

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

Marvipol

Oczekiwania wyników finansowych za III kw. 2017 roku

14 listopada Marvipol opublikuje swoje wyniki finansowe za III kw. 2017 roku. Oczekujemy pogorszenia wyników segmentu motoryzacyjnego względem III kw. 2016 roku, jednak głównie z uwagi na wysoką bazę. Według naszych szacunków wynik netto w Marvipolu Development powinien być bliski 0.

BAH

W III kw. 2017 roku import samochodów JLR wzrósł o 20% r/r do 640 sztuk. Wolumen samochodów sprzedanych przez dealerów własnych spadł do 193 sztuk (-33% r/r) w związku z dużo niższym eksportem niż rok temu, a sprzedaż skierowana do dealerów zewnętrznych wzrosła o 48% r/r do 396 samochodów. Sprzedaż samochodów w omawianym kwartale wygenerowała 145 mln zł (+12% r/r i -7% kw./kw.). Prognozujemy w III kw. br. 185 mln zł przychodów, co oznacza 7% wzrost r/r, ale spadek kw./kw. Oczekujemy obniżenia rentowności segmentu motoryzacyjnego, głównie z powodu zmian w strukturze sprzedaży (niższy eksport niż rok temu) oraz spadku cen samochodów (o ok. 6% pod wpływem korekty o różnice kursowe). Prognozujemy w omawianym okresie EBITDA i wynik operacyjny na 13 mln zł każdy. Podobnie do II kw. zakładamy niższą efektywną stopę podatkową i zysk netto segmentu w okolicy 11 mln PLN.

Marvipol Development

Pragniemy zauważyć, że Spółka traktuje swoją działalność deweloperską jako działalność zaniechaną. Dlatego też jest ona widoczna jedynie na poziomie wyniku netto w rachunku wyników.

Jeśli chodzi o segment nieruchomości i mieszkaniowy Marvipol przekazał w III kw. 2017 roku ok. 100 lokali, zgodnie z harmonogramem. Jednak ponad 20% marża zysku brutto na sprzedaży pozwoli jedynie na pokrycie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu i kosztów finansowych.

W związku z powyższym oczekujemy wyniku netto Marvipolu Development w okolicach 0.

Prognozy finansowe

Podtrzymujemy prognozy wyników finansowych dla segmentu mieszkaniowego i powierzchni komercyjnych Marvipolu Development. W dalszym ciągu sądzimy, że w 2017 i 2018 roku Spółka przekaże odpowiednio ponad 557 i 790 lokali oraz zakładamy 50 mln zł zysku z rewaluacji trzech obiektów magazynowych w trakcie realizacji konsolidowanych metodą praw własności. Natomiast dokonaliśmy aktualizacji naszych prognoz wyników segmentu motoryzacyjnego.

54/2017/RP (150) 18 października, 2017

Analitycy: Sylwia Jaśkiewicz, CFA
Maciej Wewiórski

Sektor: Dobra konsumenckie

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 12,45 PLN

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 19,7 PLN (↑)

Kapitalizacja: 145 mln US\$

Bloomberg: MVP PW

Średni obrót dzienny: 0,031 mln US\$

Free float: 29%

12M przedział kursowy: 9,81-14,17 PLN

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

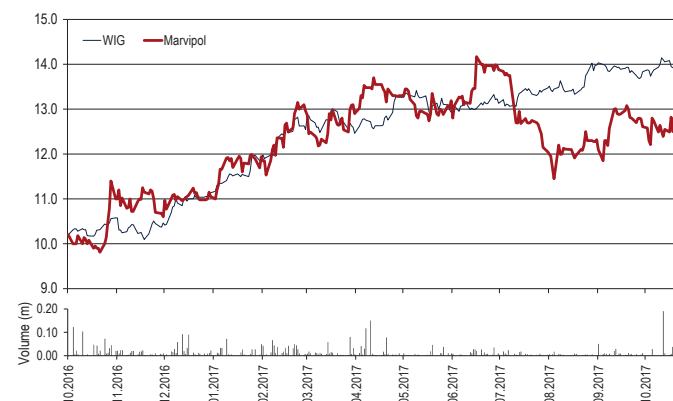
Dane podstawowe

MSSF, skonsolidowane		2016	2017P	2018P	2019P
Sprzedaż	mln PLN	653,9	730,8	779,6	910,4
EBITDA	mln PLN	62,5	59,0	58,6	67,7
EBIT	mln PLN	60,1	57,9	57,1	65,2
Zysk netto	mln PLN	69,0	105,1	56,6	93,9
EPS	PLN	1,7	2,5	1,4	2,3
Zmiana EPS r/r	%	178,0	52,5	-46,1	65,9
Dług netto*	mln PLN	-2,0	167,7	258,1	173,2
P/E	x	7,5	4,9	9,1	5,5
EV/EBITDA	x	7,1	9,1	8,9	5,1
EV/EBIT	x	7,4	6,1	11,0	6,3
EV/Sprzedaż	x	0,6	0,7	0,8	0,5
Stopa dywidendy brutto	%	3,1	3,3	3,4	4,1
DPS	PLN	0,39	0,41	0,42	0,52
Liczba akcji na koniec okresu	mln	41,6	41,6	41,6	41,6

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

* Obliczenia na podstawie proporcjonalnie kons. EBITDA, wyniku operacyjnego i sprzedaży.

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

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

W okresie I–III kw. br. Spółka sprzedała 1 780 samochodów (+16% r/r), w tym 1 321 marki Land Rover (+23% r/r) i 459 marki Jaguar (+2% r/r). W porównaniu do ub. roku wolumen samochodów sprzedanych był podobny, przy czym dealerzy zewnętrzni sprzedali o 29% samochodów więcej. Wzrost przychodów Spółki był przede wszystkim efektem sprzedaży Range Rovera (modeli Classic, Evoque i Sport), Land Rovera Discovery Sport oraz Jaguara F-Pace, co odpowiadało za ok. 80% łącznej sprzedaży, oraz wprowadzenia do oferty nowego modelu Land Rovera Discovery. Według naszych szacunków, w I–III kw. br. średnia cena sprzedanego auta wzrosła o 6% r/r, natomiast w samym III kwartale lekko spadła. Prognozujemy w 2017 roku liczbę samochodów sprzedanych na 2 494. Nasza prognoza przychodów w 2017 roku rośnie o 5% względem poprzedniej do 731 mln zł.

W I poł. br. wynik operacyjny i wynik netto wyniósł odpowiednio 31 mln zł (+16% r/r) i 26 mln zł (+17% r/r). W II połowie br. oczekujemy spadku rentowności i prognozujemy 58 mln zł zysku operacyjnego, podobnie jak we wcześniejszych prognozach. Podwyższamy natomiast prognozę zysku netto o 23% do około 50 mln zł (założyliśmy niższą efektywną stopę podatkową).

Zakładamy, że w 2018 i 2019 roku Spółka sprzeda odpowiednio 2 781 (+11% r/r) i 3 337 (+20% r/r) samochodów. W br. spodziewamy się eksportu na poziomie 350 samochodów (około 14% łącznego wolumenu samochodów sprzedanych), natomiast w 2018 nie zakładamy eksportu. Dodatkowo Spółka poddaje modernizacji dwie własne placówki dealerskie (w Warszawie i w Łodzi), co może negatywnie odbić się na przychodach w I kw. 2018 roku. Zakładamy niższą średnią cenę samochodu sprzedanego w przyszłym roku. Trzeba pamiętać, że średnia cena samochodu w sprzedaży eksportowej była wyższa niż auta sprzedanego w kraju. Ponadto sądzimy, że Spółka będzie zmuszona oferować wyższe upusty cenowe klientom, by zrekompensować brak przychodów z tytułu sprzedaży eksportowej w przyszłym roku. W dłuższym okresie może okazać się konieczna zmiana struktury sprzedaży na korzyść niższych segmentów (większa wrażliwość klientów na cenę).

Oczekujemy lekkiego spadku rentowności w przyszłym roku. W dłuższym horyzoncie erozja cen samochodów może być do pewnego stopnia zrównoważona przez wyższe marże w segmencie napraw dzięki uruchomieniu przez Spółkę własnego warsztatu blacharskiego i lakierniczego oraz zwiększeniu liczby własnych salonów dealerskich.

W latach 2017-19 oczekujemy wydatków inwestycyjnych rzędu 90 mln zł, które zostaną głównie przeznaczone na rozwój sieci dealerów własnych oraz stacji serwisowych. Dystrybucję BAH prowadzi 7 autoryzowanych salonów zewnętrznych i 3 własne zlokalizowane (i) w Warszawie (dwa – przy Alei Waszyngtona i przy ulicy Witosza), (ii) jeden w Łodzi oraz (iii) jeden w Gdańsku. Spółka planuje rozszerzenie sieci dealerów, która obecnie liczy 10 salonów, do 12 do końca 2018 roku. Spółka ocenia, że posiada zdolność, by sieć salonów dealerskich objęła 16 województw, co oznacza, że do końca 2020 roku może powstać dodatkowe

5 salonów. Zgodnie z wymaganiami JLR, salony dealerski muszą być wystandaryzowane i posiadać powierzchnię odpowiednią do wyekspozowania co najmniej 14 modeli.

W bliskiej przyszłości Spółka planuje (i) zbudować własny salon 3S (Sales – sprzedaż, Service – serwis, Spare parts – części zamienne) w Warszawie przy ul. Puławskiej, którego koszt jest szacowany na 18 mln zł (bez wartości gruntu); salon będzie gotowy do działania w 2019 roku, (ii) zbudować salon wystawowy w Warszawie przy ul. Wawelskiej, którego koszt szacowany jest na 11 mln zł (bez wartości gruntu); salon będzie gotowy do działania w 2018 roku oraz (iii) zmodernizować salony dealerskie w Warszawie przy ul. Waszyngtona i w Łodzi przy ul. Przybyszewskiego; koszt modernizacji jednego jest szacowany na 6 mln zł; zakończenie modernizacji przewidywane w połowie 2018.

Ponadto nowy salon 3S w Szczecinie powinien zostać uruchomiony w 2018 roku, zgodnie z listem intencyjnym podpisanym z GEZET w sierpniu 2016 roku. Spółka uważa, że nowe salony powinny zostać uruchomione w Olsztynie/Rzeszowie/Lublinie.

W naszej ocenie wyniki segmentu motoryzacyjnego Spółki zależą w dużym stopniu od sytuacji JLR i nowych modeli wprowadzanych do oferty. W okresie styczeń-wrzesień br. sprzedaż detaliczna grupy Jaguar Land Rover osiągnęła 466 662 sztuki (+8% r/r), w tym 137 498 marki Jaguar (+33% r/r) i 329 164 marki Land Rover (-0,5% r/r). We wrześniu sprzedaż JLR wzrosła o 7% r/r, w tym liczba sprzedanych samochodów marki Jaguar wyniosła 18 336 (+4% r/r dzięki dobrej sprzedaży modeli XF, F-PACE i F-TYPE), a marki Land Rover 46 761 (+8% r/r dzięki dobrej sprzedaży modeli Discovery Sport, Range Rover i Range Rover Velar). Sprzedaż detaliczna we wrześniu na rynku chińskim wzrosła o 20% r/r, w Ameryce Południowej o 17%, na rynkach zagranicznych o 10%, a w Europie tylko o 1%. Z powodu trudnych warunków na rynku Wlk. Brytanii sprzedaż detaliczna tamże spadła o 4% r/r.

Według dyrektora sprzedaży grupy JLR wrzesień był dla obu marek okresem solidnej sprzedaży, w dużej mierze dzięki utrzymującemu się popytowi na model Jaguara F-Pace i Land Rovera Discovery Sport, a także pod wpływem dużego zainteresowania nowym modelem Range Rover Velar. W październiku odbędzie się premiera nowego modelu Range Rover Sport z napędem hybrydowym plug-in – będzie to w historii JLR pierwsza hybryda w wersji plug-in, która znaczy kolejny krok na drodze grupy w stronę samochodów elektrycznych. JLR zapowiedział, że od 2020 roku wszystkie nowe samochody będą w wersji elektrycznej albo hybrydowej.

JLR rocznie inwestuje ponad 4 mld funtów w rozbudowę oferty i strukturę produkcyjną, m.in. w budowę nowego zakładu na Słowacji, wprowadzenie nowych modeli Discovery, Range Rover Velar i Jaguar XF Sportbrake, opracowanie nowych modeli np. nowego kompaktowego SUV jaguara E-PACE. W ostatnich 7 latach JLR zanotowała ponad dwukrotny wzrost sprzedaży, zatrudnienia i przychodów i przeznaczyła ponad 16 mld funtów na rozwój nowych produktów i wydatki inwestycyjne.

Wycena

Korekta prognoz finansowych segmentu motoryzacyjnego skutkuje podwyższeniem jego wyceny do 10,3 zł na akcję (głównie pod wpływem wzrostu wyceny porównawczej), podtrzymujemy natomiast dotychczasową wycenę dla Marvipolu Development w wysokości 9,4 zł na akcję. Zastosowanie metody sumy części składowych (SOTP) daje 12-miesięczną wycenę docelową Spółki równą 19,7 zł na akcję (poprzednio 18,2 zł, +8%).

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 2017 rok oraz wydzielenie dwóch podmiotów: BAH i Marvipol Development powinny oddziaływać pozytywnie na kurs akcji i sprzyjać domknięciu znacznej luki wycenowej. Oczekujemy 6% stopy dywidendy brutto w przypadku biznesu motoryzacyjnego w 2018 roku.

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).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 19 października 2017 r., 8:40.
Dystrybucja niniejszego raportu: 19 października 2017 r., 8:50.

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 ujawniane w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

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

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

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
(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 konsumenne, 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