiorstwa nie osiągnęły udziału przekraczającego 10%.

<b>Działalność eksportowa</b>	SEKO prowadzi działalność eksportową, szczególnie skoncentrowaną na rynkach europejskich. Przychody ze sprzedaży generowane przez działalność eksportową przekraczają 10% całkowitych przychodów Spółki. Niemcy i Czechy od lat są w czołówce kierunków eksportowych Spółki. W ostatnich latach na znaczeniu zyskały również Stany Zjednoczone i Włochy.
<b>Odbudowa rentowności</b>	Marże SEKO uległy wyraźnemu pogorszeniu na skutek dynamicznych wzrostów cen surowców i energii, w szczególności w 2021 roku. Na początku 2022 roku rentowność Spółki została dodatkowo osłabiona przez rosyjską agresję na Ukrainę, która nasiliła procesy inflacyjne oraz zaburzenia w łańcuchach dostaw, w szczególności surowców rolnych i energetycznych. Sytuacja uległa wyraźnej poprawie pod koniec 2022 roku dzięki dostosowaniu cenników Spółki do wspomnianego wzrostu kosztów. Dzięki tym działaniom Spółka osiągnęła rentowność EBITDA w wysokości 13% w IV kw. 2022, podczas gdy historycznie była ona w przedziale 9-11%. W II kw. 2023 roku rentowność EBITDA wyniosła 4%. Jest to przyzwoity wynik biorąc pod uwagę sezonową słabość drugiego kwartału, szczególnie w kontekście raportowanych strat EBITDA w II kw. 2021 i II kw. 2022. Od 2024 roku wskutek dalszych wzrostów kosztów prognozujemy lekką normalizację marż do poziomów przedpandemicznych.
<b>Wydatki inwestycyjne</b>	W 2023 roku wydatki inwestycyjne mają skupiać się wokół unowocześniania parku maszynowego oraz instalacji kogeneratora do produkcji energii elektrycznej z silnikiem zasilanym na gaz ziemny. Kogenerator ma przyczynić się do ograniczenia kosztów energii elektrycznej i generować 85% potrzebnej energii.
<b>Atrakcyjna stopa dywidendy</b>	SEKO posiada wieloletnią tradycję wypłaty około połowy zysku w formie dywidendy. Wyjątkiem był tutaj 2022 rok, ponieważ zysk osiągnięty w 2021 roku był nominalnie niski, Spółka jednak powróciła do wypłat dywidend w 2023 roku (0,33 zł na akcję). Spodziewamy się, że poprawa wyników w 2023 roku przełoży się również na wypłatę wyższej dywidendy w przyszłym roku (0,93 zł na akcję). Szacujemy stopę dywidendy w 2024 roku na 8% przy obecnym kursie.
<b>Wycena</b>	Wyceny Spółki dokonujemy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/CE zagranicznych spółek reprezentujących sektory rybołówstwa i przetwórstwa rybnego. Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 16,3 zł na akcję Spółki.

## 2. Wycena

- ▲ Wyceny Spółki dokonujemy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/CE zagranicznych spółek reprezentujących sektory rybołówstwa i przetwórstwa rybnego.
- ▲ Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 16,3 zł na akcję Spółki.

### Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonujemy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/CE zagranicznych spółek reprezentujących sektory rybołówstwa i przetwórstwa rybnego.

### DCF FCFF

Do konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 1,0% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę niezadłużoną na poziomie 1,1, (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 6,3%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,6%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 15,3-17,7 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną, na poziomie 16,3 zł. Do wyceny metodą DCF dodajemy dyskonto w wysokości 20% w związku z niską płynnością akcji Spółki, uzyskując wycenę 13,0 zł za jedną akcję SEKO.

Tabela 1. SEKO; Model DCF

(mln zł)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Koszt kapitału własnego</b>											
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
<b>Koszt długu</b>											
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Efektywna stopa podatkowa	18,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>											
Udział kapitału akcyjnego	90%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>11,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln zł)</b>											
Sprzedaż	256,1	261,3	266,5	271,8	277,2	282,8	288,4	294,2	300,1	306,1	312,2
EBIT	15,3	14,1	14,5	14,8	15,2	15,6	16,0	16,4	16,8	17,2	17,7
NOPLAT	12,4	11,4	11,7	12,0	12,3	12,6	13,0	13,3	13,6	14,0	14,3
Amortyzacja	7,0	7,1	7,2	7,2	7,3	7,4	7,4	7,5	7,6	7,7	7,7
Zmiana kapitału pracującego	-2,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Wydatki inwestycyjne	-11,0	-7,8	-7,9	-8,0	-8,0	-8,1	-8,2	-8,3	-8,4	-8,4	-8,5
<b>FCFF</b>	<b>6,0</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>	<b>11,9</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>12,9</b>
<b>Wartość bieżąca FCFF</b>	<b>-</b>	<b>9,9</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 2. SEKO: Wycena DCF (mln zł)**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	11,9%
Wartość rezydualna	119,3
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	41,3
Bieżąca wartość FCFF	69,6
<b>Wartość firmy</b>	<b>110,9</b>
Zadłużenie netto	2,7
Dywidenda	0,0
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>108,2</b>
Liczba akcji (m)	6,7
Wycena 1 akcji przed dyskontem (zł)	16,3
Dyskonto	20%
<b>Wycena 1 akcji po dyskoncie (zł)</b>	<b>13,0</b>

*Źródło: DM BOŚ SA*
**Tabela 3. SEKO; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji**

FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%
0,0%	16,2	15,9	15,7	15,5	15,3
0,5%	16,5	16,2	16,0	15,7	15,5
1,0%	16,9	16,6	<b>16,3</b>	16,0	15,7
1,5%	17,3	16,9	16,6	16,3	16,0
2,0%	17,7	17,3	17,0	16,6	16,3

*Źródło: DM BOŚ SA*

### Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na spółkach reprezentujących sektory rybołówstwa (które często zawiera również przetwórstwo na zróżnicowanym poziomie) i przetwórstwa rybnego. W naszej analizie posługujemy się wskaźnikami P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/CE na lata 2023, 2024, 2025. Oszacowana w ten sposób wartość akcji Spółki, po uwzględnieniu 20% dyskonta z uwagi na mniejszą skalę działania, mieści się w przedziale 15,8-25,4 zł, z wartością centralną na poziomie 19,7 zł na akcję.

**Tabela 4. SEKO; Wycena metodą porównawczą**

Spółka	Kapitalizacja (mln USD)	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/CE		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
<b>Rybołówstwo</b>													
MOWI ASA	9 298	12,9	12,0	11,4	7,4	7,1	6,7	9,9	9,4	8,9	8,2	7,6	7,2
SALMAR ASA	7 122	20,5	15,0	14,0	11,2	9,7	9,2	13,1	11,4	10,6	15,5	12,5	11,8
GRIEG SEAFOOD ASA	821	10,8	8,6	7,6	6,5	4,7	4,3	10,5	6,1	5,6	6,7	5,6	5,0
BAKKAFROST P/F	2 954	16,7	14,1	11,9	10,2	8,5	7,5	14,8	11,3	9,6	17,4	15,0	13,2
LEROY SEAFOOD GROUP ASA	2 446	14,3	9,5	8,6	6,7	5,7	5,4	9,1	7,5	7,0	7,6	6,3	5,8
ZHANJIANG GUOLIAN AQUATIC-A	928	66,4	37,4	24,4	b.d.	b.d.	b.d.	35,0	17,3	14,2	b.d.	b.d.	b.d.
ICE FISH FARM AS	309	403,0	15,0	9,3	23,8	9,0	5,9	76,3	13,0	7,4	12,0	7,3	6,0
<b>Przetwórstwo rybne</b>													
ATLANTIC SAPPHIRE ASA	63	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	28,9	6,5	b.d.	b.d.	b.d.	neg.	neg.	1 115,9
THAI UNION GROUP PCL	1 868	13,5	10,8	9,6	10,8	9,7	9,1	17,0	14,1	12,5	7,0	6,1	5,7
NISSUI CORP	1 656	12,4	11,8	11,2	10,6	9,8	9,1	20,0	16,8	15,5	b.d.	b.d.	b.d.
TOYO SUISAN KAISHA LTD	4 557	20,5	14,5	13,9	8,5	6,9	6,5	12,2	9,1	8,6	14,3	11,3	10,8
HIGH LINER FOODS INC	294	6,6	6,4	6,0	6,2	6,0	5,7	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
<b>Mediana</b>		<b>14,3</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>	<b>6,5</b>	<b>14,0</b>	<b>11,4</b>	<b>9,3</b>	<b>10,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>
SEKO	17	5,6	6,2	6,0	3,2	3,2	2,9	4,7	4,9	4,4	3,6	3,8	3,7
Premia/ dyskonto		-61%	-48%	-47%	-65%	-62%	-55%	-66%	-57%	-53%	-64%	-49%	-49%
Implikowana wartość 1 akcji SEKO (zł)		26,7	20,2	19,7	31,0	27,4	22,2	31,8	24,3	21,2	29,5	20,5	20,5
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji SEKO po 20% dyskoncie (zł)</b>		<b>19,7</b>											

Mnożniki spółek porównywalnych liczone na podstawie cen zamknięcia z 01.09.2023.

*Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA*

### Wycena w horyzoncie 12-miesięcy

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 16,3 zł na akcję Spółki.

### 3. Rynek przetwórstwa rybnego

- ▲ **Spożycie ryb na świecie od lat systematycznie rośnie, a wpływ na to mają wysokie wartości odżywcze ryb, rosnąca świadomość zdrowotna oraz rozwój akwakultury. Światowy rynek przetwórstwa rybnego ma według Market Data Forecast rosnać w latach 2023-2028 w średniorocznym tempie 3,8%.**
- ▲ **Polacy spożywają około 12-13 kg ryb i owoców morza rocznie. W 2022 roku nastąpił spadek spożycia ryb (-8%) jako rezultat malejących realnych dochodów społeczeństwa i relatywnie wysokich cen ryb w stosunku do innych rodzajów mięsa. Rynek przetwórstwa rybnego jednak urósł pod względem wartościowym (+5%) w efekcie podwyżek cen wprowadzonych przez producentów.**
- ▲ **Na rentowność branży negatywny wpływ miał drastyczny wzrost cen surowców i energii. Sytuacja zaczęła się poprawiać pod koniec 2022 roku, gdy ceny surowców przestały rosnać (a w niektórych przypadkach zaczęły spadać), a jednocześnie podwyżki cen umożliwiły obronienie marż.**

#### Prognozy dla światowego rynku przetwórstwa rybnego

Światowy rynek przetwórstwa rybnego ma według Market Data Forecast rosnać w latach 2023-2028 w średniorocznym tempie 3,8%<sup>1</sup>. Wartość tego rynku szacowana obecnie na 195 mld USD ma osiągnąć wartość 222 mld USD do 2028 roku. Wzrost tego rynku ma być stymulowany dzięki wysokim wartościom odżywczym ryb, rozwojowi akwakultury oraz rosnącym zainteresowaniem zdrowym trybem życia. Korzyści zdrowotne wynikające ze spożycia ryb wraz z rosnącą świadomością zdrowotną społeczeństwa są głównymi czynnikami wzrostu rynku przetwórstwa rybnego. Rosnącemu spożyciu ryb i owoców morza na świecie towarzyszą rządowe programy wsparcia rybołówstwa obecne w wielu krajach oraz powstawanie nowoczesnych i wydajnych metod produkcji produktów akwakultury.

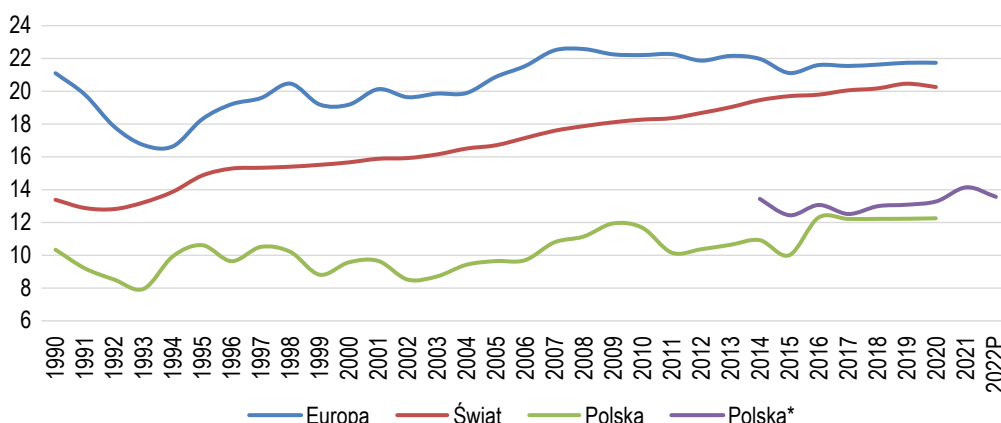
#### Konsumpcja ryb i owoców morza w podziale na regiony

Konsumpcja ryb i owoców morza na świecie od lat systematycznie rośnie według danych Our World in Data. Średnie roczne spożycie w przeliczeniu na jednego mieszkańca na świecie wyniosło 20 kg w 2020 roku, a 30 lat wcześniej było to 13 kg. Poziom konsumpcji ryb i owoców morza mocno się różni pomiędzy poszczególnymi krajami, przy czym spożycie jest co do zasady najwyższe w krajach zamożnych i/lub z szerokim dostępem do akwenów wodnych. W Europie konsumpcja ryb i owoców morza od lat oscyluje wokół 22 kg na mieszkańca. W Polsce wartość ta wyniosła 12 kg w 2020 roku. IERiGŻ\* podaje natomiast nieco wyższe szacunki spożycia w okolicach 13 kg w 2020 roku. W 2021 roku spożycie ryb i owoców morza miało wzrosnąć do 14,2 kg i zmaleć do 13,6 kg w 2022P roku, głównie wskutek spadku realnych dochodów ludności.

\* Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej



**Wykres 1. Konsumpcja ryb i owoców morza (w kg na osobę rocznie)**



\* Dane Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej  
 Źródło: Our World in Data, DM BOŚ

**Wielkość rynku przetwórstwa rybnego w Polsce**

GfK Polonia szacuje, że gospodarstwa domowe w Polsce w 2022 roku wydały ponad 4,1 mld zł na zakup ryb oraz przetworów rybnych, obejmujących różnorodne rodzaje, takie jak świeże ryby, wędzone, mrożone, konserwy rybne oraz ryby przetworzone w formie zalew lub sosów<sup>2</sup>. Całkowita ilość zakupów w tej kategorii wyniosła prawie 155 tys. ton. W ciągu roku ryby i produkty rybne znalazły się w koszyku średnio 21 razy. Przeciętne gospodarstwo domowe zakupiło około 12 kilogramów tych artykułów, co przekłada się na wydatek wynoszący ponad 300 złotych rocznie.

**Spadek wolumenów, wzrost sprzedaży**

W ubiegłym roku odnotowano obniżenie ilości zakupionych produktów (-8%), jednocześnie odnotowując wzrost wartości zakupów (+4,8%). Ten trend wynikał z podwyżek cen – średnia cena w całej kategorii wzrosła o niemal 14%. Spadek w ilości zakupów w tej kategorii był bardziej znaczący niż w przypadku mięsa czy wędlin, co wynika z wyższej ceny produktów rybnych. Średnia cena produktów rybnych przewyższa średnią cenę mięsa o ponad 45% oraz cenę wędlin o 35%. Relatywnie wysokie ceny w połączeniu z zwiększoną wrażliwością cenową konsumentów tłumaczą spadki sprzedanych wolumenów.

**Wzrosty kosztów surowców i energii**

Za wzrostami cen w sklepach stoją rosnące koszty importowanych surowców i energii. Dun & Bradstreet podaje, że koszty całkowite w sektorze przetwórstwa ryb wzrosły w 2022 roku o około 20 do 30 procent<sup>3</sup>. Ten wzrost w znacznej mierze jest wynikiem rosnących cen importowanych surowców, które sięgają nawet 40 procent, co jest szczególnie widoczne w przypadku gatunków takich jak łosoś.

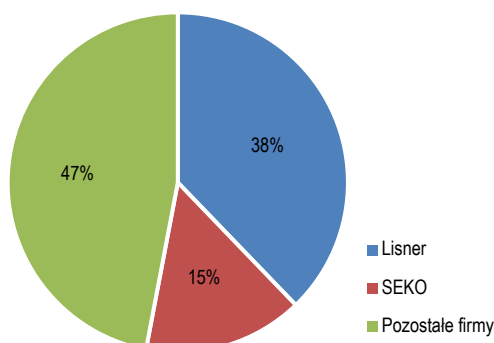
**Dominacja sklepów wielkopowierzchniowych**

Kluczowym kanałem sprzedaży dla kategorii ryb i przetworów rybnych są sklepy o dużych powierzchniach handlowych. Odpowiadają one za 75% zakupów dokonywanych przez polskie gospodarstwa domowe pod względem ilości. W tym obszarze szczególną dominację wykazują sklepy dyskontowe, w których realizowanych jest ponad 46% zakupów tej kategorii produktów. Udział poszczególnych kanałów dystrybucji jest podobny również w ujęciu wartościowym. Istotną, choć tracącą na znaczeniu rolę odgrywają sklepy o mniejszych powierzchniach, odpowiedzialne za nieco ponad 20/ 24% ilości/ wartości sprzedanych produktów rybnych.

## Otoczenie konkurencyjne

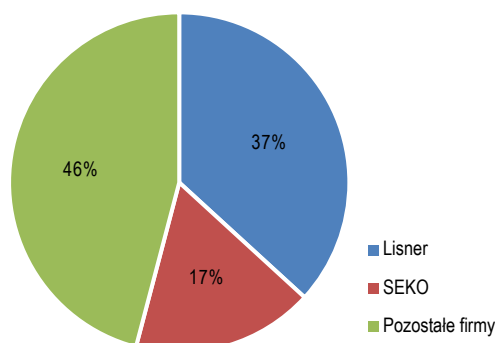
Z badań rynkowych przeprowadzonych przez Centrum Monitorowania Rynku, wynika, że SEKO zajmuje drugie miejsce w sprzedaży przetworów rybnych zarówno w kanale nowoczesnym, obejmującym scentralizowane sieci sprzedaży i twardą franczyzę, jak i w kanale tradycyjnym, który obejmuje sklepy niezależne i miękką franczyzę. Pierwsze miejsce zajmuje firma Lisner. W grudniu 2022 roku, w kanale nowoczesnym, udział firmy Lisner w wartości sprzedaży wyniósł 38%, podczas gdy Spółka miała udział 15%. Pozostałe firmy nie osiągnęły udziału przekraczającego 8%. Natomiast w kanale tradycyjnym, Lisner miał udział 37%, a SEKO 17%. Inne firmy nie osiągnęły udziału przekraczającego 10%.

**Wykres 2.** Udziały na polskim rynku przetwórstwa rybnego – kanał nowoczesny



Źródło: Centrum Monitorowania Rynku, DM BOŚ

**Wykres 3.** Udziały na polskim rynku przetwórstwa rybnego – kanał tradycyjny



Źródło: Centrum Monitorowania Rynku, DM BOŚ

## Lisner – główny konkurent

Lisner to powstały w 1991 roku producent przetworów śledziowych, sałatek oraz past kanapkowych. Posiada pozycję lidera na polskim rynku przetworów rybnych oraz rozwiniętą sprzedaż eksportową. Posiada swoje zakłady produkcyjne w Poznaniu i Charzynie. Łącznie posiada 31 tys. m<sup>2</sup> powierzchni produkcyjnej i zatrudnia ponad 1300 osób. Należy do niemieckiego koncernu spożywczego UTM (Unternehmensgruppe Theo Müller), który posiada liczne marki z branży mleczarskiej, rybnej i delikatesowe.

## Pozostali konkurenci

Do pozostałych konkurentów SEKO należą Kapitan Navi, Mirko, Mors Contimax, Graal, Dega, Albatros oraz wiele innych, mniejszych podmiotów. Lisner i SEKO posiadają razem ponad połowę udziałów na polskim rynku przetwórstwa rybnego, zarówno w kanale nowoczesnym jak i tradycyjnym.

## Konsolidacja na rynku

Na początku 2023 roku Lisner złożył w Urzędzie Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) deklarację o zamiarze przejęcia kontroli nad firmą Greenwich, będącą właścicielem spółki Graal oraz części aktywów firmy Koral. Greenwich pełni rolę spółki holdingowej, posiadając wszystkie udziały w spółce Graal, natomiast Koral jest spółką zależną od Graala. Oba przedsiębiorstwa prowadzą działalność w dziedzinie przetwórstwa rybnego w Polsce. Transakcja rozszerzy portfolio produktów Lisnera o nowe konserwy rybne, dania gotowe i marynaty.

Tomasz Kustra, wiceprezes SEKO, komentując przejęcie Graala przez Lisner wyraził opinię, że może ono okazać się korzystne dla Spółki. Odbiorcy produktów rybnych unikają uzależnienia od jednego dostawcy i gdy jeden podmiot dostarcza więcej niż 30-40% produktów, to zaczynają szukać alternatyw. SEKO może zostać w efekcie beneficjentem chęci dywersyfikacji dostaw. Wiceprezes podkreślił jednocześnie, że Spółka ma w planach jedynie rozwój organiczny.

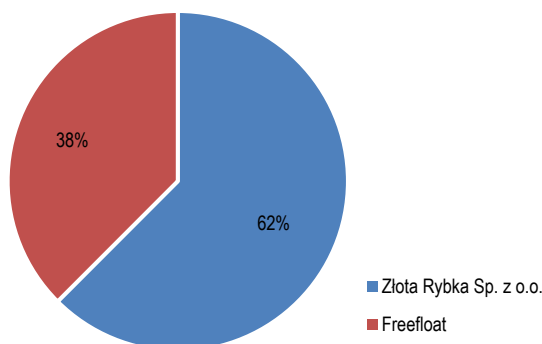
## 4. Historia, model biznesowy i strategia

- ▶ SEKO to jedna z największych polskich firm zajmujących się produkcją przetworów rybnych. Wszystkie wyroby są wytwarzane w zaawansowanym i jednym z największych tego typu zakładów w Polsce i Europie, zlokalizowanym w Chojnicach. Asortyment produktów oferowanych przez Spółkę obejmuje m.in. marynaty rybne, ryby solone, sałatki rybne oraz pasty rybne.
- ▶ Spółka głównie sprzedaje swoje wyroby pod marką „SEKO”, ale także dostarcza wyroby pod markami własnymi niektórym odbiorców. Produkty występują w różnych gramaturach, począwszy od 80 g (pasty o różnych smakach) aż do 3 kg (duże opakowania różnych wyrobów).
- ▶ Spółka sprzedaje swoje produkty sieciom handlowym, odbiorcom hurtowym oraz sklepom detalicznym. SEKO prowadzi również działalność eksportową (głównie do innych europejskich krajów), która odpowiada za ponad 10% przychodów ze sprzedaży.

### 4.1. Akcjonariat

SEKO jest firmą rodzinną, a jej największym akcjonariuszem jest Złota Rybka Sp. z o.o., spółka należąca do Kazimierza Kustry (założyciela i Prezesa Zarządu SEKO) oraz osób z nim spokrewnionych, w tym pełniących funkcje zarządcze w Spółce. Udział spółki Złota Rybka w kapitale wynosi 62%. Pozostałymi znaczącymi akcjonariuszami Spółki są TFI Opera (15% udziałów) oraz OFE PKO BP Bankowy (9% udziałów). Freefloat wynosi 38%. SEKO nie posiada akcji uprzywilejowanych co do głosu lub udziału w zysku.

Wykres 4. SEKO; Struktura akcjonariatu



Źródło: Stooq.pl

### 4.2. Historia Spółki

Spółka została założona w 1992 roku w Gdyni przez Kazimierza Kustrę, który związany jest z przemysłem rybnym od lat 70. ubiegłego wieku. W 1995 roku produkcja została przeniesiona do Chojnic, a w 2001 roku powstał tam zakład produkcyjny Spółki, który został znacznie rozbudowany w 2010 roku. Obecnie jego powierzchnia wynosi 16 tys. m<sup>2</sup>. Od 2007 roku akcje SEKO są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Wykres 5. SEKO; Historia Spółki



Źródło: Spółka

### 4.3. Model biznesowy

SEKO to jedna z największych polskich firm zajmujących się produkcją przetworów rybnych. Wszystkie wyroby są wytwarzane w zaawansowanym i jednym z największych tego typu zakładów w Polsce i Europie, zlokalizowanym w Chojnicach. Asortyment produktów oferowanych przez Spółkę obejmuje:

- Marynaty rybne (w tym smażone ryby w zalewach, koreczki i zawijańce, rolmopsy, płaty bismarck, śledzie marynowane, krajanki w zalewach olejowych i octowych, a także wyroby w kremach)
- Ryby solone
- Sałatki rybne i jarzynowe
- Pasty rybne i warzywne
- Garmażeryjne wyroby rybne
- Mrożonki
- Produkty sterylizowane i pasteryzowane

#### Własna marka i marki odbiorców

Spółka głównie sprzedaje swoje wyroby pod marką „SEKO”, ale także dostarcza wyroby pod markami własnymi niektórych odbiorców, zwłaszcza krajowych sieci handlowych, w tym sieci dyskontowych, oraz wybranych odbiorców zagranicznych. W sumie, pod marką „SEKO” oferuje blisko 350 różnych pozycji asortymentowych w różnych rodzajach opakowań.

#### Gramatura oferowanych produktów

Asortyment wyrobów „SEKO” obejmuje opakowania szklane, plastikowe, metalowe (konserwy) oraz opakowania typu alupak. Produkty występują w różnych gramaturach, począwszy od 80 g (pasty o różnych smakach) aż do 3 kg (duże opakowania różnych wyrobów), przeznaczonych głównie dla handlu detalicznego i sprzedaży luzem. Dzięki szerokiemu wyborowi asortymentowemu i różnorodnym opakowaniom, Spółka SEKO ma możliwość dotarcia do różnych grup odbiorców zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym.

**Wykres 6. SEKO; gama produktów oferowanych przez Spółkę**



Źródło: Spółka

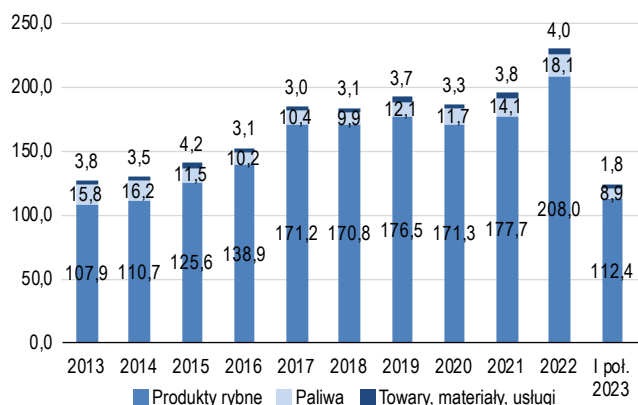
**Ciągły rozwój oferty**

SEKO systematycznie wzbogaca swoją ofertę o nowe produkty, które poszerzają dostępny asortyment oraz zastępują produkty o niskiej sprzedaży. Receptury tych nowych wyrobów są opracowywane przez dział technologiczny Spółki. Ponadto, firma analizuje aktualne trendy na rynku i wprowadza produkty, które spełniają oczekiwania klientów. W ostatnich latach popularność zyskują wyroby bez dodatku konserwantów i wzmacniaczy smaku, dania gotowe do odgrzania oraz wyroby w małych opakowaniach jednostkowych, idealne do jednorazowego spożycia w całości na jeden posiłek.

**Własna stacja paliw**

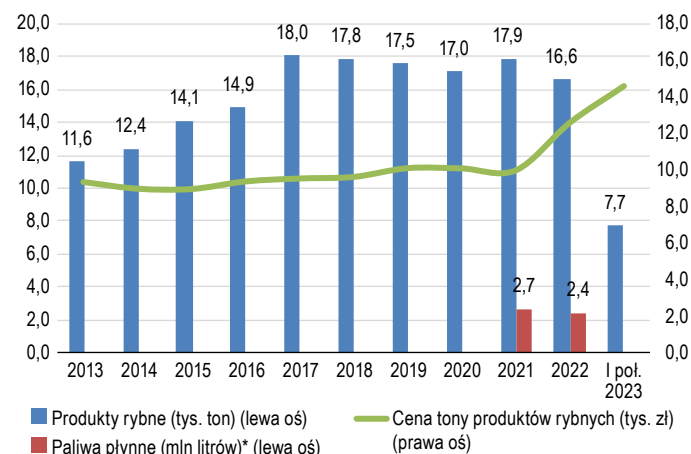
Dzięki umowie franczyzowej z Circle K Polska SEKO posiada również jedną stację paliw, na której znajdują się także myjnia samoobsługowa oraz stacja kontroli pojazdów, prowadzone przez Spółkę. Jednakże działalność związana z prowadzeniem stacji paliw stanowi jedynie działalność uboczną, i Spółka nie planuje jej rozwijać w przyszłości, zwłaszcza pod względem pozyskiwania nowych lokalizacji.

**Wykres 7. SEKO; Struktura przychodów ze sprzedaży (mln zł)**



Źródło: Spółka, DM BOŚ

**Wykres 8. SEKO; wolumen sprzedaży**



\* dane publikowane za pełne lata, począwszy od 2021 roku

Źródło: Spółka, DM BOŚ

**Sieci handlowe**

Od lat największą grupę klientów Spółki stanowią krajowe sieci handlowe, takie jak hipermarkety, supermarkety, sklepy dyskontowe i sieci sklepów małopowierzchniowych. Firma sprzedaje swoje produkty pod marką „SEKO” do większości sieci handlowych działających na terenie Polski, w tym m.in. do Biedronki, Kauflandu, Lidla, Makro, Carrefoura, Auchana, Polomarketu, Aldi, Leclerca, Intermarche, Dino, Netto, Eurocash, Stokrotki i SPAR-u. Ponadto, Spółka dostarcza produkty pod markami własnymi dla wybranych klientów, zarówno na polskim rynku, jak i dla niektórych odbiorców zagranicznych. Współpraca w tym modelu jest realizowana z różnymi sieciami handlowymi działającymi na terenie Polski oraz z wybranymi klientami zagranicznymi. Udział sieci handlowych w sprzedaży rośnie od lat i wynosi on obecnie 58%, jednak żaden z odbiorców Spółki nie odpowiada za więcej niż 10% przychodów ze sprzedaży.

**Odbiorcy hurtowi**

Druga pod względem wartości obrotów grupa odbiorców Spółki to odbiorcy hurtowi, którzy następnie zaopatrują mniejsze sklepy, a często także mniejsze sieci handlowe. Udział hurtowników w sprzedaży SEKO zmniejszył się w ostatnich latach i wynosi obecnie 30%.

**Przychody ze stacji paliw**

Przychody z posiadanej stacji paliw są trzecim największym źródłem sprzedaży krajowej SEKO, a ich udział wynosił 9% w 2022 roku. Udział ten wzrósł w ostatnich latach wskutek podwyżek cen paliw.

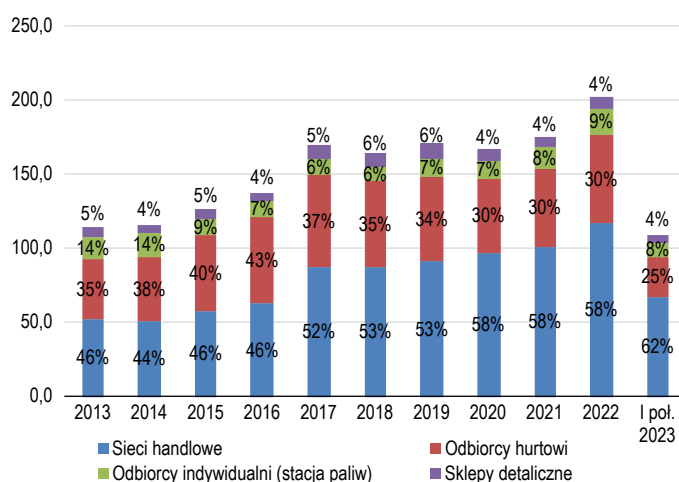
**Sklepy detaliczne**

Sprzedaż bezpośrednia do placówek detalicznych od lat posiada mały udział w przychodach Spółki i w dodatku zmniejszył się on w ostatnich latach do około 4%.

**Sprzedaż na rynkach zagranicznych**

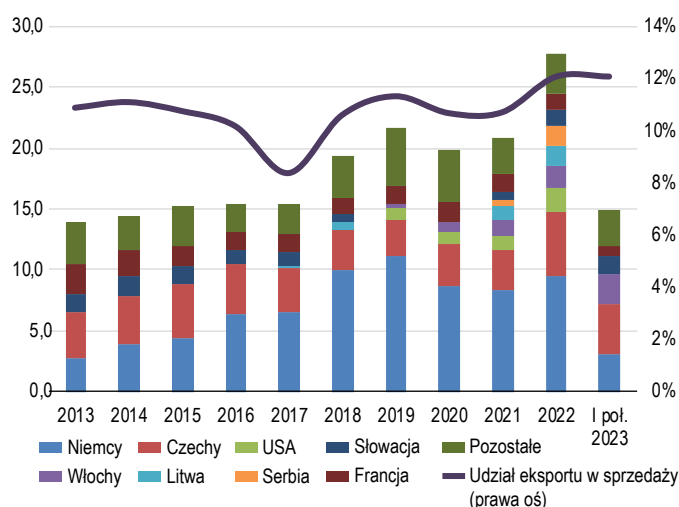
SEKO sprzedaje swoje produkty również na rynkach zagranicznych. Niemcy i Czechy od lat są w czołówce kierunków eksportowych Spółki. W ostatnich latach na znaczeniu zyskały Stany Zjednoczone i Włochy. Udział eksportu w całkowitej sprzedaży jest stabilny w ostatnich latach i oscyluje wokół 11%.

**Wykres 9. SEKO; Struktura sprzedaży krajowej wg odbiorców (mln zł)**



\* dane publikowane od 2021 roku  
Źródło: Spółka, DM BOŚ

**Wykres 10. SEKO; Struktura sprzedaży eksportowej (mln zł)**



Źródło: Spółka, DM BOŚ

**Krajowi  
i zagraniczni  
dostawcy**

Podstawowym surowcem wykorzystywanym w produkcji wyrobów są ryby świeże i mrożone, szczególnie śledzie. Spółka nabywa część surowca rybnego od krajowych dostawców, jednak większość jest importowana, głównie z Norwegii, Islandii oraz Danii. Transakcje z podmiotami zagranicznymi są rozliczane w euro, dlatego osłabienie (umocnienie) polskiej waluty względem euro ma niekorzystny (korzystny) wpływ na wysokość kosztów Spółki. Pozostałe surowce produkcyjne, takie jak warzywa, olej, przyprawy czy opakowania, są dostarczane przez krajowych dostawców. Obroty z żadnym z dostawców Spółki nie wynoszą więcej niż 10% przychodów ze sprzedaży.

**4.4. Strategia****Rozwój organiczny,  
ekspansja  
zagraniczna**

Plan rozwoju Spółki zakłada systematyczny wzrost przychodów ze sprzedaży, zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Priorytetem jest utrzymanie pozytywnych wyników finansowych oraz zwiększenie rozpoznawalności marki SEKO. Spółka zmierza rozwijać się organicznie, skupiając się na zwiększeniu przychodów ze sprzedaży oraz poprawie rentowności prowadzonej działalności. Planuje wprowadzać na rynek nowe produkty, które odpowiadają na zmieniające się potrzeby klientów. Dążąc do zwiększenia obecności na rynkach zagranicznych, Spółka kontynuuje rozwijanie sprzedaży za granicą.

**Ochrona  
środowiska**

W swojej strategii SEKO zwraca uwagę na zagadnienia związane z ochroną środowiska, społeczną odpowiedzialnością biznesu oraz ładem korporacyjnym. Duża część inwestycji skupia się na ochronie środowiska i zmniejszeniu energochłonności procesów produkcyjnych. Wdrażane są różne rozwiązania, takie jak montaż paneli fotowoltaicznych czy instalacje do odzysku ciepła. Spółka posiada również certyfikowany system MSC, który gwarantuje, że ryby pochodzą z zrównoważonych połowów lub hodowli, aby zapewnić zachowanie równowagi w populacjach danego gatunku.

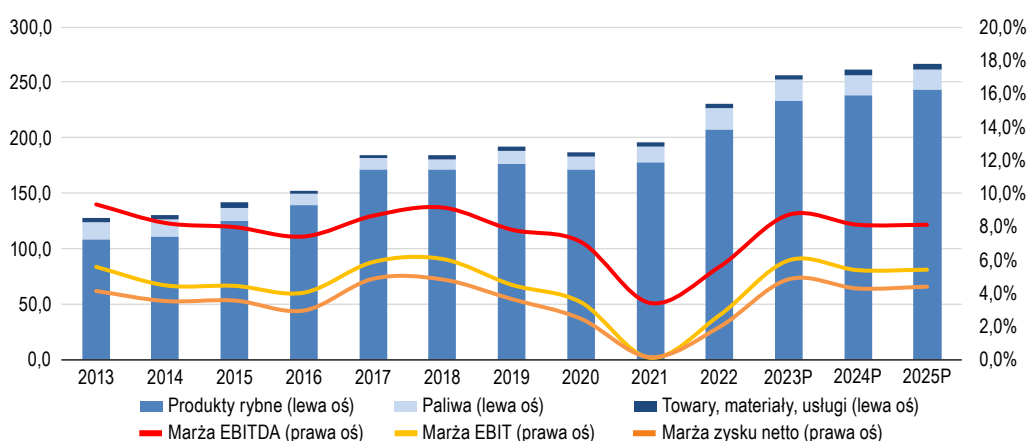
## 5. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ Marże SEKO uległy wyraźnemu pogorszeniu na skutek dynamicznych wzrostów cen surowców i energii, w szczególności w 2021 roku. Na początku 2022 roku rentowność Spółki została dodatkowo osłabiona przez rosyjską agresję na Ukrainę, która nasiliła procesy inflacyjne oraz zaburzenia w łańcuchach dostaw, w szczególności surowców rolnych i energetycznych. Wskutek długotrwałych, ale udanych negocjacji, Spółka podniosła swoje ceny co skutkowało osiągnięciem lepszych niż historyczne marż w IV kw. 2022 i I kw. 2023.

### Przychody ze sprzedaży

Przychody SEKO rosły w ciągu ostatniej dekady w średniorocznym tempie 7% i osiągnęły wartość 230 mln zł w 2022 roku. W ubiegłym roku przychody wyraźnie wzrosły (+18% r/r) pomimo mniejszych wolumenów sprzedaży produktów rybnych (16,6 tys. ton, -7% r/r). Było to spowodowane podwyżkami cen wprowadzonymi przez Spółkę (ponad 25% r/r na produktach rybnych), które miały na celu skompensować wzrosty kosztów surowców i energii oraz niekorzystny wpływ osłabienia się Złotego w stosunku do Euro.

**Wykres 11.** SEKO; Struktura przychodów oraz rentowność (mln zł)



Źródło: Spółka, DMBOŚ

### Rentowność

Marże SEKO uległy wyraźnemu pogorszeniu na skutek dynamicznych wzrostów cen surowców i energii, w szczególności w 2021 roku. Marża EBITDA wyniosła 3,4% w 2021 roku, w porównaniu z 7-9% w latach poprzednich. Na początku 2022 roku rentowność Spółki została dodatkowo osłabiona przez rosyjską agresję na Ukrainę, która nasiliła procesy inflacyjne oraz zaburzenia w łańcuchach dostaw, w szczególności surowców rolnych i energetycznych. Sytuacja uległa wyraźnej poprawie pod koniec 2022 roku dzięki dostosowaniu cenników Spółki do wspomnianego wzrostu kosztów. Marża EBITDA w IV kw. 2022/ I kw. 2023 wyniosła 13/ 12%, co w połączeniu z rosnącą nominalnie sprzedażą dało najlepsze wyniki kwartalne w historii Spółki.

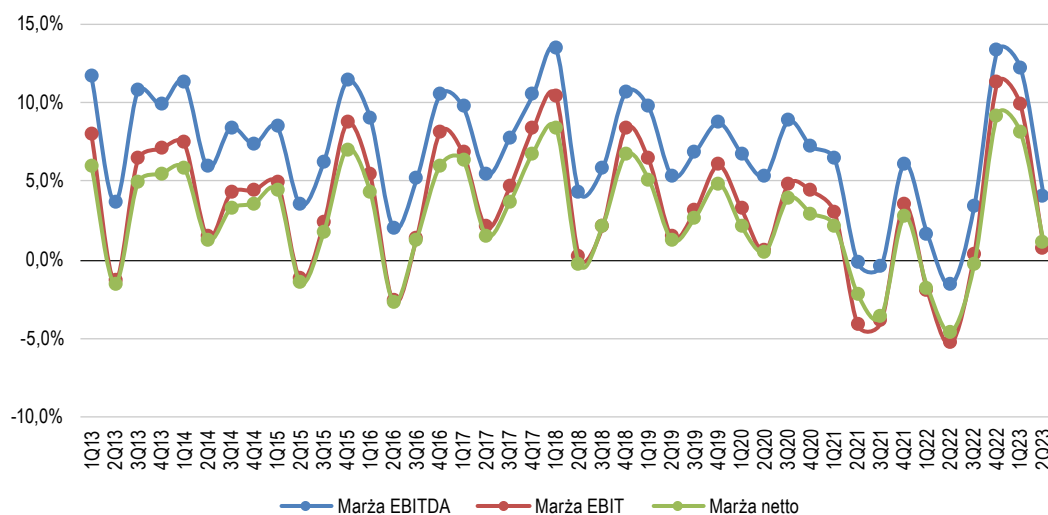
### Sezonowość

Wyniki SEKO charakteryzują się sezonowością typową dla branży przetworów rybnych. Obserwowany jest większy popyt w okresie jesienno-zimowym, w szczególności w czwartym kwartale, gdy konsumpcja ryb jest zwiększona podczas świąt Bożego Narodzenia. W pierwszym i czwartym kwartale roku zarówno sprzedaż jak i osiągnięte marże są sezonowo wysokie. Dodatkowo, większym zapotrzebowaniem na przetwory rybne charakteryzuje się okres świąt



Wielkanocnych, który przypada czasem na pierwszy kwartał, czasem na drugi, a czasem jest on na przełomie tych kwartałów. Popyt na przetwory rybne jest natomiast mniejszy w okresie letnim, czyli podczas drugiego i trzeciego kwartału. Przekłada się to na sezonowo niższą sprzedaż oraz poziom marż.

**Wykres 12. SEKO; Rentowność w poszczególnych kwartałach**



Źródło: Spółka, DMBOŚ

### Kapitał obrotowy

Ze względu na czynniki sezonowe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy jest największe od września do grudnia, czyli przed okresem świąt Bożego Narodzenia. Spółka otrzymuje wtedy największe zamówienia jak i również dokonuje największych zakupów surowców. SEKO od lat utrzymuje cykl konwersji gotówki na stabilnym poziomie (37-39 dni) pomimo relatywnego wzrostu sprzedaży (względem pozostałych odbiorców) do dużych sieci handlowych, które charakteryzują się dłuższymi terminami płatności za produkty. Spodziewamy utrzymania się wielkości kapitału obrotowego w stosunku do przychodów na zbliżonym poziomie w kolejnych latach.

### Zadłużenie

SEKO od lat utrzymuje zadłużenie na umiarkowanym poziomie. Mimo, że wskaźnik długu netto do EBITDA był na wyraźnie wyższym poziomie w 2021 i 2022 roku w porównaniu do poprzednich lat, to nadal jest na relatywnie niskim poziomie (<1). Wzrost długu netto do EBITDA w ostatnim czasie był spowodowany przede wszystkim spadkiem marż w ostatnich dwóch latach i oczekujemy odwrócenia się tego trendu w związku z dostosowaniem cenników Spółki do wyższych kosztów.

### Wydatki inwestycyjne

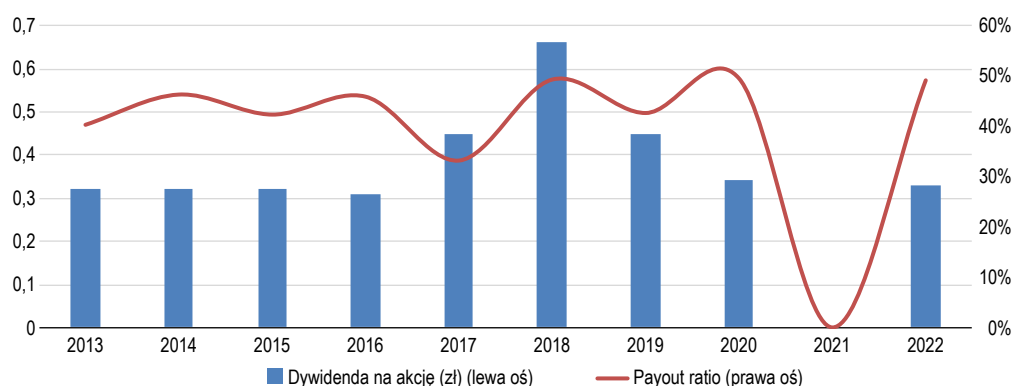
W 2023 roku wydatki inwestycyjne mają skupiać się wokół unowocześniania parku maszynowego oraz instalacji kogeneratora do produkcji energii elektrycznej z silnikiem zasilanym na gaz ziemny. Kogeneracja ma przyczynić się do ograniczenia kosztów energii elektrycznej i generować 85% potrzebnej energii. SEKO po ukończeniu tej inwestycji otrzyma dofinansowanie (premię gwarantowaną) do wyprodukowanej energii elektrycznej w ramach programu wsparcia dla kogeneracji. Dodatkowo, firma ma zamiar uruchomić swoje źródło wody (co istotnie zmniejszy koszty zużycia wody), wprowadzić centralne zarządzanie odzyskiem wody (co pozwoli zmniejszyć opłaty za odprowadzanie ścieków), oraz wdrożyć system centralnego odzysku ciepła (co przyczyni się do obniżenia wydatków na zakup ciepła oraz gazu ziemnego wykorzystywanego w celach technologicznych).

Wydatki inwestycyjne w 2023 roku szacujemy na 11 mln zł, z czego około jedna trzecia dotyczyć będzie wspomnianego kogeneratora. W kolejnych latach szacujemy niższe wydatki inwestycyjne, głównie na dalsze unowocześnianie – w tym automatyzację – parku maszynowego Spółki.

## Dywidenda

Mimo braku sformalizowanej polityki dywidendowej, SEKO posiada wieloletnią tradycję wypłaty dywidend w wysokości około 50% osiągniętego zysku, którą zamierza kontynuować w kolejnych latach. Stopa dywidendy w ostatnich latach wynosiła między 3-6% (przeciętnie nieco ponad 4%), natomiast w 2023 roku wyniosła niecałe 4%. Dywidenda nie została wypłacona w 2022 roku z powodu niskiej wartości osiągniętego zysku w roku 2021. W przyszłym roku spodziewamy się wypłaty dywidendy w wysokości 0,93 zł na akcję.

**Wykres 13.** SEKO; Wypłacone dywidendy z zysku za dany rok obrotowy



Źródło: Spółka, DM BOŚ

## Prognoza na 2023

W pierwszej połowie bieżącego roku Zarząd Spółki zadeklarował, że dotychczas wprowadzone podwyżki cen są wystarczające i nie ma planów dalszych podwyżek. Mając to na uwadze, w 2023 roku spodziewamy się wzrostu przychodów Spółki o około 11% r/r ze względu na (i) wprowadzone pod koniec ubiegłego roku podwyżki cen oraz (ii) lekki wzrost wolumenu sprzedaży, który zauważalnie zmalał w 2022 roku (w I poł. 2023 roku SEKO odnotowało wzrost wolumenu sprzedaży o 5% r/r). Spółka powinna zwiększyć swoje marże w 2023 roku dzięki (i) wspomnianym podwyżkom cen, (ii) stabilizacji cen większości surowców, (iii) inwestycjom oszczędzającym zużycie energii oraz (iv) korzystnemu umocnieniu się Żłotego wobec Euro. Spodziewamy się powrotu marży EBITDA w okolice 8-9%, czyli poziomu znanego sprzed okresu dynamicznego wzrostu cen surowców. Podsumowując, w 2023 roku prognozujemy przychody/ EBITDA/ EBIT/ zysk netto SEKO w wysokości 256,1/ 22,3/ 15,3/ 12,4 mln zł.

## Prognozy na przyszłe lata

Jako, że Spółka działa na dojrzałym i konkurencyjnym rynku, spodziewamy się średniorocznego wzrostu przychodów w wysokości 2% w nadchodzących latach. Na marże SEKO powinny pozytywnie wpływać (i) czynione obecnie inwestycje ograniczające ceny energii (m.in. kogeneracja) oraz (ii) automatyzacja procesów produkcyjnych. Negatywnie natomiast wypływać będą spodziewane dalsze wzrosty wynagrodzeń oraz innych kosztów w środowisku wysokiej inflacji. W ostatecznym rozrachunku marże w przyszłych latach mogą być naszym zdaniem nieco poniżej tych spodziewanych w 2023 roku. Presja inflacyjna prawdopodobnie będzie dalej obecna (choć już pewnie nie w takiej skali jak w 2022 roku), a wprowadzanie przez Spółkę podwyżek cen w reakcji na wzrost kosztów jest czasochłonne.

## 6. Sprawozdania finansowe

**Tabela 5. SEKO; Bilans**

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Majątek trwały	66,8	69,7	67,6	71,6	72,3	73,0
Aktywa finansowe	0,0	0,0	15,9	14,9	13,9	12,9
Majątek obrotowy	70,7	59,8	56,9	66,4	70,6	76,0
- zapasy	10,8	13,8	16,0	17,9	18,3	18,7
- należności handlowe	30,0	30,3	39,9	43,5	44,4	45,3
- środki pieniężne	29,9	15,8	1,0	4,9	7,9	12,1
Pozostałe	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2
<b>Aktywa</b>	<b>138,3</b>	<b>130,3</b>	<b>141,4</b>	<b>154,0</b>	<b>157,9</b>	<b>163,0</b>
Kapitał własny	76,6	74,5	79,0	89,2	94,2	100,3
Zobowiązania, w tym:	39,9	32,0	29,6	28,9	27,2	25,4
- handlowe	21,9	23,9	32,7	35,9	36,6	37,3
- odsetkowe	27,9	20,7	18,4	16,4	14,4	12,4
- pozostałe	12,0	11,3	11,2	12,5	12,7	13,0
<b>Pasywa</b>	<b>138,3</b>	<b>130,3</b>	<b>141,4</b>	<b>154,0</b>	<b>157,9</b>	<b>163,0</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 6. SEKO; Wskaźniki**

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS	0,69	0,03	0,67	1,87	1,68	1,76
Sprzedaż (mln zł)	186,3	195,6	230,2	256,1	261,3	266,5
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	16,2%	14,0%	15,2%	17,1%	17,5%	17,5%
EBIT (mln zł)	6,5	0,2	6,1	15,3	14,1	14,5
EBITDA (mln zł)	13,2	6,6	12,8	22,3	21,2	21,6
Zysk netto (mln zł)	4,6	0,2	4,5	12,4	11,2	11,7
Dług netto (mln zł)	-2,1	4,9	7,6	2,7	-1,3	-6,4
Wartość księgowa na 1 akcję	11,51	11,21	11,88	13,41	14,17	15,09
Dywidenda na 1 akcję	0,45	0,34	0,00	0,33	0,93	0,84
ROE	6,0%	0,3%	5,8%	14,8%	12,2%	12,0%
ROA	3,4%	0,2%	3,3%	8,4%	7,2%	7,3%
Amortyzacja (mln zł)	6,7	6,4	6,7	7,0	7,1	7,2
FCF (mln zł)	9,6	-4,2	6,3	7,1	10,5	10,7
CAPEX (mln zł)	2,3	9,3	2,5	11,0	7,8	7,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 7. SEKO; Rachunek wyników**

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Sprzedaż</b>	<b>186,3</b>	<b>195,6</b>	<b>230,2</b>	<b>256,1</b>	<b>261,3</b>	<b>266,5</b>
Koszt własny sprzedaży	-156,2	-168,1	-195,1	-212,2	-215,6	-219,9
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>30,1</b>	<b>27,5</b>	<b>35,0</b>	<b>43,9</b>	<b>45,7</b>	<b>46,6</b>
Koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i pozostałe	-23,7	-27,2	-28,9	-28,6	-31,6	-32,1
<b>EBITDA</b>	<b>13,2</b>	<b>6,6</b>	<b>12,8</b>	<b>22,3</b>	<b>21,2</b>	<b>21,6</b>
<b>EBIT</b>	<b>6,5</b>	<b>0,2</b>	<b>6,1</b>	<b>15,3</b>	<b>14,1</b>	<b>14,5</b>
Przychody finansowe	0,1	0,6	0,9	1,6	0,9	1,0
Koszty finansowe	-1,0	-0,6	-1,5	-1,6	-1,1	-1,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>5,6</b>	<b>0,3</b>	<b>5,5</b>	<b>15,3</b>	<b>13,8</b>	<b>14,5</b>
Podatek dochodowy	-1,0	-0,0	-1,1	-2,9	-2,6	-2,7
<b>Zysk netto</b>	<b>4,6</b>	<b>0,2</b>	<b>4,5</b>	<b>12,4</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 8. SEKO; Przepływy pieniężne**

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>11,9</b>	<b>5,1</b>	<b>8,8</b>	<b>18,1</b>	<b>18,3</b>	<b>18,6</b>
Zysk netto	4,6	0,2	4,5	12,4	11,2	11,7
Amortyzacja	6,7	6,4	6,7	7,0	7,1	7,2
Zmiana majątku obrotowego	0,8	-1,7	-2,7	-2,6	-2,5	-0,5
Pozostałe	-0,3	0,2	0,3	1,3	2,5	0,2
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>0,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-19,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,9</b>
Nakłady inwestycyjne	-2,3	-9,3	-2,5	-11,0	-7,8	-7,9
Pozostałe	2,4	0,3	-17,4	1,0	1,0	1,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>5,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,2</b>	<b>-8,5</b>	<b>-7,6</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	8,6	-7,3	-2,2	-2,0	-2,0	-2,0
Wypłata dywidend	-3,0	-2,3	0,0	-2,2	-6,2	-5,6
Pozostałe	-0,7	-0,6	-1,5	-0,0	-0,3	0,0
<b>Zmiana środków pieniężnych za rok</b>	<b>17,0</b>	<b>-14,1</b>	<b>-14,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## 7. Bibliografia

1. Fish Processing Market Size, Growth, Share, Trends | 2023-2028 ([marketdataforecast.com](https://www.marketdataforecast.com))
2. Rynek ryb i przetworów rybnych w Polsce. Sprzedaż których produktów rośnie w sklepach? [ANALIZA/DLA SUBSKRYBENTÓW] ([wiadomoscihandlowe.pl](https://wiadomoscihandlowe.pl))
3. Ryby tylko dla najbogatszych – Dun & Bradstreet ([dnb.com](https://www.dnb.com))

## 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 jest 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 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 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	37	32	10	9	0	2
Procenty	41%	36%	11%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	32	15	9	0	2
Procenty	36%	36%	17%	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	5	7	1	1	0	2
Procenty	31%	44%	6%	6%	0%	13%

### 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	3	3	1	0	2
Procenty	44%	19%	19%	6%	0%	13%

**Recommendation tracker**

Analityk	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
<b>SEKO</b>							
Mikołaj Stępień	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	04.09.2023	-	04.09.2023	11,20	16,30 –

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” 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: 4 września 2023 r., godz. 18:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 4 września 2023 r., godz. 18:40.

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#seko>.

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

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.

#### Maklerzy

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

**Sylvia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra konsumenckie,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

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

**Lukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo, 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**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2023 by DM BOŚ S.A.

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