

6/2024/GPW (13) 26 marca 2024

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

SEKO

Rekomendowane działanie	2
Wyniki IV kw. 2023 roku	2
Prognoza na 2024 rok	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Prognozy na przyszłe lata	3
Dywidenda	3
Wycena	3
Sprawozdania finansowe	5
Katalizatory	6
Czynniki ryzyka	6
Przewagi konkurencyjne	6
Zastrzeżenia prawne	7

6/2024/GPW (13) 26 marca 2024

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

Analityk: Mikołaj Stępień

SEKO

Sektor: Dobra podstawowe

Bloomberg: SEK PW

Kurs: 12,90 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 18,9 zł (↑)

Kapitalizacja: 21,6 mln US\$

Średni obrót dzienny: 0,01 mln US\$

12M przedział kursowy: 5,55-13,30 zł

Free float: 38%

Rekomendowane działanie

W 2024 roku, wraz z poprawą siły nabywczej konsumentów, spodziewamy się wzrostu wolumenów sprzedaży SEKO. W bieżącym roku spodziewamy się wyższej r/r sprzedaży i podobnej r/r rentowności (wyłączając zdarzenia jednorazowe). Liczymy, że negatywny wpływ szybkiego wzrostu wynagrodzeń będzie skompensowany instalacją kogeneratora, który obniży koszty zużycia energii. W związku z rekordowymi wynikami 2023 roku, spodziewamy się rekordowej dywidendy w wysokości 1,12 zł na akcję, co implikuje wysoką jednocyfrową stopę dywidendy. Wskutek podniesienia naszych prognoz na przyszłe lata, nasza wycena akcji SEKO rośnie do 18,9 zł (z 16,3 zł poprzednio).

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

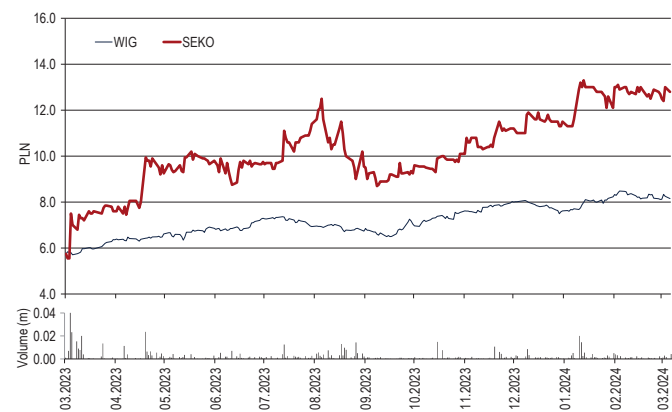
MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	PLN m	261,1	268,7	276,6	284,7
EBITDA	PLN m	24,4	22,7	23,5	24,2
EBIT	PLN m	17,6	15,7	16,4	17,0
Zysk netto	PLN m	14,9	12,4	13,2	14,0
EPS	PLN	2,25	1,87	1,99	2,10
Zmiana EPS r/r	%	234,9	-16,7	6,5	5,5
Dług netto	PLN m	1,6	-4,9	-10,2	-15,8
P/E	x	5,7	6,9	6,5	6,1
P/CE	x	3,9	4,4	4,2	4,1
EV/EBITDA	x	3,6	3,6	3,2	2,9
EV/EBIT	x	5,0	5,1	4,6	4,1
DPS	PLN	0,33	1,12	0,94	1,00
Stopa dywidendy brutto	%	2,6	8,7	7,3	7,8
Liczba akcji (koniec okresu)	m	6,7	6,7	6,7	6,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wyniki IV kw. 2023 roku

Wyniki IV kw. 2023 roku okazały się nieco lepsze od naszych oczekiwań. Przychody wyniosły 83 mln zł (+1%) i były zgodne z naszymi prognozami. EBITDA wyniosła 11 mln zł (-3% r/r), EBIT 9 mln zł (-5% r/r), lekko przekraczając oczekiwania. Uzyskane marże były niższe r/r, jednak nadal satysfakcjonujące. Zysk netto wyniósł prawie 8 mln zł (+2% r/r), przewyższając naszą prognozę. Spółka odnotowała ujemne przepływy operacyjne (2,7 mln zł) w IV kw. 2023 roku, co jest normalnym, sezonowym zjawiskiem w branży przetwórstwa rybnego. Łączne przepływy operacyjne w 2023 roku wyniosły 12,3 mln zł, wydatki inwestycyjne 11 mln zł (uwzględniając zaliczki na środki trwałe), co implikuje wolne przepływy pieniężne w całym roku na poziomie 1,3 mln zł. Dług netto na koniec 2023 roku wyniósł 1,6 mln zł (uwzględniając długoterminowe obligacje skarbowe).

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja raportu na I półrocze 2023: 25 sierpnia
2. Publikacja raportu za III kw. 2023: 3 listopada
3. Skonsolidowane wyniki finansowe za IV kw. 2023: 22 marca 2024

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowane wyniki finansowe za I kw. 2024: 7 maja

Prognoza na 2024 rok

W 2024 roku spodziewamy się wzrostu wolumenów sprzedaży SEKO dzięki poprawiającej się sile nabywczej konsumentów. W tym roku Wielkanoc

wypada 31 marca, w związku z czym oczekujemy wyraźnie większej koncentracji przychodów w I kw. względem II kw. (podobnie jak rok temu, gdy Wielkanoc wypadła 9 kwietnia). Spodziewamy się, że w I kw. rentowność będzie pod pewną presją

w związku z silną podwyżką płacy minimalnej obowiązującą od początku roku (+18%). Wpływ wzrostu kosztów wynagrodzeń powinien być natomiast zneutralizowany w drugiej połowie roku wraz z uruchomieniem kogeneratora, który obniży koszty zużycia energii (jego uruchomienia spodziewamy się w I poł. 2024 roku). Sumarycznie w 2024 roku oczekujemy podobnej rentowności r/r, wyłączając nadzwyczajne przychody z dotacji ARiMR uzyskane w 2023 roku (1,8 mln zł). W 2023 roku Spółka osiągnęła również przychody finansowe z tytułu różnic kursowych i zmian wyceny obligacji (łącznie 1,5 mln zł), których co do zasady nie prognozujemy w 2024 roku. Podsumowując, w 2024 roku oczekujemy sprzedaży/ EBITDA/ EBIT/ zysku netto w wysokości 269/ 23/ 16/ 12 mln zł.

Prognozy na przyszłe lata

W związku z podwyżką prognozy na 2024 rok, konsekwentnie podwyższamy również prognozy na kolejne lata.

Dywidenda

SEKO posiada wieloletnią tradycję wypłaty około połowy zysku netto w formie dywidendy. Wobec 2,25 zł zysku na akcję osiągniętego w 2023 roku, spodziewamy się rekordowej dywidendy na akcję w wysokości 1,12 zł, zauważalnie powyżej naszych dotychczasowych założeń (0,92 zł). Przy obecnym kursie akcji implikowałoby to wysoką jednocyfrową stopę dywidendy.

Wycena

Na naszą wycenę DCF pozytywnie wpływa (i) podniesienie prognoz na lata przyszłe i (ii) przesunięcie horyzontu wyceny w czasie. Ostatecznie nasza wycena DCF rośnie do 15,8 zł na akcję (poprzednio 13,0 zł). Wyższe mnożniki porównywalnych spółek skutkują podwyższeniem wyceny porównawczej do 21,9 zł na akcję (poprzednio 19,7 zł). Nasza ostateczna 12-miesięczna wycena końcowa (będąca złożeniem wyceny DCF i wyceny porównawczej w stosunku 50%-50%) rośnie o 16% do 18,9 zł na akcję (poprzednio 16,3 zł).

Tabela 1. SEKO; Wycena metodą porównawczą

Spółka	Kapitalizacja (mln USD)	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/CE		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Rybołówstwo													
MOWI ASA	9 540	11,8	11,0	10,5	7,2	6,8	6,6	9,7	9,1	8,7	9,3	7,6	7,2
SALMAR ASA	8 717	17,9	16,2	15,2	10,6	9,4	8,8	12,5	10,9	9,9	23,1	13,9	12,8
GRIEG SEAFOOD ASA	717	12,5	8,4	7,5	6,8	5,3	5,0	9,9	7,2	6,8	7,6	6,4	5,1
BAKKAFROST P/F	3 793	19,1	16,3	14,6	10,7	9,5	8,7	14,4	12,5	11,4	23,8	19,2	17,1
LEROY SEAFOOD GROUP ASA	2 642	11,4	10,0	9,3	6,4	5,8	5,6	8,8	7,8	7,4	9,5	6,9	6,4
ZHANJIANG GUOLIAN AQUATIC-A	653	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
ICE FISH FARM AS	297	14,7	7,9	6,9	8,7	5,9	5,5	12,1	7,4	6,6	51,2	7,4	5,8
Przetwórstwo rybne													
ATLANTIC SAPPHIRE ASA	70	b.d.	b.d.	2,7	b.d.	4,9	1,9	b.d.	41,4	3,4	neg.	neg.	43,8
THAI UNION GROUP PCL	1 764	11,5	10,4	11,0	9,7	9,2	8,8	14,9	13,7	13,0	7,0	6,2	5,8
NISSUI CORP	2 031	14,7	13,6	12,3	10,2	9,2	8,7	18,1	16,1	14,8	b.d.	b.d.	b.d.
TOYO SUISAN KAISHA LTD	7 064	19,8	18,4	18,0	11,3	10,5	10,1	14,4	13,2	12,9	23,0	16,1	15,2
HIGH LINER FOODS INC	307	7,5	6,1	6,2	5,7	5,2	5,1	7,7	7,0	6,7	b.d.	b.d.	b.d.
Mediana		13,6	10,7	10,5	9,2	6,8	6,6	12,3	10,9	8,7	16,2	7,5	7,2
SEKO	21	6,8	6,4	6,1	3,5	3,2	2,9	5,1	4,6	4,1	4,4	4,2	4,0
Premia/ dyskonto		-50%	-40%	-42%	-62%	-53%	-56%	-58%	-58%	-53%	-73%	-44%	-44%
Implikowana wartość 1 akcji SEKO (zł)		25,4	21,2	22,1	32,2	25,6	26,3	29,8	28,4	24,7	47,4	22,9	22,8
Średnia implikowana wartość 1 akcji SEKO po 20% dyskoncie (zł)		21,9											

Mnożniki spółek porównywalnych liczone na podstawie cen zamknięcia z 25.03.2024.

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 2. SEKO; Model DCF

Prognozy finansowe (mln zł)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Sprzedaż	268,7	276,6	284,7	293,0	301,5	310,3	319,4	328,8	338,4	348,3
EBIT	15,7	16,4	17,0	17,7	18,4	19,1	19,8	20,6	21,4	22,2
NOPLAT	12,8	13,3	13,8	14,3	14,9	15,5	16,1	16,7	17,3	18,0
Amortyzacja	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	8,0
Zmiana kapitału pracującego	2,2	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Wydatki inwestycyjne	-7,8	-8,0	-8,1	-8,3	-8,4	-8,6	-8,8	-9,0	-9,1	-9,3
FCFF	14,1	11,5	12,0	12,4	12,9	13,4	13,9	14,4	15,0	15,5
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Koszt kapitału własnego	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział kapitału akcyjnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Składana stopa dyskontowa	1,00	0,92	0,82	0,73	0,65	0,58	0,52	0,46	0,41	0,37
Wskaźnik dyskonta	1,00	1,09	1,22	1,37	1,53	1,72	1,93	2,16	2,42	2,71
Bieżąca wartość FCFF	-	10,6	9,8	9,1	8,4	7,8	7,2	6,7	6,2	5,7
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym										1,0%
WACC w okresie rezydualnym										11,5%
Wartość rezydualna										149,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej										55,2
Bieżąca wartość FCFF										71,5
Wartość firmy										
Zadłużenie netto										-4,9
Dywidenda										0,0
Wartość kapitału akcyjnego										131,5
Liczba akcji (m)										6,7
Wycena 1 akcji przed dyskontem (zł)										19,8
Dyskonto										20%
Wycena 1 akcji po dyskoncie (zł)										15,8

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. SEKO; Zmiany prognoz DM BOŚ

	2024P			2025P			2026P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	268,7	263,3	2%	276,6	268,6	3%	284,7	275,6	3%
EBITDA	22,7	21,0	8%	23,5	21,5	9%	24,2	22,0	10%
EBIT	15,7	13,9	13%	16,4	14,3	14%	17,0	14,8	15%
Zysk netto	12,4	11,1	12%	13,2	11,6	14%	14,0	12,2	14%
Dług netto	-4,9	-1,0	386%	-10,2	-6,1	67%	-15,8	-12,4	27%

Źródło: DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe

Tabela 4. SEKO; Bilans

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Majątek trwały	69,7	67,6	72,3	73,1	73,9	74,9
Aktywa finansowe	0,0	15,9	10,0	10,0	10,0	10,0
Majątek obrotowy	59,8	56,9	57,5	71,1	77,3	83,8
- zapasy	13,8	16,0	13,9	18,8	19,4	19,9
- należności handlowe	30,3	39,9	42,4	45,7	47,0	48,4
- środki pieniężne	15,8	1,0	1,2	6,6	10,9	15,5
Pozostałe	0,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
Aktywa	130,3	141,4	140,8	155,2	162,4	169,8
Kapitał własny	74,5	79,0	91,7	96,7	103,7	111,0
Zobowiązania, w tym:	32,0	29,6	24,5	23,6	22,7	21,8
- handlowe	23,9	32,7	24,6	34,9	36,0	37,0
- odsetkowe	20,7	18,4	12,8	11,8	10,8	9,8
- pozostałe	11,3	11,2	11,7	11,8	11,9	12,0
Pasywa	130,3	141,4	140,8	155,2	162,4	169,8

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA
Tabela 5. SEKO; Rachunek wyników

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	195,6	230,2	261,1	268,7	276,6	284,7
Koszt własny sprzedaży	-168,1	-195,1	-214,5	-222,1	-228,6	-235,3
Zysk brutto na sprzedaży	27,5	35,0	46,6	46,6	48,0	49,4
Koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i pozostałe	-27,2	-28,9	-29,0	-30,9	-31,6	-32,4
EBITDA	6,6	12,8	24,4	22,7	23,5	24,2
EBIT	0,2	6,1	17,6	15,7	16,4	17,0
Przychody finansowe	0,6	0,9	2,2	0,6	0,8	0,9
Koszty finansowe	-0,6	-1,5	-1,4	-0,9	-0,8	-0,7
Zysk brutto	0,3	5,5	18,3	15,4	16,4	17,2
Podatek dochodowy	-0,0	-1,1	-3,4	-2,9	-3,1	-3,3
Zysk netto	0,2	4,5	14,9	12,4	13,2	14,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA
Tabela 6. SEKO; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	5,1	8,8	12,3	22,1	19,6	20,1
Zysk netto	0,2	4,5	14,9	12,4	13,2	14,0
Amortyzacja	6,4	6,7	6,9	7,0	7,1	7,2
Zmiana majątku obrotowego	-2,1	-3,2	-10,0	2,1	-0,9	-0,9
Pozostałe	0,6	0,9	0,5	0,5	0,1	-0,1
Przepływy inwestycyjne	-9,0	-19,9	-3,7	-7,8	-8,0	-8,1
Nakłady inwestycyjne	-9,4	-4,8	-11,0	-7,8	-8,0	-8,1
Pozostałe	0,4	-15,1	7,3	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-10,2	-3,7	-8,5	-8,8	-7,3	-7,4
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-7,3	-2,2	-4,8	-1,0	-1,0	-1,0
Wypłata dywidend	-2,3	0,0	-2,2	-7,4	-6,3	-6,7
Pozostałe	-0,6	-1,5	-1,5	-0,4	-0,0	0,2
Zmiana środków pieniężnych za rok	-14,1	-14,8	0,2	5,4	4,3	4,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. SEKO; Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS	0,03	0,67	2,25	1,87	1,99	2,10
Sprzedaż (mln zł)	195,6	230,2	261,1	268,7	276,6	284,7
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	14,0%	15,2%	17,8%	17,4%	17,4%	17,4%
EBIT (mln zł)	0,2	6,1	17,6	15,7	16,4	17,0
EBITDA (mln zł)	6,6	12,8	24,4	22,7	23,5	24,2
Zysk netto (mln zł)	0,2	4,5	14,9	12,4	13,2	14,0
Dług netto (mln zł)	4,9	1,6	1,6	-4,9	-10,2	-15,8
Wartość księgową na 1 akcję	11,21	11,88	13,79	14,54	15,59	16,70
Dywidenda na 1 akcję	0,34	0,00	0,33	1,12	0,94	1,00
ROE	0,3%	5,8%	17,5%	13,2%	13,2%	13,0%
ROA	0,2%	3,3%	10,6%	8,4%	8,3%	8,4%
Amortyzacja (mln zł)	6,4	6,7	6,9	7,0	7,1	7,2
FCF (mln zł)	-4,3	4,1	1,3	14,3	11,6	12,0
CAPEX (mln zł)	9,4	4,8	11,0	7,8	8,0	8,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Katalizatory

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

Czynniki ryzyka

1. Wzrosty cen energii i surowców
2. Utrata przychodów na rzecz konkurencji
3. Niekorzystne zmiany kursów walut
4. Dalsze wzrosty kosztów zatrudnienia
5. Utrata kluczowych klientów

Przewagi konkurencyjne

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

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	45	22	10	9	1	4
Procenty	49%	24%	11%	10%	1%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	36	14	9	1	4
Procenty	30%	40%	15%	10%	1%	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.

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

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

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

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	8	4	1	1	0	3
Procenty	47%	24%	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	5	6	2	1	0	3
Procenty	29%	35%	12%	6%	0%	18%

Recommendation tracker

Analityk	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
SEKO								
Mikołaj Stępień	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	04.09.2023	-	04.09.2023	11,20	16,30	–
Mikołaj Stępień	-	-	-	12.10.2023	12.10.2023	9,25	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	25.10.2023	25.10.2023	9,55	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	06.11.2023	06.11.2023	10,00	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	07.12.2023	07.12.2023	10,40	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	10.12.2023	11.12.2023	10,80	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	09.01.2024	09.01.2024	11,60	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	01.02.2024	01.02.2024	13,30	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	19.02.2024	20.02.2024	12,10	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	29.02.2024	29.02.2024	12,70	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	24.03.2024	25.03.2024	13,00	16,30	→
Mikołaj Stępień	-	-	-	26.03.2024	27.03.2024	12,90	18,90	↑

* 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: 27 marca 2024 r., godz. 7:30.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 27 marca 2024 r., godz. 7:40.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2024 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