

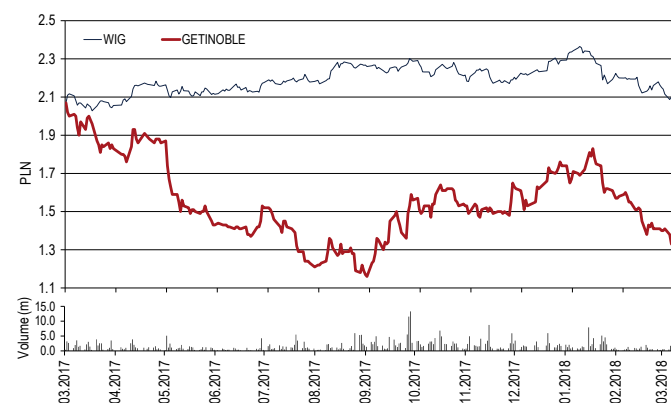
32/2018/RP (54) 22 marca, 2018

Analizy: Michał Sobolewski, CFA, FRM

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

Getin Noble

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacja

Getin Noble należy do tych nielicznych banków, których przyniosła wysokość podatku bankowego i zostały zmuszone do wdrożenia planu restrukturyzacji. W efekcie Bank uniknął zapłaćenia podatku, ale mimo tego nie uchronił się przed narastającymi stratami. Obecnie dostrzegamy dwa główne źródła problemów w Banku; po pierwsze, brak rentowności wynikający z obciążenia nieściągalnymi długami. Podwyższony poziom odpisów aktualizujących charakteryzował wyniki Banku w ostatnich kwartałach i naszym zdaniem IV kwartał nie będzie wyjątkiem. Liczymy jednak, że w najbliższych latach nadejdzie kres wysokich rezerw i spodziewamy się w br. spadku kosztu ryzyka. Po drugie, w porównaniu z konkurencją Getin Noble ma raczej słaby bufor kapitałowy. Chociaż nowa emisja nie rozwiąże w pełni tego problemu, ale jest to krok w dobrym kierunku. Alternatywnym remedium na niską bazę kapitałową będzie okres wewnętrznej odbudowy kapitału, co pozwoli umocnić pozycję kapitałową i zapewni odpowiedni poziom buforów kapitałowych. Niezbędna do tego jest jednocześnie zdolność generowania zysków. Zakładamy, że po I kwartale wyniki Banku powinny się poprawić w kierunku zysków. Na szczęście Bank zdobył przejściowe zwolnienie od wypełnienia wymogów kapitałowych, co pozwoli mu na stopniowe przystosowanie się do wyższych wymogów wynikających ze zmian przepisów. Dzięki temu Bank będzie miał więcej czasu, by mogły zadziałać efekty restrukturyzacji i nie będzie musiał uciekać się do sprzedaży aktywów jako sposobu chwilowej naprawy sytuacji, które rzadko sprawdzają się jako dobre długoterminowe rozwiązania. W naszej ocenie nie ma szybkiego sposobu rozwiązania obecnych problemów, ale zajęcie się odziedziczonymi problemami kredytowymi w połączeniu ze spójną polityką biznesową, poprawa relacji z klientami oraz lepsza oferta powinny doprowadzić do trwałej poprawy i wzrostu rentowności.

Sektor: Banki

Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (↓)

Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (↓)

Kurs: 1,38 PLN

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 1,45 PLN (↓)

Kapitalizacja: 391 mln US\$

Bloomberg: GNB PW

Średni obrót dzienny: 0,76 mln US\$

Free float: 45%

12M przedział kursowy: 1,16-2,07 PLN

Skorygowane zyski

Zyski skorygowane o (i) zysk na sprzedaży Getin Leasing (2015), (ii) koszty zasilenia Funduszu Wsparcia Kredytobiorców i udziału w pomocy posiadaczom depozytów w SK Banku (2015), (iii) zysk na sprzedaży udziału w Getin Leasing (2016), (iv) zysk ze sprzedaży udziału w Visa (2016), (v) koszty pomocy posiadaczom depozytów w banku spółdzielczym w Nadarzynie (2016), (vi) zysk ze sprzedaży udziału w BIK (2016) oraz (vii) utratę kontroli w TFI Noble (2017).

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2017P	2018P	2019P	2020P
Wynik odsetkowy netto	mln PLN	1 299,8	1 304,9	1 404,7	1 451,7
Wynik z tytułu prowizji i opłat	mln PLN	168,0	208,2	235,0	237,1
Wynik łączny	mln PLN	1 540,5	1 507,5	1 644,8	1 694,0
Zysk przed rezerwami	mln PLN	658,9	625,9	758,5	799,2
Zysk netto	mln PLN	-396,3	42,5	225,3	297,4
Skor. zysk netto	mln PLN	-520,2	42,5	225,3	297,4
EPS	PLN	-0,58	0,04	0,23	0,31
Zmiana EPS r/r	%	286	b.z.	430	32
BVPS	PLN	5,38	4,93	5,16	5,46
P/BV	x	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	x	b.z.	31,5	6,0	4,5
ROE / (P/BV)	x	b.z.	3,1	17,2	22,8
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	PLN	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	901,7	971,3	971,3	971,3

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skons. i nieskons. wyników finansowych za 2017 rok: 26 kwietnia
2. Powrót Sejmu do prac nad ustawą dla frankowiczów: marzec-kwiecień
3. Publikacja skons. wyników finansowych za I kw. 2018: 17 maja
4. Publikacja skons. wyników finansowych za I poł. 2018: 27 września
5. Publikacja skons. wyników finansowych za III kw. 2018: 29 listopada

Katalizatory

1. Powrót rentowności (zakładamy osiągnięcie w II kw. 2018 progu rentowności)
2. Podwyżka stóp procentowych przez RPP
3. Rozwiązanie problemów dotyczących odziedziczonych portfeli kredytowych
4. Spadek kosztów finansowania – poprawa spreadów i marży
5. Zmiana modelu biznesowego w kierunku bankowości relacyjnej i transakcyjnej
6. Warunki makroekonomiczne – większe przyspieszenie wzrostu gospodarczego niż oczekiwano
7. Struktura aktywów wysokomarżowych (wyższy udział kredytów hipotecznych)
8. Poprawa jakości aktywów
9. Spłata kredytów hipotecznych denominowanych w CHF – niższa ekspozycja na zmienność kursów walut
10. Umocnienie PLN vs. CHF i EUR – lepsza jakość portfela kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych

Czynniki ryzyka

1. Słaba jakość odziedziczonych portfeli kredytowych skutkująca dodatkowymi odpisami aktualizującymi
2. Słaby bufor kapitałowy
3. Wprowadzenie pakietu rozwiązań dla kredytobiorców w CHF
4. Podwyższenie stawki podatku bankowego
5. Pogorszenie sytuacji banków i kas spółdzielczych skutkujące koniecznością zasilania funduszu gwarancyjnego
6. Postępowania sądowe wszczynane przez niezadowolonych klientów (kredytobiorców w CHF, nabywców produktów inwestycyjnych)
7. Zacieśnienie wymogów kapitałowych (i) wyższy współczynnik adekwatności kapitałowej (ii) standardy płynności Basel III, (iii) antycykliczne bufor kapitałowe odbijające się na potencjale wzrostu i wypłacie dywidendy, oraz (iv) wymogi MREL
8. Gwałtowna deprecjacja PLN skutkująca (i) wyższymi wskaźnikami niewypłacalności w przypadku kredytów hipotecznych w CHF oraz (ii) potrzebą refinansowania
9. Wyższy udział w finansowaniu rynku hurtowego skutkujący wzrostem kosztów odsetkowych
10. Słabsza zdolność generowania powtarzalnych zysków wskutek wymuszonych transakcji sprzedaży

Trzymaj + Niedoważaj. Zważywszy, że nasza skorygowana wycena znajduje się obecnie blisko kursu rynkowego Banku obniżamy długoterminową rekomendację fundamentalną do Trzymaj, a biorąc pod uwagę oczekiwania nieszczególnych wyników za IV kw. 2017 roku również zmieniamy naszą krótkoterminową rekomendację relatywną do Niedoważaj (poprzednio Neutralnie).

Oczekiwania wyników finansowych za IV kw. 2017 roku

Wyniki za IV kwartał – odpisy dominują. 26 kwietnia Getin Noble opublikuje swoje wyniki za IV kw. br., które zgodnie z naszymi szacunkami powinny być kiepskie, głównie za sprawą odpisów aktualizujących, które wg naszych szacunków powrócą na wyższy poziom. Prognozujemy również pewną presję na wyniki operacyjne, ale tutaj pogorszenie względem poprzedniego kwartału powinno być znacząco niższe. Oczekujemy słabego kwartału i prognozujemy 157 mln zł straty netto.

Zakładamy, że na jakość wyników za IV kw. ub.r. kluczowy wpływ będą miały rosnące rezerwy, gdyż bank – przy okazji dorocznego przeglądu portfeli – skontroluje ich jakość i w efekcie utworzy dodatkowe rezerwy dotyczące odziedziczonych portfeli kredytowych. Dlatego też prognozujemy koszt ryzyka na poziomie 325 pb, czyli coraz bliżej wysokiego poziomu charakteryzującego II kwartał 2017. Oczekujemy niejednorodnych wyników w odniesieniu do działalności podstawowej i spodziewamy się 2% spadku kw./kw. wyniku na dział. podstawowej biorąc pod uwagę presję na rynkach depozytowych widoczną w IV kw. 2017 roku ze strony banków średniej wielkości w połączeniu z malejącą bazą aktywów z uwagi na ograniczony apetyt Banku na nowe kredyty. Jednocześnie uważamy, że wynik z tytułu prowizji i opłat powinien widocznie wzrosnąć w porównaniu z poprzednim kwartałem dzięki lepszej sprzedaży produktów inwestycyjnych. Wydatki operacyjne powinny w omawianym okresie lekko wzrosnąć względem poprzedniego kwartału z uwagi na sezonowy wzrost.

Prognozy finansowe

Aktualizujemy nasze prognozy finansowe dla Getin Noble uwzględniając:

- ▲ Prognozy wyników finansowych za IV kw. 2017,
- ▲ Skorygowane oczekiwania podwyżki stóp procentowych (spodziewamy się pierwszej podwyżki w II kw. 2019),
- ▲ Skorygowane oczekiwania wzrostu wolumenu kredytów i depozytów,
- ▲ Zaktualizowane prognozy wyniku odsetkowego netto, szybsze niż oczekiwaliśmy tempo wzrostu wyniku z tytułu prowizji i opłat,

- ▲ Skorygowane oczekiwania wobec podatku bankowego (pierwsza płatność w 2022, po zakończeniu planu restrukturyzacji),

- ▲ „odświeżone” prognozy pozostałych pozycji bilansu i rachunku wyników.

Powyższe zmiany wpłynęły widocznie na prognozy wyniku netto dla Banku skutkując oczekiwaniem skorygowanej wyższej straty w 2017. Zgodnie z naszymi prognozami zysków, całoroczna rentowność powinna poprawiać się w br. Zakładamy również, że w II kw. 2018 roku Spółka osiągnie próg rentowności dzięki malejącym odpisom aktualizującym.

Pragniemy zauważyć, że w naszych prognozach nie uwzględniamy potencjalnego wpływu wprowadzenia ustawy o pomocy dla posiadaczy kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych biorąc pod uwagę przedłużający się proces legislacyjny.

Ryzyko zmiany prognoz finansowych. Wysokie, głównie dotyczące zdolności Banku do odbudowy wyników. Ponadto wpływ na wyniki Getin Noble może mieć wprowadzenie ustawy o pomocy dla posiadaczy kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych, aczkolwiek ten wpływ w przypadku banków w trakcie programu naprawczego będzie złagodzony i prawdopodobnie wydłużony w czasie.

Wycena

Podejście P/E i P/BV. Stosujemy naszą standardową metodologię opartą na średniej z wartości rezydualnych wynikających z docelowych wskaźników P/E i P/BV, które po zdyskontowaniu i dodaniu strumienia dywidend w oznaczonym okresie (2018P-2022P) wskazują nasze fundamentalne wyceny. Przyjęliśmy w modelu wyceny następujące założenia:

- ▲ stopa wolna od ryzyka – w określonym horyzoncie czasowym naszych prognoz założyliśmy równą 3,5% stopę wolną od ryzyka, a 4,5% dla dalszych lat tj. dla okresu rezydualnego,
- ▲ premia za ryzyko - założyliśmy premię za ryzyko kapitałowe w standardowej wysokości 5,0% dla wszystkich banków, które pokrywamy,
- ▲ wartość beta utrzymaliśmy na poziomie 1,3,
- ▲ długoterminowe ROE, które wykorzystaliśmy do obliczania wartości rezydualnej, jest średnią prognozowanego ROE dla 2022P, po zakończeniu planu naprawczego w Banku.

Wycena. Nasza 12-miesięczna wycena walorów Banku spada o 15% do 1,45 zł za akcję (poprzednio 1,71 zł) pod wpływem zmian prognoz finansowych i przesunięcia do przodu horyzontu wyceny.

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.

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 23 marca 2018 r., 8:40.

Dystrybucja niniejszego raportu: 23 marca 2018 r., 8:50.

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 partycypacyjnych 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 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.

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