

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

Rafako

Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Nasze przekonanie o tym, że większość czynników ryzyka które na chwilę obecną mogły zaszkodzić Spółce już się zmaterializowała okazało się chybione. Rozczarowujące, w naszej ocenie, wyniki za III kw. rzuciły nowe światło na sytuację Rafako. Spółka nadal zmagą się z opóźnieniami na kontraktach, co rzutuje na niską sprzedaż. Naszym zdaniem Rafako nie będzie w stanie przerobić wszystkich zleceń zgromadzonych w portfelu w tym roku.

Najbardziej martwi nas fakt, że pomimo odpisów dokonanych w II kw. Spółka nadal rozpoznaje ujemne marże na kontraktach. Tym razem główną przyczyną straty były poniesione oraz planowane koszty związane z realizacją projektu Jaworzno. Zwiększenie kosztów spowodowane było w głównej mierze przedłużającą się realizacją procesu rozruchowego, a co z tym się wiąże przesunięciem zakończenia realizacji umów dotyczących prac montażowych, wykończeniowych i nadzorów. Może to stanowić czynnik ryzyka do realizacji kontraktu w terminie oraz do wypłaty zapowiadanej dywidendy.

Ponadto identyfikujemy kolejne istotne ryzyka związane z możliwymi odpisami z tytułu pożyczki udzielonej PBG, oraz obligacjami PBG (w sumie ok. 35 mln zł). „Spółka matka” sukcesywnie przesuwając termin wykupu kolejnej transzy obligacji, co tylko potwierdza rozmiar problemów finansowych. Coraz bardziej realne staje się przejęcie przez obligatariuszy akcji Rafako stanowiących ich zabezpieczenie. Taki manewr może skutkować natychmiastową podażą akcji.

Wobec powyższych argumentów obniżamy naszą rekomendację fundamentalną do **Sprzedaj** (poprzednio Trzymaj). Utrzymujemy natomiast krótkoterminową rekomendację relatywną **Niedoważaj**. Wycena jednej akcji Rafako spada do **0,75 zł** z 1,8 zł poprzednio.

30/2019/GPW (153) 5 grudnia, 2019

Analitik: Wojciech Romanowski

Sektor: Budownictwo

Rekomendacja fundamentalna: Sprzedaj (↓)

Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (→)

Kurs: 1,034 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 0,75 zł (→)

Kapitalizacja: 34.2 mln US\$

Bloomberg: RFK PW

Średni obrót dzienny: 0,26 mln US\$

12M przedział kursowy: 0,852-2,375 zł

Free float: 57%

Skorygowane zyski

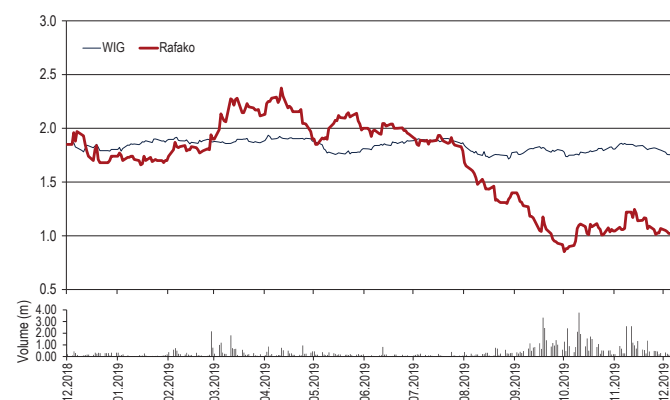
Zyski skorygowane o rozwiązanie rezerwy na Program Odejść Dobrowolnych (5,9 mln zł).

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln PLN	1 268,8	1 161,3	2 378,9	1 192,7
EBITDA	mln PLN	55,4	-104,0	42,4	25,3
Skoryg. EBITDA	mln PLN	49,5	-104,0	42,4	25,3
EBIT	mln PLN	40,5	-121,8	29,0	12,6
Skoryg. EBIT	mln PLN	34,6	-121,8	29,0	12,6
Zysk netto	mln PLN	33,6	-124,7	20,8	6,9
Skoryg. zysk netto	mln PLN	28,8	-124,7	20,8	6,9
Skoryg. EPS	PLN	0,23	-0,98	0,16	0,05
Zmiana EPS r/r	%	163	-533	-117	-67
Dług netto	mln PLN	32,1	45,0	15,9	15,3
P/E	x	4,6	neg.	6,3	19,0
P/CE	x	3,0	neg.	3,9	6,7
EV/EBITDA	x	3,3	neg.	3,5	5,8
EV/EBIT	x	4,7	neg.	5,1	11,7
Dywidenda na akcję	PLN	0,00	0,00	0,40	0,00
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	38,7	0,0
Liczba akcji	mln	127,4	127,4	127,4	127,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Oddanie inwestycji w Jaworznie – 31 stycznia 2020 r.
2. Publikacja skons. raportu rocznego za 2019 r. – prawdopodobnie koniec kwietnia 2020 r.

Czynniki ryzyka

1. Nieuzyskanie roszczeń – brak uzyskania rekompensat może skutkować znacznym pogorszeniem kondycji finansowej Spółki.
2. Niepowodzenie w kontrakcie w Jaworznie – na największym kontrakcie w dotychczasowej historii Spółki trwa faza rozruchu. Najważniejszym jej elementem będzie synchronizacja z siecią energetyczną, która ma nastąpić niebawem. W przypadku niepowodzenia może się okazać, że termin oddania inwestycji, ustalony na 31 stycznia 2020 r., jest zagrożony. Potencjalne opóźnienie najprawdopodobniej będzie skutkowało naliczaniem kar umownych w wysokości 0,09% wartości kontraktu netto, za każdy rozpoczęty dzień zwłoki (tj. około 4 mln zł za dzień).
3. Utrata płynności – konieczność zapłaty potencjalnych kar umownych może skutkować utratą płynności Spółki.
4. Odpisy na obligacjach i udzielonych pożyczkach – w związku z kłopotliwą sytuacją finansową PBG (kilkukrotnie przesuwany termin wykupu kolejnych transz obligacji) istnieje, naszym zdaniem, materialne ryzyko odpisów. W bilansie na dzień 30 września 2019 r. Rafako zaksięgowало 10,8 mln zł pożyczki do PBG, z terminem spłaty przypadającym na koniec bieżącego roku oraz obligacje PBG o wartości 24,8 mln zł.
5. Podaż akcji Rafako stanowiących zabezpieczenie wierzytelności PBG – ze względu na niedotrzymywanie terminów spłaty kolejnych transz obligacji, istnieje realne ryzyko przejęcia akcji Rafako przez wierzycieli, co może skutkować zwiększoną podażą akcji w krótkim terminie.
6. Zbyt mała kontraktacja – wyraźne spowolnienie tempa pozyskiwania nowych kontraktów do portfela może przełożyć się na pogorszenie wyników oraz sytuacji finansowej.
7. Utrudniony dostęp do gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – ograniczenie dostępu do finansowania wiąże się ze znacznym utrudnieniem w pozyskiwaniu nowych zleceń.
8. Wzrost konkurencji – wyczerpanie potencjału do budowy nowych dużych bloków węglowych w Polsce może spowodować wzrost konkurencji w pozostałych obszarach rynku, takich jak: budowa instalacji ochrony środowiska czy budownictwo z zakresu ropy i gazu. Wzmocniona konkurencja może negatywnie wpłynąć na rentowność nowo pozyskiwanych zleceń.
9. Kary umowne – naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki.
10. Wzrost cen materiałów – ryzyko to jest ograniczane przez Spółkę poprzez tworzenie rezerw kosztowych już na etapie kalkulacji oferty; niemniej jednak w przypadku silnego wzrostu kosztów, przewyższającego zawiązane rezerwy, obciąży on wynik finansowy.

Katalizatory

1. Uzyskanie roszczeń od kontrahentów – pozwoli na utrzymanie rentowności kontraktów oraz stabilnej sytuacji finansowej.
2. Ukończenie z sukcesem projektu w Jaworznie – wiązać się to będzie z otrzymaniem zapłaty, uzyskaniem istotnych referencji, uwolnieniem gwarancji bankowych, uzyskaniem zdolności dywidendowej oraz wygaśnięciem ryzyka związanego z koniecznością zapłaty kar umownych.
3. Spłata pożyczki oraz obligacji PBG – będzie oznaczało jednocześnie wygaśnięcie istotnych czynników ryzyka (odpisy, sprzedaż akcji Rafako) oraz poprawę sytuacji finansowej.
4. Poprawa negatywnego trendu przepływów operacyjnych – przełamanie negatywnego trendu w przepływach operacyjnych, których kumulacyjny wynik licząc od I kw. 2016 roku oscyluje wokół -250 mln zł, powinno stanowić istotny katalizator dla notowań Spółki.
5. Powiększenie portfela zamówień – pozyskiwanie kolejnych zleceń bezpośrednio będzie przekładało się na zwiększenie skali działalności w przyszłości.
6. Opracowanie nowych technologii – potencjalnie każda nowa technologia może stanowić istotną przewagę konkurencyjną.
7. Uzyskanie dostępu do nowych gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – zwiększenie dostępu do finansowania pozwoli Spółce na wystartowanie w większej ilości przetargów oraz zwiększenie skali działalności.

- **Prognoza na IV kw. 2019 r.** Sądzymy, że Rafako nie będzie w stanie zrealizować wszystkich zgromadzonych w portfelu zleceń. Wstępnie szacujemy, że sprzedaż w IV kw. wyniesie ok. 344 mln zł (-11% r/r). Nadal podtrzymujemy nasze założenie odnośnie zamknięcia sprawy roszczeń do końca roku. Z tego tytułu szacujemy wsparcie wyników kwotą 107 mln zł. EBIT i zysk netto kalkulujemy na odpowiednio 92 mln zł oraz 75 mln zł.
- **Średnioterminowe perspektywy.** Przyszły rok będzie pozostawał pod wpływem rozliczenia kontraktu w Jaworznie. Jeśli wszystko pójdzie zgodnie z planem Rafako powinno ustabilizować wyniki i częściowo zasypać tegoroczną stratę. Prognozujemy również realizację robót przesuniętych z 2019 r.
- **Prognozy finansowe.** Po rozczerwujących wynikach za III kw. rewidujemy w dół naszą całoroczną prognozę na 2019 r. Rozpoznawane marże są dalekie od zakładanych dotychczas, dlatego obcinamy rentowność Jaworzna do 6%, a Wilna do 3%. Nowo pozyskiwanym kontraktom energetycznym przypisujemy 7% marżę. Zmniejszamy także możliwy pułap poprawy marży w kontraktach gazowych do 7%. Dodatkowe koszty zaksięgowane w Jaworznie skutkują obniżeniem naszych oczekiwań odnośnie możliwej wypłaty dywidendy do 51 mln zł, tj. 0,40 zł na akcję.
- **Wycena.** Wycenę porównawczą opieramy wyłącznie na 2021 roku. Nadal uważamy rok 2020 za niereprezentatywny, dlatego pomijamy go w wycenie.

Do wyceny metodą DCF FCFF dodajemy kolejny rok dokładnej prognozy (2029 r.) oraz przesuwamy o rok horyzont wyceny. Jednoczesna korekta prognoz finansowych skutkuje 58% spadkiem naszej 12-miesięcznej wyceny docelowej będącej złożeniem wyceny DCF FCFF (75%) i wyceny porównawczej (25%) do 0,75 zł na akcję (poprzednio 1,8 zł).

Tabela 2. Rafako; Podsumowanie wyceny (zł)

DCF FCFF (75%)	0,74
Porównawcza (25%)	0,78
Wycena	0,75
Obecna cena rynkowa	1,034
Potencjał spadku	-27%

Źródło: Prognozy DM BOŚ SA

- **Ryzyko dla prognoz finansowych.** Sądzymy, że nasze prognozy obciążone są dużym ryzykiem. Wszelkie opóźnienia na kontraktach będą skutkowały niższą sprzedażą niż prognozowana. Nieuzyskanie roszczeń czy nieukończenie Jaworzna w terminie również stanowią istotne ryzyko dla naszych kalkulacji.
- **Zalecane działanie.** Postrzegamy akcje Rafako jako przewartościowane, dlatego zalecamy ich sprzedaż. Ponadto identyfikujemy liczne bardzo poważne czynniki ryzyka, które dodatkowo wzmacniają nasze przekonanie.

Tabela 1. Rafako; Zmiany w prognozach DM BOŚ SA

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019P			2020P			2021P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	1 161,3	1 691,3	-31%	2 378,9	1 848,9	29%	1 192,7	1 192,7	0%
EBITDA	-104,0	24,2	b.z.	42,4	66,0	-36%	25,3	38,2	-34%
EBIT	-121,8	9,7	b.z.	29,0	52,3	-44%	12,6	25,2	-50%
Zysk netto	-124,7	6,6	b.z.	20,8	38,8	-47%	6,9	15,7	-56%
Dług netto	45,0	36,2	24%	15,9	39,2	-59%	15,3	1,9	718%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 3. Rafako; Wycena DCF FCFF

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	>2029P
Sprzedaż	1 161,3	2 378,9	1 192,7	1 252,5	1 355,6	1 374,0	1 403,0	1 433,1	1 464,4	1 497,0	1 530,9	
zmiana r/r	-8%	105%	-50%	5%	8%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	
EBIT	-121,8	29,0	12,6	16,6	22,6	22,3	22,8	23,2	22,6	22,0	21,3	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	-57%	32%	36%	-1%	2%	2%	-3%	-3%	-3%	
Efektowna stopa podatkowa (T)	-2,3%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBIT (1-T)	-124,7	22,9	9,9	13,1	17,8	17,6	18,0	18,3	17,9	17,3	16,8	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	-57%	32%	36%	-1%	2%	2%	-3%	-3%	-3%	
EBITDA	-104,0	42,4	25,3	28,8	34,3	33,7	33,9	34,3	33,6	33,0	32,4	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	-40%	14%	19%	-2%	1%	1%	-2%	-2%	-2%	
Amortyzacja	17,8	13,4	12,7	12,2	11,7	11,4	11,2	11,1	11,0	11,1	11,1	
EBIT (1-T) + D	-106,8	36,3	22,7	25,3	29,6	29,1	29,2	29,4	28,9	28,4	27,9	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	-38%	12%	17%	-2%	0%	1%	-2%	-2%	-2%	
Wydatki inwestycyjne	-5,0	-5,5	-6,1	-6,7	-7,4	-8,1	-8,9	-9,8	-10,8	-11,4	-11,4	
Zmiana kapitału pracującego netto	95,8	20,0	-0,5	-20,3	-23,6	-30,7	-6,2	-6,5	-6,7	-6,9	-7,2	
FCFF	-16,0	50,8	16,0	-1,7	-1,4	-9,7	14,0	13,1	11,4	10,1	9,3	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	-68%	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	-6%	-13%	-12%	-7%	1%
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Lewarowana beta	1,81	1,49	1,50	1,50	1,50	1,54	1,46	1,36	1,30	1,30	1,30	1,30
Wymagana stopa zwrotu	13,5%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,2%	11,8%	11,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Koszt długu												
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Efektowna stopa podatkowa	-2,3%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,1%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
Udział kapitału akcyjnego	61,7%	82,0%	80,7%	80,3%	80,8%	76,7%	84,6%	94,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału własnego	13,5%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,2%	11,8%	11,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Udział długu	38,3%	18,0%	19,3%	19,7%	19,2%	23,3%	15,4%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,1%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%	10,7%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,00	1,11	1,22	1,35	1,49	1,65	1,83	2,04	2,26	2,51	
Współczynnik dyskonta	1,00	1,00	0,90	0,82	0,74	0,67	0,60	0,55	0,49	0,44	0,40	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	-	14,5	-1,4	-1,0	-6,5	8,5	7,1	5,6	4,5	3,7	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych												34,9
Waga długu w okresie rezydualnym												0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym												100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz												11,6%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz												10,8%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym												11,0%
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym												1,0%
Wartość rezydualna												94,2
Wartość bieżąca wartości rezydualnej												37,5
Wartość działalności Rafako												72,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty												34,8
Dług odsetkowy												50,7
Dywidenda												51,0
Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych												12,5
Wartość kapitału akcyjnego												94,9
Liczba akcji (mln szt.)												127,4
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Rafako w horyzoncie 12 miesięcy												0,74

Źródło: Prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Rafako; Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
ALSTOM	16,8	19,2	16,7	8,9	9,4	8,3
DOOSAN HEAVY INDUSTRIES	neg.	6,1	5,0	5,7	5,3	4,9
HITACHI LTD	21,4	9,8	8,5	4,0	3,9	3,9
MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	15,2	13,2	11,0	5,9	5,7	5,0
SIEMENS AG-REG	19,1	17,7	15,5	12,6	11,0	9,6
FLUOR CORP	neg.	10,8	8,8	neg.	5,0	4,5
INDIKA ENERGY TBK PT	13,0	8,5	15,0	2,7	2,3	2,3
JGC CORP	24,5	38,5	15,7	8,7	10,4	6,3
SAMSUNG ENGINEERING CO LTD	11,5	11,0	9,8	7,4	6,8	5,6
MASTEC INC	12,6	11,9	11,7	7,4	6,6	6,4
QUANTA SERVICES INC	12,6	10,5	9,7	8,1	6,6	5,7
DYCOM INDUSTRIES INC	18,4	20,4	18,2	n.a.	7,1	6,1
Mediana	16,0	11,4	11,3	7,4	6,6	5,6
Rafako	neg.	6,3	18,7	neg.	3,4	5,8
Implikowana wartość kapitału Rafako	b.z.	247,8	97,8	b.z.	264,1	127,2
Waga	0%	0%	50%	0%	0%	50%
Średnia ważona implikowana wartość kapitału Rafako (mln zł)	112,5					
Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych (mln zł)	12,5					
Implikowana wartość kapitału własnego Rafako (mln zł)	99,9					
Średnia implikowana wartość kapitału własnego na jedną akcję Rafako (zł)	0,78					

Wskaźniki obliczone na podstawie cen zamknięcia z 4.12.2019

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 5. Rafako; Skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	1 875,3	1 782,6	1 268,8	1 161,3	2 378,9	1 192,7
Koszt własny sprzedaży	-1 751,0	-1 623,3	-1 150,1	-1 298,1	-2 264,1	-1 105,6
Zysk brutto ze sprzedaży	124,3	159,3	118,7	-136,8	114,7	87,1
Koszty sprzedaży	-32,0	-32,6	-24,4	-23,0	-18,4	-14,7
Koszty ogólnego zarządu	-57,8	-61,1	-51,9	-51,7	-50,6	-51,6
Koszty badań i rozwoju	0,0	-6,9	-6,2	-9,9	-11,9	-6,0
Zysk netto ze sprzedaży	34,6	58,6	36,2	-221,4	33,8	14,7
Pozostałe przychody operacyjne	3,6	10,3	12,7	110,1	11,9	6,0
Pozostałe koszty operacyjne	-13,5	-20,2	-8,4	-10,5	-16,6	-8,1
EBIT	24,7	48,8	40,5	-121,8	29,0	12,6
Przychody finansowe	5,0	2,1	8,5	5,4	0,6	0,1
Koszty finansowe	-7,2	-11,6	-5,8	-5,7	-2,3	-1,8
Zysk brutto	22,5	39,3	43,2	-122,2	27,4	10,9
Podatek dochodowy	-11,6	-34,2	-9,7	-2,8	-5,8	-2,3
Zysk netto z działalności kontynuowanej	10,9	5,1	33,5	-125,0	21,7	8,6
Zysk udziałowców mniejszościowych	0,4	1,0	-0,1	-0,3	0,9	1,7
Zysk netto	10,5	4,2	33,6	-124,7	20,8	6,9
EBITDA	39,1	63,0	55,4	-104,0	42,4	25,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 6. Rafako; Skonsolidowany bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa długoterminowe	310,5	290,6	294,7	235,3	295,8	228,2
Rzeczowe aktywa trwałe	178,6	170,9	146,6	132,5	123,5	115,7
Wartość firmy	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Wartości niematerialne	9,6	8,9	8,0	9,2	10,3	11,5
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	0,0	0,0	29,0	29,0	29,0	29,0
Pozostałe należności długoterminowe	34,0	39,4	40,4	11,6	35,7	17,9
Akcje i udziały	0,8	0,2	1,4	1,5	1,5	1,5
Aktywa finansowe długoterminowe	24,1	17,7	14,1	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	54,2	42,5	42,0	38,4	78,8	39,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	1,7	4,1	3,8	7,8	3,9
Aktywa krótkoterminowe	1 118,5	990,6	1 075,3	866,9	1 039,5	797,1
Zapasy	14,0	28,8	34,2	18,2	8,5	10,2
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	728,3	485,9	532,5	348,4	543,6	454,0
Aktywa z tytułu umów	218,2	251,3	381,4	406,5	404,4	262,4
Należności z tytułu podatku dochodowego	19,6	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
Instrumenty pochodne	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa finansowe krótkoterminowe	11,2	4,7	7,6	18,6	0,0	0,0
Udzielone pożyczki krótkoterminowe	0,0	10,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	107,5	180,3	88,7	45,9	34,8	40,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	19,6	28,9	19,4	17,8	36,4	18,3
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0,9	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Suma aktywów	1 429,9	1 281,3	1 370,2	1 102,1	1 335,3	1 025,3
Kapitał własny	423,0	558,3	589,1	464,4	434,2	441,1
Kapitał udziałowców niekontrolujących	9,0	8,6	8,5	8,2	9,1	10,8
Zobowiązania	997,9	714,3	772,6	629,5	892,0	573,4
Zobowiązania długoterminowe	73,8	91,6	75,3	52,2	96,3	50,2
Odsetkowe	3,5	2,1	8,3	7,5	7,0	6,5
Nieodsetkowe	64,2	60,0	36,5	27,6	59,4	29,0
Rezerwy	6,1	29,6	30,4	17,2	29,8	14,6
Zobowiązania krótkoterminowe	924,1	622,7	697,3	577,3	795,7	523,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	513,5	390,0	342,5	363,5	452,8	309,6
Odsetkowe	149,2	101,2	112,5	83,4	43,8	49,5
Zobowiązania z tytułu umów	156,6	42,8	173,5	58,1	195,1	97,8
Nieodsetkowe	43,0	36,9	31,6	31,5	32,8	31,5
Rezerwy	51,2	35,8	15,2	17,1	29,8	14,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	10,1	15,6	21,1	23,8	41,5	20,2
Pozostałe	0,5	0,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Suma pasywów	1 429,9	1 281,3	1 370,2	1 102,1	1 335,3	1 025,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Rafako; Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zysk brutto	22,5	39,3	43,2	-122,2	27,4	10,9
Amortyzacja	14,4	14,2	14,8	17,8	13,4	12,7
Zmiany kapitału obrotowego:	-131,6	-78,2	-140,5	95,8	20,0	-0,5
Zmiana stanu należności	-268,7	225,0	-47,3	212,9	-219,3	107,5
Zmiana stanu zapasów	4,8	-0,6	-5,3	15,9	9,7	-1,7
Zmiana stanu zobowiązań i rezerw z tytułu świadczeń pracowniczych z wyjątkiem kredytów i pożyczek	125,6	-136,0	-79,3	10,5	110,3	-160,6
Zmiana stanu rezerw i rozliczeń międzyokresowych	0,0	-10,6	-9,1	-3,0	-19,8	9,6
Zmiana stanu rozliczeń z tytułu umów o usługę budowlaną	6,6	-156,0	0,6	-140,5	139,1	44,8
Podatek dochodowy zapłacony	-22,4	-5,4	-9,3	-2,8	-5,8	-2,3
Pozostałe	4,4	0,5	0,6	0,9	13,6	-12,5
Przepływy z działalności operacyjnej	-112,7	-29,5	-91,2	-10,5	68,6	8,3
Wydatki inwestycyjne	-6,8	-2,4	0,0	-5,0	-5,5	-6,1
Pozostałe	-0,6	-4,5	1,9	8,3	19,2	0,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,4	-6,9	1,9	3,4	13,7	-6,0
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	163,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Splata/zaciągnięcie pożyczek/kredytu	34,6	-51,0	0,9	-29,9	-40,1	5,3
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	-51,0	0,0
Odsetki zapłacone	-3,9	-3,7	-4,3	-5,7	-2,3	-1,8
Pozostałe	-0,3	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	30,4	109,5	-2,6	-35,7	-93,4	3,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-89,6	73,1	-91,9	-42,8	-11,1	5,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Rafako; Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zmiana sprzedaży (r/r)	21%	-5%	-29%	-8%	105%	-50%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (r/r)	-2%	28%	-25%	b.z.	b.z.	-24%
Zmiana EBITDA (r/r)	-27%	61%	-12%	b.z.	b.z.	-40%
Zmiana zysku operacyjnego (r/r)	-39%	98%	-17%	b.z.	b.z.	-57%
Zmiana zysku netto (r/r)	-69%	-60%	707%	b.z.	b.z.	-67%
Rotacja należności (dni)	118	124	146	138	68	153
Rotacja zapasów (dni)	3	5	10	7	2	3
Rotacja zobowiązań (dni)	95	102	116	99	66	126
Rotacja gotówki (dni)	26	28	40	47	5	30
NWC/Sprzedaż	4%	17%	32%	28%	12%	24%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	8,9%	9,4%	-11,8%	4,8%	7,3%
Marża EBITDA	2,1%	3,5%	4,4%	-9,0%	1,8%	2,1%
Marża operacyjna	1,3%	2,7%	3,2%	-10,5%	1,2%	1,1%
Marża zysku brutto	1,2%	2,2%	3,4%	-10,5%	1,2%	0,9%
Marża zysku netto	0,6%	0,2%	2,6%	-10,7%	0,9%	0,6%
ROE	2,5%	0,8%	5,9%	-23,7%	4,6%	1,6%
ROA	0,8%	1,2%	3,0%	-9,6%	1,9%	0,7%
Wskaźnik płynności bieżącej	1,2	1,5	1,5	1,5	1,3	1,5
Wskaźnik płynności szybkiej	1,2	1,5	1,5	1,4	1,2	1,5
Dług netto/EBITDA	1,2	gotówka netto	0,6	gotówka netto	0,4	0,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o 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 memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

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

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	38	35	8	8	0
Procenty	43%	40%	8%	9%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	34	37	10	8	0
Procenty	38%	42%	11%	9%	0%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje fundamentalne

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

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Rafako								
Michał Stalmach	Przeważaj	-	10.12.2015	-	10.12.2015	31.08.2016	6,70	-5%
Michał Stalmach	-	→	-	13.12.2015	14.12.2015	-	6,99	-
Michał Stalmach	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	7,15	-
Michał Stalmach	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	7,29	-
Michał Stalmach	-	→	-	18.02.2016	19.02.2016	-	7,39	-
Michał Stalmach	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	8,10	-
Michał Stalmach	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	8,42	-
Michał Stalmach	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	7,95	-
Michał Stalmach	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	5,89	-
Michał Stalmach	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	6,50	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.08.2016	12.08.2016	-	6,59	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↓	31.08.2016	-	01.09.2016	14.11.2016	6,78	-11%
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	6,36	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.11.2016	02.11.2016	-	6,02	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	6,02	-
Wojciech Romanowski	Przeważaj	↑	14.11.2016	-	15.11.2016	21.02.2017	5,98	15%
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	5,61	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	6,24	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	7,22	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↓	21.02.2017	-	22.02.2017	09.05.2017	7,13	-15%
Wojciech Romanowski	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	8,80	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.04.2017	12.04.2017	-	8,05	-
Wojciech Romanowski	Przeważaj	↑	09.05.2017	-	10.05.2017	26.07.2017	7,62	1%
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	8,07	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	8,05	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	↓	26.07.2017	-	27.07.2017	09.11.2017	7,70	-44%
Wojciech Romanowski	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	5,90	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	4,75	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.11.2017	06.11.2017	-	4,49	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↑	09.11.2017	-	10.11.2017	25.03.2018	4,24	22%
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	4,09	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	4,18	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	4,80	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	-	4,89	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.03.2018	13.03.2018	-	4,83	-
Wojciech Romanowski	W aktualizacji	-	25.03.2018	-	26.03.2018	22.05.2018	4,80	-17%
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	4,20	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	-	22.05.2018	-	23.05.2018	09.12.2018	3,94	-49%
Wojciech Romanowski	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	3,74	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	3,46	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	3,54	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	3,38	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	2,02	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	-	2,03	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	1,45	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↑	09.12.2018	-	10.12.2018	30.09.2019	1,970	-53%
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	1,740	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	1,800	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.02.2019	27.02.2019	-	1,800	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	2,170	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	2,155	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	2,045	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	1,980	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	1,934	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.07.2019	23.07.2019	-	1,868	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	1,830	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	20.08.2019	21.08.2019	-	1,330	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	25.08.2019	26.08.2019	-	1,310	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	1,400	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.09.2019	03.09.2019	-	1,400	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.09.2019	06.09.2019	-	1,312	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	↓	30.09.2019	-	01.10.2019	24.10.2019	0,918	8%
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	1,110	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↑	24.10.2019	-	25.10.2019	01.12.2019	1,008	7%
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	1,140	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	25.11.2019	26.11.2019	-	1,058	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	27.11.2019	28.11.2019	-	1,028	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	↓	01.12.2019	-	02.12.2019	Nie później niż 01.12.2020	1,068	-1%
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.12.2019	06.12.2019	-	1,034	-

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

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 6 grudnia 2019 r., godz. 8:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 6 grudnia 2019 r., godz. 8:30.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Sprzedaż Instytucjonalna

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

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

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

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

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylvia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenne,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

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

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

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenne, gry wideo)

Wojciech Romanowski
(Budownictwo, materiały budowlane,
dobra konsumenne)

Copyright © 2019 by DM BOŚ S.A.

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