

**34/2023/GPW (78)** 10 września 2023

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

# Bowim

Opinia inwestycyjna .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Katalizatory .....	3
Czynniki ryzyka .....	3
Przewagi konkurencyjne .....	3
1. Wycena .....	4
2. Rynek .....	7
2.1. Rynek stali w Polsce .....	7
2.2. Europejski rynek stali .....	10
2.3. Rynek w ujęciu produktowym .....	11
3. Model biznesowy .....	13
3.1. Akcjonariat i struktura Grupy .....	13
3.2. Model biznesowy .....	14
4. Wyniki i prognozy finansowe .....	18
4.1. Przychody .....	18
4.2. Rentowność .....	18
4.3. Zadłużenie, kapitał obrotowy, inwestycje .....	19
4.4. Dywidenda .....	20
5. Sprawozdania finansowe .....	21
Zastrzeżenia prawne .....	24

34/2023/GPW (78) 10 września 2023

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

Analityk: Michał Zamel

Sektor: Materiały budowlane

Bloomberg: BOW PW

Kurs: 7,05 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 6,9 zł (-)

Kapitalizacja: 33,2 mln US\$

Średni obrót dzienny: 0,02 mln US\$

12M przedział kursowy: 7,05-11,60 zł

Free float: 23,8%

# Bowim

## Opinia inwestycyjna

Bowim należy do największych dystrybutorów stali w Polsce. Spółka oferuje zarówno towary, jak również produkty wytworzone we własnych zakładach sprzedawane przez własną sieć dystrybucji. Wyceniamy Spółkę Bowim na poziomie 6,9 zł na akcję, blisko obecnej ceny rynkowej. Zwracamy uwagę na oczekiwane relatywnie słabe wyniki w tym roku. Obecne spowolnienie gospodarcze nie pozostaje bez wpływu na rynek stali i w związku z tym uważamy, że w horyzoncie najbliższych 2-3 kwartałów popyt na wyroby stalowe (i marże dystrybutora) pozostanie od presją. Bazując jednak na naszych prognozach, mnożniki P/E czy EV/EBITDA Spółki sugerują, że wspomniane ryzyka rynkowe są raczej adekwatnie wycenione. Widzimy też pewne pozytywy w sytuacji Spółki. Po pierwsze wydaje się, że dynamiki wyników stopniowo będą się poprawiać pod koniec roku. Po drugie, jest szansa na pozytywne dynamiki zysków w roku przyszłym, chociaż będzie to uzależnione od wielu czynników m.in. tempa rozwoju gospodarczego oraz dostępności źródeł finansowania inwestycji prywatnych. Ponadto, zwracamy uwagę na szereg szans długoterminowych, które prawdopodobnie nie są w wystarczającym stopniu dyskontowane przez rynek: (i) postępująca transformacja energetyczna (m.in. rozwój off-shore) może być coraz większym katalizatorem dla rynku stali, (ii) wciąż istnieje realna opcja na odblokowanie finansowania unijnego w ramach KPO, (iii) obserwowane ożywienie na rynku mieszkaniowym może stanowić wsparcie dla działalności Spółki.

Biznes Grupy jest silnie skoncentrowany na terenie kraju (97% przychodów). Posiada dostawców w kraju i za granicą, odbiorcami są zarówno finalni użytkownicy z różnych branż, jak również mniejsi dystrybutorzy. W skład rozbudowanej

### Skorygowane zyski

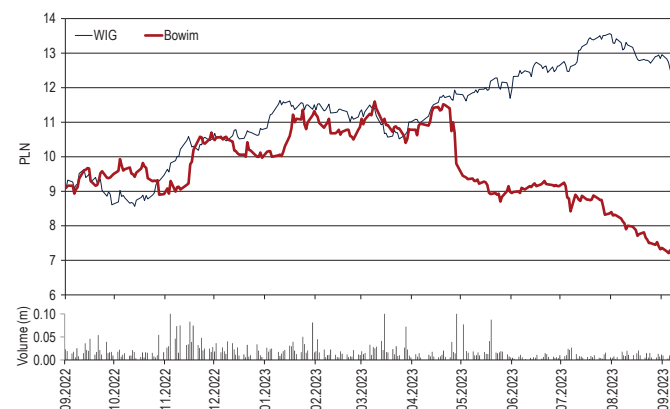
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	2 752,6	2 047,4	2 302,0	2 370,9
EBITDA	mln zł	181,9	43,1	46,3	48,5
EBIT	mln zł	174,7	35,8	39,0	41,2
Zysk netto	mln zł	109,6	11,3	15,9	18,0
EPS	PLN	5,61	0,58	0,81	0,92
Skorygowana zmiana EPS r/r	%	-27	-90	40	14
Dług netto (faktoring pozabilansowy)	mln zł	209,6	127,7	127,7	127,7
Dług netto (bilans)	mln zł	54,8	25,8	16,0	-5,6
Dług netto (razem z faktoringiem)	mln zł	264,5	153,5	143,7	122,1
P/E	x	1,3	12,2	8,7	7,6
P/CE	x	1,2	7,4	5,9	5,4
EV/EBITDA	x	2,2	6,8	6,1	5,4
EV/EBIT	x	2,3	8,1	7,2	6,3
DPS	zł	2,52	1,20	0,10	0,14
Stopa dywidendy brutto	%	35,7	17,0	1,4	2,0
Liczba akcji na koniec okresu	mln	19,5	19,5	19,5	19,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

### Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki za 1 kwartał 2023: 25 maja
2. Wstępne wyniki jednostkowe: 22 sierpnia
3. Wstępne wyniki skonsolidowane: 29 sierpnia

### Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za I półrocze 2023: 21 września
2. Wstępne wyniki jednostkowe za III kw. 2023: II połowa października
3. Wstępne wyniki skonsolidowane za III kw. 2023: I połowa listopada
4. Wyniki za III kw. 2023: 23 listopada

sieci dystrybucji wchodzą magazyny, oddziały handlowe. W skład grupy wchodzą również spółki produkcyjne, co umożliwia wzbogacenie oferty handlowej o przetworzone produkty sprzedawane z wyższą marżą (ostatnia akwizycja dokonana w tym roku). Zakłady produkcyjne znajdują się w Polsce.

Obecne spowolnienie gospodarcze oddziałuje także na rynek stali. Niski popyt na stal jest konsekwencją mniejszego zużycia u kluczowych odbiorców, takich jak branża budowlana czy przemysł maszynowy. Zakładamy, że obecny rok będzie pod presją negatywnych czynników, co jest widoczne w danych dotyczących produkcji za pierwsze półrocze. W drugiej połowie roku, zakładamy wyhamowanie negatywnych dynamik, jednak oczekiwane wyniki pozostaną na relatywnie niskim poziomie.

W perspektywie następnych lat widzimy szereg czynników, które w naszej ocenie nie są w wystarczającym stopniu dyskontowane przez rynek, a które mogą pozytywnie przełożyć się na perspektywy Spółki. Naszym zdaniem takimi bodźcami w następnych latach mogą być (i) postępująca transformacja energetyczna (m.in. rozwój offshore), (ii) rosnące nakłady na inwestycje infrastrukturalne (iii) większa podaż nowych budynków mieszkalnych, (iv) dalszy rozwój sprzedaży produktów (bardziej marżowych niż towary). Ważnym katalizatorem rozwoju biznesu Spółki są inwestycje w gospodarce. Zawsze istnieje możliwość odblokowania finansowania w ramach

KPO, do którego może dojść w najbliższym czasie. Ma to szczególnie istotne znaczenie w sektorze budowlanym oraz energetycznym (energetyka wiatrowa) będącymi dużymi konsumentami stali. Wsparcie unijne pozwoliłoby na zwiększenie inwestycji kolejowych oraz przede wszystkim w obszarze OZE. Energetyka odnawialna, w tym takie obszary jak morska energetyka wiatrowa, wygenerują nowy, znaczący, strukturalny popyt na stal w związku z rozwojem nowych obszarów gospodarki. Inwestycje w branży kolejowej (m.in. Krajowy Program Kolejowy), także mogące wesprzeć rynek stali, są w większości finansowane ze środków UE. Wsparciem dla Spółki mogłoby być również spodziewane ożywienie w sektorze mieszkaniowym wspierane przez tegoroczną liberalizację wymagań w zakresie liczenia zdolności kredytowej, preferencyjne kredyty na mieszkania, realny wzrost wynagrodzeń w efekcie niższej dynamiki inflacji czy też oczekiwania co do obniżek stóp w najbliższych kwartałach. Innym czynnikiem mogącym wpłynąć pozytywnie na rentowność jest sprzedaż produktów, w oparciu o posiadane aktywa produkcyjne, co pozwoli na uzyskiwanie większych marż niż przy handlu towarami.

Nasza wycena docelowa w horyzoncie 12 miesięcy, będąca rezultatem wyceny DCF FCFE oraz porównawczej (70-30%), wynosi 6,9 zł, wycena w pobliżu bieżących cen rynkowych. Zwracamy uwagę, że w naszej wycenie uwzględniamy szacunek pozabilansowych zobowiązań faktoringowych w kwocie 128 mln zł.

#### **Katalizatory**

1. Ożywienie gospodarcze w Polsce
2. Uruchomienie środków z Krajowego Planu Odbudowy
3. Ożywienie w budownictwie infrastrukturalnym i przemysłowym
4. Inwestycje w energetykę (m. in. wiatraki)
5. Ożywienie w sektorze mieszkaniowym
6. Dalsza rozbudowa sieci dystrybucji

#### **Czynniki ryzyka**

1. Słaby popyt na stal
2. Spowolnienie gospodarcze w Polsce
3. Brak środków unijnych
4. Umocnienie EUR względem PLN
5. Presja na wzrost wynagrodzeń
6. Zawierania na rynku stali skutkujące niską dostępnością surowca

#### **Przewagi konkurencyjne**

1. Rozbudowana sieć dystrybucji
2. Szeroki asortyment
3. Własna produkcja niektórych wyrobów hutniczych
4. Dywersyfikacja odbiorców

# 1. Wycena

- ▲ Średnia z wyceny metodą porównawczą oraz metodą DCF implikuje wartość akcji Spółki Bowim w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 6,9 zł.
- ▲ Wycena DCF FCFF implikuje wartość akcji w horyzoncie jednego roku na poziomie 8,0 zł.
- ▲ W wyniku wyceny porównawczej otrzymujemy wartość 1 akcji w wys. 4,5 zł.

## Metodologia

Wycena Spółki bazuje na dwóch metodach: dochodowej DCF FCFF oraz porównawczej w oparciu o wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT dla krajowych spółek z branży stalowej.

## Wycena DCF FCFF

Wycena metodą dochodową dająca wycenę na poziomie 8,0 zł za akcję opiera się na następujących założeniach: (i) wzrost rezydualny na poziomie 1%, (ii) stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5%, (iii) premia za ryzyko rynku akcji wynosząca 6,3% oraz (iv) beta nielewarowana na poziomie 1,1. W zależności od założeń dotyczących wzrostu w okresie rezydualnym oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym wycena zawiera się w przedziale 6,6-10,3 zł. Z racji tego, że spółka nie podaje wielkości zobowiązań z tytułu faktoringu (stanowiących pozycję pozabilansową), w wycenie uwzględniamy szacunek tych zobowiązań w oparciu o raportowane koszty odsetkowe.

**Tabela 1. Bowim; Wrażliwość na wzrost rezydualny i WACC**

FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	10,3%	11,3%	12,3%	13,3%	14,3%
0,0%	8,5	7,9	7,4	7,0	6,6
0,5%	8,9	8,2	7,7	7,2	6,8
1,0%	9,3	8,6	<b>8,0</b>	7,4	7,0
1,5%	9,8	9,0	8,3	7,7	7,2
2,0%	10,3	9,4	8,6	8,0	7,5

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 2. Bowim; Podsumowanie wyceny**

DCF (70%)	8,0
Wycena porównawcza (30%)	4,5
<b>Ostateczna wycena</b>	<b>6,9</b>
Obecna cena rynkowa akcji	7,05
Potencjał wzrostu spadku względem obecnej ceny rynkowej	-2%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. Bowim; Model DCF

(mln zł)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
Sprzedaż	2 047,4	2 302,0	2 370,9	2 442,0	2 515,2	2 590,6	2 668,2	2 748,2	2 830,5	2 915,4	
zmiana r/r	-26%	12%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Zysk operacyjny	35,8	39,0	41,2	42,6	44,0	45,4	46,9	48,5	50,1	51,8	
zmiana r/r	-79%	9%	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Efektywna stawka podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBIT * (1-T)	29,0	31,6	33,4	34,5	35,6	36,8	38,0	39,3	40,6	41,9	
zmiana r/r	-79%	9%	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
EBITDA	43,1	46,3	48,5	49,9	51,3	52,8	54,3	55,8	57,5	59,2	
zmiana r/r	-76%	7%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Amortyzacja	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4	
EBIT * (1-T) + Amortyzacja	36,3	38,9	40,7	41,8	42,9	44,1	45,4	46,6	48,0	49,3	
zmiana r/r	-75%	7%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Wydatki inwestycyjne	-7,1	-7,1	-7,2	-7,3	-7,4	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,6	
Zmiana kapitału obrotowego	36,5	-4,7	5,9	7,1	-6,4	-5,8	-5,9	-6,4	-6,4	-6,6	
<b>FCFF</b>	<b>65,7</b>	<b>27,0</b>	<b>39,3</b>	<b>41,5</b>	<b>29,2</b>	<b>30,9</b>	<b>31,9</b>	<b>32,7</b>	<b>34,0</b>	<b>35,1</b>	
zmiana r/r	-47%	-59%	46%	6%	-30%	6%	3%	2%	4%	3%	1%
<b>Koszt kapitału własnego</b>											
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Nielewarowana beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Lewarowana beta	1,39	1,39	1,36	1,32	1,39	1,34	1,29	1,23	1,18	1,13	1,13
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,1%</b>	<b>13,8%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,3%</b>	<b>12,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,5%</b>
<b>Koszt długu</b>											
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału</b>											
Udział kapitału akcyjnego	67,4%	67,7%	70,9%	74,8%	67,3%	73,0%	79,0%	84,9%	90,8%	97,1%	97,1%
Koszt kapitału własnego	14,3%	14,2%	14,1%	13,8%	14,3%	13,9%	13,6%	13,3%	12,9%	12,6%	12,5%
Udział długu	32,6%	32,3%	29,1%	25,2%	32,7%	27,0%	21,0%	15,1%	9,2%	2,9%	2,9%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
<b>Średni ważony koszt kapitału</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,3%</b>
<b>Bieżąca wartość FCFF</b>	<b>-</b>	<b>26,1</b>	<b>34,0</b>	<b>32,1</b>	<b>20,2</b>	<b>19,2</b>	<b>17,7</b>	<b>16,2</b>	<b>15,0</b>	<b>13,8</b>	
Suma bieżącej wartości przepływów pieniężnych											194,4
Udział długu w okresie rezydualnym											3%
Udział kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym											97%
Średni koszt kapitału akcyjnego w okresie szczegółowej prognozy											13,7%
WACC w okresie szczegółowej prognozy											11,8%
WACC w okresie rezydualnym											12,3%
<b>Wzrost FCFF w okresie rezydualnym</b>											<b>1,0%</b>
Wartość rezydualna											313,7
Wartość bieżąca wartości rezydualnej											123,1
<b>Wartość firmy</b>											<b>317,4</b>
Gotówka											46,9
Zadłużenie											72,7
Zadłużenie z tytułu faktoringu											127,7
Dywidenda											0,0
Mniejszości											8,6
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>											<b>155,3</b>
Liczba akcji											19,5
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)</b>											<b>8,0</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Wycena porównawcza**

Wycena porównawcza została oparta na krajowych spółkach działających na rynku stali. W wycenie zastosowaliśmy mnożniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT na lata 2023-25. Ze względu na niewielką grupę porównawczą oraz zważywszy na fakt, że znajdują się w niej spółki produkcyjne dla wyceny porównawczej przyjmujemy mniejszą wagę (30%). Wartość akcji Spółki oszacowana za pomocą tej metody wynosi 4,5 zł.

**Tabela 4. Bowim; Wycena metodą porównawczą\***

Spółka	EV/EBITDA			P/E			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
<b>Spółki krajowe</b>									
Stalprodukt	0,6	0,7	0,7	4,3	5,5	7,9	0,9	1,1	1,3
Cognor	4,7	6,1	4,8	5,8	11,7	8,2	5,7	8,6	6,7
MFO	7,1	5,3	4,7	12,8	6,6	4,9	9,5	6,5	5,8
<b>Mediana</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>
Bowim	6,8	6,1	5,4	12,3	8,8	7,7	8,2	7,3	6,4
Bowim premia/dyskonto do peers	43,6%	16,5%	14,3%	113,9%	33,5%	-2,0%	42,8%	11,6%	9,9%
Implikowana wartość 1 akcji Bowim (zł)	2,2	4,6	5,0	3,3	5,4	7,3	2,2	5,2	5,5
<b>Waga</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Bowim (zł)</b>	<b>4,5</b>								

\* Mnożniki oparte na cenach z zamknięcia 7 września

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOS

**Tabela 5. Bowim; Porównanie rentowności**

Spółka	Marża EBITDA			Marża EBIT			Marża ZN		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
<b>Spółki krajowe</b>									
Stalprodukt	11%	11%	10%	8%	7%	5%	6%	5%	4%
Cognor	12%	9%	10%	10%	7%	7%	8%	4%	5%
MFO	5%	7%	7%	4%	6%	6%	3%	4%	5%
<b>Mediana</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
Bowim	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOS

**Wycena 12-miesięczna**

Nasza finalna wycena akcji spółki Bowim, będąca złożeniem wyceny dochodowej i porównawczej (w stosunku 70%-30%) w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 6,9 zł na akcję Spółki.

## 2. Rynek

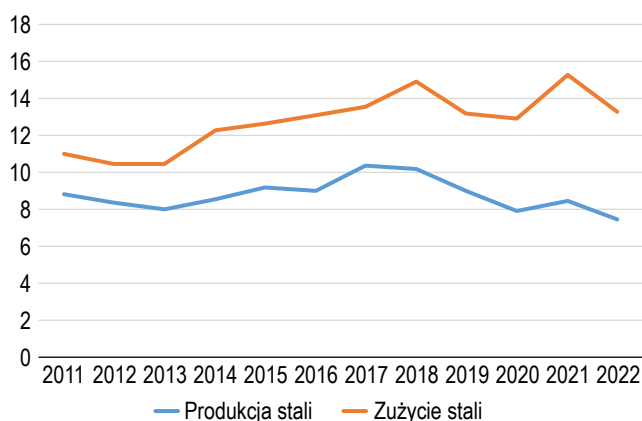
- ▲ Rynek stali w Polsce będący jednym z większych w Europie cechuje się zauważalnie wyższym zużyciem metalu w stosunku do produkcji, co powoduje konieczność uzupełniania deficytu importem. W Polsce stal wytwarzana jest zarówno metodą wielkopiecową, jak i metodą łuku elektrycznego.
- ▲ Europejski rynek stali, z zużyciem na poziomie 150 mln ton, również charakteryzuje się rosnącym udziałem importu. Liderami rynku są Niemcy i Włochy, na które przypada ponad 40% europejskiej produkcji, a największym odbiorcą jest branża budowlana.
- ▲ Zarówno polski, jak i europejski rynek stali mierzy się obecnie z wywołanym spowolnieniem gospodarczym niskim popytem oraz wysokimi cenami energii. Według prognoz organizacji EUROFER w bieżącym roku powinien nastąpić spadek zużycia stali, po którym oczekiwane jest kilkuprocentowe odbicie w przyszłym roku.

### 2.1. Rynek stali w Polsce

#### Produkcja i zużycie

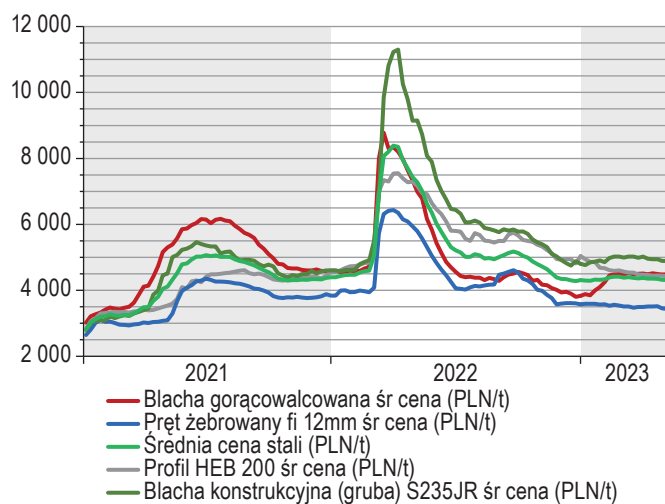
Produkcja w Polsce w ciągu ostatnich kilkunastu lat nie przekraczała z reguły 10 mln ton rocznie. Rosło natomiast zużycie stali, przekraczając w ostatnich latach 13 mln ton rocznie, przy CAGR w latach 2011-22 wynoszącym prawie 2%. Struktura krajowej produkcji różni się od konsumpcji. Większość wyrobów wytwarzanych w kraju to wyroby długie, natomiast w zużyciu dominują wyroby płaskie. Powoduje to, że popyt na wyroby długie może być zaspokajany z krajowej produkcji, natomiast w przypadku produktów płaskich bardzo duże znaczenie ma import.

Wykres 1. Produkcja i zużycie stali w Polsce, mln ton



Źródło: HIPH

Wykres 2. Ceny wybranych produktów stalowych

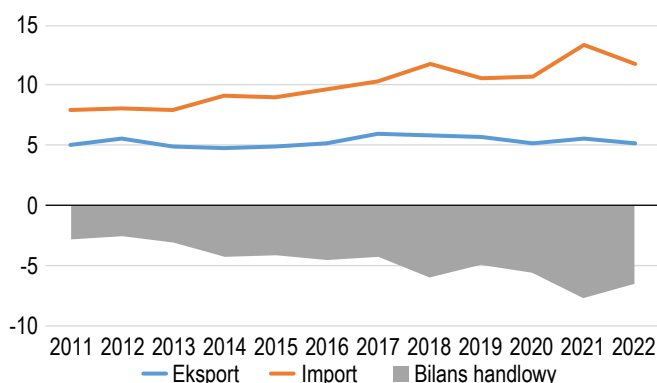


Źródło: Spółka

**Znaczący udział importu, ujemny bilans handlowy**

Import na przestrzeni ostatniej dekady rośnie średnio około 3,5% rocznie, jako że krajowe moce produkcyjne nie zaspokajają całości popytu. Przy podobnej rocznej skali eksportu skutkowało to pogłębiającym się deficytem handlowym. Obecnie import pokrywa już ponad 80% krajowego zużycia stali.

**Wykres 3. Bilans handlowy, stal, Polska**



Źródło: HIPH

**Huty stali a zielona transformacja**

W polskim przemyśle stalowym zatrudnionych jest obecnie około 24 tys. osób, co stanowi prawie 8% wszystkich pracowników branży w UE. W Polsce znajduje się kilka hut stali, m.in. w Dąbrowie Górniczej, Sosnowcu, Zawierciu. W zależności od metody produkcji wyróżnia się huty wytapiające stal metodą wielkopieczową (BOF) lub metodą łuku elektrycznego (EOF). Wielki piec to urządzenie, w którym stal powstaje poprzez stopienie rudy żelaza, przy wykorzystaniu koksu. Natomiast piece elektryczne bazują na złomie topionym za pomocą łuku elektrycznego. Przesunięcie procesu produkcyjnego w kierunku bardziej przyjaznym środowisku polegałoby na zastąpieniu technologii wielkich pieców oraz towarzyszącej jej konsumpcji rudy żelaza technologiami opartymi na piecach elektrycznych (metoda łuku elektrycznego) oraz wykorzystywaniu złomu. Będzie to wymagało bardzo dużych nakładów finansowych, jak również będzie uzależnione od ekonomicznej konkurencyjności obu metod produkcji.

**Rozdrobniony rynek dystrybutorów stali**

Wśród głównych konkurentów Bowimu można wymienić zarówno spółki notowane na giełdzie (Stalprofil, Drozapol-Profil), jak również nienotowane (ArcelorMittal Distribution, Konsorcjum Stali). Rynek dystrybutorów stali jest stosunkowo rozdrobniony, a największe podmioty posiadają kilka procent rynku.

**Tabela 6. Dystrybutorzy Stali w Polsce, 2022**

Nazwa firmy	Obrót (tys. zł)	Zysk netto (tys. zł)	Marża netto	Tonaż (tys. ton)
Konsorcjum Stali S.A.	3 738 293	186 544	5,0%	749
Grupa Pruszyński	2 766 916	227 445	8,2%	264
Grupa Kapitałowa Bowim	2 750 263	111 546	4,1%	500
Grupa Kapitałowa Stalprofil S.A.	2 152 258	87 695	4,1%	365
Serwistal Sp. z o.o.	1 157 700	b.d.	-	235
GONVARRI Polska	1 015 581	41 286	4,1%	171
BSK Return S.A.	595 633	18 341	3,1%	149
Ferona Polska S.A.	438 183	b.d.	-	91
P.W.CENTROSTAL-WROCŁAW S.A.	390 859	27 380	7,0%	69
Bobrek PRH Sp.J.J.Malek, B.Macianty	381 809	15 956	4,2%	73
Odmet S.A.	298 307	b.d.	-	54
Sovita-2 Traczyk Rybski Sp.k.	184 155	9 903	5,4%	36
GOMAR-STAL Sp. z o.o.	104 546	8 127	7,8%	21
Polstal S.J.	80 341	5 778	7,2%	b.d.
ArcelorMittal Distribution Solutions Poland Sp. z o.o.	b.d.	136 409	-	1 304

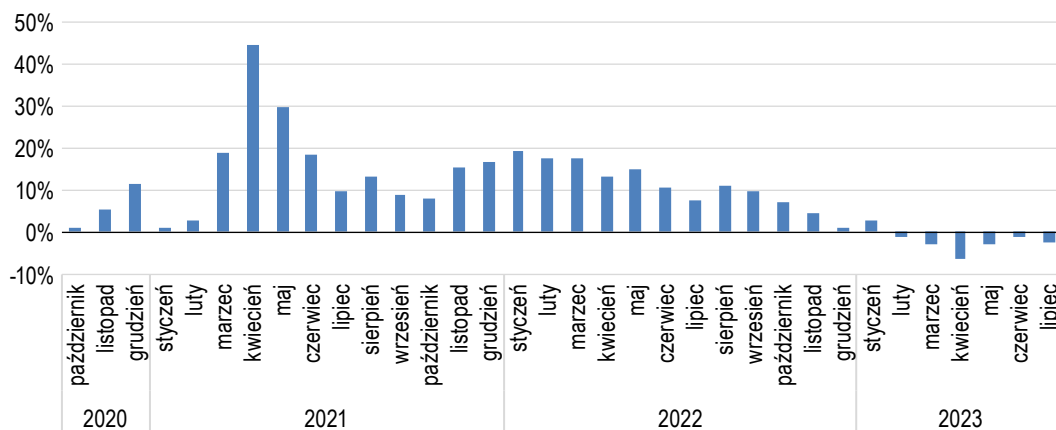
Źródło: PUDS, DM BOŚ SA



**Rok 2023 pod presją**

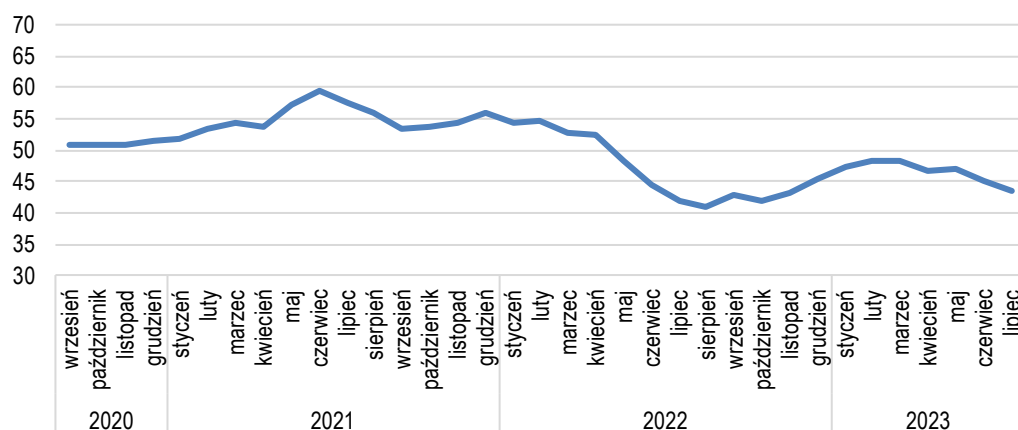
Dane Hutniczej-Izby Przemysłowo Handlowej potwierdzają, że obecny rok jest trudniejszy dla rynku stali niż ubiegły. W I kwartale zużycie stali w Polsce sięgnęło 3,1 mln ton, (-21% r/r), natomiast produkcja 1,8 mln ton (-10% r/r). Udział importu wyniósł 73%. Dane za drugi kwartał pokazują pogłębienie spadków produkcji. Niekorzystnie odbija się sytuacja w budownictwie, czyli m.in. stosunkowo niska ilość rozpoczynanych inwestycji mieszkalnych, jak również infrastrukturalnych, zużywającym około 40% produkowanej stali. W tym drugim przypadku pozytywnym bodźcem byłoby uruchomienie środków pochodzących z funduszy europejskich. Wyzwaniem dla przemysłu stalowego są również wysokie (na tle Europy) ceny energii. W konsekwencji zakładamy, że obecny rok będzie pod presją negatywnych czynników płynących z gospodarki. W przyszłym roku oczekujemy powolnej poprawy.

**Wykres 4. Produkcja przemysłowa r/r, %, Polska**



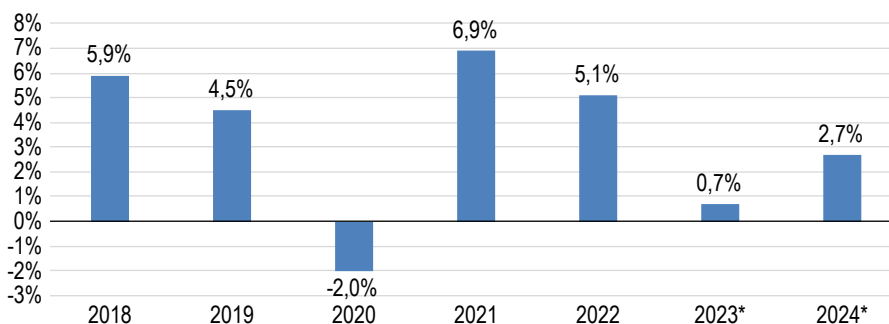
Źródło: Macronext

**Wykres 5. Indeks PMI dla przemysłu, Polska**



Źródło: Macronext

**Wykres 6. PKB Polski, r/r, 2018-2024**



\* prognoza

Źródło: GUS, Komisja Europejska

## 2.2. Europejski rynek stali

### Produkcja i zużycie

Na przestrzeni ostatniej dekady wielkość produkcji stali w UE wahała się między 150 a 160 mln ton rocznie. W zeszłym roku nastąpił zauważalny spadek do 136 mln ton. Dwa kraje, Niemcy i Włochy, odpowiadają za ponad 40% unijnej produkcji stali. Polska w zeszłym roku uplasowała się na 6. miejscu z 5,4% udziałem w europejskim rynku. W produkcji zdecydowanie przeważają stale niestopowe (prawie 80% udział).

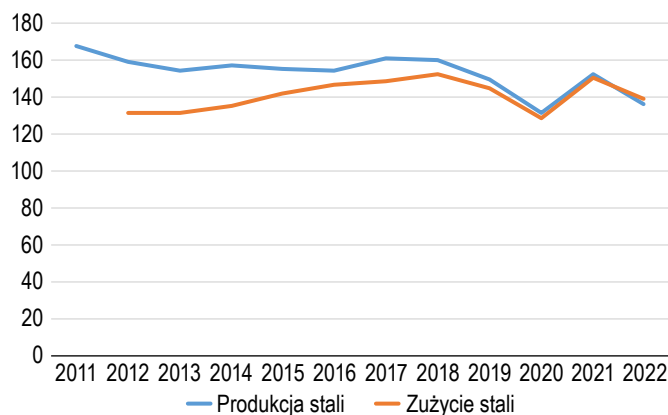
Od 2012 roku zużycie wynosiło 130-150 mln ton rocznie. W zeszłym roku osiągnęło prawie 140 mln ton malejąc o ponad 7% na fali negatywnych zjawisk odbijających się na gospodarce.

Zatrudnienie w unijnym sektorze stalowym systematycznie spada w ostatnich latach osiągając w 2022 roku poziom nieco powyżej 300 tysięcy.

### Rosnący udział importu

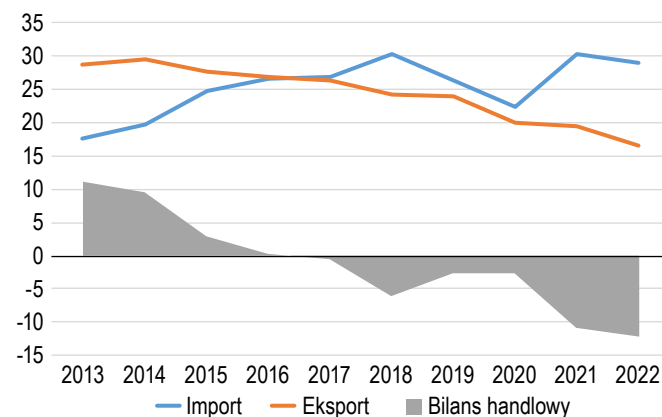
Unia Europejska od 2017 roku stała się importerem netto wyrobów stalowych. Sytuacja jest więc podobna do tej obserwowanej w Polsce, gdzie import z roku na rok ma coraz większy udział w całkowitym zużyciu. W 2022 wyniósł on 20%, w I kw. 2023 – 22%. Import ma większe znaczenie w podaży produktów płaskich niż długich. Głównymi kierunkami importu była Azja oraz kraje europejskie spoza Unii: Korea Płd., Indie, Chiny Tajwan, Turcja. Eksport natomiast był kierowany na rynek Europy (poza UE) oraz Ameryki Północnej.

**Wykres 7. Produkcja i zużycie stali w UE (mln ton)**



Źródło: EUROFER

**Wykres 8. Bilans handlowy, stal, UE**



Źródło: EUROFER

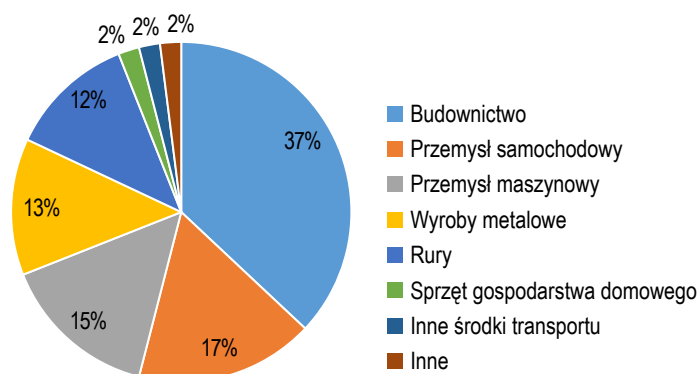
### Produkty

Według klasyfikacji EUROFER, w ujęciu produktowym dominują blachy wśród produktów płaskich, natomiast ponad połowę produktów długich stanowią druty i pręty.

### Odbiorcy

Głównym odbiorcą wyrobów stalowych w Unii Europejskiej jest przemysł budowlany odpowiadający za 37% całej konsumpcji stali w 2022 roku. Ważnymi odbiorcami jest także przemysł samochodowy oraz maszynowy.

**Wykres 9. Odbiorcy produktów stalowych w UE, 2022**



Źródło: EUROFER

### Prognozy

Spadek konsumpcji stali w 2022 na skutek wojny, niepewności wokół cen energii, inflacji czy pogarszających się perspektyw gospodarczych, będzie oddziaływał również w bieżącym roku. Według EUROFER, spadek zużycia stali ma wynieść 3% w 2023, po czym prognozowane w 2024 odbicie powinno sięgnąć 6,2%. W dłuższej perspektywie ważnym czynnikiem wpływającym na rynek będą ceny energii oraz przede wszystkim polityka klimatyczna. System handlu emisjami obowiązuje na terenie UE, nie są nim objęci producenci z innych regionów świata, przez co są bardziej konkurencyjni kosztowo. Wprowadzenie cła węglowego – planowane od 2026 roku – na importowane spoza UE produkty miałyby dostosowywać ceny dóbr importowanych wyprodukowanych z użyciem CO2. Regulacja ta powinna zmniejszyć atrakcyjność cenową importu z krajów trzecich.

### Sankcje na Rosję

Po wprowadzeniu sankcji na Rosję i Białoruś import z tych kierunków został zastąpiony dostawami z krajów takich jak Turcja, Chiny, Indonezja. Sankcje nie wyłączają całkowicie rosyjskiej produkcji z europejskiego rynku. Istnieje możliwość sprowadzania przez 2 lata półwyrobów (4,5 mln ton rocznie). W czerwcu Komisja Europejska zaprezentowała zmiany polegające na możliwości redukcji dostaw z krajów innych niż objęte sankcjami, mając na celu uszczelnienie rynku. Importerzy będą musieli przedstawić dowody na brak zastosowania rosyjskich półproduktów do wytworzenia produktów gotowych ze stali i żelaza.

## 2.3. Rynek w ujęciu produktowym

Wyroby stalowe są bardzo szeroką kategorią produktów. Według World Steel Association istnieje ponad 3500 różnych gatunków stali. Stal niestopowa, zwana również węglową, stanowi 90% całkowitej produkcji stali.

### Podział produktowy

Wśród produktów stalowych możemy wyróżnić dwie główne kategorie, wyroby płaskie oraz wyroby długie.

### Blachy

Największą część wyrobów płaskich stanowią blachy. Wyróżnia się blachy stalowe walcowane na gorąco oraz na zimno. Blacha gorącowa jest używana w produkcji elementów mostów oraz konstrukcji maszyn oraz kontenerów. Blachy zimnowalcowane, używane głównie w przemyśle (samochodowym, konstrukcji maszyn), są bardziej wytrzymałe i gładkie, ale również droższe, gdyż produkcja zużywa więcej energii. Jednym z rodzajów jest też blacha ocynkowana, odporna na korozję, wykorzystywana w zewnętrznych elementach budynków (pokrycia dachowe, rynny).

**Kształtowniki i Profile**

Kształtowniki to elementy konstrukcyjne wykorzystywane w wielu gałęziach przemysłu. Znajdują zastosowanie w sektorze kolejowym, samochodowym (elementy naczep, pojazdów ciężarowych) czy konstrukcji maszyn rolniczych. Są również używane w branży telekomunikacyjnej oraz podczas budowy statków. W zależności od kształtu przekroju poprzecznego kształtowniki dzielą się na kątowniki, ceowniki, teowniki, dwuteowniki. W budownictwie najczęściej znajdują zastosowanie dwuteowniki i ceowniki. Kształtowniki oraz profile stalowe, wykorzystywane także w przemyśle budowlanym, używane są najczęściej w charakterze stelaża lub podpory elementów konstrukcyjnych (ściany nośne, stropy). Profile stalowe, wytworzone z blachy, używane są jako elementy półek sklepowych oraz wind. Profile nierdzewne – ceowniki, kątowniki, dwuteowniki, płaskowniki – znajdują szerokie zastosowanie w miejscach narażonych na wpływ warunków atmosferycznych, jako element konstrukcyjny ścian, dachów, ogrodzeń, bram.

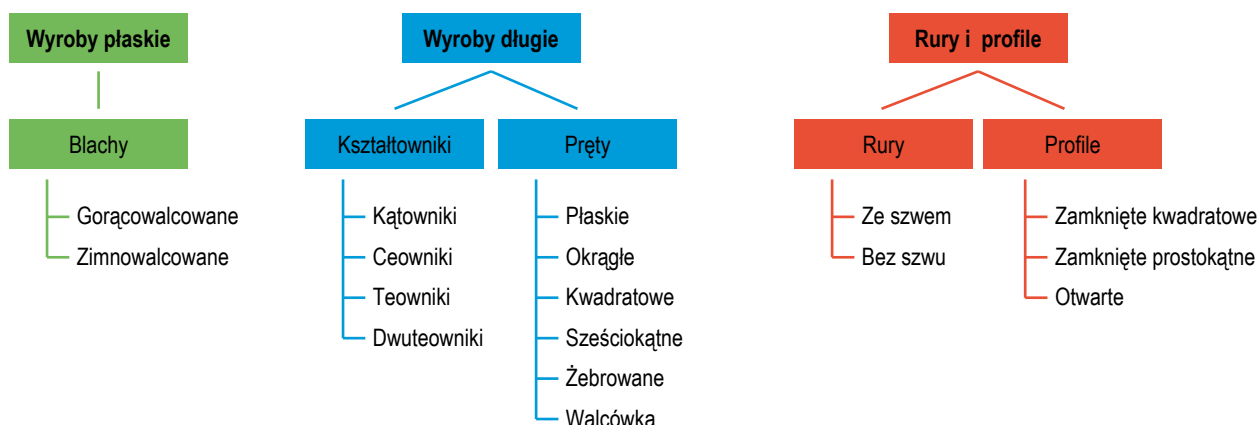
**Pręty**

Pręty wykorzystywane są w budownictwie. Służą do wzmacniania konstrukcji, przede wszystkim do zbrojenia betonu (pręty zbrojeniowe). Wykorzystywane są przy budowie stropów, słupów jak również bram, ogrodzeń balustrad. Pręty są wykorzystywane także do produkcji maszyn.

**Rury**

Rury są osobną kategorią produktów niezaliczaną do wyrobów długich. Dzieli się je na rury ze szwem i bez szwu. Pierwszy rodzaj powstaje w wyniku łączenia arkuszy stali, co daje dużą swobodę w tworzeniu rur o różnych rozmiarach, często wykorzystywanych w przemyśle. Natomiast rury bez szwu charakteryzują się dużą szczelnością (nie mają połączeń), w związku z czym wykorzystywane są do budowy rurociągów i gazociągów.

**Wykres 10. Podział produktowy**



Źródło: DM BOŚ SA

### 3. Model biznesowy

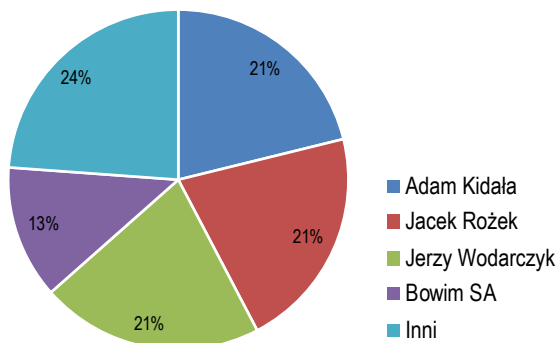
- ▲ Głównymi akcjonariuszami Spółki są Pan Adam Kidała, Pan Jacek Rożek oraz Pan Jerzy Włodarczyk, będący jednocześnie członkami zarządu.
- ▲ Głównym przedmiotem działalności Grupy Bowim jest dystrybucja wyrobów hutniczych na terenie Polski. Spółka oferuje również produkty stalowe wytworzone w spółkach zależnych. Dzięki rozbudowanej sieci dystrybucji Grupa jest w stanie zaopatrywać klientów na terenie całego kraju bazując na krajowych i zagranicznych dostawcach.
- ▲ Asortyment jest zróżnicowany z wiodącą rolą blach, a także znaczącymi udziałami rur, profili czy kształtowników. Odbiorcami są przede wszystkim klienci z branży konstrukcji stalowych, jak również przemysłu budowlanego, metalowego oraz z obszaru handlu.

#### 3.1. Akcjonariat i struktura Grupy

##### Akcjonariat

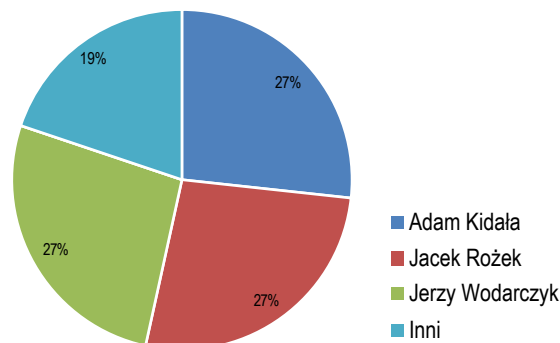
Głównymi akcjonariuszami Spółki są Panowie Adam Kidała, Jacek Rożek oraz Jerzy Włodarczyk posiadający po 21,18% udziałów w kapitale oraz 26,72% głosów. Wyżej wymienione osoby wchodzi w skład zarządu w randze Wiceprezesów. Free float wynosi 23,8%.

Wykres 11. Struktura akcjonariatu – udział w kapitale



Źródło: Spółka

Wykres 12. Struktura akcjonariatu – udział w głosach



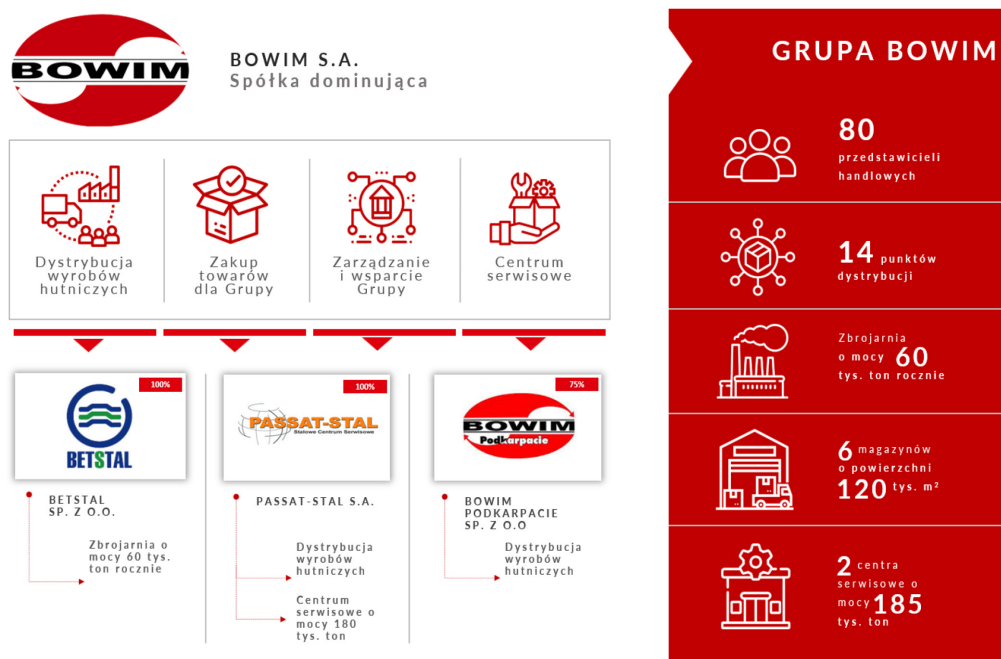
Źródło: Spółka

##### Struktura organizacyjna Grupy

Grupa kapitałowa Bowim składa się ze spółki dominującej, Bowim SA oraz 3 spółek zależnych:

- Bowim-Podkarpacie Sp. z o.o. – dystrybucja wyrobów hutniczych na Podkarpaciu,
- Betstal Sp. z o.o. – produkcja prefabrykatów zbrojeniowych,
- Passat-Stal SA – produkcja blachy,

Wykres 13. Grupa kapitałowa emitenta na dzień 31 marca 2023 roku



Źródło: Spółka

### 3.2. Model biznesowy

#### Działalność handlowa i produkcyjna

Grupa Bowim zajmuje się przede wszystkim dystrybucją wyrobów hutniczych. Posiada również możliwość produkcji prefabrykatów zbrojeniowych oraz blach poprzez swoje spółki zależne. Działalność dystrybucyjną w ramach Grupy prowadzą Bowim SA oraz Bowim-Podkarpacie. Spółki dystrybucyjne oferują zarówno towary zakupione od zewnętrznych dostawców, jak również produkty przetworzone w spółkach produkcyjnych Betstal i Passat-Stal.

Siedziba spółki dominującej i centralny magazyn znajdują się w Sosnowcu. Zakłady produkcji prętów zbrojeniowych znajdują się w Warszawie i Gliwicach, a centrum serwisowe blach w Płocku. Grupa zatrudnia ok. 390 osób, przede wszystkim handlowców oraz pracowników produkcji. Z racji tego, że produkcja pokrywa jedynie część sprzedawanego wolumenu, zakłady produkcyjne cechują się dużym wskaźnikiem wykorzystania mocy produkcyjnych.

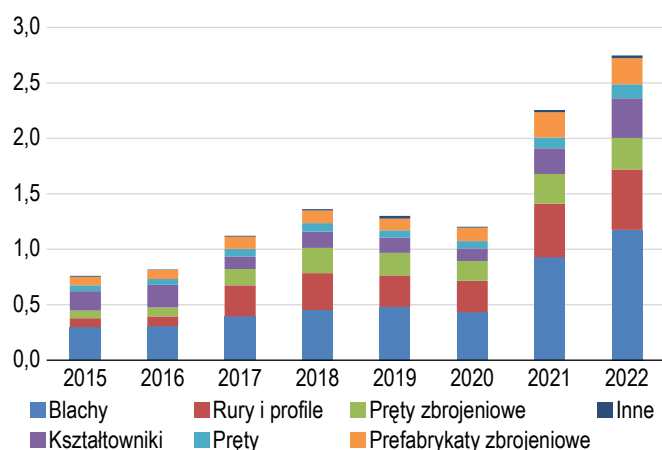
#### Zróżnicowany asortyment

Grupa oferuje szeroki asortyment obejmujący:

- blachy – gorącowalcowane, zimnowalcowane, ocynkowane,
- rury i profile – rury bez szwu (walcowane na gorąco, ciągnięte na zimno) i ze szwem, profile zamknięte wykonane na zimno i gorąco oraz profile otwarte,
- kształtowniki – zimnogięte, gorącowalcowane; kątowniki, dwuteowniki, ceowniki,
- pręty zbrojeniowe – żebrowane i gładkie,
- prefabrykaty zbrojeniowe,
- pręty – okrągłe, kwadratowe i płaskie.

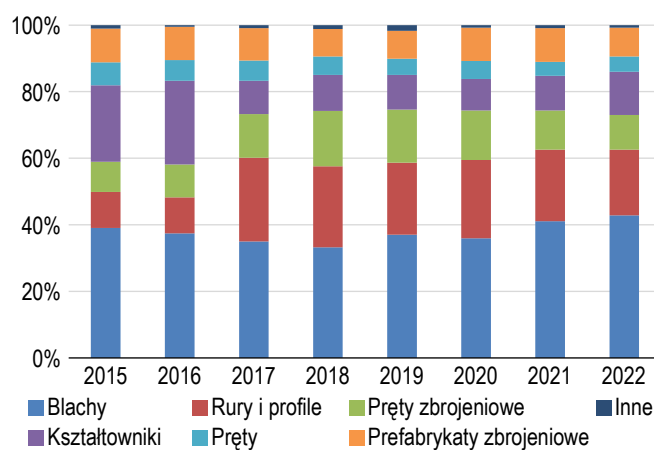
Dominującą pozycję w strukturze asortymentu mają blachy z ponad 40% udziałem, pozostałe wyroby – od kilku do 20% udziału. Blachy mają szerokie zastosowanie m.in. przy budowie mostów, konstrukcji maszyn, przemyśle samochodowym czy budowie kontenerów. Pręty zbrojeniowe są wykorzystywane przede wszystkim w budownictwie jako wzmocnienie konstrukcji, również przy wytwarzaniu bram czy ogrodzeń. Sektor budowlany konsumuje znaczne ilości profili stalowych oraz kształtowników, wykorzystywanych jako podpory elementów konstrukcyjnych (ściany nośne, stropy). Kształtowniki mają ponadto zastosowanie w sektorze kolejowym do produkcji naczep, statków, samochodów. Kształtowniki są na ogół gorącowałcowane, podczas gdy profile – zimnowałcowane. Rury są elementami wykorzystywanymi w przemyśle jako sieci przesyłowe, w przemyśle samochodowym. Prefabrykaty zbrojeniowe (w tym kosze pali) wytwarzane przez Betstal są szeroko stosowane w budownictwie. Oferta jest uzupełniana usługami z zakresu transportu, montażu. Wśród asortymentu dominuje stal czarna, niewielką część stanowi stal stopowa.

**Wykres 14.** Sprzedaż w podziale na asortyment (mld zł)



Źródło: Spółka

**Wykres 15.** Struktura asortymentowa sprzedaży



Źródło: Spółka

**Dominująca rola rynku krajowego**

Bowim prowadzi działalność przede wszystkim na krajowym rynku, którego udział w 2022 roku sięgnął 97%. Wśród sprzedaży zagranicznej większość stanowi eksport do krajów Unii Europejskiej.

**Struktura rodzajowa przychodów ze sprzedaży**

Z racji handlowego profilu Grupy dominującą rolę w przychodach odgrywają przychody ze sprzedaży towarów i materiałów z udziałem sięgającym 80%. Produkty stanowią około 20% przychodów ze sprzedaży uzupełnianych przez usługi (marginalny udział w przychodach).

**Udział w rynku**

Rynek dystrybucji wyrobów stalowych jest wysoce konkurencyjny, Bowim jako jeden z największych dystrybutorów posiada kilka procent rynku (ok. 3-4%). Głównymi konkurentami są tacy dystrybutorzy jak ArcelorMittal Distribution (szeroka oferta), Stalprofil (handel wyrobami hutniczymi oraz działalność związana z infrastrukturą sieci przesyłowych gazu) czy Konsorcjum Stali S.A. (mocna pozycja wśród zbrojeń budowlanych, oferta zbliżona do Bowim). Roczny wolumen dystrybucji wyżej wymienionych podmiotów, wg danych PUDS, wynosi kilkaset tysięcy ton, a w przypadku ArcelorMittal przekracza 1 milion ton.

**Kluczowa rola cen i popytu na stal**

Ceny oraz popyt na stal są kluczowymi czynnikami decydującymi o poziomie marży i zysku Grupy. Marże w handlu towarami są tradycyjnie niższe niż przy sprzedaży produktów. Ceny stali charakteryzują się dużą zmiennością. W latach 2021-22 odbicie gospodarcze po pandemii oraz obawy o dostępność stali wywindowały jej ceny, a także marże dystrybutorów. Obecnie niski popyt powoduje, że ceny wyrobów stalowych są pod presją.

**Rozbudowana sieć dystrybucji**

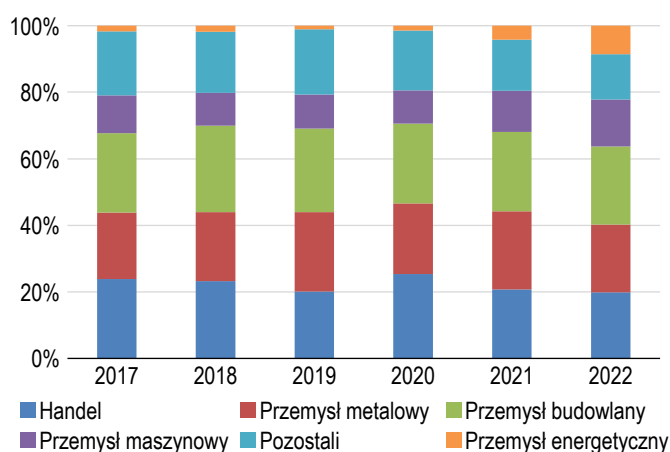
Spółka posiada rozbudowaną sieć dystrybucji obejmującą cały kraj. W jej skład wchodzi centralny magazyn w Sosnowcu i magazyn przeładunkowy w Sławkowie oraz oddziały handlowe zlokalizowane w dużych miastach. W Sosnowcu znajduje się także Zakład Prefabrykacji Blach świadczący usługi z zakresu wypalania blach, wiercenia, szlifowania. Spółka Bowim Podkarpacie posiada centrum dystrybucyjno-logistyczne w Rzeszowie oraz magazyn w Jaśle, rozwiązania dedykowane na rynek podkarpacki.

Struktura odbiorców jest zdywersyfikowana, udział 10 największych od kilku lat wynosi kilkanaście procent, zaś największy klient ma 3-4% udziału w przychodach. Odbiorcami są zarówno finalni konsumenci stali, jak również mniejsi dystrybutorzy. Powoduje to, że ceny stali w skali kraju potrafią być mocno zróżnicowane w zależności od położenia geograficznego, sprzedawcy czy wolumenu oferowanego odbiorcom.

**Dywersyfikacja wśród odbiorców**

Dominującą grupą odbiorców są podmioty z branży konstrukcji stalowych, do których zaliczają się hale przemysłowo-magazynowe, konstrukcje przemysłowe, mosty, wiadukty czy też energetyka (wiatraki). Znaczący udział ma także przemysł budowlany (drogi, kubaturówka przemysłowa), przemysł energetyczny (rury) oraz przemysł maszynowy.

**Wykres 16. Odbiorcy wg branż, 2017-2022**



Źródło: Spółka

**Produkcja własna**

Za produkcję odpowiadają spółki zależne: Betstal i Passat-Stal. Betstal dysponuje zakładami produkcji prefabrykatów zbrojeniowych w Gliwicach oraz w Warszawie. Dzięki tej inwestycji roczne moce produkcyjne Betstalu wzrosły do 60 000 ton/rok. Podmiot ten oferuje pręty zbrojeniowe oraz kosze pali (zbrojenia używane przy budowie przęseł mostów, wiaduktów), wytwarza produkty wyłącznie na potrzeby Bowim.



Passat-Stal posiada centrum serwisowo-magazynowe w Płocku. Przedmiotem działalności jest cięcie blach (cięcie wzdłużne, poprzeczne; blachy w kręgach, arkuszach, taśmach; ocynkowane, zimnogięte) oraz produkcja profili zimnogiętych. Centrum serwisowe posiada moce produkcyjne sięgające 180 000 ton rocznie, dystrybucja jest prowadzona przez własną sieć Grupy.

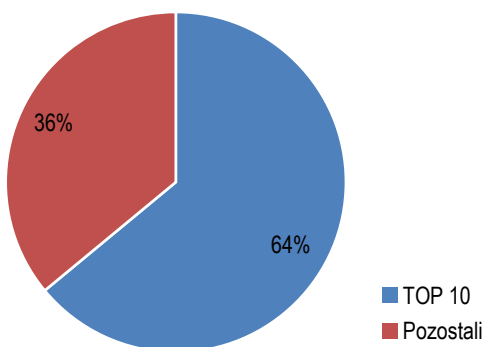
**Duże znaczenie dostawców...**

Większą koncentrację obserwuje się w przypadku dostawców, gdzie udział TOP 10 oscyluje wokół 60%. Dostawcami są przede wszystkim huty zlokalizowane na terenie Polski. Strategia Spółki polega na wyborze 2-3 wiodących dostawców dla każdego rodzaju asortymentu. Brakujące zapasy są uzupełniane dostawami od mniejszych firm. Kontrakty na zakup materiałów są zawierane maksymalnie na 3 miesiące, co zmniejsza podatność Spółki na szoki cenowe i stabilizuje wycenę zapasów. Będąc dużym podmiotem Grupa korzysta z efektów skali – jest w stanie wynegocjować korzystniejsze warunki zakupu dodatkowo wspierane bonusami za odbiór określonej ilości surowca. Zakupy dla całej Grupy Kapitałowej realizuje Bowim SA, co również korzystnie wpływa na uzyskiwane ceny. Import stanowi 40-50% zakupów Spółki.

**... oraz kursu EUR/ PLN**

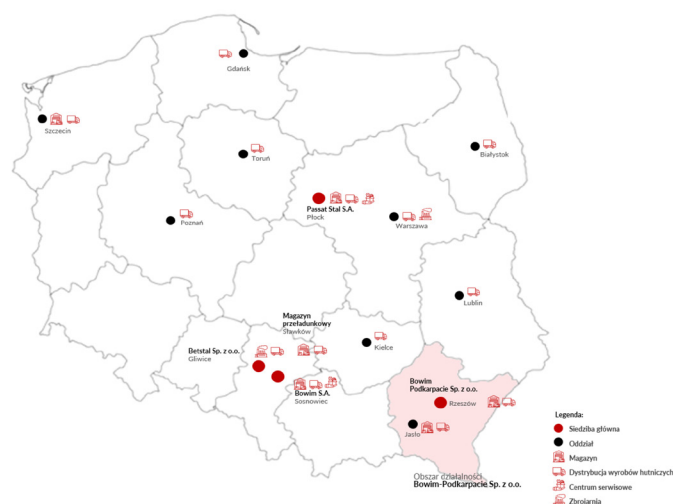
Ryzyko walutowe w działalności Grupy odpowiada profilowi importera. Głównymi walutami rozliczeniowymi dla realizowanych dostaw są EUR oraz PLN, z niewielkim udziałem innych walut (USD, CZK). Rozliczenia w europejskiej walucie stanowią 50-60%. Różnica względem importu wynika stąd, że część transakcji z dostawcami krajowymi jest rozliczana w euro. Umocnienie PLN względem EUR wpływa korzystnie na poziom kosztów ponoszonych przez Grupę. Ryzyko walutowe jest zabezpieczane poprzez zawieranie transakcji typu forward na część ekspozycji walutowej. Spółka stosuje również hedging naturalny z racji tego, że niewielka część należności jest denominowana w europejskiej walucie.

**Wykres 17. Koncentracja dostawców, 2022**



Źródło: Spółka

**Wykres 18. Sieć dystrybucyjna**



Źródło: Spółka

## 4. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ Oczekujemy, że sprzedaż, po okresie silnych wzrostów, zanotuje dwucyfrowe spadki r/r w bieżącym roku z racji niższego popytu i idącej za tym presji na spadek cen. Powolnego odbicia spodziewamy się w przyszłym roku.
- ▲ Na wyniki wpływ będą miały przede wszystkim (i) ceny stali, (ii) kształtowanie się marż, (iii) zachowanie kursu EUR/PLN, (iv) presja kosztowa w Spółce. Zakładamy, że po okresie rekordowych wyników w 2021 roku i I połowie 2022 zyski ulegną normalizacji.
- ▲ Zakładamy powrót do wypłat dywidend w wysokości obserwowanej przed pandemią (10-15% jednostkowego zysku netto).

### 4.1. Przychody

**Spadki cen wyrobów stalowych po okresie gwałtownych wzrostów**

W latach 2021-22 roczna sprzedaż była dwukrotnie wyższa niż w poprzednich okresach z powodu silnego odbicia po pandemii oraz niestabilnej sytuacji na rynku stali w I półroczu 2022, będącej konsekwencją wybuchu wojny oraz nakładanych sankcji. Po silnym wzroście sprzedaży w 2021 i 2022 roku do poziomu odpowiednio 2 259 mln zł (+87% r/r) i 2 753 mln zł (+22% r/r) w bieżącym roku oczekujemy -26% spadku, przy jednoczesnej lekkiej poprawie wolumenów, co jest spowodowane spadkiem cen we wszystkich kategoriach produktowych. W konsekwencji prognozujemy przychód w wysokości 2 047 mln zł w bieżącym roku. Odbicie sprzedaży powinno nastąpić wg nas w przyszłym roku wraz z poprawą sytuacji gospodarczej. Prognozujemy sprzedaż w wysokości 2 302 mln zł, 12% r/r, w 2024.

### 4.2. Rentowność

**Główne determinanty**

Rentowność Grupy Bowim jest determinowana przez kilka czynników: (i) popyt na wyroby hutnicze, (ii) koszt nabycia stali, (iii) kształtowanie się kursu EUR/PLN, (iv) presja kosztowa w zakresie świadczeń pracowniczych, (v) obsługa zadłużenia.

**Popyt na stal, kurs EUR/PLN**

Koszty surowców wraz z kursem EUR są, obok popytu i cen stali, podstawowymi determinantami rentowności Grupy. Popyt na stal w największym stopniu wpływa na zyskowność podmiotu, istotny jest także kurs EUR względem PLN. Bowim aktywnie zarządza ryzykiem walutowym za pomocą kontraktów forward, najczęściej krótkoterminowych. Wielkość zabezpieczanej pozycji zależy od aktualnych trendów na rynku walutowym, jest niższa w przypadku relatywnie silnego PLN. Po okresie rekordowych marż realizowanych przez Grupę Bowim w I półroczu 2021 oraz 2022 nastąpiło schłodzenie popytu odbijające się na zyskowności.

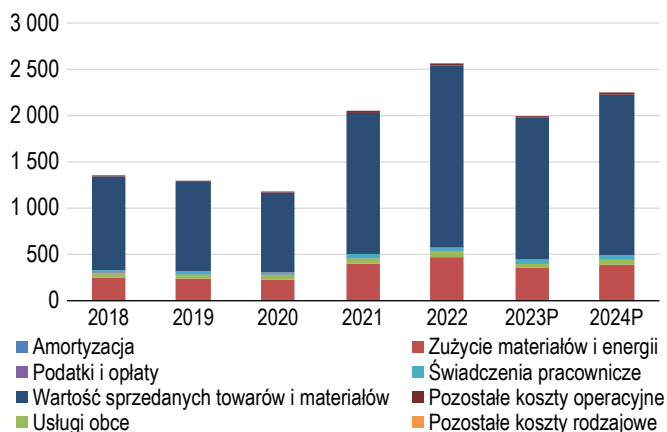
**Presja na wzrost wynagrodzeń**

Zakładamy utrzymującą się presję na wynagrodzenia wynikającą z inflacji. Po spadku w 2022 r/r kosztów wynagrodzeń spodziewamy się ich wzrostu w bieżącym roku i kolejnych latach. Należy zaznaczyć, że zarówno koszty pracownicze, jak i usługi obce (transport, zatrudnienie części pracowników) nie mają dużego udziału w kosztach operacyjnych, podobnie jak koszty zakupu energii oparte na cenach spot.

**Stabilizacja marż po rekordowych wynikach**

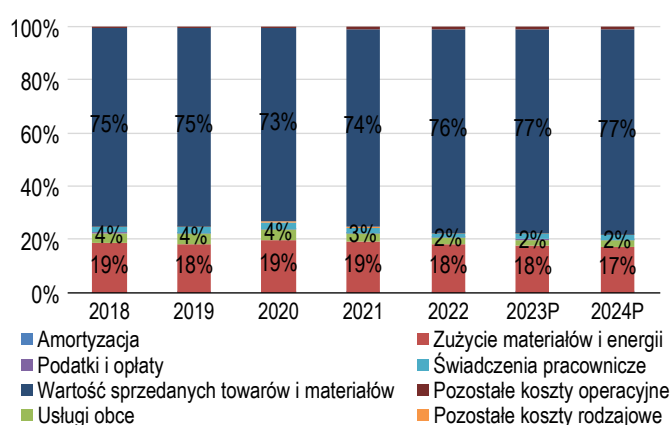
Marża EBITDA oraz marża operacyjna powinny pozostać w br. na stabilnym, relatywnie niskim poziomie z racji niskiego popytu na stal. Prognozujemy wyższe wymienione marże na poziomie odpowiednio 2,1% oraz 1,8% w 2023 w porównaniu do 6,6%/ 6,3% w 2022 roku. Poprawy wyników spodziewamy się w przyszłym roku wraz z oczekiwaną poprawą sytuacji gospodarczej. W konsekwencji prognozujemy EBITDA na poziomie 46,3 mln zł w 2024 roku, co przekłada się na 2,0% marży EBITDA Grupy.

**Wykres 19. Koszty operacyjne**



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

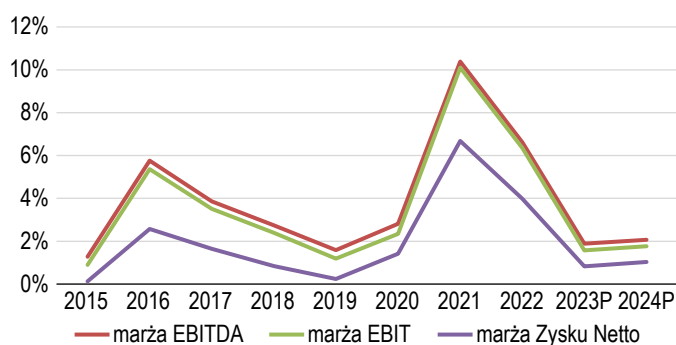
**Wykres 20. Struktura kosztów operacyjnych**



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Działalność finansowa ma spory wpływ na wynik netto Grupy. Wśród przychodów finansowych dominują odsetki od należności. W kosztach finansowych największą pozycję stanowią odsetki, głównie od faktoringu i kredytów. Na wynik z działalności finansowej mają wpływ również różnice kursowe. W zeszłym roku ujemne różnice kursowe obniżyły wynik netto o 4 mln zł, natomiast obecny poziom kursu EUR/PLN jest korzystniejszy dla Grupy. Od przyszłego roku zakładamy mniejsze obciążenie zysku netto w następstwie obniżenia stóp procentowych. W konsekwencji marża netto powinna wynosić 0,6% w br. i 0,7% w przyszłym.

**Wykres 21. Marże, 2015-2024**



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

**4.3. Zadłużenie, kapitał obrotowy, inwestycje**

**Zadłużenie**

Zadłużenie bilansowe znajduje się obecnie na bardzo niskim poziomie (7,1 mln zł na koniec I kw. br.). Struktura długu bilansowego pozostaje korzystna, przeważa zadłużenie długoterminowe (zapadalność 1-3 lata), ze strukturą walutową odpowiadającą strukturze sprzedaży (96% w zł na koniec 2022 roku). Pragniemy zwrócić uwagę, że Grupa korzysta z faktoringu, który nie jest ujęty w zobowiązaniach finansowych, który my szacujemy na 127,7 mln zł. Łączny dług szacujemy na 153,5 mln zł na koniec 2023 roku.

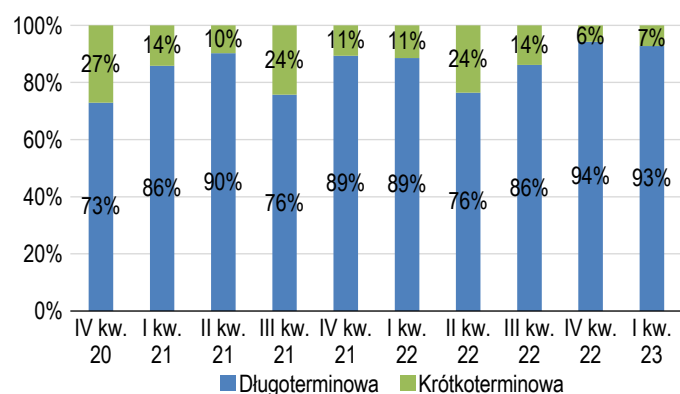
**Inwestycje**

Zakładamy dalsze inwestycje w sieć dystrybucyjną. Po niskich wydatkach na inwestycje w zeszłym roku (3,1 mln zł) zakładamy w najbliższych latach inwestycje przekraczające 7 mln zł rocznie. Nie zakładamy w naszych prognozach akwizycji innych podmiotów.

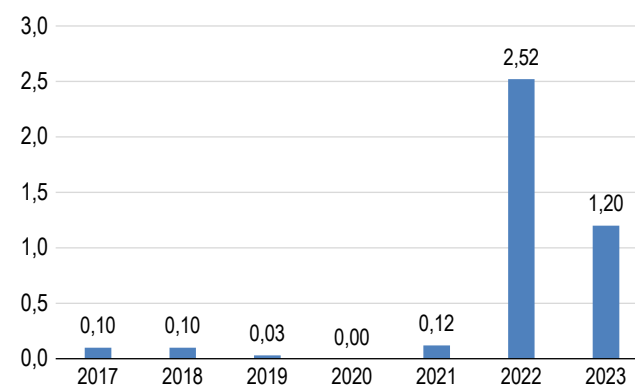
## 4.4. Dywidenda

**Dywidenda**

Bowim wypłaca dywidendę od 2017 roku z wyjątkiem 2020. Spółka przeznaczana na dywidendę z reguły 10-15% jednostkowego zysku netto. Dobre wyniki z lat 2021-22 umożliwiły wypłatę wysokich dywidend w latach 2022-23 (odpowiednio 30% oraz 20% jednostkowego zysku netto). Z uwagi na oczekiwaną przez nas normalizację wyników zakładamy powrót do poziomu dywidend obserwowanego przed pandemią. W związku z tym zakładamy, że dywidenda w roku przyszłym wyniesie 0,1 zł na akcję.

**Wykres 22. Struktura długu, terminy zapadalności**


Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 23. Dywidenda na akcję**


Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Zwrot dofinansowania jako czynnik ryzyka**

Pod koniec czerwca bieżącego roku Spółka otrzymała informacje o decyzji wydanej przez Ministra Funduszy i Polityki Regionalnej skutkującej koniecznością zwrotu przez spółkę zależną – Passat-Stal – środków przekazanych w ramach umowy o dofinansowanie. Zdarzenie to może obciążyć skonsolidowane sprawozdanie finansowe emitenta kwotą 10,5 mln zł. Naszym zdaniem ryzyko realizacji negatywnego, punktu widzenia Spółki, scenariusza jest umiarkowane jako że zobowiązanie uległo przedawnieniu pod koniec 2018 roku.

## 5. Sprawozdania finansowe

**Tabela 7. Bowim; Rachunek wyników**

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 205,7</b>	<b>2 258,5</b>	<b>2 752,6</b>	<b>2 047,4</b>	<b>2 302,0</b>	<b>2 370,9</b>
Pozostałe przychody operacyjne	4,6	2,6	5,5	4,1	4,6	4,8
<b>Razem przychody z działalności operacyjnej</b>	<b>1 210,3</b>	<b>2 261,1</b>	<b>2 758,2</b>	<b>2 051,5</b>	<b>2 306,6</b>	<b>2 375,7</b>
Zmiana stanu wyrobów gotowych i produkcji w toku	1,4	-21,9	14,4	10,7	12,1	12,4
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	0,1	0,2	4,4	1,7	1,9	2,0
Amortyzacja	5,7	6,4	7,3	7,3	7,3	7,3
Zużycie materiałów i energii	229,4	396,4	472,0	351,1	391,3	403,1
Usługi obce	48,0	60,3	60,0	46,1	51,8	53,3
Podatki i opłaty	2,4	3,0	3,0	2,3	2,5	2,6
Wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	30,4	42,7	39,4	42,4	43,2	44,1
Pozostałe koszty rodzajowe	1,2	1,4	1,5	1,1	1,3	1,3
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	861,1	1 522,8	1 962,7	1 532,6	1 733,2	1 784,7
Pozostałe koszty operacyjne	2,5	21,9	27,5	20,5	23,0	23,7
<b>Razem koszty działalności operacyjnej</b>	<b>1 182,0</b>	<b>2 033,0</b>	<b>2 583,5</b>	<b>2 015,7</b>	<b>2 267,6</b>	<b>2 334,5</b>
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>28,3</b>	<b>228,1</b>	<b>174,7</b>	<b>35,8</b>	<b>39,0</b>	<b>41,2</b>
Przychody finansowe	10,9	10,9	22,0	11,5	12,6	12,3
Koszty finansowe	-18,8	-18,8	-54,3	-33,1	-31,6	-30,9
Zysk (strata) brutto	20,3	195,9	142,4	14,2	20,0	22,7
Podatek dochodowy	-2,8	-16,4	-30,9	-2,7	-3,8	-4,3
<b>Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej</b>	<b>17,5</b>	<b>153,3</b>	<b>111,5</b>	<b>11,5</b>	<b>16,2</b>	<b>18,4</b>
Zysk (strata) netto	17,5	153,3	111,5	11,5	16,2	18,4
<b>jednostka dominująca</b>	<b>17,1</b>	<b>150,9</b>	<b>109,6</b>	<b>11,3</b>	<b>15,9</b>	<b>18,0</b>
udziały nie sprawujące kontroli	0,5	2,5	2,0	0,2	0,3	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>33,9</b>	<b>234,5</b>	<b>181,9</b>	<b>43,1</b>	<b>46,3</b>	<b>48,5</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 8. Bowim; Wskaźniki**

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	1 205,7	2 258,5	2 752,6	2 047,4	2 302,0	2 370,9
Marża brutto	2%	11%	7%	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	28,3	228,1	174,7	35,8	39,0	41,2
EBITDA	33,9	234,5	181,9	43,1	46,3	48,5
Zysk brutto	20,3	195,9	142,4	14,2	20,0	22,7
Zysk netto, skorygowany	17,1	150,9	109,6	11,3	15,9	18,0
EPS, skorygowany	0,9	7,7	5,6	0,6	0,8	0,9
Dług netto	114,8	83,0	65,6	38,6	27,7	6,4
BPS	6,1	13,6	17,2	16,7	17,4	18,3
DPS	0,00	0,12	2,52	1,20	0,10	0,14
Zwrot z kapitału własnego	15%	58%	34%	4%	5%	5%
Zwrot z aktywów	4%	22%	17%	2%	2%	3%
Amortyzacja	5,7	6,4	7,3	7,3	7,3	7,3
Wolny przepływ pieniężny	38,1	101,9	123,4	65,7	27,0	39,3
CAPEX	-5,3	-7,8	-3,1	-7,1	-7,1	-7,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Bowim; Bilans

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>165,0</b>	<b>173,6</b>	<b>168,4</b>	<b>167,0</b>	<b>166,9</b>	<b>167,2</b>
Wartość firmy	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Wartości niematerialne	7,7	9,8	11,1	10,8	10,5	10,2
Rzeczowe aktywa trwałe	123,9	125,2	122,9	123,0	123,2	123,4
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Nieruchomości inwestycyjne	27,2	32,8	26,9	26,9	26,9	26,9
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,8	0,6	2,5	1,3	1,4	1,7
Długoterminowe aktywa finansowe	4,0	3,7	3,3	3,3	3,3	3,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>254,1</b>	<b>502,8</b>	<b>462,6</b>	<b>422,0</b>	<b>479,5</b>	<b>490,7</b>
Zapasy	129,3	258,0	239,2	204,7	218,7	213,4
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	113,2	232,9	195,8	163,8	195,7	189,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,1	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,6	6,5	4,8	5,4	5,6
Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe	4,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6,4	9,3	19,3	46,9	58,0	80,3
<b>Aktywa</b>	<b>419,2</b>	<b>676,4</b>	<b>631,1</b>	<b>588,9</b>	<b>646,5</b>	<b>657,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>118,6</b>	<b>266,1</b>	<b>334,8</b>	<b>325,8</b>	<b>340,3</b>	<b>356,3</b>
Kapitał zakładowy	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Nadwyżka z tytułu emisji akcji powyżej wartości nominalnej	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3
Kapitał (fundusz) zapasowy	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Kapitał rezerwow - celowy	30,3	30,3	50,3	50,3	50,3	50,3
Akcje własne (wielkość ujemna)	-26,3	-30,1	-30,1	-30,1	-30,1	-30,1
Zyski (straty) zatrzymane	46,7	195,5	242,2	233,1	247,2	262,9
<b>Kapitał własny przypisany jednostce dominującej</b>	<b>114,6</b>	<b>259,7</b>	<b>326,3</b>	<b>317,2</b>	<b>331,4</b>	<b>347,0</b>
Udziały nie sprawujące kontroli	4,0	6,5	8,4	8,6	8,9	9,3
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>115,1</b>	<b>105,4</b>	<b>95,3</b>	<b>96,1</b>	<b>96,3</b>	<b>97,3</b>
Zobowiązania finansowe	91,5	82,8	69,9	68,5	69,9	70,6
Rezerwa na odroczonego podatek dochodowy	11,5	11,3	14,9	14,9	14,9	14,9
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	11,6	10,9	10,1	12,4	11,2	11,5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>185,5</b>	<b>304,9</b>	<b>201,0</b>	<b>167,0</b>	<b>209,9</b>	<b>204,2</b>
Pozostałe zobowiązania finansowe	33,9	9,9	4,3	4,2	4,2	4,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	149,6	291,4	194,9	161,3	204,1	198,4
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe rezerwy	0,9	2,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Rozliczenia międzyokresowe kosztów	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7
<b>Pasywa</b>	<b>419,2</b>	<b>676,4</b>	<b>631,1</b>	<b>588,9</b>	<b>646,5</b>	<b>657,8</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Bowim; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>20,3</b>	<b>195,9</b>	<b>142,4</b>	<b>14,2</b>	<b>20,0</b>	<b>22,7</b>
<b>Korekty o pozycje:</b>	<b>3,2</b>	<b>-11,7</b>	<b>-23,2</b>	<b>24,4</b>	<b>22,9</b>	<b>22,7</b>
Koszt podatku dochodowego ujęty w rachunku zysków i strat	-2,8	-42,6	-30,9	0,0	0,0	0,0
Strata z tytułu utraty wartości ujęta dla należności z tytułu dostaw i usług	3,1	27,6	9,1	0,0	0,0	0,0
Odwroćenie odpisu z tytułu utraty wartości ujęta dla należności z tytułu dostaw i usług	-3,0	-8,5	-3,4	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	5,7	6,4	7,3	7,3	7,3	7,3
Zysk/strata ze sprzedaży/zbycia składników rzeczowych aktywów trwałych	0,3	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,0	5,3	0,0	17,1	15,6	15,4
Przychody finansowe	0,0	0,0	-5,1	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk/ strata przed zmianami kapitału obrotowego</b>	<b>23,6</b>	<b>184,2</b>	<b>119,2</b>	<b>38,6</b>	<b>42,9</b>	<b>45,3</b>
<b>Zmiany w kapitale obrotowym</b>	<b>13,4</b>	<b>-105,7</b>	<b>-17,6</b>	<b>36,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>5,9</b>
Zmiana stanu zapasów	1,6	-128,8	18,8	34,5	-13,9	5,3
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych	0,0	-138,0	25,4	33,7	-32,5	5,8
Zmiana pozostałych aktywów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu zobowiązań (bez zobowiązań finansowych i inwestycyjnych)	11,4	160,7	-60,8	-33,7	42,8	-5,7
Zmiana stanu rezerw	0,3	-0,2	3,6	-0,1	0,0	0,0
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	0,0	0,6	-4,5	2,1	-1,1	0,4
Inne korekty działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0	1,2	-0,1	-0,3
<b>Środki pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>37,0</b>	<b>78,6</b>	<b>101,6</b>	<b>76,3</b>	<b>38,1</b>	<b>50,9</b>
Odsetki zapłacone	-5,2	-4,7	-22,1	0,0	0,0	0,0
Podatek dochodowy zapłacony	2,2	43,1	35,7	-2,7	-3,8	-4,3
<b>Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>39,9</b>	<b>40,2</b>	<b>88,0</b>	<b>73,6</b>	<b>34,3</b>	<b>46,6</b>
<b>Wpływy</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>6,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zbycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Zbycie nieruchomości inwestycyjnych	0,0	0,0	6,2	0,0	0,0	0,0
<b>Wydatki</b>	<b>-5,3</b>	<b>-13,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>-7,2</b>
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-5,3	-7,8	-3,1	-7,1	-7,1	-7,2
Nabycie nieruchomości inwestycyjnych	0,0	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-5,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>-7,2</b>
<b>Wpływy</b>	<b>6,0</b>	<b>3,8</b>	<b>14,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>
Kredyty i pożyczki	5,6	3,3	7,8	-1,5	1,3	0,7
Inne wpływy finansowe	0,4	0,5	6,2	0,0	0,0	0,0
<b>Wydatki</b>	<b>-37,9</b>	<b>-27,8</b>	<b>-95,2</b>	<b>-37,6</b>	<b>-17,3</b>	<b>-17,8</b>
Nabycie akcji (udziałów) własnych	-3,8	-3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli jednostki dominującej	0,0	-2,1	-43,0	-20,5	-1,7	-2,4
Spłata kredytów i pożyczek	-23,1	-11,2	-26,0	0,0	0,0	0,0
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-3,1	-2,9	-3,7	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-5,3	-5,0	-22,3	-17,1	-15,6	-15,4
Inne wydatki finansowe	-2,7	-2,8	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Środki pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>-31,9</b>	<b>-24,0</b>	<b>-81,2</b>	<b>-39,1</b>	<b>-16,0</b>	<b>-17,1</b>
<b>Przepływy pieniężne netto razem</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>10,0</b>	<b>27,5</b>	<b>11,1</b>	<b>22,3</b>

Źródło: Spółka, prognozy 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 odroczonej.

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	31	9	9	0	4
Procenty	42%	34%	10%	10%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	33	30	15	9	0	4
Procenty	36%	33%	16%	10%	0%	4%

## Banki

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Spread odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

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

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

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

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	5	7	1	1	0	3
Procenty	29%	41%	6%	6%	0%	18%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	7	3	3	1	0	3
Procenty	41%	18%	18%	6%	0%	18%



**Recommendation tracker**

<b>Analityk</b>	<b>Rekomendacja fundamentalna</b>	<b>Rekomendacja relatywna</b>	<b>Data raportu</b>	<b>Data uaktualnienia</b>	<b>Data dystrybucji</b>	<b>Cena w momencie wydania/aktualizacji*</b>	<b>Wycena w horyzoncie 12M</b>
<b>Bowim</b>							
Michał Zamel	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	10.09.2023	-	11.09.2023	7,05	6,9 –

\* 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: 11 września 2023 r., godz. 8:25.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 11 września 2023 r., godz. 8:35.

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#bowim>.

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#bowim>.

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.

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

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

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](mailto: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**  
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

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

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

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2023 by DM BOŚ S.A.

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