

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

19/2017/RP (34) 9 lutego, 2017

Analizy: Sylwia Jaśkiewicz, CFA
Maciej Wewiórski,

Marvipol

Oczekiwania wyników finansowych za IV kw. 2016 roku

21 marca Marvipol opublikuje swoje wyniki finansowe za IV kw. 2016 roku. Oczekujemy 201 mln zł raportowanych przychodów (-27% r/r) i prognozujemy 9 mln zł EBITDA i 4 mln zł zysku netto. Zakładamy, że mocne wyniki segmentu motoryzacyjnego w omawianym okresie powinny wspierać wyniki Spółki, jednocześnie obniżone przez słabsze niż w ub. roku wyniki segmentu deweloperskiego.

BAH

W IV kw. 2016 roku import samochodów JLR wzrósł o 63% r/r do 545 sztuk. Wolumen samochodów sprzedanych przez dealerów własnych osiągnął 359 sztuk (+148% r/r), a sprzedaż skierowana do dealerów zewnętrznych wzrosła o 25% r/r do 260 samochodów. Wzrost przychodów Spółki był przede wszystkim efektem sprzedaży Range Rovera (modeli Classic, Evogue i Sport) oraz wprowadzenia do oferty nowych modeli: w 2015 Jaguara XE i Land Rovera Discovery Sport, a w I poł. 2016 roku Jaguara F-Pace, który okazał się najlepiej sprzedającym się modelem w 94-letniej historii tej marki. Prognozujemy w IV kw. 2016 roku 184 mln zł sprzedaży (+72% r/r) i 14 mln zł (5-krotny wzrost r/r). Szacujemy, że segment motoryzacyjny zwiększy skons. zysk netto Grupy w omawianym kwartale o 10 mln zł. W oczekiwaniu dobrych wyników w IV kw. 2016 roku podwyższamy prognozy całoroczne na 2016 rok. W efekcie nasze prognozy zysku operacyjnego i zysku netto rosną odpowiednio o 26% i 20% do 57 mln zł i 40 mln zł.

Marvipol Development

W IV kw. 2016 roku Marvipol przekazał jedynie 38 lokali, w tym 28 w projekcie CPU, a pozostałe 10 w projekcie Hill Park. W efekcie zgodnie z naszymi oczekiwaniami łączny wolumen przekazanych lokali w 2016 roku wyniósł ok. 533.

Zysk brutto na sprzedaży może być bliski 0, ponieważ w przypadku projektu Hill Park marża może wynieść ok -30%. Jednakże wynik operacyjny może odczuć pozytywny wpływ ok. 7 mln zł zysku ze sprzedaży budynku biurowego Prosta Tower oraz 4 mln zł z rewaluacji powierzchni magazynowej w Konotopie. Dodatkowo odpisy dotyczące niesprzedanych lokali w projekcie Hill Park mogą obciążyć wyniki. Naszym zdaniem, mało prawdopodobne jest, by wynik operacyjny Marvipolu w IV kw. 2016 roku był dodatni.

Sektor: Dobra konsumenckie

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 11,97 PLN

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 17,20 PLN (↑) 12M przedział kursowy: 5,85-12,20 PLN

Kapitalizacja: 123 mln US\$

Bloomberg: MVP PW

Średni obrót dzienny: 0,05 mln US\$

Free float: 29%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

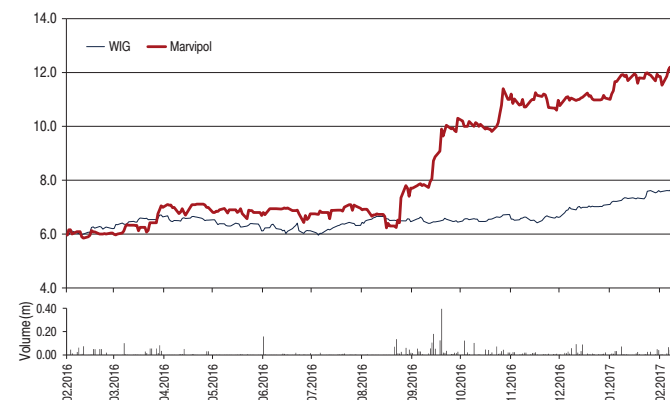
Dane podstawowe

MSSF, skonsolidowane		2015	2016P	2017P	2018P
Sprzedaż	mln PLN	686,4	869,1	893,6	977,2
EBITDA	mln PLN	49,5	77,5	75,2	90,9
EBIT	mln PLN	46,4	74,6	72,2	85,9
Zysk netto	mln PLN	27,7	51,5	45,5	54,9
EPS	PLN	0,60	1,0	1,0	1,0
Zmiana EPS r/r	%	-46	59	4	3
Dług netto*	mln PLN	77,9	102,0	35,5	288,6
P/E	x	18,0	9,7	10,9	9,1
EV/EBITDA	x	11,6	7,7	7,1	8,6
EV/EBIT	x	12,4	8,0	7,4	9,1
EV/Sprzedaż	x	0,8	0,7	0,6	0,8
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	3,2	3,2	4,1
DPS	PLN	0,00	0,39	0,38	0,49
Liczba akcji na koniec okresu	mln	41,6	41,6	41,6	41,6

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

* Z uwzględnieniem faktoringu bez regresu w latach 2016-2018

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skonsolidowanych wyników za IV kw. 2016 roku: 21 marca
2. Publikacja skonsolidowanych wyników za I kw. 2017 roku: 15 maja
3. Publikacja skonsolidowanych wyników za I poł. 2017 roku: 31 sierpnia
4. Publikacja skonsolidowanych wyników za III kw. 2017 roku: 14 listopada

Katalizatory

1. Rosnący popyt na samochody luksusowe
2. Nowe modele w ofercie
3. Rozbudowa sieci własnych dealerów
4. Uruchomienie punktów obsługi (serwis blacharsko-malarski) podnoszące rentowność
5. Sprzedaż samochodów używanych
6. Wysoka stopa dywidendy brutto
7. Wzrost wolumenów mieszkań w przedsprzedaży
8. Rosnące ceny mieszkań
9. Zmiana warunków udzielania kredytów
10. Sprzedaż obiektu magazynowego
11. Obniżka akcyzy
12. Rozwój obiektów magazynowych

Czynniki ryzyka

1. Zmiana/zakończenie umowy importerskiej
2. Rosnąca konkurencja w klasie samochodów luksusowych
3. Zmiany w strukturze sprzedaży zwiększające udział tańszych modeli
4. Skoncentrowany portfel pojazdów
5. Brak nowych, atrakcyjnych modeli w ofercie
6. Regulacje dot. ochrony środowiska
7. Kursy walutowe
8. Wolumen domów sprzedanych
9. Opóźnienia w realizacji kontraktów budowlanych
10. Zaostrzenie polityki udzielania kredytów hipotecznych przez banki
11. Podwyżka stóp procentowych
12. Nabywanie gruntów po zawyżonych cenach

Prognozy finansowe

BAH

Segment motoryzacyjny Spółki prosperuje dobrze, w 2016 roku liczba sprzedanych aut wyniosła 2 081 (+64% r/r). Tak imponujący wynik jest efektem wprowadzenia do oferty nowych modeli takich jak Land Rover Discovery Sport i Jaguar XE w 2015 czy Jaguar F-Pace w I poł. 2016 oraz pozytywnego wpływu niemałej sprzedaży starszych modeli (Range Rover Sport, Range Rover Evoque, Range Rover). Jaguar Land Rover planuje wprowadzenie do sprzedaży w 2017 roku 3 nowych modeli i jednego na początku 2018, co powinno stanowić silny bodziec dla wzrostu przychodów. Mimo że rentowność na sprzedaży pojedynczego samochodu może znaleźć się pod pewną presją, ekspansja sieci dealerów własnych powinna to zniwelować.

Rok 2017 zaczął się nieźle. W styczniu wolumen importowanych samochodów wyniósł 105 sztuk, 54 zostały sprzedane dealerom zewnętrznym (-2% r/r), a 55 (+120% r/r) trafiło do klientów końcowych za pośrednictwem sieci własnych dealerów Spółki. Sprzedaż osiągnęła 27 mln zł (+52% r/r).

Warto przypomnieć, że wiodący brytyjski producent samochodów, jakim jest Jaguar Land Rover, osiągnął w styczniu 2017 roku najlepszy w swojej historii wynik sprzedaży: 47 693 samochody (+4% r/r), przede wszystkim pod wpływem sukcesu rynkowego Jaguara F-Pace, XF, Land Rovera Discovery Sport i Range Rovera Sport. W rozbiciu na rynki światowe sprzedaż detaliczna JLR w styczniu wzrosła w Ameryce Północnej (+29%), w Chinach (+14%) i Wlk. Brytanii (+2%), natomiast w Europie i na pozostałych rynkach spadła odpowiednio o 8% i 19%. Sprzedaż detaliczna Jaguara wzrosła o 76% r/r do 13 949 pojazdów dzięki nieustającemu zainteresowaniu klientów modelem F-Pace oraz dobrej sprzedaży modeli XF i XJ. Sprzedaż detaliczna Land Rovera w styczniu liczyła 33 744 pojazdy (-11% r/r), negatywnie oddziaływało tutaj zakończenie sprzedaży modeli Defender i Discovery, pomimo solidnej sprzedaży Discovery Sport i Range Rover Sport.

Wydaje się, że sprzedaż segmentu motoryzacyjnego w następnych miesiącach będzie zależeć od zmian w podatku akcyzowym i momentu wprowadzenia nowych regulacji, które zapowiadają istotne obniżenie podatku akcyzowego na samochody luksusowe (na podstawie ubiegłorocznej struktury sprzedażowej BAH prognozujemy jego obniżenie z poziomu 50 mln zł o 60%). Zakładając, że owe oszczędności będą przeniesione w całości na klientów, Spółka może liczyć się z niższym zyskiem przy podobnym poziomie marż, aczkolwiek ewentualny wzrost liczby samochodów sprzedanych powinien to z nawiązką zrekomensować. Ponadto można oczekiwać, że niektórzy klienci zdecydują się na zakup lepiej wyposażonych aut. Nowe zasady mogą wejść w życie od kwietnia br. Można spodziewać się pewnych zawirowań miesięcznej sprzedaży w krótkim okresie. Niektórzy klienci mogą odkładać moment zakupu, mimo że Spółka już oferuje samochody po cenach skorygowanych o nowe stawki akcyzy. W związku z przypadającymi w lutym feriami zimowymi w woj. mazowieckim oraz sezonowością produkcji samochodów lutowy wolumen

sprzedaży może być przeciętny, co jednak powinna zrównoważyć mocna sprzedaż w następnych miesiącach.

Reasumując zakładamy konserwatywnie, że w 2017 roku Spółka sprzeda łącznie 2 466 samochodów, co powinno przynieść 696 mln zł przychodów, 58 mln zł zysku operacyjnego i 41 mln zł zysku netto (odpowiednio 7%, 28% i 17% powyżej naszych poprzednich prognoz). Oczekujemy spadku średniej ceny samochodu pod wpływem zmian podatku akcyzowego.

Marvipol Development

Nie zmieniamy naszych prognoz dla segmentu deweloperskiego. W naszej ocenie, rosnący popyt na mieszkania, migracja młodych z obszarów wiejskich do dużych aglomeracji przemawiają za inwestycją w spółki z sektora budownictwa mieszkaniowego. Niskie stopy procentowe powinny się utrzymać w 2017 i prawdopodobnie w 2018 roku zapewniając wsparcie dla popytu. Dostępność kredytów mieszkaniowych jest dobra, a zdolność kredytowa poprawia się. Ponadto niskie stopy procentowe pobudzają popyt inwestycyjny, który powinien oscylować między 20% a 30%.

Marvipol przyjął podejście oportunistyczne względem inwestycji. W 2015 roku Spółka wraz ze strategicznym partnerem Panattoni Europe wybudowała dwa obiekty magazynowe o łącznej powierzchni najmu brutto (GLA) wynoszącej 44 764 mkw. Oba projekty zostały już wystawione na sprzedaż, finalizacja transakcji jest przewidywana w I połowie 2017 roku. Ponadto Marvipol i Panattoni realizują inwestycję o 30 tys. mkw. powierzchni magazynowej w Grodzisku Mazowieckim i mają zamiar wejść na Śląsk (podpisano już list intencyjny).

Wycena

Korekta prognoz finansowych segmentu motoryzacyjnego skutkuje podwyższeniem jego wyceny o 21% do 9,6 zł na akcję (8 zł poprzednio), podtrzymujemy natomiast dotychczasową wycenę dla Marvipolu Development w wysokości 7,6 zł na akcję. Zastosowanie metody sumy części składowych (SOTP) daje 12-miesięczną wycenę docelową Spółki równą 17,2 zł na akcję (poprzednio 15,6 zł, +11%). Należy pamiętać, że wycena nie uwzględnia planów realizacji obiektów magazynowych w Grodzisku Mazowieckim i na Śląsku.

Rekomendacja i zalecenia inwestycyjne

Biorąc pod uwagę znaczący potencjał wzrostu względem bieżącego kursu akcji Spółki podtrzymujemy nasze rekomendacje: długoterminową fundamentalną Kupuj i krótkoterminową relatywną Przeważaj. Oczekiwane dobre wyniki finansowe za 2016 rok oraz wydzielenie dwóch podmiotów: BAH i Marvipol Development powinno stanowić pozytywny bodziec i sprzyjać domknięciu znacznej luki wycenowej. Naszym zdaniem, kurs akcji Spółki powinien odczuć pozytywny wpływ (i) szybko rosnącego rynku powierzchni magazynowych, (ii) sprzedaży projektu w Konotopie, (iii) realizacji planowanych projektów oraz (iv) oczekiwanego obniżenia akcyzy dla nowych luksusowych aut.

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, 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 wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Banki

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

Skorygowana marża odsetkowa netto – Marża odsetkowa netto, w której wynik netto z odsetek został skorygowany o wynik z wyceny punktów SWAP.

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 i pozostałych kosztów operacyjnych do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne.

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 „poniżej standardu”, „wątpliwe”, lub „stracone”.

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

Rezerwy celowe – Rezerwy utworzone przez bank na pokrycie ryzyka związanego z działalnością kredytową.

Rezerwa na ryzyko ogólne – Rezerwa, jaką mogą tworzyć banki na pokrycie ryzyk nie objętych rezerwami celowymi.

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

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

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobrą 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.

Maklerzy

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

Maciej Guzek
tel.: +48 (22) 504 32 27
m.guzek@bossa.pl

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

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.). 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 – klientów detalicznych i profesjonalnych DM BOŚ. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM BOŚ.

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

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

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

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

DM BOŚ S.A. podpisał umowę z Marvipol i Marvipol Development dotyczącą obsługi oferty publicznej akcji tych spółek.

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

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaskiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
Dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Surowce, deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

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

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

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Copyright © 2017 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