

Niniejszy dokument stanowi tłumaczenie raportu wydanego w jęz. angielskim (wybrane fragmenty)

JSW

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Zważywszy na wysokie ceny węgla we wrześniu podwyższamy nasze prognozy wyników finansowych i naszą wycenę JSW oraz podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Spółki (Kupuj + Przeważaj; 12M EFV = 70,0 zł na akcję). Poniżej przedstawiamy najważniejsze argumenty stojące za zmianami prognoz.

▲ We wrześniu ceny referencyjne australijskiego węgla wzrosły do 400 USD/t i nawet jeśli przeczuwamy, że takie ceny nie utrzymają się w dłuższym horyzoncie, nie sposób nie zauważyć, że są one znacznie wyższe od naszych wcześniejszych prognoz rzędu odpowiednio 230 USD/t i 200 USD/t dla IV kw. br. i na 2022 rok. W naszych bieżących prognozach przyjęliśmy scenariusz stopniowego spadku cen węgla na podobieństwo scenariusza przyjętego dla cen gazu. Zakładamy w IV kw. 2021 cenę węgla w wysokości 375 USD/t, a w I kw./ II kw./ III kw./ IV kw. 2022 roku 325/ 300/ 250/ 200 USD/t, co wskazuje na wzrost o 69 USD/t oczekiwanej średniej ceny węgla w 2022 roku do 269 USD/t. Na pierwszy rzut oka taka korekta może się wydawać relatywnie nieduża (szczególnie na tle obecnych notowań cen surowca w wysokości 400 USD/t), niemniej skutkuje ona niewiarygodnie wysokim podwyższeniem oczekiwanej EBITDA o 3,5 mld zł w segmencie węgla ledwie w rocznym okresie. Pragniemy zwrócić uwagę na fakt, że wskazany wzrost prognoz byłby jeszcze wyższy (o 10 mld zł), gdybyśmy przyjęli w 2022 roku oczekiwaną cenę węgla w wysokości 400 USD/t.

▲ Podtrzymujemy natomiast nasze prognozy EBITDA na lata 2023-28. Tymczasem nasza 12-miesięczna wycena docelowa rośnie o prawie 60% do 70,0 zł na akcję, co jest wyjątkową konsekwencją podwyższenia zysków oczekiwanych w IV kw.

28/2021/FU (104) 10 października 2021

Analizy: Łukasz Prokopiuk, CFA

Sektor: Górnictwo

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 55,00 PLN

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 70,00 PLN (↑)

Kapitalizacja: 1 646,7 mln US\$

Bloomberg: JSW PW

Średni obrót dzienny: 16,37 mln US\$

Free float: 32%

12M przedział kursowy: 15,19-57,68 PLN

Skorygowane zyski:

Wyniki skorygowane o zysk na pozostałej dział. operacyjnej netto.

Wskaźniki liczone na podstawie skor. zysków

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln PLN	6 989,4	10 584,0	15 545,1	10 712,8
EBITDA	mln PLN	-638,4	3 164,3	7 615,7	2 782,0
EBIT	mln PLN	-1 743,3	1 954,0	6 278,7	1 369,1
Zysk netto	mln PLN	-1 546,0	1 480,7	5 080,1	1 162,4
Skor. EBITDA	mln PLN	-229,2	3 216,3	7 615,7	2 782,0
Skor. EBIT	mln PLN	-1 334,1	2 006,0	6 278,7	1 369,1
Skor. zysk netto	mln PLN	-1 214,5	1 522,8	5 080,1	1 162,4
EPS	PLN	-13,17	12,61	43,27	9,90
Zmiana EPS r/r	%	b.z.	b.z.	b.z.	-77
Capex	mln PLN	-2092	-2500	-2500	-2000
FCFF	mln PLN	-2 615,5	68,0	2 817,7	1 251,1
Dług netto (bez zobowiązań z tyt. leasingu)	mln PLN	425,1	422,6	-2 386,9	-3 743,9
Zobowiązania z tyt. leasingu	mln PLN	613,1	613,1	613,1	613,1
Zobowiązania z tyt. faktoringu	mln PLN	612,0	612,0	612,0	612,0
Łączny dług netto	mln PLN	426,2	423,7	-2 385,8	-3 742,8
P/E	x	b.z.	4,2	1,3	5,6
P/CE	x	b.z.	2,4	1,0	2,5
EV/EBITDA	x	b.z.	2,1	0,5	1,0
EV/EBIT	x	b.z.	3,4	0,6	2,0
Dług netto/skor. EBITDA	x	-1,9	0,1	-0,3	-1,3
FCFF/EV	%	-38,0	1,0	69,2	46,1
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	PLN	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	117,4	117,4	117,4	117,4

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Najbliższe wydarzenia

- Publikacja wyników finansowych za III kw. 2021 roku: 18 listopada 2021

Katalizatory

- Utrzymanie chińskiego zakazu importu australijskiego węgla
- Światowe ceny węgla kokсового w Europie utrzymują się w IV kw. 2021 roku na obecnym poziomie
- Ceny węgla utrzymują się w IV kw. 2021 roku na obecnym poziomie
- Światowa konsumpcja stali pozostaje na mocnym poziomie w IV kw. 2021 roku
- Stabilizacja kursu USD na obecnym poziomie IV kw. 2021 roku i w ciągu 2022
- Zwiększenie uzysku węgla kokсового do ponad 80% w 2022
- Obniżenie wydatków inwestycyjnych na lata 2021-22 bez wpływu na produkcję
- Poprawa bilansu w latach 2022-23
- Znaczący wzrost wolumenów węgla r/r w 2022

Czynniki ryzyka

- Zniesienie chińskiego zakazu importu australijskiego węgla
- Chiński kryzys energetyczny negatywnie wpływa na cenę węgla
- Spadek cen stali i koksu w najbliższych miesiącach
- Spadek cen węgla w IV kw. 2021 roku
- Brak redukcji kosztów w 2022-23
- Dalszy wzrost bazy kosztów w 2022-23
- Oslabienie kursu USD w 2021
- Trudności w sprzedaży węgla energetycznego i jego produktów w 2022 roku
- Utrzymujący się negatywny wpływ cen energii elektrycznej i CO2 na koszty operacyjne
- Dalszy wzrost wydatków inwestycyjnych w nadchodzących latach

br. i w 2022 roku. Wrażliwość wyceny JSW na ceny referencyjne węgla jest ekstremalnie silna. Oceniamy inwestycję w walory Spółki jako wysoce ryzykowną.

Mamy świadomość negatywnych sygnałów dochodzących z Chin, ale zakładamy, że nasze oczekiwania cen węgla uwzględniają już słabnące perspektywy chińskiej gospodarki. Uważamy, że coraz bardziej pesymistyczny obraz chińskiej gospodarki w przyszłości zapowiadany słabszymi

odczytami PMI, kryzysem energetycznym, rozszerzeniem zakazów dotyczących ochrony klimatycznej oraz problemami Evergrande stanowi ostrzeżenie i zapowiedź spadków referencyjnych cen węgla w nadchodzących tygodniach, co uwzględniliśmy w naszych prognozach. Jak już wspominaliśmy, przyjęliśmy scenariusz stopniowych spadków cen surowca w 2022 roku. W obecnej chwili uważamy, że nagłe załamanie cen węgla (polegające na obniżeniu się ich o połowę w ciągu miesiąca) jest mniej prawdopodobne, a to z 2 powodów. Po pierwsze, większość cen innych surowców utrzymujących się obecnie na wysokim poziomie musiałaby zanotować gwałtowne spadki, a jest to mało prawdopodobne. Po drugie, chiński zakaz importu australijskiego węgla może, naszym zdaniem, sztucznie wspierać ceny węgla (chyba, że byłby nagle zniesiony).

Podtrzymujemy ocenę, że kluczowe znaczenie ma podejście chińskiego rządu do zakazu importu australijskiego węgla – uważamy to za jeden z najpoważniejszych czynników ryzyka dla watorów JSW. W styczniowym raporcie nt. JSW przywołaliśmy kwestię znaczenia wprowadzenia zakazu importu australijskiego węgla przez Chiny. Oczekiwaliśmy wtedy jego rychłego odwołania oceniając zakaz jako kompletnie pozbawiony logiki i szkodliwy dla chińskiej gospodarki. Jednak zakaz obowiązuje do dziś dnia i w naszej ocenie zainicjował serię zdarzeń, które stoją za szeroko zakrojonym wzrostem cen surowców energetycznych w skali globalnej. Na początku oczywiście wzrosły ceny węgla energetycznego i metalurgicznego w Chinach, które zastąpiły węgiel z Australii droższym amerykańskim i kanadyjskim, podczas gdy większość surowca australijskiego trafiła na eksport do Europy (która jest zwykle głównym kierunkiem eksportowym amerykańskiego surowca). Wszystko to przyczyniło się do wzrostów globalnych referencyjnych cen węgla, między innymi wskutek powstania niedoborów węgla i 2-3-krotnego wydłużenia transportu (nie można pominąć dodatkowego negatywnego wpływu pandemii powodującego wzrost kosztów frachtu ani niesprzyjających warunków pogodowych w postaci huraganów). Zgodnie z naszymi obserwacjami, wprowadzenie zakazu importu węgla z Australii przez Chiny doprowadziło

do ogromnych podwyżek cen energii elektrycznej, koksu, stali i rudy żelaza w Chinach, co z kolei musiało skorygować w górę ceny różnych surowców. Niewiarygodne wydaje się, że według oficjalnych chińskich danych statystycznych łączny import węgla do Chin w okresie od stycznia do sierpnia zmalał aż o 42% skutkując odczuwalnym niedoborem. Nic dziwnego, że Chiny zaangażowały się w import różnych surowców energetycznych nie licząc się z kosztami, ani że obecnie kraj ten boryka się z przerwami w dostawie prądu, które negatywnie odbijają się na całej gospodarce. Wprawdzie jesteśmy wstrząśnięci tą sytuacją, jednak istnieje, naszym zdaniem, stosunkowo łatwe rozwiązanie tego problemu, a jest nim zniesienie zakazu importu australijskiego węgla przez Chiny. Taka decyzja chińskiego rządu mogłaby spowodować szybkie załamanie światowych cen węgla, co byłoby najgorszym możliwym scenariuszem z punktu widzenia JSW, jaki możemy sobie obecnie wyobrazić.

Inwestorzy powinni mieć świadomość ryzyk związanych z inwestycją w JSW, których jest kilka. Przede wszystkim, dobre warunki makroekonomiczne są czynnikiem negatywnie oddziałującym na oczekiwane koszty produkcji Spółki. Należy zdać sobie sprawę, że w obecnych warunkach koszty wynagrodzeń, usług zewnętrznych, surowców i energii w latach 2021-23 będą rosły w niepokojąco szybkim tempie (w 2022 wzrost kosztów może przyspieszyć zważywszy na znakomite warunki makroekonomiczne). Po drugie, zarówno w 2021, jak i w 2022 roku wydatki inwestycyjne JSW prawdopodobnie pozostaną na bardzo wysokim poziomie rzędu 2,5 mld zł, co stanowi jaskrawy kontrast wobec okresu 2017-18, kiedy koszty przygotowawcze i koszty maszyn górniczych znajdowały się na bardzo niskim poziomie (a roczne wydatki inwestycyjne wynosiły zaledwie 1 mld zł). Po trzecie, nawet gdybyśmy założyli, że Spółka wygeneruje solidną EBITDA w 2021 i 2022 roku, raczej nie przełoży się to na wypłatę dywidendy, prędzej będzie stanowiło czynnik ryzyka w odniesieniu do kosztów operacyjnych (prawdopodobne premie pracownicze). Wreszcie po czwarte, należy oczekiwać, że ewentualne dyskonto cenowe sprzedaży węgla w przypadku JSW w nadchodzących kwartałach wzrośnie.

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: 11 października 2021 r., 7:05.

Dystrybucja niniejszego raportu: 11 października 2021 r., 7:15.

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 partycularnych 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 późn. 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.

DM BOŚ SA nie posiada długiej/krótkiej pozycji netto przekraczającej 0,5% w kapitale podstawowym emitenta łącznie dla wymienionych spółek.

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.

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.

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 podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, 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 Stępień
asystent analityka

Michał Zamel
asystent analityka

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

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