

11/2018/RP (20) 29 stycznia, 2018

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

Analizy: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

BAH

Sektor: Dobra konsumenckie
 Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→) Bloomberg: MVP PW
 Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→) Średni obrót dzienny: 0,13 mln US\$
 Kurs: 9,6 PLN Free float: 54%
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 10,3 PLN (→) 12M przedział kursowy: 6,79-12,00 PLN

Rekomendacje i zalecane działanie

Podtrzymujemy nasze rekomendacje dla Spółki: długoterminową fundamentalną Trzymaj i krótkoterminową relatywną Neutralnie wobec braku znaczącego potencjału wzrostu. Presja na wysoki wolumen sprzedaży ze strony JLR, brak zyskowej sprzedaży eksportowej oraz modernizacja placówek dealerskich może negatywnie odbić się na rentowności w 2018 roku. Niemniej trudno zignorować wysoką stopę dywidendy brutto.

Wycena

Nasza 12-miesięczna wycena walorów BAH w wysokości 10,3 zł na akcję pozostaje bez zmian po aktualizacji naszych finansowych prognoz dla Spółki.

Oczekiwania wyników finansowych za IV kw. 2017 roku

Wyniki finansowe BAH za IV kw. 2017 roku powinny być znane w marcu br. Oczekujemy pogorszenia wyników, jednakże głównie ze względu na mocny IV kwartał w 2016 roku oraz wysoką efektywną stopę podatkową w omawianym okresie.

W ostatnim kwartale ub. roku Spółka sprzedała 646 pojazdów (+19% r/r), w tym 420 marki Land Rover (+2% r/r) i 226 marki Jaguar (+71% r/r). Wolumen sprzedaży w sieci dealerów własnych Spółki/dealerów zewnętrznych wyniósł 245/351 pojazdów (-28% /+36% r/r), w tym 180/215 Land Roverów (-42%/+32% r/r) i 65/136 Jaguarów (+30%/+40% r/r). Sprzedaż pojazdów wygenerowała w IV kw. ub.r. 139 mln zł (-8% r/r w porównaniu do 136 mln/155 mln/148 mln zł w I kw./II kw./III kw. 2017).

Oczekujemy w IV kw. 2017 roku 182 mln zł przychodów (-3% r/r i -1% kw./kw.) i spodziewamy się spadku rentowności wynikającego prawdopodobnie ze zmian struktury sprzedaży (niższy eksport r/r) oraz spadków cen samochodów (o ok. 6% w związku z korektą różnic kursowych). Prognozujemy 17 mln zł EBITDA i 16 mln zł wyniku operacyjnego. Odmienne niż w przypadku poprzedniego kwartału zakładamy w IV kw. 2017 roku wyższą efektywną stopę podatkową i prognozujemy 9 mln zł zysku netto w omawianym okresie.

Prognozy finansowe

W 2017 roku import BAH wyniósł 2 500 sztuk pojazdów (+20% r/r), w tym 1 808 marki Land Rover (+24% r/r) i 694 marki Jaguar (+11% r/r). Wolumen sprzedaży w sieci dealerów własnych Spółki/dealerów zewnętrznych wyniósł 917/1 459 pojazdów (-10% /+31% r/r), w tym 705/1 011 Land Roverów (-17%/+45% r/r) i 212/448 Jaguarów (-18%/+7% r/r). Sprzedaż

Skorygowane zyski

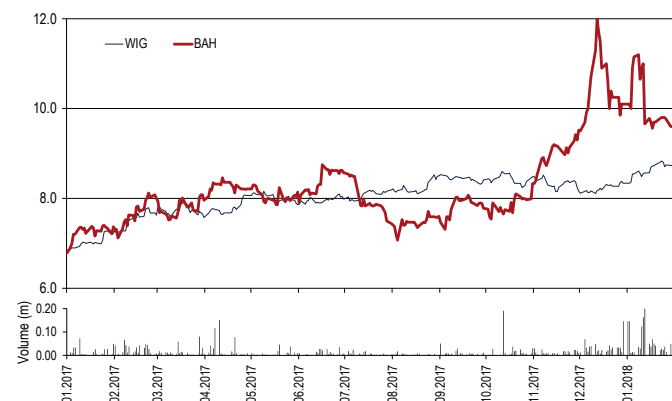
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF, skonsolidowane	2016	2017P	2018P	2019P	
Sprzedaż	mln PLN	653,9	723,4	819,3	950,1
EBITDA	mln PLN	60,7	66,4	59,7	68,4
EBIT	mln PLN	60,1	65,3	58,3	65,9
Zysk netto	mln PLN	46,7	50,5	44,3	50,2
EPS	PLN	1,12	1,21	1,07	1,21
Zmiana EPS r/r	%	88	8	-12	13
FCFF	PLN m	67,9	-20,4	13,4	27,7
Dług netto*	mln PLN	-2,0	55,1	85,1	100,5
P/E	x	8,5	7,9	9,0	8,0
P/CE	x	8,4	7,7	8,7	7,6
EV/EBITDA	x	6,5	6,8	8,1	7,3
EV/EBIT	x	6,6	6,9	8,3	7,6
Stopa dywidendy brutto	%	4,0	8,5	10,1	10,0
DPS	PLN	0,39	0,82	0,97	0,96
Liczba akcji na koniec okresu	mln	41,6	41,6	41,6	41,6

* Uwzgl. faktoring z regresem
 Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skonsolidowanych wyników za 2017 rok: marzec 2018

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. Kursy walut

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

pojazdów wygenerowała w ub.r. 575 mln zł (+13% r/r). Wyniki sprzedaży okazały się nieco niższe od naszych prognoz ze względu na założone przez nas wyższe ceny. Zgodnie z naszymi szacunkami, średnia cena samochodu sprzedanego przez BAH

spadła w 2017 roku o 6% r/r, podczas gdy w samym IV kwartale ten spadek wyniósł 22% r/r (w porównaniu z +7%/+15%/-4% w I kw./II kw./III kw.). W konsekwencji obniżamy prognozę czterolatkowych przychodów Spółki w 2017 roku o 1% do 723 mln zł (wcześniej 739 mln zł).

Wynik operacyjny i wynik netto w I-III kw. 2017 roku wyniosły odpowiednio 49 mln zł (+19% r/r) i 42 mln zł (+23% r/r). Oczekujemy w IV kw. 2017 roku spadku rentowności, aczkolwiek w mniejszym zakresie niż poprzednio. Podwyższamy o 5% prognozę zysku operacyjnego w 2017 roku do 65 mln zł, natomiast obniżamy prognozę zysku netto o 4% do 50 mln zł w związku z założeniem efektywnej stopy podatkowej w ub. roku na poziomie zbliżonym do nominalnego).

Zakładamy, że w 2018 i 2019 roku Spółka sprzeda odpowiednio 2 910 (+22% r/r) i 3 492 (+20% r/r) samochodów. W 2017 założyliśmy eksport rzędu 350 samochodów (około 14% łącznego wolumenu samochodów sprzedanych), natomiast w br. nie spodziewamy się żadnego eksportu. Wzrost przychodów powinien być możliwy dzięki wprowadzeniu nowych modeli do oferty (Land Rover Discovery Sport i Jaguar XE w 2015, Jaguar F-Pace w I poł. 2016, nowy model Land Rover Discovery w I poł. 2017, Range Rover Velar w lipcu 2017, Jaguar XF Sportbrake w III-IV kw. 2017) oraz solidnej sprzedaży starszych modeli (Range Rover Sport, Range Rover Evoque, Range Rover). Spółka planuje wprowadzić do sprzedaży w 2018 roku 3 nowe modele Jaguar E-Pace na początku roku, nowe modele Range Rovera, Range Rover Sport w I kwartale, model Jaguar I-Pace z napędem elektrycznym w II połowie roku), co powinno ożywić przychody Spółki. Mimo że może pojawić się presja na rentowność sprzedaży każdego samochodu, ekspansja sieci własnych dealerów powinna ją zrekompensować.

Zakładamy niższą średnią cenę samochodu sprzedanego w br. 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 zrealizować cele sprzedażowe ustalone przez JLR (zakończenie roku księgowego pod koniec marca). W dłuższym okresie może okazać się konieczna zmiana struktury sprzedaży na korzyść niższych segmentów (większa wrażliwość klientów na cenę). 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. Spodziewamy się w br. niewielkiego obniżenia rentowności.

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 6 autoryzowanych salonów zewnętrznych i 4 własne zlokalizowane w Warszawie (dwa – przy Alei Waszyngtona i przy ulicy Witosa), w Łodzi, w Gdańsku i w Katowicach. Spółka planuje rozszerzenie sieci dealerów, która obecnie liczy 10 salonów, do 17 w 2021 roku i ocenia, że posiada potencjał, by sieć salonów dealerskich objęła 14 województw (z wył. Lubuskiego i Opolskiego). Zgodnie z wymaganiami JLR, salony dealerskie muszą być wystandaryzowane i posiadać powierzchnię odpowiednią do wyeksponowania 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, (iii) zmodernizować salony dealerskie w Warszawie (ul. Waszyngtona) i w Łodzi (ul. Przybyszewskiego); koszt modernizacji jednego jest szacowany na 6 mln zł; zakończenie modernizacji przewidywane w I połowie 2018, oraz (v) zbudować własny salon w Gdańsku (koniec 2018) i w Katowicach. Obecnie BAH prowadzi rozmowy z potencjalnymi dealerami w Szczecinie, Rzeszowie, Kielcach, Lublinie oraz rozgląda się za odpowiednim kandydatem na dealera w Olsztynie.

Pomimo oczekiwanych dużych wydatków inwestycyjnych Spółka zamierza podtrzymać wypłatę dywidendy odpowiadającej 80% zysku netto z poprzedniego roku. Akcjonariusze zatwierdzili wypłatę 34 mln zł w formie dywidendy, z czego ponad 70% pochodzi z zysku netto segmentu motoryzacyjnego za 2016 rok.

Grupa Jaguar Land Rover

W naszej ocenie wyniki segmentu motoryzacyjnego Spółki zależą w dużym stopniu od kondycji JLR i nowych modeli wprowadzanych do oferty. W 2017 roku sprzedaż detaliczna grupy Jaguar Land Rover osiągnęła 621 109 sztuk (+7% r/r), w tym 178 601 marki Jaguar (+20% r/r) głównie dzięki rosnącej dynamicznie sprzedaży modelu F-Pace (+66% r/r), i 442 508 marki Land Rover (+2% r/r) dzięki wyższej sprzedaży modeli Discovery Sport i Range Rover (+3% r/r każdy) oraz Range Rover Velar. Sprzedaż detaliczna JLR w okresie styczeń-grudzień ub. roku na rynku amerykańskim i chińskim wzrosła odpowiednio o 9% i 23% r/r, w Europie (z Wlk. Brytanią) utrzymała się na poziomie bliskim 2016 roku, a na rynkach zagranicznych spadła 1%.

Strategia JLR zakłada (i) zwiększanie segmentów premium i zrównoważony udział rynkowy, (ii) inwestowanie w napędy hybrydowe i technologie BEV, by spełnić standardy elektryfikacji i emisji spalin, (iii) inwestowanie w nowe technologie i usługi zgodne z nowymi kierunkami w zakresie wspomagania kierowcy, łączności i mobilności, (iv) rozwój nowych produktów oraz (v) zarządzanie efektywnością kosztów (marża operacyjna rzędu 8-10% w średnim okresie).

W 2018 roku planowane są inwestycje o wartości 4 mld – 4,35 mld GBP (ok. +20% r/r). Pomimo podwyższonej niestabilności geopolitycznej (Brexit), jest widoczny nieprzerwany wzrost gospodarczy w większości rozwiniętych gospodarek, aczkolwiek na kluczowych rynkach dla JLR (Stany Zjednoczone) wzrósł poziom konkurencji oraz zachęta dla klientów w segmencie motoryzacyjnym. JLR zakłada, że – podobnie jak w ub. roku – utrzyma się presja na marże za sprawą m.in. wyższego poziomu zachęty dla klientów oraz kosztów wdrożeń i rozwoju (w I kw. 2015/16/17/18 marża operacyjna wyniosła 14%/8%/6%/5%). Wprowadzenie w 2018 roku na rynek nowych modeli: Discovery (w maju w Stanach i Chinach), Range Rover Velar, Jaguar E-Pace, XF Sportbrake i innych typu plug-in (18MY Range Rover i Range Rover Sport) powinno wzmocnić ofertę i przyciągnąć nowych klientów.

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 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 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 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.

Sprzed 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 rozwiązanyymi w danym okresie.

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

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

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 30 stycznia 2018 r., 8:45.

Dystrybucja niniejszego raportu: 30 stycznia 2018 r., 8:55.

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 partycularnych 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, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

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 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.

DM BOŚ SA nie posiada długiej/krótkiej pozycji netto przekraczającej 0,5% w kapitale podstawowym emitenta łącznie dla wymienionych 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.

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, 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 konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Copyright © 2018 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