

44/2023/GPW (102) 1 listopada 2023

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

---

# Action

Rekomendowane działanie .....	2
Prognozy za III kw. 2023.....	2
Najbliższe wydarzenia.....	2
Skup akcji własnych .....	3
Prognozy finansowe .....	4
Wycena .....	4
Sprawozdania finansowe .....	6
Katalizatory .....	8
Czynniki ryzyka .....	8
Przewagi konkurencyjne.....	8
Zastrzeżenia prawne .....	9

44/2023/GPW (102) 1 listopada 2023

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

**Analitik:** Jakub Viscardi

# Action

**Sektor:** Dystrybutorzy sprzętu IT

**Kapitalizacja:** 78 mln US\$

**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)

**Bloomberg:** ACT PW

**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)

**Średni obrót dzienny:** 0,05 mln US\$

**Kurs:** 18,40 zł

**12M przedział kursowy:** 13,30-18,98 zł

**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 21,6 zł (↑)

**Free float:** 54%

## Rekomendowane działania

W bieżącym roku wyniki Action pozostają pod wpływem presji na rosnące koszty operacyjne w rezultacie czego w 1 połowie 2023 roku Spółka zanotowała blisko 20% spadek zysku netto rdr. W całym 2023 roku, pomimo umorzenia 1 300 000 akcji nabytych wcześniej w ramach programu skupu akcji oczekujemy 10% spadku EPSu w ujęciu rdr. Niemniej jednak z uwagi na: (i) poprawiającą się dynamikę przychodów widoczną już w III kw. 2023, (ii) utrzymaniu wysokiej marży zysku brutto na sprzedaży, która powinna być wspierana przez realizację strategii Spółki (tj. zwiększanie masy przychodów spoza obszaru IT w połączeniu z rosnącym udziałem przychodów B2C) w połączeniu z (iii) oczekiwaną zmniejszającą się presją inflacyjną w kolejnych okresach, prognozujemy w 2024 roku powrót do dodatniej dynamiki zysku z oczekiwanym wzrostem EPSu w wysokości 16% rdr.

Pomimo spodziewanej przejściowej erozji wyników w dalszym ciągu widzimy dwucyfrowy potencjał wzrostu wartości akcji Action względem naszej średnioważonej wyceny dla Spółki w horyzoncie 12 miesięcy i podtrzymujemy naszą fundamentalną rekomendację Kupuj. Oczekując zaraportowania przez Action negatywnych dynamik zysków w wynikach najbliższego kwartału utrzymujemy również krótkoterminową relatywną rekomendację Neutralnie dla walorów Spółki.

## Prognozy za III kw. 2023

Action opublikuje wyniki finansowe za III kw. 2023 roku w dniu 29 listopada. Po zaraportowaniu przez Spółkę miesięcznych danych dotyczących sprzedaży oraz marży brutto na sprzedaży spodziewamy się dwucyfrowej dynamiki wzrostu przychodów w ujęciu r/r w III kw. 2023. Pomimo utrzymania się marży brutto na sprzedaży na

## Skorygowane zyski

Zysk netto 2022 roku skorygowany o 2,8 mln zł z tyt. otrzymania odsetek od urzędu skarbowego.

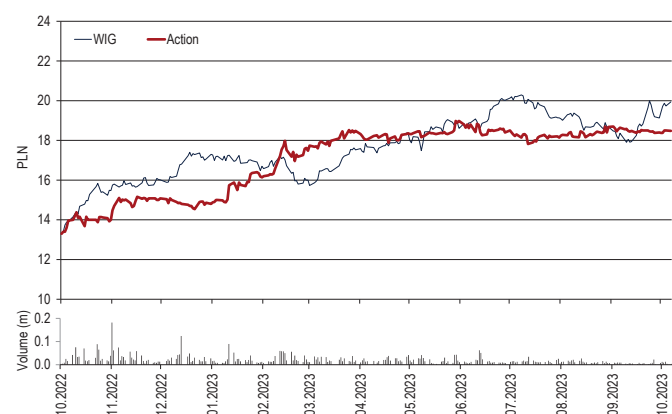
## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	2 367,0	2 520,9	2 665,9	2 808,4
EBITDA	mln zł	61,4	56,4	60,2	64,4
Skor. EBITDA	mln zł	61,4	56,4	60,2	64,4
EBIT	mln zł	52,8	46,6	50,2	54,2
Skor. EBIT	mln zł	52,8	46,6	50,2	54,2
Zysk netto	mln zł	49,0	39,1	42,4	45,3
Skor. zysk netto	mln zł	46,2	39,1	42,4	45,3
EPS	zł	2,3	2,1	2,4	2,6
Zmiana EPS r/r	%	-22	-10	16	7
FCFF	mln zł	-4,7	30,8	46,0	36,9
Dług netto*	mln zł	20,8	-11,2	-58,9	-97,2
Skor. P/E	x	8,0	8,8	7,6	7,1
Skor. P/CE	x	6,4	7,1	6,2	5,8
Skor. EV/EBITDA	x	5,6	5,5	4,4	3,5
Skor. EV/EBIT	x	6,5	6,7	5,3	4,2
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	zł	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	20,0	18,7	17,6	17,6

\* dług netto zawiera zobowiązania wobec wierzycieli objęte układem

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 3 kw. 2023 roku: 29 listopada 2023

wysokim poziomie, z uwagi na wysoką presję na koszty sprzedaży oczekujemy erozji wyników operacyjnych Spółki.

Biorąc pod uwagę zaraportowane miesięczne dane za lipiec, sierpień oraz wrzesień oczekujemy 12% dynamiki wzrostu przychodów r/r w III kw. 2023 do poziomu 643,5 mln zł. Spodziewamy się wzrostu przychodów z kategorii sprzętu IT połączonego ze wzrostem przychodów z pozostałych kategorii. Action zaraportował marżę brutto na sprzedaży w lipcu, sierpniu oraz wrześniu na poziomie 7,9%/ 7,6%/ 7,5%, wobec 7,2%/ 7,1%/ 7,2% w analogicznych miesiącach 2022 (dane wstępne). Zakładamy, że finalna marża brutto na sprzedaży będzie wyższa od danych wstępnych (jak to miało miejsce w poprzednich okresach) i wyniesie 8,5% wobec 8,6% w III kw. 2022.

Biorąc pod uwagę z jednej strony: (i) 12% wzrost przychodów (pozytywny efekt dźwigni operacyjnej), (ii) wysoką marżę brutto na sprzedaży oraz z drugiej strony (i) wysoką presję po stronach kosztów sprzedaży (koszty wynagrodzeń, logistyki, materiałów) szacujemy EBITDĘ Spółki w III kw. 2023 na poziomie 11,9 mln zł (tj. 6% spadku r/r). Prognozujemy tym samym spadek marży EBITDA do 1,8% (w dół o 0,4pp r/r). Zakładając amortyzację na poziomie 2,5 mln zł oczekujemy EBITu w wysokości 9,3 mln zł (spadek 11% r/r). W okresie bazowym zysk brutto Spółki został powiększony o zdarzenie jednorazowe tj. otrzymane odsetki od urzędu skarbowego w wysokości 3,4 mln zł.

Zakładając efektywną stopę podatkową na poziomie 19% prognozujemy skorygowany zysk netto Action w III kw. 2023 na poziomie 8,3 mln zł (12% spadku r/r).

### Skup akcji własnych

Action sukcesywnie realizuje skup akcji własnych. Środki na ten cel zostały po raz kolejny zwiększone przez ostatnie NWZA Spółki, które odbyło się w dniu 26 października 2023 roku do 43 mln zł z 35 mln zł uchwalonych poprzednio. W ramach Programu nabytych może zostać maksymalnie 2 500 000 akcji zaś maksymalna cena zakupu została podtrzymana na poziomie 35 zł za akcję. Na dzień 31 października Action posiada 696 086 akcji własnych co stanowi 3,715% udziału w kapitale Spółki i ogólnej liczbie głosów. Należy jednak pamiętać, iż Spółka umorzyła nabyte wcześniej akcje w ramach programu skupu akcji własnych w liczbie 1 300 000 sztuk. Zatem łączna liczba akcji nabytych od momentu rozpoczęcia realizowania programu wynosi 1 996 086 sztuk. Po umorzeniu ww. akcji kapitał Action dzieli się obecnie na 18 737 000 akcji. Prognozujemy, iż w związku z dalszym wykonaniem trwającego programu skupu akcji w przyszłym roku liczba akcji spółki zmniejszy się do poziomu 17 554 tys sztuk.

**Tabela 1. Action; Prognozy finansowe na III kw. 2023**

MSSF, skonsolidowane (mln zł)				Realizacja całorocznej prognozy w:							
	III kw. 23	III kw. 22	r/r	I-III kw. 23	I-III kw. 22	r/r	III kw. 2023	III kw. 2022	1-3 kw. 2023	1-3 kw. 2022	
Sprzedaż	643,5	577,1	12%	1 789,7	1 692,4	6%	26%	24%	71%	71%	
Zysk brutto na sprzedaży	54,8	49,7	10%	156,4	147,1	6%	25%	24%	70%	71%	
Marża zysku brutto na sprzedaży	8,5%	8,6%	-	8,7%	8,7%	-	-	-	-	-	
EBITDA	11,9	12,7	-6%	33,9	39,6	-15%	21%	21%	60%	65%	
Marża EBITDA	1,8%	2,2%	-	1,9%	2,3%	-	-	-	-	-	
EBIT	9,3	10,5	-11%	26,8	33,3	-20%	20%	20%	57%	63%	
Marża EBIT	1,4%	1,8%	-	1,5%	2,0%	-	-	-	-	-	
Zysk brutto	10,2	14,3	-29%	27,9	36,4	-23%	21%	24%	58%	62%	
Marża zysku brutto	1,6%	2,5%	-	1,6%	2,1%	-	-	-	-	-	
Skor. zysk brutto	10,2	10,9	-6%	27,9	33,0	-15%	21%	20%	58%	59%	
Skor. marża zysku brutto	1,6%	2,5%	-	1,6%	2,1%	-	-	-	-	-	
Zysk netto	8,3	12,2	-32%	22,7	30,0	-24%	21%	25%	58%	61%	
Skor. marża zysku netto	1,3%	2,1%	-	1,3%	1,8%	-	-	-	-	-	
Skor. zysk netto	8,3	9,5	-12%	22,7	27,2	-17%	21%	20%	58%	59%	
Skor. marża zysku netto	1,3%	2,1%	-	1,3%	1,8%	-	-	-	-	-	

Zysk brutto skorygowany o 3,4 mln zł z tyt. otrzymania odsetek od urzędu skarbowego

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 2. Action; Zmiany prognoz

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	2 520,9	2 520,9	0%	2 665,9	2 665,9	0%	2 808,4	2 808,4	0%
EBITDA	56,4	64,7	-13%	60,2	67,6	-11%	64,4	70,9	-9%
EBIT	46,6	55,1	-15%	50,2	57,9	-13%	54,2	60,9	-11%
Zysk netto	39,1	46,7	-16%	42,4	49,5	-14%	45,3	51,4	-12%
Dług netto	-11,2	-47,2	-76%	-58,9	-108,8	-46%	-97,2	-152,9	-36%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

## Prognozy finansowe

Po opublikowaniu przez Spółkę skonsolidowanego sprawozdania finansowego za 1 połowę 2023 roku oraz miesięcznych danych dotyczących sprzedaży oraz marży zysku brutto na sprzedaży za okres lipiec-wrzesień 2023 dokonaliśmy aktualizacji naszych prognoz finansowych dla Spółki. W dalszym ciągu oczekujemy wzrostu przychodów Spółki w 2023 roku dzięki rozszerzaniu oferty dostawców i odbiorców w zakresie różnorodnych grup produktowych oraz rozbudowie kanałów sprzedaży (np. wchodzenie na nowe platformy e-commerce). Niemniej jednak nasze obecne prognozy sprzedaży dla Action na rok 2023 i lata następne pozostają na niezmiennym poziomie. Zakładamy, że marża brutto na sprzedaży powinna być w dalszym ciągu wspierana poprzez: (i) rosnący udział sprzedaży B2C, czy (ii) zmiany miksów sprzedażowych (np. poprzez rosnący udział sprzedaży produktów spoza obszaru IT). Niemniej jednak prognozujemy, iż ze względu na presję na koszty operacyjne, jak wynagrodzenia, koszty logistyki, energii czy opakowań, pomimo wysokiej marży brutto na sprzedaży oraz dźwigni operacyjnej

Action doświadczy spadku poziomu rentowności EBITDA w 2023 roku rdr do 1,8% z 2,2% w 2022 roku. Nasze prognozy EBITDA dla Action na lata 2023/24/25 spadają odpowiednio o 13%/11%/9%. Oczekujemy, że w kolejnych latach pozycja bilansowa Spółki dzięki wygenerowanym przepływom z działalności operacyjnej i stopniowemu zmniejszaniu zobowiązań układowych będzie się dalej umacniać.

## Wycena

Po uwzględnieniu (i) aktualizacji prognoz finansowych, (ii) przesunięcia do przodu horyzontu wyceny w czasie (iii) zaktualizowania stopy wolnej od ryzyka oraz (iv) skupu akcji własnych, nasza 12-miesięczna wycena DCF dla Action spada o 2% do 22,2 zł na akcję. Wycena porównawcza z uwzględnieniem lokalnych i zagranicznych spółek wskazuje na 21,0 zł na akcję. Ostatecznie nasza docelowa 12-miesięczna wycena będąca kombinacją wyceny DCF oraz wyceny porównawczej w stosunku 50%-50% rośnie o 4% do 21,6 zł na akcję (poprzednio 20,8 zł na akcję).

Tabela 3. Action; Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			P/CE		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Asbis	2,2	2,1	1,8	2,3	2,2	1,9	3,4	3,5	3,5	3,1	3,2	3,2
ARROW ELECTRONICS INC	4,3	5,3	b.d.	4,7	5,9	b.d.	4,6	7,1	6,9	4,1	6,0	6,1
AVNET INC	4,8	5,0	5,5	5,4	5,5	6,2	6,0	6,3	7,4	5,2	5,3	6,2
ALSO HOLDING AG-REG	7,3	6,7	5,8	8,6	7,9	6,9	14,6	13,6	12,5	11,5	10,7	9,7
DATATEC LTD	4,3	4,1	3,8	6,5	6,5	5,3	15,8	12,4	10,6	6,1	5,1	5,2
ESPRINET SPA	1,3	0,7	0,2	1,6	0,8	0,2	7,4	5,9	4,9	5,5	4,5	3,9
INSIGHT ENTERPRISES	8,5	7,5	6,3	9,2	8,4	6,7	11,8	11,3	11,2	10,6	9,7	10,3
AB	3,7	3,5	3,5	4,0	3,9	3,8	4,0	3,9	3,6	3,8	4,0	3,7
<b>Mediana</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>10,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>
<b>Action</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>6,7</b>	<b>5,3</b>	<b>4,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>
<b>Implikowana wycena Action (zł)</b>	<b>17,9</b>	<b>22,4</b>	<b>23,3</b>	<b>19,0</b>	<b>22,2</b>	<b>22,8</b>	<b>21,2</b>	<b>22,2</b>	<b>20,5</b>	<b>19,0</b>	<b>21,1</b>	<b>20,0</b>
<b>Średnia implikowana wycena Action (zł)</b>	<b>21,0</b>											

Wskaźniki wg ceny z dnia 30 października 2023.

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Action; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Koszt kapitału własnego</b>											
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Nielewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Lewarowana beta	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,7%</b>
<b>Koszt długu</b>											
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Stawka CIT	19,0%	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>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>											
Udział kapitału akcyjnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	14,9%	14,6%	14,2%	13,9%	13,6%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	12,7%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,2%</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,7%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln PLN)</b>											
Sprzedaż	2 520,9	2 665,9	2 808,4	2 955,5	3 107,3	3 263,7	3 424,6	3 589,9	3 759,6	3 933,3	4 111,1
Zmiana (r/r)	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
EBIT	46,6	50,2	54,2	58,4	61,1	63,7	66,3	68,8	71,2	73,5	75,6
Zmiana r/r	-12%	8%	8%	8%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
NOPLAT	37,8	40,6	43,9	47,3	49,5	51,6	53,7	55,7	57,7	59,5	61,2
Zmiana r/r	-12%	8%	8%	8%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
Amortyzacja	9,8	10,0	10,2	10,4	10,7	10,9	11,1	11,4	11,6	11,9	12,1
Zmiana kapitału pracującego	14,6	9,3	-10,0	-15,7	-16,2	-16,7	-17,2	-17,7	-18,2	-18,6	-19,1
Nakłady inwestycyjne	-3,5	-6,8	-7,2	-7,6	-8,0	-8,4	-8,8	-9,2	-9,6	-10,1	-12,4
Skup akcji własnych	-27,8	-7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCFF</b>	<b>30,8</b>	<b>46,0</b>	<b>36,9</b>	<b>34,5</b>	<b>35,9</b>	<b>37,4</b>	<b>38,8</b>	<b>40,2</b>	<b>41,5</b>	<b>42,7</b>	<b>41,9</b>
<b>PV of FCFF</b>	<b>-</b>	<b>45,5</b>	<b>32,0</b>	<b>26,2</b>	<b>24,1</b>	<b>22,1</b>	<b>20,2</b>	<b>18,5</b>	<b>16,8</b>	<b>15,3</b>	<b>13,3</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Action; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	12,7%
Wartość rezydualna	361,5
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	114,6
Bieżąca wartość FCFF	233,9
<b>Wartość firmy</b>	<b>348,5</b>
Zadłużenie netto*	-11,2
Nieruchomości inwestycyjne na sprzedaż	30,0
Dywidendy	-
Wartość kapitału akcyjnego	389,7
Liczba akcji (mln)	17,6
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)</b>	<b>22,2</b>

\* dług netto zawiera zobowiązania wobec wierzycieli objęte układem

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Action; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym i średni ważony koszt kapitału

FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	12,3%	12,5%	12,7%	12,9%	13,1%
0,0%	21,8	21,7	21,6	21,5	21,4
0,5%	22,1	22,0	21,9	21,8	21,7
1,0%	22,4	22,3	22,2	22,1	22,0
1,5%	22,8	22,6	22,5	22,4	22,3
2,0%	23,2	23,0	22,9	22,7	22,6

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 7. Action; Podsumowanie Wyceny

	DCF FCFF	Wycena porównawcza
Waga	50%	50%
Wycena (zł na akcję)	22,2	21,0
<b>Średnia ważona wycena (zł na akcję)</b>	<b>21,6</b>	

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

## Sprawozdania finansowe

**Tabela 8. Bilans**

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Majątek trwały</b>	<b>145,7</b>	<b>144,9</b>	<b>143,9</b>	<b>137,6</b>	<b>134,4</b>	<b>131,4</b>
– wartości niematerialne i prawne	6,2	5,8	5,6	5,8	5,9	6,0
– rzeczowy majątek trwały	139,5	139,1	138,2	131,8	128,5	125,3
Wartość firmy	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Inwestycje długoterminowe	3,9	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	10,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>471,0</b>	<b>484,4</b>	<b>498,2</b>	<b>553,3</b>	<b>590,6</b>	<b>638,2</b>
– zapasy	190,9	250,0	263,9	259,5	274,5	289,1
– należności handlowe netto	175,5	181,8	178,3	202,3	192,6	202,9
– środki pieniężne i ekwiwalenty	104,6	52,6	56,0	91,4	123,5	146,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,8	0,8	0,9	0,9
Rozliczenia międzyokresowe czynne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa</b>	<b>630,6</b>	<b>635,7</b>	<b>648,0</b>	<b>696,9</b>	<b>731,0</b>	<b>775,7</b>
Kapitały własne	300,3	401,1	442,7	453,9	489,2	534,5
Rezerwy	1,4	1,9	5,2	4,9	5,3	5,6
Zobowiązania, w tym:	329,0	232,8	200,1	238,0	236,5	235,5
– odsetkowe	1,2	2,6	3,6	1,8	1,8	1,8
Rozliczenia międzyokresowe bierne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>630,6</b>	<b>635,7</b>	<b>648,0</b>	<b>696,9</b>	<b>731,0</b>	<b>775,7</b>
<b>Wskaźniki:</b>						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitał pracujący netto/ Aktywa ogółem	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Wskaźnik bieżący	2,1	3,4	4,0	3,5	3,4	3,4
Wskaźnik szybki	1,2	1,6	1,9	1,8	1,8	1,9
Sprzedaż/ Aktywa ogółem	3,5	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7
Sprzedaz/ Kapitał pracujący netto	232,4	19,2	10,6	10,7	11,6	11,4
Rotacja zapasów w dniach	33	38	43	42	40	40
Rotacja należności kr. w dniach	29	28	28	28	27	26
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	53	32	22	22	25	26
Cykl obrotu gotówki w dniach	9	34	49	47	42	40
ROA	31,5%	15,9%	7,6%	5,8%	5,9%	6,0%
ROE	92,1%	28,8%	11,6%	8,7%	9,0%	8,9%

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*

Tabela 9. Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 062,2</b>	<b>2 307,1</b>	<b>2 367,0</b>	<b>2 520,9</b>	<b>2 665,9</b>	<b>2 808,4</b>
Koszt sprzedanych towarów	-1 933,2	-2 105,4	-2 159,1	-2 298,9	-2 431,1	-2 560,9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>129,0</b>	<b>201,7</b>	<b>207,8</b>	<b>222,1</b>	<b>234,9</b>	<b>247,4</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-107,7	-130,5	-155,3	-177,8	-187,2	-195,8
Zysk na sprzedaży	21,3	71,2	52,5	44,2	47,7	51,6
Pozostałe przychody operacyjne	148,6	46,6	2,5	3,4	3,6	3,8
Pozostałe koszty operacyjne	-13,1	-1,6	-2,2	-1,1	-1,1	-1,2
EBITDA	165,0	124,3	61,4	56,4	60,2	64,4
Skor. EBITDA	26,3	80,6	61,4	56,4	60,2	64,4
<b>EBIT</b>	<b>156,8</b>	<b>116,1</b>	<b>52,8</b>	<b>46,6</b>	<b>50,2</b>	<b>54,2</b>
<b>Skor. EBIT</b>	<b>18,1</b>	<b>72,4</b>	<b>52,8</b>	<b>46,6</b>	<b>50,2</b>	<b>54,2</b>
Przychody finansowe	22,3	0,1	5,7	2,1	2,6	2,2
Koszty finansowe	-0,1	-2,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Pozostałe	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Zysk z działalności gospodarczej	179,1	113,6	59,0	48,3	52,3	55,9
Udział w spółkach konsolidowanych metodą praw własności	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	179,1	113,6	59,0	48,3	52,3	55,9
Skor. zysk brutto	18,4	69,9	55,6	48,3	52,3	55,9
Podatek dochodowy	5,4	-12,7	-10,0	-9,2	-9,9	-10,6
Zyski mniejszości	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>185,1</b>	<b>100,9</b>	<b>49,0</b>	<b>39,1</b>	<b>42,4</b>	<b>45,3</b>
<b>Skor. zysk netto</b>	<b>24,4</b>	<b>59,7</b>	<b>46,2</b>	<b>39,1</b>	<b>42,4</b>	<b>45,3</b>
<b>Marże:</b>						
Zysk brutto na sprzedaży	6,3%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Zysk na sprzedaży	1,0%	3,1%	2,2%	1,8%	1,8%	1,8%
Skor. EBITDA	1,3%	3,5%	2,6%	2,2%	2,3%	2,3%
Skor. EBIT	0,9%	3,1%	2,2%	1,8%	1,9%	1,9%
Skor. zysku przed opodatkowaniem	0,9%	3,0%	2,5%	1,9%	2,0%	2,0%
Skor. zysku netto	1,2%	2,6%	2,1%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>Wzrost:</b>						
Przychodów ze sprzedaży	26%	12%	3%	7%	6%	5%
Zysku na sprzedaży	b.z.	234%	-26%	-16%	8%	8%
Skor. EBITDA	b.z.	207%	-24%	-8%	7%	7%
Skor. EBIT	b.z.	300%	-27%	-12%	8%	8%
Skor. zysku przed opodatkowaniem	b.z.	280%	-20%	-18%	8%	7%
Skor. zysku netto	b.z.	145%	-22%	-20%	8%	7%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Przepływy pieniężne

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>23,6</b>	<b>-48,6</b>	<b>17,8</b>	<b>66,6</b>	<b>43,5</b>	<b>27,7</b>
Zysk netto	185,1	100,9	49,0	39,1	42,4	45,3
Amortyzacja	8,2	8,2	8,6	9,8	10,0	10,2
Zmiana w kapitale obrotowym	-170,4	-160,2	-42,2	14,6	9,3	-10,0
Pozostałe	0,8	2,6	2,5	3,1	-18,2	-17,8
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>5,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4,2</b>	<b>-5,0</b>
Wydatki inwestycyjne	-0,8	-5,9	-5,8	-3,5	-6,8	-7,2
Pozostałe	6,6	2,9	0,0	2,1	2,6	2,2
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-8,7</b>	<b>-29,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>0,0</b>
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia	-0,4	-0,4	-0,6	-1,8	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,1	-0,1	-8,0	-27,9	-7,1	0,0
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>28,9</b>	<b>-52,0</b>	<b>3,3</b>	<b>35,4</b>	<b>32,1</b>	<b>22,7</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

**Katalizatory**

1. Wzrost popytu na produkty związane z: (i) pracą zdalną – notebooki, tablety, infrastruktura sieciowa, (ii) organizacją czasu wolnego – produkty gamingowe, konsole, komputery, gry
2. Wzrost popytu na infrastrukturalne rozwiązania sieciowe (i) usługi w chmurze: przechowywanie danych, usługi obliczeniowe, (ii) związane z dynamicznym rozwojem e-commerce
3. Rozwój własnych sklepów e-commerce (krakvet.pl, sferis.pl, gram.pl) oraz marek własnych (Actina, ActiveJet)
4. Niskie zaangażowanie Action we współpracę z sieciami handlowymi, a jednocześnie wysokie zaangażowanie w rozproszoną bazę resellerów
5. Wzrost popytu ze strony sklepów internetowych w Polsce (współpraca z wieloma sklepami internetowymi w Polsce i zauważalny wzrost ich zapotrzebowania na towar) i za granicą (w EU współpraca z kilkuset sklepami internetowymi)
6. Dobra dostępność towarów i dwa różne kierunki cenowe
7. Wejście na nowe rynki zagraniczne
8. Zwiększanie udziału kanału B2C w miksie sprzedaży powinno wspierać rentowność

**Czynniki ryzyka**

1. Wolniejsze od spodziewanego tempo wzrostu rynku sprzętu IT – tj. wolniejsze od zakładanego tempo cyfryzacji gospodarki przekładające się na mniejszy popyt na sprzęt IT
2. Wojna cenowa na rynku dystrybucji w przypadku dużego spadku popytu przy jednoczesnym wysokim stanie zapasów u dystrybutorów
3. Potencjalne problemy z pozyskaniem wystarczającego finansowania dla dalszego szybkiego rozwoju Spółki czy uzyskaniem limitów ubezpieczeniowych
4. Zaburzenia w łańcuchach dostaw
5. Ryzyka związane z zaburzeniem rotacji towarów, zatorów płatniczych, starzenia się produktów, finansowania bieżącej sprzedaży przyszłymi zakupami
6. Zwiększanie kosztów usług logistycznych świadczonych przez firmy kurierskie
7. Ryzyko spadku popytu związane z wysoką inflacją i zmniejszaniem dochodu rozporządzalnego konsumentów
8. Zwiększone ryzyko kursowe towarzyszące dużej zmienności na rynku walutowym powodujące możliwość zanotowania zarówno nadzwyczajnych strat jak i zysków związanych dokonywanymi transakcjami w tym także transakcjami zabezpieczającymi ryzyko
9. Utrata umów dystrybucyjnych z producentami

**Przewagi konkurencyjne**

1. Rozbudowany asortyment i dostępność produktów
2. Brak sztywnych powiązań dystrybucyjnych w zakresie sprzedaży wielu produktów umożliwia prowadzenie elastycznej polityki cenowej poprzez umowy partnerskie
3. Relatywnie niskie zaangażowanie w sprzedaż do sieci handlowych – mniejsze drenowanie marży i mniejsze obciążenie dla kapitału obrotowego
4. Duży udział sprzedaży eksportowej
5. Silne portfolio marek własnych (Actina, ActiveJet, Actis, Sferis, Gram.pl)



## 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 memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

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

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	32	9	9	0	4
Procenty	41%	35%	10%	10%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	34	13	9	0	4
Procenty	35%	37%	14%	10%	0%	4%

## Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i 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	3
Procenty	29%	41%	6%	6%	0%	18%

### 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	3
Procenty	41%	18%	18%	6%	0%	18%

**Rekomendacje fundamentalne**

<b>Analitik</b>	<b>Rekomendacja</b>	<b>Data raportu</b>	<b>Data uaktualnienia</b>	<b>Data dystrybucji</b>	<b>Data wygaśnięcia</b>	<b>Wynik</b>	<b>Wynik relatywny</b>	<b>Cena w momencie wydania/aktualizacji*</b>	<b>Wycena w horyzoncie 12M</b>
Action									
-	Kupuj	-	19.01.2011	-	01.01.2012	12%	43%	16,80	23,40 -
-	-	→	-	28.01.2011	-	-	-	19,30	23,40 →
-	-	→	-	01.03.2011	-	-	-	19,40	23,40 →
-	-	→	-	24.03.2011	-	-	-	19,40	23,40 →
-	-	→	-	20.04.2011	-	-	-	20,25	23,40 →
-	-	→	-	11.05.2011	-	-	-	19,70	23,00 ↓
-	-	→	-	16.05.2011	-	-	-	19,25	23,00 →
-	-	→	-	20.06.2011	-	-	-	19,41	23,00 →
-	-	→	-	25.07.2011	-	-	-	19,10	23,00 →
-	-	→	-	31.07.2011	-	-	-	19,00	21,40 ↓
-	-	→	-	31.08.2011	-	-	-	16,00	20,00 ↓
-	-	→	-	03.10.2011	-	-	-	15,88	20,00 →
-	-	→	-	12.10.2011	-	-	-	15,81	20,00 →
-	-	→	-	24.10.2011	-	-	-	15,45	20,00 →
-	-	→	-	14.11.2011	-	-	-	18,10	20,00 →
-	-	→	-	11.12.2011	-	-	-	17,90	20,00 →
-	Kupuj	→	01.01.2012	-	29.02.2012	28%	15%	18,40	21,80 ↑
-	-	→	-	25.01.2012	-	-	-	20,07	21,80 →
-	Trzymaj	↓	29.02.2012	-	13.12.2012	1%	-10%	23,49	21,80 →
-	-	→	-	20.03.2012	-	-	-	22,21	21,80 →
-	-	→	-	15.04.2012	-	-	-	22,20	21,80 →
-	-	→	-	24.04.2012	-	-	-	22,50	23,20 ↑
-	-	→	-	14.05.2012	-	-	-	20,36	22,80 ↓
-	-	→	-	15.05.2012	-	-	-	20,55	22,80 →
-	-	→	-	21.06.2012	-	-	-	22,99	22,80 →
-	-	→	-	19.07.2012	-	-	-	21,67	22,80 →
-	-	→	-	24.07.2012	-	-	-	19,32	22,80 →
-	-	→	-	02.09.2012	-	-	-	20,02	22,80 →
-	-	→	-	10.10.2012	-	-	-	20,95	22,80 →
-	-	→	-	23.10.2012	-	-	-	19,70	22,80 →
-	-	→	-	14.11.2012	-	-	-	20,16	22,80 →
-	Kupuj	↑	13.12.2012	-	23.04.2013	26%	36%	23,00	27,80 ↑
-	-	→	-	23.01.2013	-	-	-	27,99	27,80 →
-	-	→	-	18.02.2013	-	-	-	29,16	27,80 →
-	-	→	-	21.03.2013	-	-	-	31,80	27,80 →
-	-	→	-	17.04.2013	-	-	-	29,50	27,80 →
-	Trzymaj	↓	23.04.2013	-	22.07.2013	31%	22%	28,99	31,00 ↑
-	-	→	-	15.05.2013	-	-	-	32,11	31,00 →
-	-	→	-	13.06.2013	-	-	-	35,68	29,50 ↓
-	-	→	-	17.06.2013	-	-	-	36,40	29,50 →
-	Kupuj	↑	22.07.2013	-	20.10.2013	43%	26%	36,50	44,90 ↑
-	-	→	-	25.07.2013	-	-	-	36,50	44,90 →
-	-	→	-	01.09.2013	-	-	-	48,35	44,90 →
-	Trzymaj	↓	20.10.2013	-	21.04.2014	-8%	-6%	52,35	55,90 ↑
-	-	→	-	14.11.2013	-	-	-	53,00	55,90 →
-	-	→	-	12.12.2013	-	-	-	48,80	55,90 →
-	-	→	-	21.01.2014	-	-	-	48,00	55,90 →
-	-	→	-	23.01.2014	-	-	-	47,50	47,40 ↓
-	-	→	-	17.02.2014	-	-	-	48,25	47,40 →
-	-	→	-	23.03.2014	-	-	-	46,00	47,40 →
-	-	→	-	13.04.2014	-	-	-	49,36	47,40 →
-	Kupuj	↑	21.04.2014	-	23.03.2015	16%	10%	48,00	55,50 ↑
-	-	→	-	15.05.2014	-	-	-	44,70	55,50 →
-	-	→	-	16.06.2014	-	-	-	44,70	55,50 →
-	-	→	-	16.07.2014	-	-	-	43,00	58,70 ↑
-	-	→	-	20.07.2014	-	-	-	42,63	58,70 →
-	-	→	-	18.08.2014	-	-	-	41,38	57,70 ↓
-	-	→	-	01.09.2014	-	-	-	42,01	57,70 →
-	-	→	-	14.10.2014	-	-	-	45,00	57,70 →
-	-	→	-	16.11.2014	-	-	-	44,66	57,70 →
-	-	→	-	14.12.2014	-	-	-	44,00	57,70 →
-	-	→	-	18.01.2015	-	-	-	47,20	57,70 →
-	-	→	-	10.02.2015	-	-	-	50,80	57,70 →
Jakub Viscardi	Trzymaj	↓	23.03.2015	-	24.03.2015	-34%	-32%	55,89	57,70 →
Jakub Viscardi	-	→	-	16.04.2015	17.04.2015	-	-	51,89	51,70 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	19.04.2015	20.04.2015	-	-	52,50	51,70 →
Jakub Viscardi	-	→	-	17.05.2015	18.05.2015	-	-	43,00	51,70 →
Jakub Viscardi	-	→	-	17.06.2015	17.06.2015	-	-	38,28	50,70 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	21.06.2015	22.06.2015	-	-	37,50	50,70 →
Jakub Viscardi	Sprzedaj	↓	16.07.2015	-	17.07.2015	-30%	-15%	36,09	31,70 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2015	01.09.2015	-	-	35,98	31,70 →
Jakub Viscardi	-	→	-	15.10.2015	16.10.2015	-	-	23,50	31,70 →
Jakub Viscardi	-	→	-	21.10.2015	22.10.2015	-	-	26,69	23,00 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	16.11.2015	17.11.2015	-	-	25,14	23,00 →
Jakub Viscardi	Trzymaj	↑	13.12.2015	-	14.12.2015	-65%	-66%	25,39	26,40 ↑
Jakub Viscardi	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	-	26,00	26,40 →
Jakub Viscardi	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	-	24,49	26,40 →
Jakub Viscardi	-	→	-	06.03.2016	07.03.2016	-	-	22,99	26,40 →
Jakub Viscardi	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	-	18,40	26,40 →
Jakub Viscardi	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	-	16,09	26,40 →
Jakub Viscardi	-	→	-	21.04.2016	22.04.2016	-	-	15,17	15,50 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	-	15,83	15,50 →
Jakub Viscardi	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	-	16,15	15,50 →
Jakub Viscardi	Sprzedaj	↓	24.07.2016	-	25.07.2016	-39%	-51%	9,00	7,50 ↓

**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2016	01.09.2016	-	-	5,50	7,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	19.09.2016	19.09.2016	-	-	5,16	6,50 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	-	6,86	6,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	26.10.2016	27.10.2016	-	-	6,20	5,80 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	-	6,36	5,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	-	4,07	4,70 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	-	4,77	4,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	-	4,35	4,70 →	
Jakub Viscardi	Zawieszona	-	19.02.2017	-	20.02.2017	-	-	4,45	-	
Jakub Viscardi	Kupuj	↑	06.09.2021	-	07.09.2021	16.08.2022	-4%	23%	14,60	20,70 -
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	16,15	20,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	15,00	20,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	13,30	22,60 ↑	
Jakub Viscardi	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	14,05	22,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	12,95	22,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	10,90	22,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	12,64	22,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	11,24	22,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	08.06.2022	09.06.2022	-	-	12,38	20,60 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	12,64	20,60 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	16.08.2022	-	16.08.2022	14.07.2023	32%	5%	14,02	20,60 →
Jakub Viscardi	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	13,40	20,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	13,44	20,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	13,96	20,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	15,02	19,40 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	14,54	19,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	15,74	19,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	17,52	19,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	18,46	19,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	16.05.2023	17.05.2023	-	-	18,02	20,80 ↑	
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	18,46	20,80 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	14.07.2023	-	14.07.2023	Nie później niż 14.07.2024	0%	-2%	18,48	20,80 →
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	18,20	20,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	18,52	20,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	01.11.2023	02.11.2023	-	-	18,40	21,60 ↑	

\* 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
Action							
-	Neutralnie	19.01.2011	-	-	31.07.2011	16,80	17%
-	→	-	28.01.2011	-	-	19,30	-
-	→	-	01.03.2011	-	-	19,40	-
-	→	-	24.03.2011	-	-	19,40	-
-	→	-	20.04.2011	-	-	20,25	-
-	→	-	11.05.2011	-	-	19,70	-
-	→	-	16.05.2011	-	-	19,25	-
-	→	-	20.06.2011	-	-	19,41	-
-	→	-	25.07.2011	-	-	19,10	-
-	Przeważaj	31.07.2011	-	-	21.06.2012	19,00	47%
-	→	-	31.08.2011	-	-	16,00	-
-	→	-	03.10.2011	-	-	15,88	-
-	→	-	12.10.2011	-	-	15,81	-
-	→	-	24.10.2011	-	-	15,45	-
-	→	-	14.11.2011	-	-	18,10	-
-	→	-	11.12.2011	-	-	17,90	-
-	→	-	01.01.2012	-	-	18,40	-
-	→	-	25.01.2012	-	-	20,07	-
-	→	-	29.02.2012	-	-	23,49	-
-	→	-	20.03.2012	-	-	22,21	-
-	→	-	15.04.2012	-	-	22,20	-
-	→	-	24.04.2012	-	-	22,50	-
-	→	-	14.05.2012	-	-	20,36	-
-	→	-	15.05.2012	-	-	20,55	-
-	Przeważaj	21.06.2012	-	-	15.05.2013	22,99	22%
-	→	-	19.07.2012	-	-	21,67	-
-	→	-	24.07.2012	-	-	19,32	-
-	→	-	02.09.2012	-	-	20,02	-
-	→	-	10.10.2012	-	-	20,95	-
-	→	-	23.10.2012	-	-	19,70	-
-	→	-	14.11.2012	-	-	20,16	-
-	→	-	13.12.2012	-	-	23,00	-
-	→	-	23.01.2013	-	-	27,99	-
-	→	-	18.02.2013	-	-	29,16	-
-	→	-	21.03.2013	-	-	31,80	-
-	→	-	17.04.2013	-	-	29,50	-
-	→	-	23.04.2013	-	-	28,99	-
-	Przeważaj	15.05.2013	-	-	15.05.2014	32,11	30%
-	→	-	13.06.2013	-	-	35,68	-
-	→	-	17.06.2013	-	-	36,40	-
-	→	-	22.07.2013	-	-	36,50	-
-	→	-	25.07.2013	-	-	36,50	-
-	→	-	01.09.2013	-	-	48,35	-
-	→	-	20.10.2013	-	-	52,35	-
-	→	-	14.11.2013	-	-	53,00	-
-	→	-	12.12.2013	-	-	48,80	-
-	→	-	21.01.2014	-	-	48,00	-
-	→	-	23.01.2014	-	-	47,50	-
-	→	-	17.02.2014	-	-	48,25	-
-	→	-	23.03.2014	-	-	46,00	-
-	→	-	13.04.2014	-	-	49,36	-
-	→	-	21.04.2014	-	-	48,00	-
-	Przeważaj	15.05.2014	-	-	23.03.2015	44,70	17%
-	→	-	16.06.2014	-	-	44,70	-
-	→	-	16.07.2014	-	-	43,00	-
-	→	-	20.07.2014	-	-	42,63	-
-	→	-	18.08.2014	-	-	41,38	-
-	→	-	01.09.2014	-	-	42,01	-
-	→	-	14.10.2014	-	-	45,00	-
-	→	-	16.11.2014	-	-	44,66	-
-	→	-	14.12.2014	-	-	44,00	-
-	→	-	18.01.2015	-	-	47,20	-
-	→	-	10.02.2015	-	-	50,80	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	23.03.2015	-	-	16.04.2015	55,89	-10%
Jakub Viscardi	Niedoważaj	16.04.2015	-	17.04.2015	13.12.2015	51,89	-38%
Jakub Viscardi	→	-	19.04.2015	20.04.2015	-	52,50	-
Jakub Viscardi	→	-	17.05.2015	18.05.2015	-	43,00	-
Jakub Viscardi	→	-	17.06.2015	17.06.2015	-	38,28	-
Jakub Viscardi	→	-	21.06.2015	22.06.2015	-	37,50	-
Jakub Viscardi	→	-	16.07.2015	17.07.2015	-	36,09	-
Jakub Viscardi	→	-	31.08.2015	01.09.2015	-	35,98	-
Jakub Viscardi	→	-	15.10.2015	16.10.2015	-	23,50	-
Jakub Viscardi	→	-	21.10.2015	22.10.2015	-	26,69	-
Jakub Viscardi	→	-	16.11.2015	17.11.2015	-	25,14	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	13.12.2015	-	14.12.2015	06.03.2016	25,39	-14%
Jakub Viscardi	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	26,00	-
Jakub Viscardi	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	24,49	-
Jakub Viscardi	Niedoważaj	06.03.2016	-	07.03.2016	19.02.2017	22,99	-85%
Jakub Viscardi	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	18,40	-
Jakub Viscardi	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	16,09	-
Jakub Viscardi	→	-	21.04.2016	22.04.2016	-	15,17	-
Jakub Viscardi	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	15,83	-
Jakub Viscardi	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	16,15	-
Jakub Viscardi	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	9,00	-

**Rekomendacje relatywne (kontynuacja)**

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny	
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2016	01.09.2016	-	5,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	19.09.2016	19.09.2016	-	5,16	-
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	6,86	-
Jakub Viscardi	-	→	-	26.10.2016	27.10.2016	-	6,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	6,36	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	4,07	-
Jakub Viscardi	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	4,77	-
Jakub Viscardi	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	4,35	-
Jakub Viscardi	Zawieszona	-	19.02.2017	-	20.02.2017	-	4,45	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	↑	06.09.2021	-	07.09.2021	16.08.2022	14,60	23%
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	16,15	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	15,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	13,30	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	14,05	-
Jakub Viscardi	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	12,95	-
Jakub Viscardi	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	10,90	-
Jakub Viscardi	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	12,64	-
Jakub Viscardi	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	11,24	-
Jakub Viscardi	-	→	-	08.06.2022	09.06.2022	-	12,38	-
Jakub Viscardi	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	12,64	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	→	16.08.2022	-	16.08.2022	04.12.2022	14,02	7%
Jakub Viscardi	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	13,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	13,44	-
Jakub Viscardi	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	13,96	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	↓	04.12.2022	-	05.12.2022	Nie później niż 04.12.2023	15,02	-4%
Jakub Viscardi	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	14,54	-
Jakub Viscardi	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	15,74	-
Jakub Viscardi	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	17,52	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	18,46	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.05.2023	17.05.2023	-	18,02	-
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	18,46	-
Jakub Viscardi	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	18,48	-
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	18,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	18,52	-
Jakub Viscardi	-	→	-	01.11.2023	02.11.2023	-	18,40	-

\* 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: 2 listopada 2023 r., godz. 7:25.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 listopada 2023 r., godz. 7:35.

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#action>.

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#action>.

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)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra konsumpcyjne,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

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

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

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

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja,  
dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
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