

Analitycy: Sobięstaw Pająk, CFA, Sylwia Jaśkiewicz, CFA,
Tomasz Rodak, CFA, Łukasz Prokapiuk, CFA,
Michał Sobolewski, CFA, FRM, Jakub Viscardi,
Maciej Wewiórski

Strategia dla rynków akcji na 2022 rok

Zmniejszając dawkę

Obecna hossa na rynku akcji (będąca, naszym zdaniem, w swym późnym bądź bardzo późnym etapie) była napędzana przez dwa kluczowe czynniki: wzrost zysków spółek oraz akceptację przez inwestorów coraz wyższych mnożników wyceny (co, z kolei, miało źródło w ultrałagodnej polityce monetarnej – programach luzowania ilościowego oraz „zerowych” stopach procentowych). Okres charakteryzujący się (w obecnym cyklu) najwyższym tempem wzrostu (tak gospodarczego, jak i zysków korporacyjnych) już najprawdopodobniej się zakończył, a tegoroczne „wyszczały” inflacji oznaczają zacieśnianie polityki monetarnej (wygaszanie programów skupu aktywów, podwyżki stóp procentowych). Uważamy, że kluczowym momentem dla rynku akcji (potencjalnie punktem zwrotnym) może być zakończenie procesu *taperingu* w Stanach (połowa 2022 roku przy utrzymaniu dotychczasowego tempa wygaszania procesu skupu, wcześniej – w przypadku przyspieszenia tempa tego procesu); wówczas podwyżki stóp procentowych w Stanach staną się możliwe i będzie bardziej widoczne niż obecnie, w jakim stopniu (ze swych szczytów z przełomu bieżącego i przyszłego roku) obniży się inflacja (pozostając jednak znacząco powyżej celu).

Pojawienie się nowej mutacji koronawirusa (Omikron) jest złą wiadomością, gdyż sygnalizuje możliwość wystąpienia kolejnych ograniczeń dla wzrostu gospodarczego w momencie, gdy dostępne decydującym buforom mogące zneutralizować ten wpływ są znacznie mniejsze, niż na początku 2020 roku. Wysoka inflacja dodatkowo utrudnia sytuację – nie można jednocześnie walczyć z inflacją i stymulować wzrost gospodarczy; banki centralne będą musiały dokonać wyboru.

Wraz z przesunięciem akcentów ze stymulowania wzrostu w kierunku walki z inflacją pogarszają się (*ceteris paribus*) perspektywy zwrotów z akcji, a ich atrakcyjność jako klasy aktywów obniża się. Dodatkowo, wraz z przejściem rynku akcji z fazy odbicia po ataku „czarnego łabędzia” (recesja wywołana pandemią), kiedy „przyptyły podnosił wszystkie (lub prawie wszystkie) łodzi” (ceny akcji spółek), do fazy dojrzałego wzrostu (charakteryzującej się wolniejszą – i bardziej zróżnicowaną pomiędzy poszczególnymi spółkami – dynamiką zysków korporacyjnych, niż w poprzedniej fazie); selekcja akcji w 2022 roku będzie, naszym zdaniem, miała dużo większe znaczenie niż w bieżącym roku (kiedy, w większości przypadków, wystarczyło „kupić rynek”, aby

zrealizować satysfakcjonującą stopę zwrotu). Reasumując, osiągnięcie satysfakcjonujących stóp zwrotu z akcji w przyszłym roku będzie, w naszej ocenie, dużo większym wyzwaniem niż w kończącym się roku.

▲ **Dług, dług, dług ... państwa/ korporacje/gospodarstwa domowe.** Stymulacja fiskalna podczas pandemii spowodowała wyniesienie długów państw na nowe wyżyny (do ok. 125% w relacji do PKB w przypadku gospodarek rozwiniętych i ok. 65% w relacji do PKB dla gospodarek wschodzących i rozwijających się – czyli poziomów wyższych, odpowiednio, o około 20 p.p. i ponad 10 p.p. niż przed pandemią). Relacja odsetek do przychodów budżetowych (średnio ok. 5% dla państw rozwiniętych i ok. 10% dla gospodarek wschodzących) wskazuje na zmniejszającą się przestrzeń fiskalną i zmniejszające się bufony bezpieczeństwa dla większości krajów – ich dług państwowy może stać się uciążliwy przy znacznie wyższych stopach oprocentowania. Z drugiej strony, wspomagane polityką monetarną i fiskalnego wsparcia o bezprecedensowej skali w ciągu owych 2 lat, przedsiębiorstwa umocniły się w ujęciu zbiorczym, zarówno na poziomie bilansów, jak i wyników finansowych (zyski korporacyjne przekroczyły poziom sprzed pandemii w znaczącej części gospodarek). W ujęciu zbiorczym kondycja finansowa gospodarstw domowych także się poprawiła i obecnie jest lepsza niż przed globalnym kryzysem finansowym.

▲ **Inflacja – naprawdę „przejściowa”?** W roku bieżącym inflacja, osiągająca najwyższy od lat poziom, stała się jednym z głównych tematów. Ze strony banków centralnych w przeważającej części bieżącego roku płynął przekaz, że jest to zjawisko „przejściowe” (spowodowane przez czynniki, które „wkrótce zanikną” (niedobory podaży, bezpośrednie programy stymulacyjne, uwolnienie „nadwyżek” oszczędności, zaspokajanie odroczonego popytu konsumpcyjnego) oraz efektu bazy). Wprawdzie oczekujemy zejścia inflacji ze szczytów oczekiwanych w I kw. 2022 roku, jednak uważamy, że może ona utrzymać się na podwyższonym poziomie (względem celów banków centralnych) przez lata (wyższa tolerancja inflacji po stronie banków centralnych, skłonność polityków do maksymalizacji wydatków w krótkim terminie (przekonanie, że „polityka oszczędności jest zła, a programy stymulacyjne są dobre”), deglobalizacja oraz procesy demograficzne z jednej strony (czynniki działające proinflacyjnie) względem samego postępu technologicznego (działającego z reguły antyinflacyjnie) z drugiej strony).

▲ **Amerykański rynek akcji.** Po 2-letnim cyklu „pandemicznym” zyski korporacyjne amerykańskich spółek są wyższe niż przed wybuchem pandemii, ale jeszcze wyższa (względem poziomu sprzed pandemii) jest ich wycena wg mnożników P/E (nie wspominając o mnożnikach P/BV) wzmacniana luzowaniem ilościowym i „zerowymi” stopami procentowymi. Zapoczątkowany przez Fed w listopadzie proces ograniczania skali skupu obligacji i nadchodzące podwyżki stóp procentowych (możliwe od II poł. 2022 roku lub wcześniej, w zależności od momentu zakończenia procesu wygaszania skupu obligacji) powinny obniżyć akceptowane przez inwestorów mnożniki przyszłych zysków, po których wyceniane są akcje amerykańskich spółek (skutkując jego procentową zmianą poniżej wzrostu EPS), jednak nie powinny – naszym zdaniem – „wykoleić” indeksu S&P 500, pod warunkiem, że (i) oczekiwania odnośnie stóp procentowych w długim okresie nie przekroczą znacząco poziomu ok. 2,5% oraz że (ii) bieżące oczekiwania zysków korporacyjnych nie obniżą się istotnie.

Pragniemy zauważyć, że uwarunkowania, które historycznie zapowiadały rynek niedźwiedzia w Stanach, obecnie nie występują: (i) krzywa rentowności nie uległa odwróceniu, (ii) polityka monetarna, wprawdzie „ciaśniejsza” niż obecnie, to w przewidywalnej przyszłości pozostanie najprawdopodobniej relatywnie gołębia (przynajmniej oceniając względem historycznych standardów znaczenia słowa „gołębi”; recesje w Stanach potrzebowały dodatknych realnych stóp procentowych, podczas gdy prawdopodobna droga zacieśniania polityki monetarnej przez FOMC implikuje ujemne realne stopy procentowe do końca 2024 roku i tylko marginalnie dodatnie w okresie późniejszym), (iii) wyceny spółek, choć wysokie, można nadal uzasadnić (choć tylko pod pewnymi warunkami) oraz (iv) zestaw wyprzedzających wskaźników, który w przeszłości dobrze z reguły sygnalizował zbliżającą się recesję i rynek niedźwiedzia, w chwili obecnej nie generuje sygnałów ostrzegawczych. Uważamy, że są dwa główne czynniki, które mogłyby zmienić powyższą diagnozę: (i) dużo trwalsza, niż obecnie się uważa, podwyższona inflacja (wymagająca podwyżek stóp procentowych na większą skalę, niż obecnie się oczekuje) oraz (ii) obecny (popandemiczny) popyt, częściowo odroczony i wzmocniony przez programy stymulacyjne, okazujący się niemożliwy do utrzymania na bieżącym (i rosnącym) poziomie.

▲ **Akcje amerykańskie, europejskie i rynków wschodzących i ich relatywna atrakcyjność.** Jeśli EBC zostanie w tyle za Fedem w zacieśnianiu polityki monetarnej (co wydaje się prawdopodobne), to akcje europejskich spółek mogą zachowywać się lepiej niż amerykańskie. Dodatkowo pewne opóźnienie ożywienia gospodarczego w stosunku do Stanów, wysoki udział cyklicznych sektorów oraz znaczące wsparcie pakietu naprawy gospodarczej UE na lata 2022-23 przemawiają na korzyść akcji europejskich spółek, *ceteris paribus*. Dodatkowo ryzyko regulacyjne związane z amerykańskim sektorem technologicznym może (o ile się zmaterializuje) stanowić oddolne ryzyko dla zachowania akcji amerykańskich. W przypadku rynków wschodzących głównym ciężarem, zwłaszcza dla tych obciążonych wysokim długiem

w USD, mogą okazać się podwyżki stóp procentowych w Stanach (łagodzone jednak, przynajmniej częściowo, przez podwyżki stóp na tych rynkach); w takim wypadku akcje spółek z rynków wschodzących mogą zachowywać się, naszym zdaniem, gorzej niż amerykańskie spółki.

▲ **Polski rynek akcji.** Historycznie indeks WIG osiągał swój lokalny cykliczny szczyt zwykle krótko po rozpoczęciu przez RPP cyklu podwyżek stóp procentowych (6-miesięczne opóźnienie w 2000 roku, 2-miesięczne opóźnienie w 2007 roku, 3-miesięczne opóźnienie w 2011 roku); biorąc pod uwagę te historyczne opóźnienia można oczekiwać, że w obecnym cyklu indeks WIG wyznaczy swój szczyt w okresie między grudniem br. a kwietniem 2022 roku (aczkolwiek prawdopodobieństwo tego, że już się to stało 5 listopada, czyli zaledwie miesiąc po niespodziewanej październikowej podwyżce stóp procentowych, jest – naszym zdaniem – nietrywialne)¹; chociaż 5 listopada, kiedy indeks WIG wyznaczył swoje historyczne maksimum, jego wycena w kategoriach wskaźnika P/BV nie wyglądała jak bańka wycenowa, to sięgnęła poziomu (ok. 1,4x), którego osiągnięcie (bądź przekroczenie) poprzedzało (bądź współistniało z) formowanie wszystkich istotnych szczytów indeksu w okresie po światowym kryzysie finansowym (lata 2011, 2015 i 2017). Strumień napływów do funduszy PPK (zapewniający największe wsparcie dla kursów akcji mniejszych i średnich spółek) powinien się utrzymać w przyszłości, a polityka i geopolityka stanowią ryzyka oddolne. Wreszcie, jeśli chodzi o relatywną wycenę, mimo że dyskonto polskiego rynku (indeks WIG) wobec rynków wschodzących (indeks MSCI Emerging Markets) dla mnożnika P/BV przepołowiło się w ciągu ostatnich 12 miesięcy, to obecne dyskonto pozostaje wciąż dwa razy głębsze od średniej dla ostatnich 2 dekad.

Dynamika powtarzalnych (skorygowanych o wpływ wydarzeń jednorazowych) zysków korporacyjnych w ostatnich 3 kwartałach (I-III kw. 2021), wykraczająca daleko poza sam efekt niskiej bazy, okazała się silnie dodatnia (w ujęciu zbiorczym dla spółek, które pokrywamy, wzrost rok/rok o odpowiednio ok. 36% i 86% na poziomie wyniku operacyjnego i wyniku netto) i zasadniczo przewyższała nasze oczekiwania, choć skala zaskoczeń na poziomie zbiorczych zysków (w odniesieniu do naszych prognoz) z czasem wyraźnie malała (będąc zdecydowanie największą w I kw. br.).

Nasze oczekiwania odnośnie całorocznych powtarzalnych zysków za 2021 rok (formułowane pod koniec 2020 roku) nie zostaną zrealizowane przez CD Projekt, Ten Square Games, Eurocash, Mercator oraz Votum, natomiast w przypadku spółek: Alior, Handlowy, PKO BP, Pekao, PGE, Tauron, JSW, Bogdanka, Lotos, PKN, Unimot, AB, Asbis, Asseco Poland, Erbud, Dom Development, Mercor, Toya, Voxel, LPP, InterCars, Ferro, Decora, Kęty i CI Games, możemy powiedzieć, że są na dobrej drodze, by zauważalnie przebić nasze prognozy ich całorocznych znormalizowanych zysków za bieżący rok formułowane pod koniec 2020 roku.

¹ Odwrócenie się krzywej rentowności polskich obligacji skarbowych, które miało miejsce w połowie listopada, mogłoby zostać użyte jako argument popierający tę tezę, lecz należy zauważyć, iż było ono krótkotrwałe i dokonano się w warunkach niewielkiej płynności.

Jeśli chodzi o IV kwartał 2021 roku, to wstępnie prognozujemy ok. 32% wzrost r/r znormalizowanych zysków operacyjnych spółek, które pokrywamy. Prognozujemy w całym 2021 roku około 35% wzrostu r/r wyniku operacyjnego przy ok. 75% wzroście r/r wyniku netto, a w 2022 roku prognozujemy wyhamowanie dalszego wzrostu zbiorczych powtarzalnych zysków operacyjnych/ netto do ok. 11%/18% r/r.

W perspektywie końca 2022 roku wyceniamy (*bottom-up*; w oparciu o wyceny poszczególnych spółek, które pokrywamy) indeks WIG na ok. 77,7 tys. punktów, a po uwzględnieniu 13-miesięcznej wymaganej stopy zwrotu na ok. 70,6 tys. „na dziś” (4% powyżej obecnej wartości indeksu).

▲ **Ocena trafności wyboru „top picków” na rok 2021.** Rok temu, w *Strategii dla rynków akcji na rok 2021* przedstawiliśmy listę 12 spółek notowanych na GPW, które z różnych powodów ocenialiśmy jako najbardziej rokujących kandydatów na liderów pod względem całkowitej stopy zwrotu w 2021 roku; łączna bezwzględna stopa zwrotu z równoważonego portfela zbudowanego z wybranych przez nas spółek, które pozostawały w portfelu przez cały rok, wynosi 41,7% (czyli 21,2 p.p. więcej niż w przypadku indeksu WIG).

▲ **Nasze „top picki” na 2022 rok** to akcje 11 bit studios, AB, Alior, Asbis, Creepy Jar, Grodno, LPP, Mirbud, Neuca, PKN Orlen, PKO BP i Selvita.

▲ **Zmiana długoterminowych rekomendacji fundamentalnych.** Podwyższamy rekomendację (i) do **Kupuj** dla akcji **Comarchu, Eurotelu, Neuki, Santander BP i Ciechu**, a (ii) do **Trzymaj** dla akcji **CD Projektu**, natomiast obniżamy rekomendację do (iii) **Trzymaj** dla akcji **Asseco SEE, Budimexu, Cyfrowego Polsatu, Dina, Erbudu, Famuru, KGL, LiveChata, Mercora, Unibepu i Unimotu**, a do (iv) **Sprzedaj** dla akcji **JSW, mBanku, Leny Lighting i Mercatora**.

▲ **Zmiana krótkoterminowych rekomendacji relatywnych (do rynku).** Podwyższamy rekomendację (i) do **Przeważaj** dla akcji **11 bit studios, Aliora, CI Games, KGHM, Pekao, PKO BP, Santander BP, Voxela, CD Projektu and Ciechu**, natomiast obniżamy rekomendację do (ii) **Neutralnie** dla akcji **Budimexu, Comarchu, Erbudu, Ferro, ING BSK, LiveChata, Mercora, PlayWaya, Pure, Unibepu i Unimotu**, a do (iii) **Niedoważaj** dla akcji **Famuru, JSW i Leny Lighting**.

▲ **Zmiany wycen (w horyzoncie 12 miesięcy).** Podwyższamy naszą 12-miesięczną wycenę dla akcji: Budimexu, Ciechu, Erbudu, Mirbudu, Unibepu, Kętów, Leny Lighting, Arctic Paper, CCC, Eurotelu, OEX, Toyi, Dina, Aliora, Handlowego, ING BSK, mBanku, Millennium, Pekao, PKO BP, Santander BP, AB, Action, Asbisu, Bogdanki, GTC, Asseco BS, Asseco Poland, Asseco SEE, Compu, 11 bit studios, CD Projektu, CI Games, Cyfrowego Polsatu, Orange PL, PGE i Tauronu, natomiast **obniżamy** dla spółek: PCC Rokita, Ferro, KGL, Mercatora, Sanoka, Eurocashu, Celon Pharmacy, Pure Biologics, Famuru, JSW, KGHM, PGNiG, PKN Orlen, Unimotu, DataWalku, LSI Software, Vercom, Creepy Jar, PlayWaya oraz TS Games.

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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, liczoną 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 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.

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 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.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 6 grudnia 2021 r., 7:50.

Dystrybucja niniejszego raportu: 6 grudnia 2021 r., 8:00.

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. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. 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.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z póź. zm.). Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

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 – klientów detalicznych i profesjonalnych DM BOŚ. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM BOŚ.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy o udostępnianie rekomendacji sporządzonych przez DM BOŚ lub innej umowy zawierającej zobowiązanie DM BOŚ do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom DM BOŚ w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora DM BOŚ. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w siódmym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

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 wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez DM BOŚ, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Polic i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Puław i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Unibepu i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych spółki CCC.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz Korporacja KGL i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji LPP.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz BAH i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku akcji i kontraktów terminowych Mercatora S.A.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Mercatora S.A. i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Mercatora S.A. i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku akcji i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych dla OEX.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz VRG i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz VRG i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Dino.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Eurocashu i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych Alior Banku.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji banku Santander BP.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Santanderu S.A. i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji mBanku.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych Pekao.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych PKO BP.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz PKO BP na TGE i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz PKO BP i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Vindexusa i dostawcą płynności dla akcji i obligacji spółki.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Vindexusa i otrzymuje z tego tytułu wynagrodzenie.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz Vindexusa i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych Enel-Medu.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Medicalgorithmics i otrzymuje z tego tytułu wynagrodzenie.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Asbisu i otrzymuje z tego tytułu wynagrodzenie.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz JSW i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych JSW.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz KGHM i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych dla KGHM.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz KGHM i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych dla Lotosu.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Lotosu i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych dla PGNiG.
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz PGNiG i otrzymuje z tego tytułu wynagrodzenie.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz PKN Orlen i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych dla PKN Orlen.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Unimotu i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Unimotu i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych na rzecz Tower Investments.
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz J.W. Construction i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Polnordu i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji dla instrumentów finansowych na rzecz Asseco Poland.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych na rzecz Compu.
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Compu i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz LiveChat i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych LSI Software.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz 11bit studios i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do podpisanej umowy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Bloobera i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do podpisanej umowy.
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Bloobera i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Cherrypick Games i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do podpisanej umowy.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych dla CD Projekt.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz PlayWay i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz PlayWay i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz PlayWay i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Cyfrowego Polsatu.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na TGE na rzecz Orange PL i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Orange PL.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji PGE.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych Tauronu.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji Marvipolu Development.
DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Toyi i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz DataWalk i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych Creepy Jar.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz Allegro S.A. i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych dla Allegro S.A.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz Huuuge Inc. i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Pure Biologics S.A. i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz Vercom S.A. i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Brand24 i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych dla Brand24.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Grodna i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz BioMaxima i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.

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 do Klientów.

**Niniejsze opracowanie stanowi tłumaczenie pełnej lub skróconej wersji raportu, który sporządzono w języku angielskim.
W razie rozbieżności językowych rozstrzyga wersja angielska.
Historię rekomendacji oraz rozkład rekomendacji zawiera pełna wersja raportu w języku angielskim dostępna na stronie www.bossa.pl.**

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

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