

24/2021/GPW (90) 6 września 2021

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Analitik: Jakub Viscardi

Action

Sektor: Dystrybutorzy sprzętu IT
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (-)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (-)
Kurs: 14,60 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 20,7 zł (-)
Kapitalizacja: 77 mln US\$
Bloomberg: ACT PW
Średni obrót dzienny: 0,2 mln US\$
12M przedział kursowy: 3,89-15,0 zł
Free float: 60%

Po uprawomocnieniu zatwierdzonego układu z wierzycielami w dniu 17 grudnia 2020 roku Action zakończył trwające od 1 sierpnia 2016 roku postępowanie sanacyjne. Zatwierdzony harmonogram spłat zobowiązań układowych względem wierzycieli w połączeniu z przeformułowaną strategią działania na bardzo dobrze znanym rynku dystrybucji sprzętu IT zapoczątkował nowe otwarcie w Spółce. Action zaczął dynamicznie poprawiać swoje wyniki finansowe osiągając ponadprzeciętną rentowność w branży do której przyczyniła się zmiana modelu biznesowego prowadzonej działalności poprzez ograniczenie sprzedaży do sieci handlowych i telekomów przy jednoczesnym wzroście udziału sprzedaży do resellerów oraz sprzedaży eksportowej.

Oczekujemy kontynuacji tego trendu w kolejnych kwartałach, który powinien być wspomagany przez: (i) silny popyt na sprzęt IT w trwającym pandemicznym otoczeniu, (ii) zakończoną z powodzeniem restrukturyzację spółki, (iii) zwiększone możliwości finansowania biznesu po zakończeniu sanacji (tj. zwiększone limity kredytowe przez ubezpieczycieli i wydłużone terminy płatności zobowiązań handlowych), (iv) dalszy rozwój marek własnych, czy (v) poszerzanie portfela oferowanych produktów również w oparciu o kanały sprzedaży e-commerce spoza segmentu IT (np. krakvet.pl). Według Gartnera prognozowane światowe wydatki na IT powinny wynieść 4,1 bln USD w 2021 r. (wzrost o 8% rok do roku), podczas gdy popyt na urządzenia IT powinien wzrosnąć jeszcze bardziej (o 14% r/r). Co ważniejsze, Gartner spodziewa się kontynuowania wzrostu w 2022 roku, co powinno przekładać się na dalszą poprawę wyników finansowych Action.

Biorąc pod uwagę implikowany dwucyfrowy potencjał wzrostu wartości akcji Action pochodzący z naszej średnioważonej wyceny dla Spółki w horyzoncie 12 miesięcy rozpoczynamy wydawanie

Skorygowane zyski

Zyski 2020 roku skorygowane o: (i) 138,7 mln zł z tyt. umorzenia zobowiązań objętych układem, (ii) 10,8 mln zł z tyt. umorzenia odsetek od zobowiązań układowych, (iii) 10,8 mln zł z tyt. dyskonta z zobowiązań układowych.

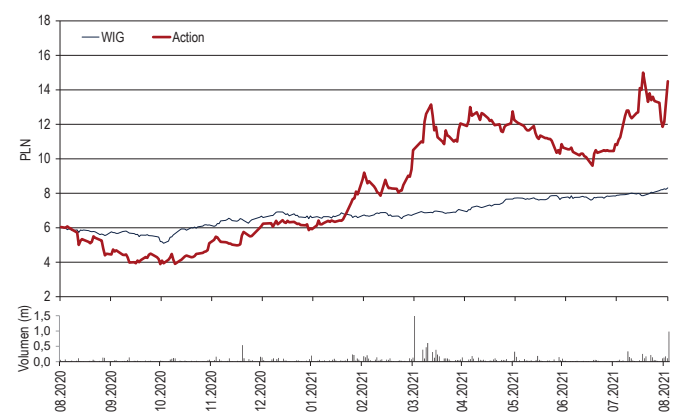
Dane podstawowe

MSSR skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	2 062,2	2 281,4	2 457,9	2 615,5
EBITDA	mln zł	165,0	66,2	63,9	64,8
Skor. EBITDA	mln zł	26,3	66,2	63,9	64,8
EBIT	mln zł	156,8	58,1	55,6	56,4
Skor. EBIT	mln zł	18,1	58,1	55,6	56,4
Zysk netto	mln zł	185,1	56,2	43,3	44,2
Skor. zysk netto	mln zł	24,4	56,2	43,3	44,2
EPS	zł	1,4	2,8	2,2	2,2
Zmiana EPS r/r	%	b.z.	95,1	-22,9	2,0
FCFF	mln zł	-36,0	29,9	29,2	31,7
Dług netto*	mln zł	76,9	38,2	10,7	-19,5
Skor. P/E	x	10,2	5,2	6,8	6,6
Skor. P/CE	x	1,3	4,5	5,7	5,6
Skor. EV/EBITDA	x	14,1	5,0	4,7	4,2
Skor. EV/EBIT	x	20,4	5,7	5,5	4,8
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	zł	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	17,0	20,0	20,0	20,0

* dług netto zawiera zobowiązania wobec wierzycieli objęte układem

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za I półrocze 2021: 30 września
2. Publikacja wyników za III kwartał 2021: 29 listopada

rekomendacji dla Action od fundamentalnej Kupuj. Oczekując dalszej, istotnej poprawy r/r wyników w II kw. 2021 wydajemy krótkoterminową relatywną rekomendację Przeważaj dla walorów Spółki.

Katalizatory

1. Wzrost popytu na produkty związane z: (i) pracą zdalną – notebooki, tablety, infrastruktura sieciowa, (ii) organizacją czasu wolnego – produkty gamingowe, konsole, komputery, gry
2. Wzrost popytu na infrastrukturalne rozwiązania sieciowe (i) usługi w chmurze: przechowywanie danych, usługi obliczeniowe, (ii) związane z dynamicznym rozwojem e-commerce
3. Rozwój własnych sklepów e-commerce (krakvet.pl) oraz marek własnych (Actina, ActiveJet)
4. Niskie zaangażowanie Action we współpracę z sieciami handlowymi, a jednocześnie wysokie zaangażowanie w rozproszoną bazę resellerów
5. Wzrost popytu ze strony sklepów internetowych w Polsce (współpraca z wieloma sklepami internetowymi w Polsce i zauważalny wzrost ich zapotrzebowania na towar) i za granicą (w EU współpraca z około 300 sklepami internetowymi)
6. Dobra dostępność towarów
7. Poprawa warunków handlowych w związku z wyjściem z sanacji
8. Wejście na nowe rynki zagraniczne

Czynniki ryzyka

1. Wolniejsze od spodziewanego tempo wzrostu rynku sprzętu IT – tj. wolniejsze od zakładanego temp cyfryzacji gospodarki przekładające się na mniejszy popyt na sprzęt IT
2. Wojna cenowa na rynku dystrybucji w przypadku dużego spadku popytu przy jednoczesnym wysokim stanie zapasów u dystrybutorów
3. Potencjalnie niekorzystne rozstrzygnięcie toczących się postępowań przed organami podatkowymi i/ lub kolejne zastrzeżenia organów podatkowych
4. Problemy z pozyskaniem finansowania dla dalszego rozwoju Spółki czy uzyskaniem limitów ubezpieczeniowych
5. Zaburzenia łańcucha dostaw w związku z pandemią
6. Ryzyka związane z zaburzeniem rotacji towarów, zatorów płatniczych, starzenia się produktów, finansowania bieżącej sprzedaży przyszłymi zakupami
7. Spadek rentowności spowodowany zmniejszeniem obecnej luki podażowej i zwiększeniem dostępności sprzętu IT na rynku
8. Brak wydolności obecnego centrum logistycznego
9. Istotne zwiększenie kosztów logistycznych, zarówno frachtu jak i usług świadczonych przez firmy kurierskie
10. Ryzyko spadku popytu związane z możliwością wystąpienia długotrwałego kryzysu wywołanego pandemią
11. Zwiększone ryzyko kursowe towarzyszące dużej zmienności na rynku walutowym powodujące możliwość zanotowania zarówno nadzwyczajnych strat jak i zysków związanych dokonywanymi transakcjami w tym także transakcjami zabezpieczającymi ryzyko
12. Utrata umów dystrybucyjnych z producentami
13. Czasowe zmniejszenie liczby wyszkolonych pracowników łańcucha dostaw, wynikające z konieczności odbycia kwarantanny lub z zarażenia

Przewagi konkurencyjne

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

1. Wycena

- ▲ Wyceniamy akcję Spółki na 20,7 zł w horyzoncie 12 miesięcy (średnia z wyceny porównawczej i metodą DCF FCFF).
- ▲ Wycena porównawcza implikuje 17,2-32,1 zł na akcję, z wartością średnią na poziomie 21,4 zł na akcję.
- ▲ Wycena w horyzoncie 12 miesięcy metodą DCF FCFF wskazuje przedział 18,3-22,4 zł na akcję w zależności od stopy wolnej od ryzyka i wzrostu w okresie rezydualnym, z wartością centralną na poziomie 20,0 na akcję.

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E oraz P/CE zarówno krajowych, jak i zagranicznych spółek reprezentujących sektor ochrony zdrowia.

DCF FCFF

Przy konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 1% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 1,1, (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 6,5%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 2%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 18,3-22,4 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 20,0 zł.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na spółkach reprezentujących sektor dystrybucji IT. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E oraz P/CE na lata 2021, 2022, 2023. Oszacowana w ten sposób wartość akcji Spółki mieści się w przedziale 17,2-32,1 zł, z wartością centralną na poziomie 21,4 zł na akcję.

Wycena w horyzoncie 12-miesięcy

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 20,7 zł na akcję Spółki.

Tabela 1. Action; Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			P/CE		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Asbis	4,6	4,6	4,4	4,9	4,9	4,6	6,2	6,3	6,2	5,7	5,8	5,8
ARROW ELECTRONICS INC	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	8,4	8,1	8,5	7,1	6,9	7,3
AVNET INC	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	16,2	8,7	8,6	11,8	7,7	8,1
ALSO HOLDING AG-REG	13,1	11,7	10,3	15,7	13,7	12,0	23,2	20,7	18,6	18,0	16,5	15,1
INSIGHT ENTERPRISES	10,2	9,1	b.d.	10,0	9,3	b.d.	14,5	13,4	b.d.	5,7	5,2	b.d.
AB	6,3	5,9	5,4	6,9	6,5	6,0	7,7	7,3	7,0	6,8	6,4	6,1
Mediana	8,3	7,5	5,4	8,5	7,9	6,0	11,4	8,4	8,5	6,9	6,7	7,3
Action	4,8	4,6	4,1	5,5	5,3	4,7	5,0	6,5	6,4	4,4	5,5	5,4
Implikowana wycena Action (zł)	25,4	23,3	18,6	22,6	21,3	17,8	32,1	18,2	18,7	22,3	17,2	19,2
Średnia implikowana wycena Action (zł)	21,4											

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. Action; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Nielewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Lewarowana beta	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Wymagana stopa zwrotu	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Stawka CIT	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział kapitału akcyjnego	78%	81%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	22%	19%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%
Koszt długu po opodatkowaniu	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	9,0%	9,1%	10,2%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,2%	9,2%	9,2%
Prognozy finansowe (mln PLN)										
Sprzedaż	2 281,4	2 457,9	2 615,5	2 739,0	2 874,1	3 015,2	3 162,6	3 316,6	3 477,4	3 645,3
Zmiana r/r	11%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
EBIT	58,1	55,6	56,4	56,2	58,3	60,4	62,6	64,8	67,0	69,3
Zmiana r/r	-63%	-4%	1%	0%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
NOPLAT	47,0	45,0	45,7	45,5	47,2	48,9	50,7	52,5	54,3	56,1
Zmiana r/r	-63%	-4%	1%	0%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Amortyzacja	8,2	8,3	8,4	8,6	8,7	8,9	9,0	9,2	9,3	9,5
Zmiana kapitału pracującego	-20,7	-19,2	-17,1	-13,5	-14,7	-15,4	-16,0	-16,8	-17,5	-18,3
Przychody z emisji akcji	-4,6	-4,9	-5,2	-5,5	-5,7	-6,0	-6,3	-6,6	-7,0	-9,7
FCFF	29,9	29,2	31,7	35,2	35,5	36,4	37,3	38,2	39,1	37,6
PV of FCFF	-	28,6	28,2	28,4	26,1	24,5	23,0	21,6	20,2	17,8

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 3. Action; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,2%
Wartość rezydualna	466,0
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	220,6
Bieżąca wartość FCFF	218,4
Wartość firmy	439,0
Zadłużenie netto*	38,2
Dywidendy	-
Wartość kapitału akcyjnego	400,8
Liczba akcji (mln)	20,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)	20,0

 * dług netto zawiera zobowiązania wobec wierzycieli objęte układem
 Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. Action; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym i średni ważony koszt kapitału

FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	8,8%	9,0%	9,2%	9,4%	9,6%
0,0%	19,1	18,9	18,7	18,5	18,3
0,5%	19,8	19,6	19,3	19,1	18,9
1,0%	20,6	20,3	20,0	19,7	19,5
1,5%	21,4	21,1	20,8	20,5	20,2
2,0%	22,4	22,0	21,7	21,3	21,0

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Action; Podsumowanie Wyceny

	DCF FCFF	Wycena porównawcza
Waga	50%	50%
Wycena (zł na akcję)	20,0	21,4
Średnia ważona wycena (zł na akcję)		20,7

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

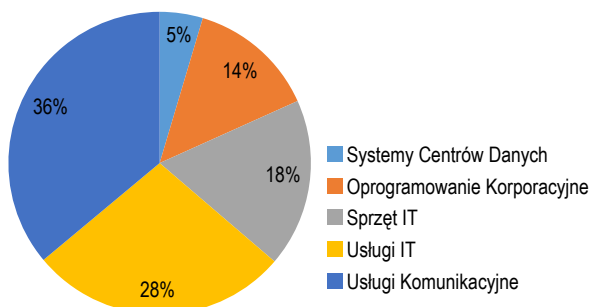
2. Rynek

- ▶ **Pandemia COVID-19 i związane z nią nowe potrzeby stały się kołem zamachowym dla przyspieszonego rozwoju rynku dystrybucji sprzętu IT na całym świecie.**
- ▶ **Dalszy wzrost rynku będzie napędzany przez przyspieszającą transformację cyfrową w domenie prywatnej i publicznej, rozwój e-commerce, cloud computingu czy technologii 5G.**
- ▶ **Wydatki per capita na IT są w Polsce zdecydowanie niższe niż w Europie Zachodniej co wskazuje na dalszy potencjał wzrostu rynku w przyszłości.**
- ▶ **Rozwój rynku w Polsce będzie wspomagany przez szereg dedykowanych funduszy jak: Krajowy Plan Odbudowy, (ii) Cyfrowa Europa (Digital Europe Programme – DEP) na lata 2021-2027 czy (iii) Polska Cyfrowa w ramach Funduszu Polityki Spójności UE.**

Pandemia kołem zamachowym dla dynamiki wzrostu rynku

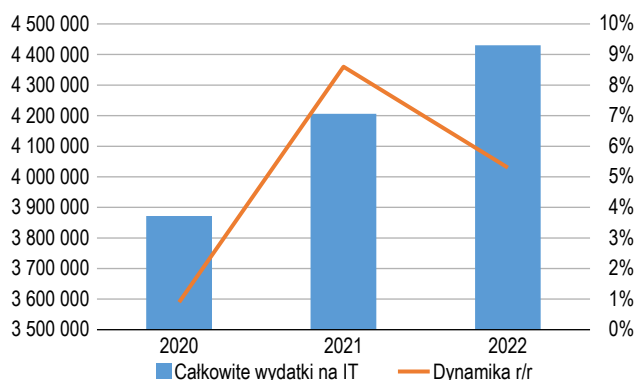
Rynek dystrybucji sprzętu IT wszedł na ścieżkę dynamicznego wzrostu począwszy od wybuchu pandemii COVID-19, która wytworzyła duży popyt na sprzęt z uwagi na (i) konieczność podjęcia pracy zdalnej i nauczania zdalnego, (ii) silny rozwój e-commerce, (iii) świadczenia na szeroką skalę cyfrowych usług w sektorze publicznym (np. wizyty lekarskie, sprawy urzędowe) jak i prywatnym (np. szkolenia, targi, konferencje, przechowywanie danych w chmurze, usługi obliczeniowe) czy (iv) formę spędzania wolnego czasu (np. gaming, ćwiczenia sportowe online, nauka języków obcych itp.). Pandemia wytworzyła ogromne zapotrzebowanie zarówno na urządzenia końcowe: laptopy, monitory, peryferia itp., ale również sprzęt związany z przechowywaniem danych (serwery, dyski SSD, HDD itp.) i łącznością (rozwiązania sieciowe, routery, modemy itp.) jak i bezpieczeństwem (firewall, oprogramowanie i usługi). Według Gartnera globalne wydatki na IT w 2020 roku wyniosły 3,9 biliona USD, natomiast w 2021 rynek powinien wzrosnąć o kolejne 8,6% do poziomu 4,2 biliona USD. Udział sprzętu w tym torcie szacowany jest przez Gartnera na około 18%, ale to właśnie dynamika wydatków na sprzęt powinna być największa z całego obszaru wydatków na IT i zwiększyć się o 14% r/r w 2021 roku. Wg Gartnera jednym z kluczowych czynników, który przyczynił się do takiego wzrostu wydatków jest fakt, iż rola IT w budowaniu wartości biznesu znacząco się zwiększyła. Przed pandemią IT odgrywało rolę narzędzia odpowiedzialnego za zachowanie ciągłości biznesu (back

Wykres 1. Globalna struktura wydatków na IT (2020)



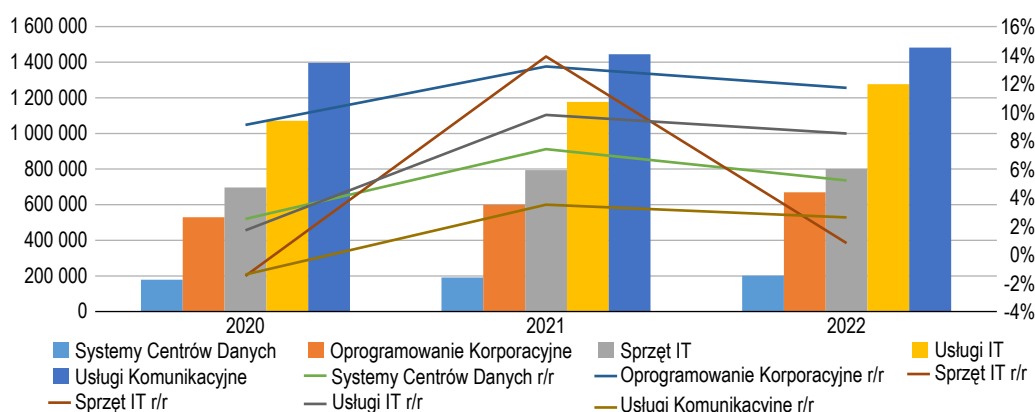
Źródło: Gartner (lipiec 2021)

Wykres 2. Globalne wydatki na IT (mln USD)



Źródło: Gartner (lipiec 2021)

Wykres 3. Globalne wydatki na IT w podziale na segmenty (mln USD)



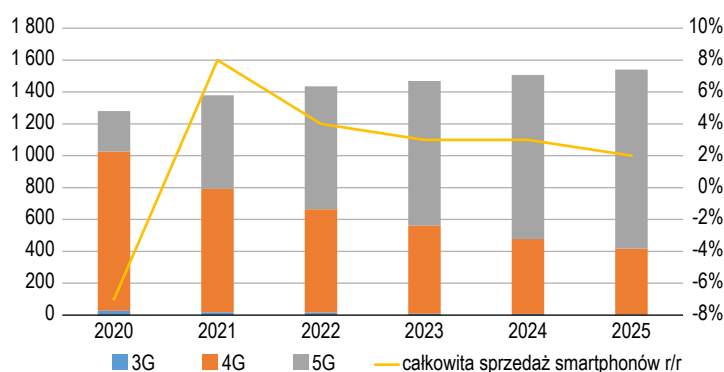
Źródło: Gartner (lipiec 2021)

office), podczas gdy obecnie uczestniczy w procesie faktycznej dostawy wartości (front office). Wg Gartnera najlepiej obrazuje to fakt, że nowym źródłem wydatków na IT są różne działy firm spoza IT, których wydatki są przypisane do kosztów sprzedaży, a nie kosztów ogólnego zarządu jako koszty utrzymania, które są stale monitorowane i optymalizowane. Pokazuje to, że wydatki poniesione na IT przekuły się często na źródło bezpośrednich nowych źródeł przychodów dla firm.

5G – technologiczna transformacja

Kolejnym ważnym czynnikiem wspierającym wzrost sprzedaży sprzętu powinien być oczekiwany wzrost sprzedaży smartfonów ze względu na zmianę urządzeń z technologii 4G na 5G, które w 2021 roku i kolejnych latach powinny stale zwiększać swój rynkowy udział. Globalne dostawy smartfonów powinny wynieść blisko 1,4 mld szt. w 2021 roku (8% wzrostu r/r). Wg Gartnera w 2020 roku wielu konsumentów ograniczyło swoje wydatki na smartfony z uwagi na dużą niepewność co do sytuacji na rynku pracy ze względu na pandemię, jednak w 2021 popyt powinien się mocno odbudować, również za sprawą większej dostępności sprzętu 5G z niższych półek cenowych. Sam wzrost dostaw smartfonów 5G jest szacowany przez Gartnera na 130% r/r w 2021 roku.

Wykres 4. Globalne dostawy smartfonów (mln szt.)

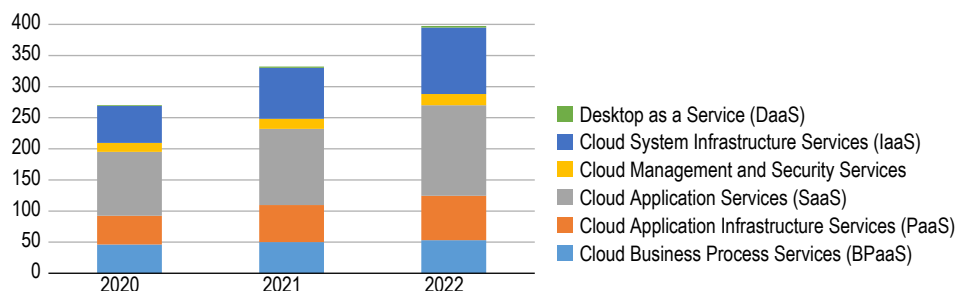


Źródło: Gartner (maj 2021)

Zachmurzenie szybko rośnie

Następnym czynnikiem wspierającym sprzedaż będzie rozwój cloud computingu czyli usług w chmurze. W 2020 roku wg IDC globalne wydatki na inwestycje w chmurze wyniosły 130 mld USD i pierwszy raz były wyższe od tych, które firmy ponoszą na własne centra danych. Oczekiwany jest dalszy wzrost tej proporcji. Wg Gartnera sprzedaż usług dostępnych w chmurze publicznej (włączając SaaS) wzrośnie z 270 mld USD w 2020 do 397 mld USD w 2022, co wymusi duże zapotrzebowanie na sprzęt przez duże ośrodki chmurowe.

Wykres 5. Globalny rynek usług w chmurze publicznej – wydatki użytkownika końcowego (mld USD)

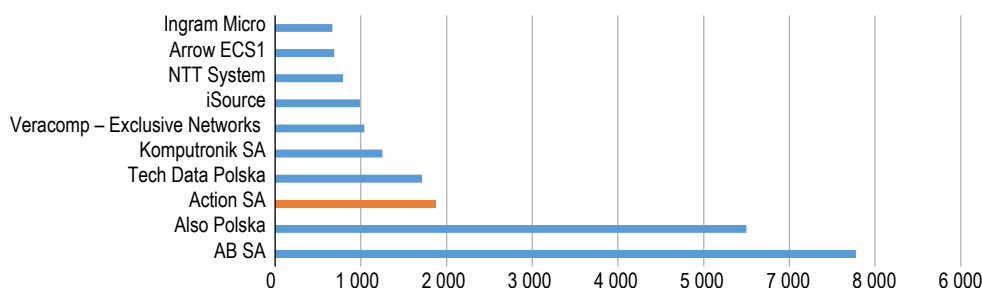


Źródło: Gartner (kwiecień 2021)

Szybszy wzrost Polski na tle świata

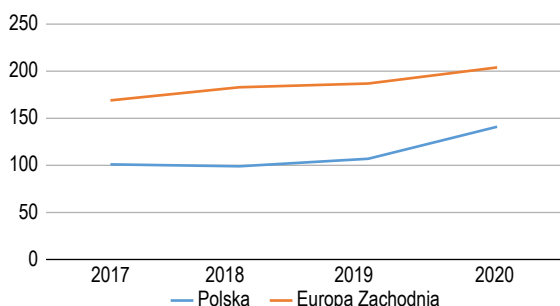
Polski rynek dystrybucji IT również w 2020 oraz bieżącym roku jest beneficjentem zmian widocznych na rynku globalnym. Wg Context rynek dystrybucji sprzętu IT w Polsce w 2020 zwiększył się o 30% r/r. W roku 2021 te wzrosty są kontynuowane, a spoglądając na prognozy globalne prognozy Gartnera na 2022 rok można oczekiwać, iż pomimo wysokiej bazy poziom tych przychodów powinien zostać utrzymany, choć naszym zdaniem w Polsce powinien się dalej zwiększać z niższą, jednocyfrową dynamiką za sprawą wielu czynników, które ten rynek będą kształtować. Możemy do nich zaliczyć zarówno nadal wyraźny dysparytet w wydatkach na sprzęt pomiędzy Europą Zachodnią w Polską czy szereg funduszy, które będą dedykowane na transformację cyfrową. Do najważniejszych z nich z pewnością należy zaliczyć: (i) 13,7 mld zł na transformację cyfrową w ramach Krajowego Planu Odbudowy, (ii) 9,3 mld EUR dotacji finansowej dla Polski w ramach Cyfrowa Europa (Digital Europe Programme – DEP) na lata 2021-2027, (iii) 2 mld EUR ze wsparcia programu Polska Cyfrowa w ramach Funduszu Polityki Spójności UE. Ponadto zakup sprzętu był i jest nadal wspierany przez szereg programów dedykowanych bezpośrednio dla użytkowników końcowych: (i) 130 mln zł na urządzenia komputerowe dla dzieci pod opieką zastępczą, (ii) 1,5 tys. zł na zakup komputera dla dziecka z rodziny rolniczej, (iii) 500 zł dotacji rządowej dla każdego nauczyciela na wyposażenie w sprzęt IT i dostęp do Internetu, (iv) 50 mln zł na program grantowy dla nauczycieli wspierający zdalną edukację czy (v) 14 tys. zł/ placówkę edukacyjną jako kontynuacja programu „aktywna tablica” na lata 2020-24.

Wykres 6. Najwięksi dystrybutorzy IT działający w Polsce w 2020 roku (przychody, mln zł)



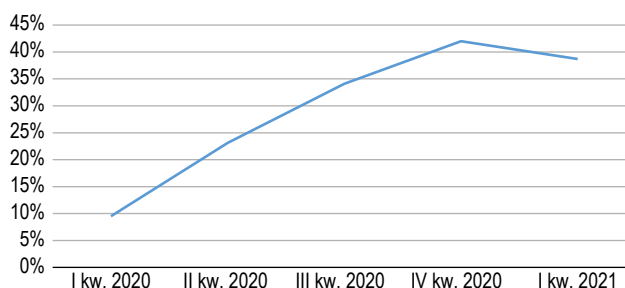
Źródło: IDG, ComputerWorld Top200

Wykres 7. Wydatki na IT per capita (USD)



Źródło: Context

Wykres 8. Dynamika wzrostu rynku dystrybucji IT w Polsce



Źródło: Context

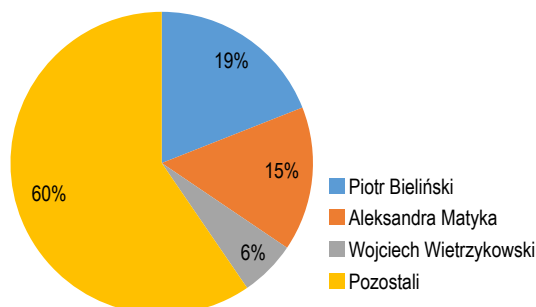
3. Model biznesowy i strategia

- ▶ Grupa Action prowadzi działalność w zakresie handlu hurtowego i detalicznego produktów z segmentów IT, RTV/AGD i szeroko pojętych dóbr konsumenckich poprzez kanały on-line: (i) własną platformę B2B (I-Serwis), (ii) sklep Sferis.pl, (iii) sklep Gram.pl, (iv) własne sklepy na Allegro oraz (v) sklep krakvet.pl. Action był w 2020 roku trzecim największym dystrybutorem sprzętu IT w Polsce.
- ▶ Działalność handlowa jest realizowana za pośrednictwem własnego, nowoczesnego centrum logistycznego o pow. ponad 30 tys. m² zlokalizowanego w siedzibie spółki w Zamieniu k. Warszawy. Magazyn ma wydajność na poziomie 100 tys. paczek dziennie, które docierają w 24h do Polski i w 48h do dowolnego punktu na świecie.
- ▶ Model biznesowy Spółki został przeformułowany w toku prowadzonego postępowania sanacyjnego i głębokiej restrukturyzacji grupy kapitałowej. W obszarze biznesowym spółka skupia się na tzw. dystrybucji z wartością dodaną w ramach specjalistycznej, ponad działowej struktury – Action Business Center. Działalność konsumencka jest z kolei realizowana poprzez Sferis, markę własną Action.
- ▶ Strategia Spółki opiera się na wykorzystaniu obecnie sprzyjających trendów wykreowanych przez pandemię COVID-19, w szczególności w zakresie istotnego wzrostu popytu na sprzęt IT oraz dynamiczny rozwój e-commerce.
- ▶ W przeciwieństwie do innych dystrybutorów broadlineowych Action skupia się na budowaniu wartości poprzez (i) selektywną współpracę z vendorami, (ii) zwiększanie udziału produktów wysokomarżowych i rozwijaniu marek własnych, (iii) ograniczoną sprzedaż niskomarżową do sieci handlowych i telekomów czy (iv) wysoki udział sprzedaży eksportowej.

3.1. Akcjonariat i struktura Grupy

Największymi akcjonariuszami w spółce jest Pan Piotr Bieleński – założyciel i prezes spółki oraz Pani Aleksandra Matyka. Udział powyżej 5% posiada również Pan Wojciech Wietrzykowski.

Wykres 9. Action; Akcjonariat

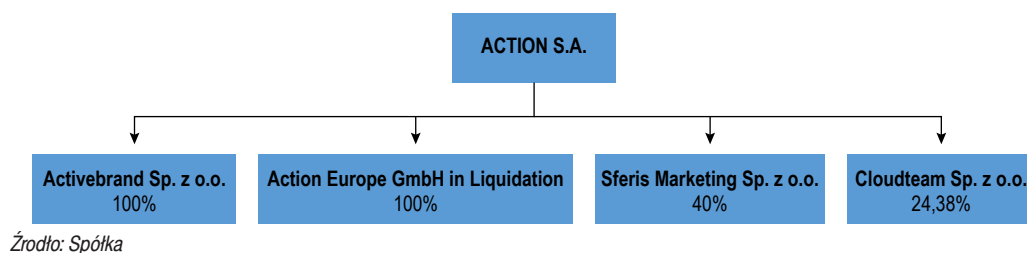


Źródło: Spółka

Action SA
– kluczowy podmiot w grupie kapitałowej

Grupa kapitałowa ACTION SA zajmuje się handlem hurtowym i detalicznym produktów z segmentów IT, RTV/AGD i szeroko pojętych dóbr konsumenckich. Na rynku działa od 1991 r., a od 2006 r. jest notowana na GPW w Warszawie. Grupa Action składa się ze spółki Action SA, która jest podmiotem dominującym oraz trzech spółek zależnych i jednej stowarzyszonej. Sercem działalności grupy kapitałowej Action SA jest spółka Action SA, odpowiadająca za większą część przychodów grupy. Po rozpoczęciu procesu likwidacji Action Europe GmbH, drugiej co do wielkości spółki grupy, spółka dominująca Action SA de facto stała się jedyną istotną spółką w grupie pod względem wielkości obrotów, zatrudnienia i intensywności działań operacyjnych.

Wykres 10. Action; Struktura Grupy Kapitałowej



Obecnie w skład grupy kapitałowej Action wchodzi następujące podmioty:

- Action SA – spółka dystrybucyjna, odpowiedzialna również za zarządzanie Grupą Action,
- Action Europe GmbH in Liquidation (100% udziałów) – niemiecka spółka dystrybucyjna będąca w likwidacji,
- Sferis Marketing Sp. z o.o. (poprzedni Action Games Lab SA) (40% udziałów) – spółka świadcząca usługi reklamowe, 60% udziałów uprawniających do 75% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki posiada Pan Piotr Bieliński
- Activebrand Sp. z o.o. (100% udziałów) – spółka zajmująca się sprzedażą produktów zoologicznych,
- Cloudteam – spółka oferująca usługi szkoleniowe, informatyczne oraz wynajem sprzętu komputerowego

3.2. Historia Grupy

Historia Grupy Action sięga 1991 roku. Poniżej przedstawiamy najistotniejsze wydarzenia w 30-letniej historii działalności Grupy.

Tabela 6. Action; Historia spółki

2020	Zatwierdzenie układu i zamknięcie postępowania sanacyjnego W grudniu Spółka otrzymała prawomocne zatwierdzenie układu, które zakończyło ponad cztery lata sanacji w ACTION SA
2019	Pozytywne zakończenie negocjacji z wierzycielami. Wysyłka kart do głosowania Spółka wypracowała układ optymalny dla wszystkich zainteresowanych. Następnie do wierzycieli przesłano karty do głosowania nad układem.
2018	Realizacja Planu Restrukturyzacyjnego ACTION SA W celu zapewnienia ciągłości biznesowej i spłacenia układu, Spółka realizowała założenia z Planu Restrukturyzacyjnego
2017	Nowy model biznesowy ACTION SA Efektem restrukturyzacji spółki jest nowa strategia Action, której głównymi filarami są najlepsza cena, dystrybucja z wartością dodaną oraz silne marki własne.
2016	Postępowanie sanacyjne i restrukturyzacja biznesu W wyniku kumulacji niesprzyjających czynników zewnętrznych, spółka jest zmuszona złożyć wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego. Sąd przychylił się do wniosku spółki, która tym samym od 1 sierpnia 2016 r. znajduje się pod parasolem ochronnym sanacji (jednego z postępowań restrukturyzacyjnych).
2015	Actionmed i Active&Food W ramach dywersyfikacji działalności Grupy Kapitałowej ACTION, uruchomione zostają dwa nowe projekty: Actionmed – spółka zajmująca się dystrybucją rozwiązań IT dla medycyny oraz Active&Food – eksport polskiej żywności do Chin.
2014	Action Europe GmbH. Action zwiększa swoje zaangażowanie w Devil GmbH, stając się jego jedynym właścicielem. Aby podkreślić kierunek zmian w Devil, spółka zmienia nazwę na Action Europe GmbH.
2013	Activejet Team Activejet zostaje sponsorem tytularnym profesjonalnej grupy kolarskiej. W sezonie 2014 grupa Activejet Team startuje w ponad 40 wyścigach kolarskich. Niemiecki oddział Action W ramach ekspansji zagranicznej, spółka rozpoczyna działalność na niemieckim rynku dystrybucji IT, przejmując część aktywów niemieckiego dystrybutora Devil A.G.
2012	Activejet sponsorem Legii Warszawa Marka własna Action – Activejet – obejmuje tytuł sponsora głównego klubu piłkarskiego Legia Warszawa. Miliard dolarów przychodów Dzięki trafnym decyzjom biznesowym, takim jak finalizacja umów dystrybucyjnych z telekomami i rozszerzenie oferty o nowe grupy produktowe, przychody GK ACTION osiągają rekordowy poziom miliarda dolarów amerykańskich.
2011	Nowa marka własna – Actis Action wprowadza na rynek materiałów alternatywnych do drukowania markę Actis, dedykowaną przetargom i szerokiej dystrybucji. To kolejny krok w stronę umacniania pozycji lidera na polskim rynku materiałów eksploatacyjnych do drukarek.
2010	Rozwój portalu gram.pl i sieci sklepów Sferis W odpowiedzi na zmieniające się potrzeby rynku, Action otwiera projekty e-commerce. Powstaje gram.pl – portal internetowy i sklep dla graczy, równoległe spółka stawia na silny rozwój Sferisu. Serwery Actina w CERN ACTION SA wygrywa przetarg o wartości 13,8 mln zł na dostawę serwerów marki własnej do Europejskiej Organizacji Badań Jądrowych w Genewie (CERN). Dostarczenie serwerów Actina Solar do CERN jest największym wdrożeniem tego typu przeprowadzonym przez polską firmę.
2009	Centrum logistyczne z nowym magazynem Zakończenie procesu rozbudowy centrum logistycznego w Zamieniu – jednego z najnowocześniejszych w Europie. Przy zachowaniu tego samego poziomu zatrudnienia, maksymalna wydajność nowego magazynu Spółki zwiększa się trzykrotnie, z obsługi 15 tysięcy paczek do 45 tysięcy dziennie. Wszystko dzięki zastosowaniu innowacyjnych rozwiązań logistycznych.
2007	Sferis w GK Action W skład Grupy wchodzi spółka Sferis – sieć sklepów stacjonarnych oraz sklep internetowy oferujący urządzenia IT i RTV/AGD.
2006	Debiut giełdowy Action debiutuje na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, a jej debiut „Gazeta Giełdy Parkiet” uznaje za najlepszy w danym roku.
2004	Otwarcie centrum biurowo-dystrybucyjnego w Zamieniu i wdrożenie systemu zamówień on-line Dynamiczny rozwój firmy staje się impulsem do podjęcia decyzji o budowie nowej siedziby ACTION w podwarszawskim Zamieniu. Równoległe wdrożony zostaje automatyczny system zamówień on-line.
2003/2004	„Postać Roku IT” dla Piotra Bielińskiego, prezesa zarządu Action Prezes Piotr Bieliński otrzymuje wyróżnienie „Postać Roku IT” dwa lata z rzędu.
2001/2002	Marki własne dołączają do oferty Action Action wprowadza do swojej oferty wysokomarżowe marki własne: Activejet (materiały eksploatacyjne do drukarek) oraz Actina (serwery, komputery).
1996	Pierwszy miliard zł przychodów W ciągu pięciu lat z małej spółki ACTION staje się podmiotem z obrotem w wysokości miliarda złotych.
1991	Powstanie ACTION Piotr Bieliński, prezes zarządu i główny założyciel firmy, przygodę z biznesem rozpoczyna w latach 90. od sprzedaży oprogramowania do komputerów Amiga. Pierwsze sukcesy i ogromne zaufanie otoczenia biznesowego pozwoliły chwilę potem powołać do życia spółkę o nazwie ACTION. Dzięki silnej determinacji wielu osób zaangażowanych w rozwój firmy, oferta staje się coraz bogatsza m.in. w takie produkty jak peryferia komputerowe.

Źródło: Spółka

3.3. Model biznesowy

Trzeci największy dystrybutor IT w Polsce

Wg raportu ComputerWorld Top200 w 2020 roku Action był trzecim największym dystrybutorem sprzętu IT działającym w Polsce. Model biznesowy Action opiera się na sprzedaży hurtowej i detalicznej szerokiego asortymentu produktów IT, takich jak: komponenty, peryferia, cała gama elektroniki użytkowej i oprogramowania, rozwiązań gotowych czy materiałów biurowych i eksploatacyjnych. Ponadto Spółka dywersyfikuje i rozszerza portfel oferowanych produktów o kategorie spoza IT, jak np. sprzęt sportowy, elektronarzędzia, karmy dla zwierząt, artykuły dziecięce, zabawki, kosmetyki czy chemię domową. Obecnie w ofercie Grupy znajduje się blisko 30 tys. produktów.

Przeformułowany model biznesowy

W toku przeprowadzonej restrukturyzacji Spółki został przeformułowany model biznesowy, którego zasadniczymi celami są lepsze odpowiadanie na aktualne potrzeby rynku oraz zabezpieczenie stabilności działania Grupy, która zakończyła z końcem 2020 roku proces sanacji. W ramach nowego modelu, działalność Action SA została podzielona na dwa zasadnicze segmenty: (i) biznesowy, skierowany do klientów korporacyjnych, oraz (ii) konsumencki, skierowany do klientów końcowych. W obszarze biznesowym spółka skupia się na tzw. dystrybucji z wartością dodaną (eng. VAD – value added distribution), oferując swoim partnerom pakiety usług oraz szkoleń. W tym celu w ramach Action utworzono specjalistyczną, ponad działową strukturę – Action Business Center, która zajmuje się realizacją założeń strategicznych dla tego obszaru. Działalność konsumencka jest z kolei realizowana poprzez Sferis, markę własną Action. W tym obszarze spółka koncentruje się na oferowaniu najbardziej pożądaných produktów w najlepszych możliwych rynkowych cenach. Oprócz tego, w obu segmentach spółka promuje marki własne: Actinę, Activejet i Actis. Dzięki podjętym działaniom, obecnie Grupa Kapitałowa Action SA jest mocno zdywersyfikowana zarówno pod względem asortymentowym, jak i kanałów i form sprzedaży, co zapewnia jej większą niezależność od koniunktury panującej na rynku IT. Jednym z takich przykładów był zakup sklepu zoologicznego online – Krakvet.pl.

Złożone łańcuchy dostaw

Action SA działa w złożonych łańcuchach dostaw. W zależności od ich lokalizacji, spółka pozyskuje towary: bezpośrednio od światowych producentów, ich lokalnych przedstawicielstw, innych dystrybutorów, autoryzowanych partnerów oraz, w rzadkich przypadkach, od sklepów detalicznych. Pozyskane produkty spółka sprzedaje za pośrednictwem zróżnicowanych kanałów sprzedaży, takich jak resellerzy, eksport, sprzedaż internetowa, sprzedaż korporacyjna, największe sieci handlowe oraz telekomy (dwa ostatnie jedynie w zakresie marek własnych).

Własne, nowoczesne centrum logistyczne

Działalność handlowa grupy kapitałowej Action jest realizowana za pośrednictwem własnego centrum logistycznego zlokalizowanego w siedzibie spółki w Zamieniu k. Warszawy, w bezpośrednim sąsiedztwie drogi ekspresowej łączącej Gdańsk z Krakowem. Centrum logistyczne liczy ponad 30 tys. metrów kwadratowych powierzchni magazynowej. Zastosowano w nim najnowocześniejsze rozwiązania logistyczne, w tym m.in. 22 tys. pojemników w automatycznym magazynie AKL oraz 5 km linii przenośników. Dzięki temu magazyn osiąga wydajność na poziomie 100 tys. paczek dziennie, które docierają w 24h do Polski i w 48h do dowolnego punktu na świecie.

Sprzedaż on-line do klientów B2B i B2C

Grupa realizuje prawie całą sprzedaż kanałami on-line. W segmencie B2B sprzedaż jest całkowicie realizowana poprzez własną platformę B2B (I-Serwis), która jest dostępna dla zarejestrowanych uprzednio kontrahentów w skład których wchodzi zarówno resellerzy jak i sklepy e-commerce z kraju i zagranicy. W segmencie B2C sprzedaż odbywa się poprzez: (i) sklep Sferis.pl, (ii) sklep gram.pl, (iii) własne sklepy na Allegro oraz (iv) sklep krakvet.pl. Ponadto uzupełnieniem modelu sprzedaży jest 9 wysp ActiveJet zlokalizowanych w centrach handlowych oraz 1 salon Sferis w Krakowie.

Silne marki własne

Jednym z elementów modelu biznesowego Spółki jest tworzenie wartości dodanej poprzez rozwój i sprzedaż produktów pod markami własnymi, na których Action uzyskuje dwucyfrową marżę brutto na sprzedaży. W chwili obecnej w portfolio grupy kapitałowej Action znajdują się następujące marki własne:

- Actina – marka komputerów i rozwiązań serwerowych,
- Activejet – marka materiałów eksploatacyjnych do drukarek, akcesoriów komputerowych, oświetlenia,
- Actis – marka ekonomicznych materiałów eksploatacyjnych do drukarek i oświetlenia,
- Sferis – sklep internetowy oferujący produkty z różnych segmentów produktowych,
- Gram.pl – portal internetowy i sklep dla graczy.

Celem strategicznym Spółki dla tego segmentu jest dalsze wzmacnianie ich pozycji rynkowej poprzez działania promocyjne i marketingowe.

3.4. Strategia

Sanacja i głęboka restrukturyzacja grupy kapitałowej

W wyniku splotu niekorzystnych czynników na które nałożyły się decyzje Urzędów Kontroli Skarbowej w Olsztynie i Warszawie, które Action otrzymał w lipcu 2016 r sytuacja spółki stała się trudna. Zgodnie z tymi decyzjami, Urzędy Kontroli Skarbowej zakwestionowały wartość podatku VAT uiszczanego przez spółkę w okresach od lipca 2011 r. do stycznia 2012 r. oraz od stycznia do lutego 2013 r. Aby chronić płynność finansową firmy zarząd Action podjął decyzję o złożeniu do sądu wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego. Sąd przychylił się do tego wniosku, w związku z czym od dnia 1 sierpnia 2016 r. Spółka była objęta sanacją. Strategia grupy Action była w ostatnich latach ukierunkowana na realizację przyjętego planu restrukturyzacyjnego w ramach toczącego się postępowania sanacyjnego. Wysiłki grupy były skupione na głębokim przemodelowaniu modelu biznesowego, co wiązało się również z głęboką restrukturyzacją zatrudnienia i zoptymalizowaniem struktury grupy kapitałowej. W ramach tych działań wiele spółek zależnych zakończyło swoją działalność lub jest w trakcie likwidacji (Action Europe GmbH, Lapado Handelsgesellschaft GmbH, Action (Guangzhou) Trading Co. Ltd.) lub zostały wchłonięte w struktury spółki dominującej (Actina Sp. z o.o., Retailworld Sp. z o.o., Sferis Sp. z o.o., Gram Sp. z o.o.). W ramach tych działań zatrudnienie w Grupie spadło z 866 etatów w 2015 roku do 457 na koniec 2020 roku.

Wypełnianie postanowień zawartego układu

W ramach zatwierdzonego układu z wierzycielami ma nastąpić spłata głównej grupy wierzycieli w 61% kwoty głównej oraz umorzenie odsetek, z zastrzeżeniem, że wierzyciele ci uzyskają od Action co najmniej 50 tys. zł. Spłata wierzytelności ma nastąpić w formie 29 kwartalnych rat.

Wierzyciele finansowi mają zostać spłaćeni w 57,5% wierzytelności głównej, przy czym 40,35% kwoty należności głównej ma zostać spłacone w formie gotówkowej, 9,65% poprzez konwersję zobowiązań na 3,080,000 akcji serii D (już wyemitowanych) na nowe akcje Action, a 7,5 proc. w drodze dodatkowej raty układowej. Zgodnie z przyjętym układem, drobni wierzyciele oraz wierzyciele, wobec których spółka posiada zobowiązania, o których mowa w art. 160 ust. 1 Prawa Restrukturyzacyjnego (tj. zobowiązań z tytułu składek na ubezpieczenia społeczne), otrzymali spłatę wierzytelności w całości w ostatnim dniu roboczym miesiąca kalendarzowego następującym po kwartale, w którym uprawomocniło się postanowienie o zatwierdzeniu układu w postępowaniu sanacyjnym. Wierzyciele dywidendowi mają być spłaćeni w 45,26%. Wierzytelności te mają być przez spółkę uregulowane po spłacie innych grup. Dotyczy to niewypłaconej dotąd dywidendy spółki za rok 2015 – uchwalonej przez WZA w wysokości 1 zł na akcję. Wartość zobowiązań układowych pozostających do spłaty na koniec marca 2021 opiewała na kwotę 115 mln zł. Zgodnie z przyjętym układem Spółka będzie spłacała te zobowiązania w 26 kolejnych ratach do 2028 roku (plus płatność dodatkowa). Do tej pory w ramach spłaty 3 pierwszych rat wartość zobowiązań układowych z tyt. płatności gotówkowych zmniejszyła się o wartość około 70 mln zł.

Toczące się postępowania przed organami skarbowymi.

Do dnia dzisiejszego toczą się postępowania sądowe dotyczące niekorzystnych decyzji organów podatkowych wydanych wobec spółki. Przed sądami toczą się poniższe postępowania w sprawach podatkowych:

- W zakresie rzetelności deklarowanych podstaw opodatkowania oraz prawidłowości obliczania i wpłacania podatku od towarów i usług za poszczególne okresy rozliczeniowe od lipca 2011 r. do stycznia 2012 r. – etap – wniesienie skargi przez Spółkę na niekorzystne orzeczenie wydane przez WSA do NSA.
- W zakresie rzetelności deklarowanych podstaw opodatkowania oraz prawidłowości obliczania i wpłacania podatku od towarów i usług za styczeń i luty 2013 r. – etap – postępowanie w tej sprawie trwa w dalszym ciągu (zostało skierowane do ponownego rozpoznania przez organ I instancji)
- W sprawie zakwestionowanej wysokości naliczonego podatku VAT za okres od sierpnia do grudnia 2010 r. – etap – wniesienie skargi przez Spółkę na niekorzystne orzeczenie wydane przez WSA do NSA.

Pozyskanie finansowania na dalszy rozwój

Zakończone postępowanie sanacyjne i proces restrukturyzacji przeprowadzony podczas jego trwania, daje grupie kapitałowej Action silne podstawy do dalszego rozwoju. Efekty tych mocnych podstaw widać już w ostatnich wynikach finansowych. Największym wyzwaniem, aby te możliwości rozwoju całkowicie wykorzystać jest pozyskanie dodatkowego finansowania na działalność Spółki oraz zwiększenia limitów kredytowych wśród firm ubezpieczeniowych. Wyższe limity ubezpieczeniowe u vendorów zmniejszą konieczność dokonywania zakupów za gotówkę i wzrost obrotu będzie w większym stopniu finansowany zobowiązaniami handlowymi. Oczekujemy, że zmiany te będą następować sukcesywnie w miarę postępu w spłatach kolejnych rat układowych.

3 filary nowej strategii

Po przeformułowaniu modelu biznesowego prowadzonej działalności Action przedstawił nową strategię dla Grupy kapitałowej, która opiera się na 3 podstawowych filarach:

- Wykorzystanie aktualnej sytuacji na rynku związanej z pandemią COVID-19, która wzmacnia popyt na produkty oferowane przez Spółkę
- Wykorzystanie filarów biznesowych wypracowanych podczas procesu restrukturyzacji, w szczególności poprzez:
 - Action Bussines Center
 - E-commerce Automation
 - Consumer Product
- Rozwój portfola produktowego w zakresie produktów wysokomarżowych, zgodnymi z bieżącymi trendami i innowacjami

Budowa wartości poprzez selektywne podejście

Strategią Action jest budowanie wartości dla akcjonariuszy poprzez odpowiedni dobór: (i) miksu oferowanych produktów, (ii) kanałów ich sprzedaży oraz (iii) sposobu współpracy z vendorami. Taka selektywna strategia pozwala na osiągnięcie ponadprzeciętnej rentowności w branży. Ten cel jest realizowany poprzez:

- Utrzymywanie ograniczonej współpracy z sieciami handlowymi i telekomami (aby nie drenować marży i kapitału obrotowego w tych kanałach sprzedawane są jedynie produkty pod markami własnymi)
- Rozwój marek własnych i poszerzanie portfolio produktowego o nowe kategorie produktów o wyższej marży
- Selektywna współpraca z poszczególnymi vendorami – częsta rezygnacja z umów dystrybucyjnych na rzecz współpracy partnerskiej (mniejsze obciążenie kapitału obrotowego ze względu na swobodną politykę zarządzania zapasami, możliwość realizacji wyższych marż w okresach niższej dostępności produktów na rynku dzięki elastycznej polityki w zakresie kształtowania cen)
- Oferowanie klientom wysokiej jakości usług i wsparcia na produkty biznesowe

4. Wyniki i prognozy finansowe

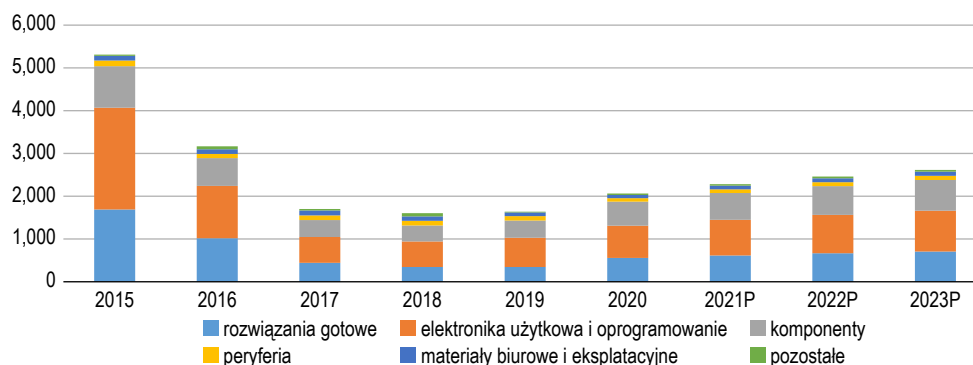
- ▶ Grupa Action od sierpnia 2016 do grudnia 2020 przebywała w sanacji. W tym czasie został z sukcesem wypracowany i zatwierdzony układ z wierzycielami oraz przeprowadzona restrukturyzacja Spółki. Spłata wierzycieli jest zaplanowana do 2028 roku.
- ▶ Spółka sukcesywnie zwiększa przychody i poprawia rentowność, a w 2020 roku wypracowała zysk netto. Dalszy wzrost przychodów powinien być napędzany przez cyfryzację wielu dziedzin życia i rozwój e-commerce przyspieszony przez pandemię COVID-19, który kreuje popyt na sprzęt IT. Ponad 50% przychodów Action pochodzi z eksportu.
- ▶ Action osiąga wysoką rentowność marży brutto na sprzedaży z uwagi na (i) wysoki udział sprzedaży eksportowej, (ii) silne portfolio marek własnych (Actina, ActiveJet, Actis, Sferis, Gram.pl), (iii) możliwość kreowania elastycznej polityki cenowej w oparciu o mniejszy udział umów dystrybucyjnych na rzecz umów partnerskich z vendorami czy (iv) ograniczenie sprzedaży niskomargowej do sieci handlowych i telekomów, niemniej jednak zmniejszenie luki podażowej w zakresie dostępności sprzętu powinno przyczynić się do spadku marż które znajdują się obecnie na historycznie najwyższych poziomach.

4.1. Przychody

Odbudowa przychodów od 2018 roku

Wyniki finansowe Action na przestrzeni ostatnich lat były wypadkową trwającego procesu sanacyjnego (od sierpnia 2016 do grudnia 2020) i wypełniania postanowień planu restrukturyzacyjnego. Grupa Action istotnie zmieniła w tym czasie swój kształt (uproszczona została struktura grupy i zmniejszona ilość spółek zależnych) oraz model biznesowy i częściowo także profil prowadzonej działalności. Została ograniczona również mniej rentowna sprzedaż. Od momentu wejścia spółki w proces sanacji przychody Action zaczęły się mocno kurczyć osiągając minimum w 2018 roku. Od tego momentu następuje sukcesywne zwiększenie skali prowadzonego biznesu. W latach 2019 oraz 2020 przychody wzrosły odpowiednio o 2% i 26%. Największy udział w strukturze przychodów posiada elektronika użytkowa i oprogramowanie i oprogramowanie. Kolejnymi grupami o najwyższym udziale w przychodach były rozwiązania gotowe i komponenty, a zdecydowanie mniejszy udział miały peryferia, materiały biurowe i eksploatacyjne i pozostałe.

Wykres 11. Action; Struktura sprzedaży wg produktów

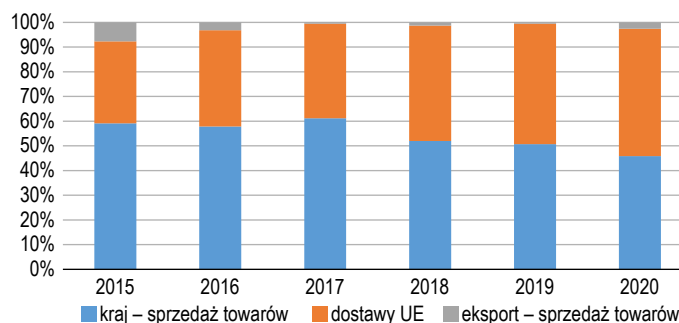


Źródło: Spółka

Eksport z ponad 50% udziałem w strukturze przychodów

Na przestrzeni ostatnich lat struktura geograficzna przychodów Action wykazuje sukcesywny wzrost sprzedaż eksportowej. Od 2017 do 2020 roku udział eksportu w całkowitej sprzedaży Spółki zwiększał się stopniowo z 39% do 54%. Główne czynniki, które determinują dalszy wzrost sprzedaży eksportowej to: konkurencyjne ceny, dostępność produktów i ich szybka wysyłka oraz stale powiększany asortyment produktowy również spoza ścisłego obszaru IT. Głównymi odbiorcami produktów spółki poza granicami Polski jest około 300 sklepów e-commerce z całej Europy.

Wykres 12. Action; Geograficzna struktura sprzedaży



Źródło: Spółka

Sprzedaż napędzana przez COVID-19

Dynamika wzrostu przychodów Spółki zdecydowanie przyspieszyła w 2020 roku co było spowodowane pandemią COVID-19 i gwałtownym wzrostem popytu na sprzęt IT. W 2021 roku przychody spółki nadal są napędzane dalszym rozwojem organicznym (wzrost portfela oferowanych produktów) i panującym dużym popytem na: sprzęt IT, oprogramowanie i rozwiązania gotowe, powstałym przez pandemiczną rzeczywistość, która przyspieszyła proces cyfryzacji wielu dziedzin życia. Niemniej jednak, z uwagi na wyższą bazę roku ubiegłego dynamika wzrostu przychodów wyhamowała począwszy od maja osiągając dynamiki wysoko jednocyfrowe. Oczekujemy, że ten trend utrzyma się również w kolejnych miesiącach. Spodziewając się utrzymania korzystnych warunków rynkowych w zakresie zapotrzebowania na sprzęt IT w przyszłym roku prognozujemy średnią jednocyfrową dynamikę wzrostu przychodów w roku 2022 i 2023. Z uwagi na wysokie ryzyko niepewności dotyczące dalszego rozwoju pandemii COVID-19 i jej wpływu zarówno na dostępność towarów (zachowanie ciągłości dostaw) jaki i zmieniającego się popytu na sprzęt, nasze prognozy dla Spółki mogą być przedmiotem istotnych dalszych zmian (w obu kierunkach).

4.2. Rentowność

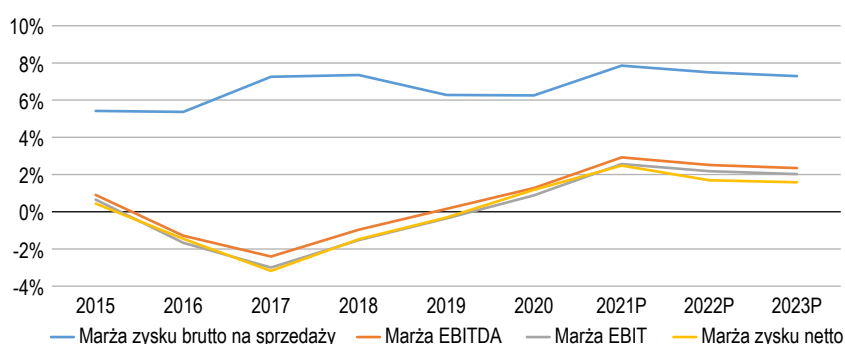
Wzrost rentowności i wypracowany zysk w 2020 roku

W ślad za zwiększającymi się obrotami i postępującym procesem restrukturyzacyjnym rosła rentowność Spółki, a przeprowadzone zmiany pozwoliły grupie stopniowo ograniczyć bazę kosztową. Na przestrzeni 2020 roku zyski Action były kształtowane zarówno przez dynamiczny wzrost sprzedaży (efekt dźwigni operacyjnej), jak i podjętych wcześniej działań restrukturyzacyjnych. Był to rok kiedy firma pierwszy raz od momentu wejścia w sanację wypracowała zysk netto. Action zmieniając model biznesowy prowadzonej działalności poprzez ograniczenie sprzedaży do sieci handlowych i telekomów przy jednoczesnym wzroście udziału sprzedaży do resellerów oraz sprzedaży eksportowej zdecydowanie zwiększył osiąganą rentowność. W 1 poł. 2021 roku Action osiągnął bardzo wysoką rentowność w wysokości 8,1% marży brutto na sprzedaży.

Oczekiwana dalsza poprawa wyników

Biorąc pod uwagę szereg przewag konkurencyjnych Action w postaci (i) wysokiego udziału sprzedaży eksportowej, (ii) silnego portfolio marek własnych (Actina, ActiveJet, Actis, Sferis, Gram.pl), (iii) możliwości kreowania elastycznej polityki cenowej w oparciu o mniejszy udział umów dystrybucyjnych na rzecz umów partnerskich z vendorami, uważamy, że Action ma silne podstawy ku temu, aby wykazywać pokaźne zyski operacyjne w najbliższej przyszłości. Niemniej jednak z uwagi na wysoką bazę roku bieżącego wywołaną przez niedobór sprzętu na rynku, za sprawą spodziewanego zmniejszenia luki podażowej (za sprawą większej dostępności sprzętu na rynku w kolejnych okresach) oczekujemy normalizacji marży brutto ze sprzedaży po jej mocnych wzrostach w ostatnich kwartałach. Niemniej jednak, za sprawą dźwigni operacyjnej spadki te powinny być w dużym stopniu zamortyzowane na poziomie marży EBITDA.

Wykres 13. Action: Rentowność



Źródło: Spółka, szacunki DM BOS

4.3. Capex

Oczekujemy, że potrzeby inwestycyjne Spółki w najbliższych latach będą się kształtowały na poziomie 4-5 mln zł rocznie. Obecne centrum logistyczne Action było w stanie przed sanacją obsłużyć obroty Spółki sięgające ponad 5 mld zł, przy spodziewanych przychodach na poziomie poniżej 3 mld zł w najbliższych latach nie widzimy potrzeby przeprowadzenia dużych inwestycji, a jedynie inwestycje odtworzeniowe zarówno na poziomie biur jak i magazynu (np. sprzęt biurowy, komputery, wózki widłowe itp.)

4.4. Kapitał obrotowy

Dzięki zatwierdzonemu układowi z wierzycielami i postępującymi spłatami rat zobowiązań, oczekujemy, że Action powinien sukcesywnie mieć zwiększane limity kredytowe u vendorów przez ubezpieczycieli, dzięki czemu zmniejszeniu powinny ulec płatności gotówkowe za zobowiązania. Kapitał obrotowy będzie również kształtowany przez udział sprzedaży detalicznej w miksie, gdyż wzrost tego udziału powinien z kolei pozytywnie przekładać się na rotację należności.

4.5. Podatki

Zysk netto Action w 2021 roku powinien zostać dodatkowo zwiększony poprzez rozpoznanie aktywa podatkowego – sytuacja ta miała miejsce w 1 kw. i oczekujemy, że podobna sytuacja może mieć miejsce w kolejnych kwartałach. Od 2022 roku zakładamy, że Spółka będzie wykazywać nominalną stopę podatkową równą 19%.

4.6. Dywidenda

Zgodnie z zatwierdzonym układem z wierzycielami Spółka wypłaci uchwaloną dywidendę w wysokości 1 zł na akcję zredukowaną do poziomu 0,45 zł na akcje w 2028 roku. Zakładamy na chwilę obecną, że Action nie będzie przed tym terminem wypłacać dywidend.

4.7. Prognozy wyników za II kw. 2021

Action opublikuje wyniki finansowe za II kw. 2021 roku w dniu 30 września. Spodziewamy się kontynuacji wysokiej dynamiki wzrostu zysków za sprawą już zaraportowanych dynamik wzrostu przychodów i marży brutto na sprzedaży w połączeniu z efektami przeprowadzonej restrukturyzacji.

Biorąc pod uwagę zaraportowane miesięczne dane sprzedażowe za kwiecień, maj oraz czerwiec oczekujemy 12% dynamiki wzrostu przychodów r/r w II kw. 2021 do poziomu 540 mln zł. Spodziewamy się wzrostu przychodów we wszystkich kategoriach produktowych. Sprzyjające warunki na rynku, które utrzymywały się w II kw. 2021, tj. duży popyt na sprzęt IT w połączeniu z jego niedoborami, miały pozytywne przełożenie na poziom uzyskiwanych marż. Action zaraportował marżę brutto na sprzedaży w kwietniu, maju i czerwcu na poziomie odpowiednio: 7,1%, 8,3% oraz 8,1%, co powinno przełożyć się na średniokwartalną ważoną obrotem marżę na brutto na sprzedaży na poziomie 7,8% vs. 6,7% w II kw. 2020.

Zważywszy na: (i) dwucyfrową dynamikę wzrostu przychodów (pozytywny efekt dźwigni operacyjnej), (ii) wysoką marżę brutto na sprzedaży oraz (iii) efekt przeprowadzonych działań restrukturyzacyjnych szacujemy EBITDĘ Spółki w II kw. 2021 na poziomie 17,3 mln zł (tj. 207% wzrostu r/r). Zakładając amortyzację na poziomie 2 mln zł oczekujemy EBITu w wysokości 15,3 mln zł (wzrost 311% r/r). Zakładając dyskonto z zobowiązań objętych układem na poziomie 800 tys. zł oraz rozpoznanie aktywa podatkowego w wysokości 2 mln zł prognozujemy zysk netto Action w II kw. 2021 na poziomie 16,7 mln zł (418% wzrostu r/r).

Tabela 7. Action; Prognozy finansowe na II kw. 2021

MSSF, skonsolidowane (mln zł)				Realizacja całorocznej prognozy w:							
	II kw. 21	II kw. 20	r/r	1 poł. 21	1 poł. 20	r/r	II kw. 2021	II kw. 2020	1 poł. 2021	1 poł. 2020	
Sprzedaż	539,8	480,5	12%	1 065,2	948,0	12%	24%	23%	47%	46%	
EBITDA	17,3	5,6	207%	35,4	8,8	301%	26%	3%	53%	5%	
marża EBITDA	3,2%	1,2%	-	3,3%	0,9%	-	-	-	-	-	
EBIT	15,3	3,7	311%	31,4	4,7	569%	26%	2%	54%	3%	
marża EBIT	2,8%	0,8%	-	2,9%	0,5%	-	-	-	-	-	
Zysk brutto	14,6	3,1	376%	30,0	4,7	542%	26%	2%	54%	3%	
marża zysku brutto	2,7%	0,6%	-	2,8%	0,5%	-	-	-	-	-	
Zysk netto	16,7	3,2	418%	35,1	4,8	628%	30%	2%	62%	3%	
marża zysku netto	3,1%	0,7%	-	3,3%	0,5%	-	-	-	-	-	

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

5. Sprawozdania finansowe

Tabela 8. Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Majątek trwały	163,9	156,3	145,7	142,1	138,7	135,5
– wartości niematerialne i prawne	7,7	6,6	6,2	6,0	5,8	5,7
– rzeczowy majątek trwały	156,2	149,8	139,5	136,1	132,9	129,9
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	3,9	3,5	3,9	3,9	3,9	3,9
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	0,0	0,0	10,0	11,1	12,0	12,7
Majątek obrotowy	394,2	386,5	471,0	481,6	525,5	568,6
– zapasy	128,0	156,2	190,9	215,4	232,1	247,0
– należności handlowe netto	172,6	154,6	175,5	194,1	209,1	222,5
– środki pieniężne i ekwiwalenty	93,6	75,7	104,6	72,1	84,3	99,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe czynne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa	562,0	546,4	630,6	638,7	680,1	720,7
Kapitały własne	106,3	101,6	300,3	356,1	399,4	443,6
Rezerwy	0,0	0,0	1,4	1,5	1,6	1,7
Zobowiązania, w tym:	455,7	444,8	329,0	281,1	279,0	275,4
– odsetkowe	117,5	113,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Rozliczenia międzyokresowe bierne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	562,0	546,4	630,6	638,7	680,1	720,7
Wskaźniki:						
Zadłużenie/Kapitały własne	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitał pracujący netto/ Aktywa ogółem	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Wskaźnik bieżący	0,9	0,9	2,1	2,8	2,8	2,9
Wskaźnik szybki	0,6	0,5	1,2	1,5	1,6	1,6
Sprzedaż/ Aktywa ogółem	2,7	3,0	3,5	3,6	3,7	3,7
Sprzedaz/ Kapitał pracujący netto	-96,8	-56,0	232,4	27,1	16,8	14,6
Rotacja zapasów w dniach	32	34	33	35	36	36
Rotacja należności kr. w dniach	46	36	29	30	30	30
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	86	80	53	35	29	29
Cykl obrotu gotówki w dniach	-8	-9	9	30	37	38
ROA	-4,0%	-0,9%	31,5%	8,9%	6,6%	6,3%
ROE	-20,7%	-4,8%	92,1%	17,1%	11,5%	10,5%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 9. Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	1 603,9	1 638,9	2 062,2	2 281,4	2 457,9	2 615,5
Koszt sprzedanych towarów	-1 486,0	-1 536,1	-1 933,2	-2 102,1	-2 271,2	-2 420,7
Zysk brutto ze sprzedaży	117,9	102,9	129,0	179,2	186,7	194,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-145,6	-111,4	-107,7	-122,0	-131,1	-138,4
Zysk na sprzedaży	-27,7	-8,5	21,3	57,3	55,6	56,4
Pozostałe przychody operacyjne	13,1	5,5	148,6	0,8	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-9,8	-2,9	-13,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-15,5	2,5	165,0	66,2	63,9	64,8
Skor. EBITDA	-15,5	2,5	26,3	66,2	63,9	64,8
EBIT	-24,4	-5,9	156,8	58,1	55,6	56,4
Skor. EBIT	-24,4	-5,9	18,1	58,1	55,6	56,4
Przychody finansowe	0,0	0,9	22,3	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	-0,8	-0,1	-0,1	-2,6	-2,1	-1,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk z działalności gospodarczej	-25,2	-5,1	179,1	55,5	53,5	54,5
Udział w spółkach konsolidowanych metodą praw własności	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-25,2	-5,1	179,1	55,5	53,5	54,5
Skor. Zysk brutto	-25,2	-5,1	18,4	55,5	53,5	54,5
Podatek dochodowy	0,0	0,0	5,4	0,3	-10,2	-10,4
Zyski mniejszości	-1,5	-0,1	-0,6	-0,4	0,0	0,0
Zysk netto	-23,7	-5,0	185,1	56,2	43,3	44,2
Skor. zysk netto	-23,7	-5,0	24,4	56,2	43,3	44,2
Marże:						
Zysk brutto na sprzedaży	7,3%	6,3%	6,3%	7,9%	7,6%	7,4%
Zysk na sprzedaży	-1,7%	-0,5%	1,0%	2,5%	2,3%	2,2%
Skor. EBITDA	-1,0%	0,2%	1,3%	2,9%	2,6%	2,5%
Skor. EBIT	-1,5%	-0,4%	0,9%	2,5%	2,3%	2,2%
Skor. zysku przed opodatkowaniem	-1,6%	-0,3%	0,9%	2,4%	2,2%	2,1%
Skor. zysku netto	-1,5%	-0,3%	1,2%	2,5%	1,8%	1,7%
Wzrost:						
Przychodów ze sprzedaży	-6%	2%	26%	11%	8%	6%
Zysku na sprzedaży	-27%	b.z.	b.z.	169%	-3%	1%
EBITDA	-62%	b.z.	b.z.	152%	-4%	1%
EBIT	-52%	b.z.	b.z.	221%	-4%	1%
Zysku przed opodatkowaniem	-54%	b.z.	b.z.	202%	-4%	2%
Zysku netto	-56%	b.z.	b.z.	131%	-23%	2%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Przepływy pieniężne

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	31,6	-13,9	23,6	-27,9	17,1	20,1
Zysk netto	-23,7	-5,0	185,1	56,2	43,3	44,2
Amortyzacja	8,9	8,4	8,2	8,2	8,3	8,4
Zmiana w kapitale obrotowym	46,5	-16,6	-170,4	-20,7	-19,2	-17,1
Pozostałe	-0,1	-0,7	0,8	-71,5	-15,3	-15,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	0,4	5,8	-4,6	-4,9	-5,2
Wydatki inwestycyjne	-1,4	-0,5	-0,8	-4,6	-4,9	-5,2
Pozostałe	1,4	1,0	6,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-23,5	-4,5	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia	-22,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu gotówki	8,1	-17,9	28,9	-32,5	12,2	14,8

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

Marża 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 odroczonek.

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	51	22	5	9	0	2
Procenty	57%	25%	6%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	41	28	9	9	0	2
Procenty	46%	31%	10%	10%	0%	2%

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	11	4	0	1	0	2
Procenty	61%	22%	0%	6%	0%	11%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	7	6	2	1	0	2
Procenty	39%	33%	11%	6%	0%	11%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Action									
-	Kupuj	19.01.2011	-	-	01.01.2012	12%	43%	16,80	23,40 -
-	-	-	28.01.2011	-	-	-	-	19,30	23,40 →
-	-	-	01.03.2011	-	-	-	-	19,40	23,40 →
-	-	-	24.03.2011	-	-	-	-	19,40	23,40 →
-	-	-	20.04.2011	-	-	-	-	20,25	23,40 →
-	-	-	11.05.2011	-	-	-	-	19,70	23,00 ↓
-	-	-	16.05.2011	-	-	-	-	19,25	23,00 →
-	-	-	20.06.2011	-	-	-	-	19,41	23,00 →
-	-	-	25.07.2011	-	-	-	-	19,10	23,00 →
-	-	-	31.07.2011	-	-	-	-	19,00	21,40 ↓
-	-	-	31.08.2011	-	-	-	-	16,00	20,00 ↓
-	-	-	03.10.2011	-	-	-	-	15,88	20,00 →
-	-	-	12.10.2011	-	-	-	-	15,81	20,00 →
-	-	-	24.10.2011	-	-	-	-	15,45	20,00 →
-	-	-	14.11.2011	-	-	-	-	18,10	20,00 →
-	-	-	11.12.2011	-	-	-	-	17,90	20,00 →
-	Kupuj	01.01.2012	-	-	29.02.2012	28%	15%	18,40	21,80 ↑
-	-	-	25.01.2012	-	-	-	-	20,07	21,80 →
-	Trzymaj	29.02.2012	-	-	13.12.2012	1%	-10%	23,49	21,80 →
-	-	-	20.03.2012	-	-	-	-	22,21	21,80 →
-	-	-	15.04.2012	-	-	-	-	22,20	21,80 →
-	-	-	24.04.2012	-	-	-	-	22,50	23,20 ↑
-	-	-	14.05.2012	-	-	-	-	20,36	22,80 ↓
-	-	-	15.05.2012	-	-	-	-	20,55	22,80 →
-	-	-	21.06.2012	-	-	-	-	22,99	22,80 →
-	-	-	19.07.2012	-	-	-	-	21,67	22,80 →
-	-	-	24.07.2012	-	-	-	-	19,32	22,80 →
-	-	-	02.09.2012	-	-	-	-	20,02	22,80 →
-	-	-	10.10.2012	-	-	-	-	20,95	22,80 →
-	-	-	23.10.2012	-	-	-	-	19,70	22,80 →
-	-	-	14.11.2012	-	-	-	-	20,16	22,80 →
-	Kupuj	13.12.2012	-	-	23.04.2013	26%	36%	23,00	27,80 ↑
-	-	-	23.01.2013	-	-	-	-	27,99	27,80 →
-	-	-	18.02.2013	-	-	-	-	29,16	27,80 →
-	-	-	21.03.2013	-	-	-	-	31,80	27,80 →
-	-	-	17.04.2013	-	-	-	-	29,50	27,80 →
-	Trzymaj	23.04.2013	-	-	22.07.2013	31%	22%	28,99	31,00 ↑
-	-	-	15.05.2013	-	-	-	-	32,11	31,00 →
-	-	-	13.06.2013	-	-	-	-	35,68	29,50 ↓
-	-	-	17.06.2013	-	-	-	-	36,40	29,50 →
-	Kupuj	22.07.2013	-	-	20.10.2013	43%	26%	36,50	44,90 ↑
-	-	-	25.07.2013	-	-	-	-	36,50	44,90 →
-	-	-	01.09.2013	-	-	-	-	48,35	44,90 →
-	Trzymaj	20.10.2013	-	-	21.04.2014	-8%	-6%	52,35	55,90 ↑
-	-	-	14.11.2013	-	-	-	-	53,00	55,90 →
-	-	-	12.12.2013	-	-	-	-	48,80	55,90 →
-	-	-	21.01.2014	-	-	-	-	48,00	55,90 →
-	-	-	23.01.2014	-	-	-	-	47,50	47,40 ↓
-	-	-	17.02.2014	-	-	-	-	48,25	47,40 →
-	-	-	23.03.2014	-	-	-	-	46,00	47,40 →
-	-	-	13.04.2014	-	-	-	-	49,36	47,40 →
-	Kupuj	21.04.2014	-	-	23.03.2015	16%	10%	48,00	55,50 ↑
-	-	-	15.05.2014	-	-	-	-	44,70	55,50 →
-	-	-	16.06.2014	-	-	-	-	44,70	55,50 →
-	-	-	16.07.2014	-	-	-	-	43,00	58,70 ↑
-	-	-	20.07.2014	-	-	-	-	42,63	58,70 →
-	-	-	18.08.2014	-	-	-	-	41,38	57,70 ↓
-	-	-	01.09.2014	-	-	-	-	42,01	57,70 →
-	-	-	14.10.2014	-	-	-	-	45,00	57,70 →
-	-	-	16.11.2014	-	-	-	-	44,66	57,70 →
-	-	-	14.12.2014	-	-	-	-	44,00	57,70 →
-	-	-	18.01.2015	-	-	-	-	47,20	57,70 →
-	-	-	10.02.2015	-	-	-	-	50,80	57,70 →
Jakub Viscardi	Trzymaj	23.03.2015	-	24.03.2015	16.07.2015	-34%	-32%	55,89	57,70 →
Jakub Viscardi	-	-	16.04.2015	17.04.2015	-	-	-	51,89	51,70 ↓
Jakub Viscardi	-	-	19.04.2015	20.04.2015	-	-	-	52,50	51,70 →
Jakub Viscardi	-	-	17.05.2015	18.05.2015	-	-	-	43,00	51,70 →
Jakub Viscardi	-	-	17.06.2015	17.06.2015	-	-	-	38,28	50,70 ↓
Jakub Viscardi	-	-	21.06.2015	22.06.2015	-	-	-	37,50	50,70 →
Jakub Viscardi	Sprzedaj	16.07.2015	-	17.07.2015	13.12.2015	-30%	-15%	36,09	31,70 ↓
Jakub Viscardi	-	-	31.08.2015	01.09.2015	-	-	-	35,98	31,70 →
Jakub Viscardi	-	-	15.10.2015	16.10.2015	-	-	-	23,50	31,70 →
Jakub Viscardi	-	-	21.10.2015	22.10.2015	-	-	-	26,69	23,00 ↓
Jakub Viscardi	-	-	16.11.2015	17.11.2015	-	-	-	25,14	23,00 →
Jakub Viscardi	Trzymaj	13.12.2015	-	14.12.2015	24.07.2016	-65%	-66%	25,39	26,40 ↑
Jakub Viscardi	-	-	17.01.2016	18.01.2016	-	-	-	26,00	26,40 →
Jakub Viscardi	-	-	15.02.2016	16.02.2016	-	-	-	24,49	26,40 →
Jakub Viscardi	-	-	06.03.2016	07.03.2016	-	-	-	22,99	26,40 →
Jakub Viscardi	-	-	21.03.2016	22.03.2016	-	-	-	18,40	26,40 →
Jakub Viscardi	-	-	13.04.2016	14.04.2016	-	-	-	16,09	26,40 →
Jakub Viscardi	-	-	21.04.2016	22.04.2016	-	-	-	15,17	15,50 ↓
Jakub Viscardi	-	-	16.05.2016	17.05.2016	-	-	-	15,83	15,50 →
Jakub Viscardi	-	-	27.06.2016	28.06.2016	-	-	-	16,15	15,50 →
Jakub Viscardi	Sprzedaj	24.07.2016	-	25.07.2016	19.02.2017	-39%	-51%	9,00	7,50 ↓

Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2016	01.09.2016	-	-	5,50	7,50 →
Jakub Viscardi	-	→	-	19.09.2016	19.09.2016	-	-	5,16	6,50 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	-	6,86	6,50 →
Jakub Viscardi	-	→	-	26.10.2016	27.10.2016	-	-	6,20	5,80 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	-	6,36	5,80 →
Jakub Viscardi	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	-	4,07	4,70 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	-	4,77	4,70 →
Jakub Viscardi	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	-	4,35	4,70 →
Jakub Viscardi	Zawieszona	-	19.02.2017	-	20.02.2017	06.09.2021	-	4,45	-
Jakub Viscardi	Kupuj	-	06.09.2021	-	07.09.2021	Nie później niż 06.09.2022	-	14,60	20,70 -

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

Rekomendacje relatywne

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

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Jakub Viscardi	- →	-	31.08.2016	01.09.2016	-	5,50	-
Jakub Viscardi	- →	-	19.09.2016	19.09.2016	-	5,16	-
Jakub Viscardi	- →	-	12.10.2016	13.10.2016	-	6,86	-
Jakub Viscardi	- →	-	26.10.2016	27.10.2016	-	6,20	-
Jakub Viscardi	- →	-	02.11.2016	03.11.2016	-	6,36	-
Jakub Viscardi	- →	-	04.12.2016	05.12.2016	-	4,07	-
Jakub Viscardi	- →	-	12.01.2017	13.01.2017	-	4,77	-
Jakub Viscardi	- →	-	08.02.2017	09.02.2017	-	4,35	-
Jakub Viscardi	Zawieszona	19.02.2017	-	20.02.2017	06.09.2021	4,45	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	06.09.2021	-	07.09.2021	Not later than 06.09.2022	14,60	-

* 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 3.0” 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: 7 września 2021 r., godz. 7:10.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 7 września 2021 r., godz. 7:20.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Maklerzy

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

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 Stepien
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
Informacja: (+48) 0 801 104 104