

50/2024/GPW (113) 1 grudnia 2024

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

---

# SEKO

Najważniejsze zagadnienia .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Katalizatory .....	5
Czynniki ryzyka .....	5
Przewagi konkurencyjne .....	5
Zastrzeżenia prawne .....	6

50/2024/GPW (113) 1 grudnia 2024

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

Analityk: Mikołaj Stępień

# SEKO

Sektor: Dobra podstawowe

Bloomberg: SEK PW

Kurs: 9,80 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 15,5 zł (↓)

Kapitalizacja: 16 mln US\$

Średni obrót dzienny: 0,01 mln US\$

12M przedział kursowy: 9.60-14.40 zł

Free float: 38%

## Najważniejsze zagadnienia

■ **Strategia.** Spółka ma za sobą trudny rok, w którym musiała mierzyć się z (i) presją cenową ze strony odbiorców (wojna cenowa sieci handlowych), (ii) słabszym r/r popytem oraz (iii) silnym wzrostem kosztów wynagrodzeń. Wydaje się, że oddziaływanie pierwszych dwu zmniejsza się – w III kw. 2024 r. spadek sprzedaży r/r był już znacznie mniejszy niż w I poł. br. (-5% vs -15%). W 2025 roku oczekujemy odbicia sprzedaży, w dużej mierze dzięki efektowi niskiej bazy. Spodziewamy się, że od początku 2025 r. SEKO dostosuje swoje cenniki do rosnących cen surowców oraz płac (od 2025 r. płaca minimalna ma wzrosnąć o 9%). Oczekujemy poprawy marży EBIT do 5%\*, a według naszych prognoz zysk netto w przyszłym roku powinien wzrosnąć o 30%. Bezpieczna pozycja gotówkowa Spółki pozwoli naszym zdaniem na tradycyjną wypłatę połowy zysku w formie dywidendy. W 2025 r. oczekujemy 0,60 zł dywidendy na akcję, co przy obecnym kursie implikuje stopę dywidendy rzędu 6%. Ze względu na korektę prognoz obniżamy naszą wycenę akcji SEKO, jednak jest ona nadal wyraźnie wyższa od obecnej ceny rynkowej.

■ **Konsolidacja.** W ciągu ostatniego roku na rynku przetwórstwa rybnego miały miejsce przejęcia Graala przez Lisner i Copernusa przez Suempol. Ich wpływ na działalność SEKO oceniamy jako nieistotny, ponieważ (i) przejmowane podmioty działają w innych specjalizacjach niż SEKO (inne typy produktów, inne gatunki ryb), (ii) sieci handlowe preferują zdywersyfikowaną bazę dostawców i unikają uzależnienia od poszczególnych podmiotów.

■ **Oczekiwania zysków za IV kw. 2024 roku.** Ostatni kwartał jest sezonowo dobry dla branży przetwórstwa rybnego ze względu na wzmożony

## Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	PLN m	261,1	236,9	249,1	261,5
EBITDA	PLN m	24,4	16,6	20,4	21,4
EBIT	PLN m	17,6	9,1	12,8	13,8
Zysk netto	PLN m	14,9	7,7	10,0	10,9
EPS	PLN	2,25	1,15	1,51	1,64
Zmiana EPS r/r	%	234,9	-48,6	30,5	8,7
Dług netto	PLN m	1,6	-2,3	-6,6	-10,7
P/E	x	4,4	8,6	6,6	6,1
P/CE	x	3,0	4,4	3,8	3,6
EV/EBITDA	x	2,8	3,9	2,9	2,6
EV/EBIT	x	3,9	7,1	4,7	4,0
DPS	PLN	0,33	1,00	0,60	0,75
Stopa dywidendy brutto	%	3,3	10,0	6,0	7,5
Liczba akcji (koniec okresu)	m	6,7	6,7	6,7	6,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Ostatnie wydarzenia

1. Dzień ustalenia prawa do dywidendy (1 zł na akcję): 20 maja
2. Skonsolidowane wyniki finansowe za II kw. 2024 r.: 23 sierpnia
3. Skonsolidowane wyniki finansowe za III kw. 2024 r.: 5 listopada

## Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowane wyniki finansowe za IV kw. 2024 r.: marzec 2025

\* Względem niecałych 4% oczekiwanych za 2024 r.; dla porównania marża EBIT w rekordowym roku 2023 wyniosła 6,7%.

Tabela 1. SEKO; Zmiany prognoz DM BOŚ

	2024P			2025P			2026P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	236,9	246,8	-4%	249,1	266,5	-7%	261,5	271,9	-4%
EBITDA	16,6	21,0	-21%	20,4	23,0	-11%	21,4	23,5	-9%
EBIT	9,1	13,8	-34%	12,8	15,7	-19%	13,8	16,1	-14%
Zysk netto	7,7	11,4	-33%	10,0	12,6	-21%	10,9	13,2	-17%
Dług netto	-2,3	-4,7	-51%	-6,6	-8,8	-24%	-10,7	-14,3	-25%

Źródło: DM BOŚ SA

- przedsiewzięcny popyt. Chociaż spodziewamy się spadku sprzedaży r/r, to jego skala powinna być zauważalnie mniejsza, niż miało to miejsce w I poł. 2024 roku (-15% r/r). Podobnie jak w III kw. br. oczekujemy jednocyfrowego spadku sprzedaży w IV kwartale. Spodziewamy się niższej rentowności r/r ze względu na (i) wyższy r/r poziom kosztów stałych oraz (ii) oczekiwany brak dofinansowania od ARiMR (które w IV kw. 2023 r. wyniosło 0,5 mln zł).
- **Całoroczne prognozy finansowe.** W całym 2024 roku oczekujemy sprzedaży/ EBITDA/ EBIT/ zysku netto w wysokości 236,9/ 16,6/ 9,1/ 7,7 mln zł.
  - **Perspektywy na 2025 rok.** W 2025 roku przewidujemy wzrost sprzedaży, głównie dzięki efektowi niskiej bazy. Zakładamy, że na początku 2025 r. SEKO dostosuje swoje cenniki do wzrastających kosztów surowców i płac (płaca minimalna ma wzrosnąć o 9%). Prognozujemy poprawę marży EBIT do poziomu 5% i wzrost zysku netto o 30%. Stabilna pozycja gotówkowa Spółki pozwoli, naszym zdaniem, na wypłatę połowy zysku jako dywidendy.
  - **Ryzyko dla finansowych prognoz.** Średnie.
  - **Dywidenda.** SEKO posiada wieloletnią tradycję wypłaty około połowy zysków w formie dywidendy. W 2025 roku oczekujemy dywidendy w wysokości 0,60 zł na akcję.
  - **Zmiany prognoz finansowych.** Obniżamy nasze prognozy na 2024 rok ze względu na wydłużający się efekt wojny cenowej i słabszą siłę nabywczą konsumenta w porównaniu pierwotnie oczekiwanej. Obniżamy również nasze prognozy na najbliższe lata, jednak w mniejszym stopniu niż na 2024 rok. Od stycznia 2025 r. oczekujemy dostosowania cenników SEKO do stale rosnących kosztów, co w połączeniu z niską bazą wyników 2024 roku powinno skutkować pewnym odbiciem wyników w przyszłym roku.
  - **Wycena.** Na naszą wycenę metodą DCF negatywnie wpływa (i) wzrost stopy wolnej od ryzyka oraz (ii) obniżenie naszych prognoz na przyszłe lata, a pozytywnie (i) przesunięcie się horyzontu wyceny w czasie. Czynniki negatywne mają jednak przeważający wpływ, wskutek czego nasza wycena metodą DCF spada o 16% do 12,8 zł na akcję.
- Na naszą wycenę porównawczą negatywny wpływ ma obniżenie naszych prognoz, pozytywny natomiast wzrost mnożników spółek porównywalnych. Jednak to negatywny czynnik jest silniejszy i w rezultacie nasza wycena porównawcza spada o 11% do 18,1 zł na akcję.
- Podsumowując nasza 12 miesięczna wycena akcji SEKO, będąca złożeniem wyceny DCF i porównawczej w proporcji 50%-50%, spada o 13% z 17,8 zł do 15,5 zł.

Tabela 2. SEKO; Model DCF

Prognozy finansowe (mln zł)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	>2033P
<b>Sprzedaż</b>	<b>249,1</b>	<b>261,5</b>	<b>266,8</b>	<b>272,1</b>	<b>277,6</b>	<b>283,1</b>	<b>288,8</b>	<b>294,5</b>	<b>300,4</b>	
	<i>r/r</i>	5%	5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBIT	12,8	13,8	14,1	14,5	14,9	15,3	15,7	16,1	16,5	
	<i>r/r</i>	41%	8%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Stawka CIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	10,3	11,1	11,4	11,7	12,0	12,4	12,7	13,0	13,3	
	<i>r/r</i>	38%	8%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Amortyzacja	7,6	7,7	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	
Zmiana kapitału pracującego netto	-1,5	-1,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
Wydatki inwestycyjne	-8,0	-8,1	-8,3	-8,4	-8,6	-8,8	-9,0	-9,1	-9,3	
<b>FCFF</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	
	<i>r/r</i>	-19%	8%	11%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
<b>Koszt kapitału własnego</b>										
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nielewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Lewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	11,5%
<b>Koszt długu</b>										
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>										
Waga kapitału akcyjnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Waga długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału akcyjnego	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	11,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	0,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	11,5%
Mnożnik dyskonta	1,00	0,90	0,80	0,71	0,63	0,56	0,50	0,44	0,39	
Współczynnik dyskonta	1,00	1,11	1,25	1,41	1,59	1,78	2,01	2,26	2,54	
<b>Wartość bieżąca FCFF</b>	<b>-</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym										1,0%
WACC w okresie rezydualnym										11,5%
Wartość rezydualna										111,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej										44,0
Bieżąca wartość FCFF										51,9
Zadłużenie (gotówka) netto										-6,6
Dywidenda płatna między chwilą obecną a końcem roku										4,0
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>										<b>106,5</b>
Liczba akcji (mln)										6,7
<b>Wycena 1 akcji przed dyskontem (zł)</b>										<b>16,0</b>
Dyskonto										20%
<b>Wycena 1 akcji po dyskoncie (zł)</b>										<b>12,8</b>

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. SEKO; Wycena metodą porównawczą

Spółka	Kapitalizacja (mln USD)	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/CE		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
<b>Rybołówstwo</b>													
MOWI ASA	9 340	16,1	11,7	10,8	9,4	7,3	6,7	14,2	9,8	9,0	9,3	9,1	7,3
SALMAR ASA	6 574	19,9	14,1	12,1	11,9	8,8	7,8	15,2	10,6	9,1	17,7	14,1	10,8
GRIEG SEAFOOD ASA	703	n/a	12,1	9,0	14,7	6,4	5,4	53,9	9,5	7,7	7,5	27,6	5,9
BAKKAFROST P/F	3 494	22,9	16,4	12,9	12,5	8,9	7,6	19,7	11,8	9,7	22,3	21,8	16,6
LEROY SEAFOOD GROUP ASA	2 797	15,5	10,6	9,3	7,9	6,5	6,0	11,6	8,6	7,8	10,2	8,6	6,8
ZHANJIANG GUOLIAN AQUATIC-A	773	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KALDVIK AS	322	32,8	8,9	8,6	12,0	6,2	5,5	24,0	8,0	6,9	57,2	10,1	6,6
<b>Przetwórstwo rybne</b>													
ATLANTIC SAPPHIRE ASA	52	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	neg.	n/a	n/a
THAI UNION GROUP PCL	1 837	12,6	11,4	10,4	9,7	9,3	8,8	14,9	14,1	13,0	6,8	6,5	6,0
NISSUI CORP	1 894	13,2	11,6	10,5	9,9	8,8	8,1	17,3	15,0	13,5	n/a	n/a	n/a
TOYO SUISAN KAISHA LTD	6 494	18,6	14,8	14,4	9,5	8,0	7,8	12,1	9,9	9,8	21,5	15,1	12,7
HIGH LINER FOODS INC	288	7,2	6,5	6,2	5,4	5,0	4,9	6,7	6,8	6,5	n/a	n/a	n/a
<b>Mediana</b>		<b>16,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,5</b>	<b>9,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>15,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,0</b>	<b>14,0</b>	<b>12,1</b>	<b>7,1</b>
SEKO	17	8,6	6,6	6,1	3,9	2,9	2,6	7,1	4,7	4,0	4,4	3,8	3,6
Premia/ dyskonto		-46%	-43%	-42%	-60%	-62%	-64%	-53%	-52%	-55%	-69%	-69%	-49%
Implikowana wartość 1 akcji SEKO (zł)		18,6	17,5	17,1	24,7	24,5	24,7	20,8	19,9	20,3	31,9	32,1	19,7
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji SEKO po 20% dyskoncie (zł)</b>								<b>18,1</b>					

Źródło: Bloomberg, DM BOS SA

Tabela 4. SEKO; Podsumowanie wyceny

Wycena DCF (50%)	12,8
Wycena porównawcza (50%)	18,1
<b>Ważona wycena akcji w horyzoncie 12 miesięcy</b>	<b>15,5</b>

Źródło: DM BOS SA

### Katalizatory

1. Zakończenie wojny cenowej w sieciach handlowych
2. Powrót do wzrostu wolumenu sprzedaży
3. Dostosowanie cenników
4. Rozwój sprzedaży za granicą
5. Ograniczenie kosztów energii dzięki proekologicznym inwestycjom

### Czynniki ryzyka

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

### Przewagi konkurencyjne

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

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków 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 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	44	28	5	5	0	5
Procenty	51%	32%	6%	6%	0%	6%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	41	9	5	0	5
Procenty	31%	47%	10%	6%	0%	6%

## 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 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.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	5	0	1	0	2
Procenty	33%	42%	0%	8%	0%	17%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	3	5	1	1	0	2
Procenty	25%	42%	8%	8%	0%	17%

**Recommendation tracker**

Analityk	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
<b>SEKO</b>							
Mikołaj Stępień	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	04.09.2023	-	04.09.2023	11,20	16,30 -
Mikołaj Stępień	-	-	-	12.10.2023	12.10.2023	9,25	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	25.10.2023	25.10.2023	9,55	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	06.11.2023	06.11.2023	10,00	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	07.12.2023	07.12.2023	10,40	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	10.12.2023	11.12.2023	10,80	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	09.01.2024	09.01.2024	11,60	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	01.02.2024	01.02.2024	13,30	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	19.02.2024	20.02.2024	12,10	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	29.02.2024	29.02.2024	12,70	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	24.03.2024	25.03.2024	13,00	16,30 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	26.03.2024	27.03.2024	12,90	18,90 ↑
Mikołaj Stępień	-	-	-	04.04.2024	04.04.2024	14,40	18,90 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	06.05.2024	06.05.2024	13,20	18,90 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	29.05.2024	29.05.2024	12,90	18,90 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	12.07.2024	12.07.2024	11,00	18,90 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	05.08.2024	05.08.2024	9,60	17,80 ↓
Mikołaj Stępień	-	-	-	05.08.2024	05.08.2024	10,00	17,80 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	04.09.2024	04.09.2024	12,20	17,80 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	24.09.2024	24.09.2024	10,85	17,80 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	11.10.2024	11.10.2024	11,10	17,80 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	31.10.2024	31.10.2024	9,80	17,80 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	05.11.2024	05.11.2024	9,98	17,80 →
Mikołaj Stępień	-	-	-	01.12.2024	02.12.2024	9,80	15,50 ↓

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



Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 2 grudnia 2024 r., godz. 7:30.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 grudnia 2024 r., godz. 7:40.

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

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

#### Maklerzy

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

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

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

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

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

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

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

---

Copyright © 2024 by DM BOŚ S.A.

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