

54/2018/RP (113) 30 lipca, 2018

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

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Vistula Group

Sektor: Dobra konsumenckie
 Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→) **Bloomberg: VST PW**
 Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→) **Średni obrót dzienny: 0,13 mln US\$**
 Kurs: 4,25 PLN **Free float: 68%**
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 4,66 PLN (↓) **12M przedział kursowy: 3,26-5,28 PLN**

Rekomendacja i zalecane działanie

Podtrzymujemy nasze rekomendacje: długoterminową fundamentalną Trzymaj i krótkoterminową relatywną Przeważaj. Oczekujemy w II kw. br. wyniku netto zbliżonego do ubiegłorocznego i pogorszenia r/r wyniku operacyjnego, głównie pod wpływem rosnących kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Liczymy, że Spółka w końcu otrzyma długo oczekiwaną zgodę na fuzję z Bytomiem. Tymczasem warunki rynkowe po wprowadzeniu częściowego zakazu handlu w niedziele stanowią pewne wyzwanie. W naszej ocenie fuzja Vistuli i Bytomia powinna być korzystna dla akcjonariuszy obu spółek, powstanie bowiem większy podmiot, który będzie odporniejszy na różne rynkowe zawirowania. Liczymy na pierwsze synergie w przyszłym roku, na przykład na spadek wskaźnika Dług netto/EBITDA.

Oczekiwania wyników finansowych za II kw. 2018 roku

30 sierpnia Spółka opublikuje wyniki finansowe za I poł. 2018 roku. Mimo przyzwoitych przychodów oczekujemy wyniku netto na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego z uwagi na widoczny wpływ niedzielnego zakazu handlu. Natomiast zmiany w strukturze sprzedaży i wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu zniwelowały efekt korzystnych różnic kursowych.

W II kw. 2018 roku skons. sprzedaż Spółki wyniosła 192 mln zł (+12% r/r), przy 10% wzroście r/r w segmencie modowym dzięki dobrym wynikom Vistuli i Wólczanki. Spółka W.Kruk zwiększyła sprzedaż o 18% r/r. Marża zysku brutto na sprzedaży lekko spadła (-0,5pp r/r), a zysk brutto na sprzedaży wyniósł 100 mln zł (+11% r/r). Spadek rentowności przypisujemy zmianom w strukturze sprzedaży i szybkiemu wzrostowi segmentu e-commerce. Wspomniane czynniki z nawiązką zniwelowały pozytywny wpływ różnic kursowych na rentowność w tradycyjnym segmencie modowym. Dodatkowo prognozujemy wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w II kwartale do 81 mln zł (+17% r/r) i oczekujemy ok. 19 mln zł zysku operacyjnego (-9% r/r). Zakładamy znacząco niższe niż rok temu koszty finansowe netto (uwzgl. zyski na różnicach kursowych) oraz 19% efektywną stopę podatku dochodowego. Ostatecznie prognozujemy 14 mln zł zysku netto (+3% r/r) w omawianym okresie.

Prognozy finansowe

Wzrost sprzedaży z porównywalnego metra, zwiększenie powierzchni sprzedaży (franszyza) oraz korzystne kursy walut powinny pozytywnie oddziaływać na wyniki Spółki w 2018 roku. Jednakże zamknięcie sklepów w niektóre niedziele spowodowało zmianę zachowań konsumentów, w efekcie rośnie sprzedaż przez Internet, natomiast spada sprzedaż w niedziele handlowe,

Skorygowane zyski

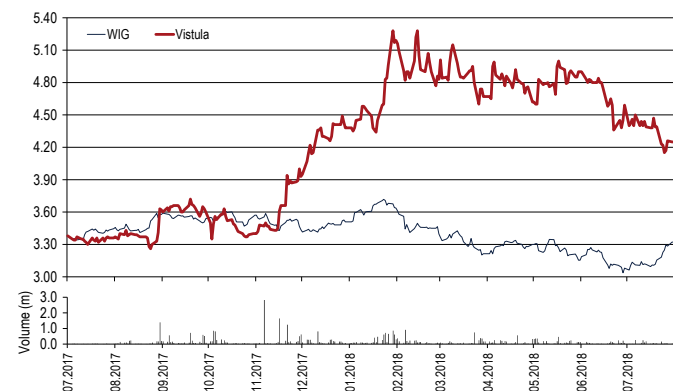
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF, skonsolidowane	2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż	mln PLN 688,5	760,5	828,3	894,7
EBITDA	mln PLN 78,4	86,9	94,6	102,6
EBIT	mln PLN 62,8	70,3	76,7	83,4
Zysk netto	mln PLN 43,2	51,9	57,8	64,9
EPS	PLN 0,24	0,28	0,31	0,34
Zmiana EPS r/r	% 23	16	11	12
FCFF	mln PLN 17,7	22,5	38,2	43,0
Dług netto	mln PLN 100,3	82,8	48,3	7,4
P/E	x 17,8	15,4	13,8	12,3
P/CE	x 13,1	11,7	10,6	9,5
EV/EBITDA	x 11,1	10,2	9,0	7,9
EV/EBIT	x 13,9	12,6	11,1	9,7
DPS	PLN 0,00	0,00	0,00	1,00
Stopa dywidendy brutto	% 0,0	0,0	0,0	0,0
Liczba akcji na koniec okresu	mln 181,2	188,2	188,2	188,2

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skons. wyników finansowych za 1 półrocze 2018: 29 sierpnia
2. Publikacja skons. wyników finansowych za 3 kw. 2018: 14 listopada

Katalizatory

1. Wzrost popytu na produkty marki Vistuli i Wólczanki
2. Wzrost sprzedaży spółki W. Kruk
3. Poprawa kolekcji w Deni Cler
4. Wzrost sprzedaży przez Internet
5. Wzrost powierzchni sprzedaży detalicznej (franszyza)
6. Kontrola nad kosztami sprzedaży i ogólnego zarządu
7. Korzystne kursy walut (silny PLN)
8. Możliwe przejęcia
9. Potencjalny obiekt przejęć
10. Synergie operacyjne wynikające z fuzji z Bytomiem

Czynniki ryzyka

1. Wzrost cen surowców (takich jak złoto, srebro i bawełna) powodujący spadek marż Spółki
2. Niedobór odpowiedniej powierzchni sprzedaży
3. Ryzyko stopy procentowej
4. Ryzyko walutowe (CHF, EUR, USD)
5. Wysoka presja płacowa
6. Częściowy zakaz handlu w niedziele
7. Synergie wynikające z fuzji z Bytomiem niższe niż oczekiwaliśmy
8. Brak zgody UOKiK na fuzję z Bytomiem
9. Brak zgody akcjonariuszy na fuzję z Bytomiem

co odbija się niekorzystnie na marży brutto na sprzedaży. Ponadto widać dalszy wzrost kosztów zatrudnienia. Wobec takich zmian modyfikujemy nasze prognozy finansowe dla Spółki uwzględniając główne tendencje rynkowe obserwowane w I półroczu br.

Podtrzymujemy dotychczasową prognozę sprzedaży w 2018 roku w wysokości 761 mln zł, natomiast obniżamy lekko prognozę rentowności. Oczekujemy utrzymania na poziomie ubiegłorocznym marży brutto na sprzedaży i zakładamy 10% wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Obniżamy dotychczasową prognozę zysku netto w 2018 roku o 5% do 51,9 mln zł (+20% r/r).

Wycena

Za sprawą niewielkiej korekty w dół prognoz finansowych, której nie zniwelowało przesunięcie horyzontu wyceny do przodu, nasza 12-miesięczna wycena docelowa będąca złożeniem wyceny DCF (50%) i wyceny porównawczej (50%) spada o 5% do 4,66 zł (poprzednio 4,88 zł na akcję). Wycena porównawcza i metodą DCF wynoszą odpowiednio 5,0 zł i 4,4 zł na akcję. Zakładamy realizację programu motywacyjnego, gdyż nasze prognozy są zbliżone do założonych w nim celów.

Podsumowanie inwestycyjne

W br. Spółka zamierza zwiększyć powierzchnię sprzedaży o 9% do 36 268 mkw., w tym oczekiwany jest 8% wzrost powierzchni w segmencie modowym i 10% wzrost w segmencie jubilerskim. Sieć sklepów franszysowych/własnych powinna zwiększyć się o 36%/3% r/r. Model biznesowy Deni Cler nie będzie rozwijany. Wydatki inwestycyjne w 2018 roku mogą osiągnąć 20 mln zł w porównaniu z 17 mln zł w 2017 roku, a ich wzrost przypisujemy wyższym nakładom na rewitalizację sklepów. Rozwój sieci sklepów franszysowych powinien umożliwić Spółce wzrost sprzedaży przy jednoczesnej eliminacji ryzyka związanego z długoterminowymi umowami najmu powierzchni, co zważywszy na panujące w branży tendencje oceniamy jako rozsądne posunięcie.

Kolejnym czynnikiem wzrostu sprzedaży Spółki jest e-commerce. W 2017 roku sprzedaż przez Internet generowała odpowiednio 10% i 5% przychodów segmentu modowego i W. Kruk (łącznie 8% sprzedaży Grupy, +29% r/r). W nadchodzących latach sprzedaż przez Internet powinna rosnąć w dwucyfrowym

tempie. Podoba nam się strategia Spółki, która wzrost sprzedaży internetowej traktuje jako priorytet (również w regionie), gdyż wymaga to mniejszych nakładów niż uruchamianie tradycyjnych sklepów stacjonarnych.

Na koniec 2017 roku Vistula miała 410 sklepów o łącznej powierzchni sprzedaży 33 301 mkw. (+9% r/r). Liczba sklepów Bytomia tymczasem wyniosła 116 przy łącznej powierzchni sprzedaży 14 400 mkw. (+19% r/r). Na koniec 2017 roku Vistula i Bytom mogą posiadać łącznie 47 700 mkw. powierzchni przy łącznej sprzedaży w wysokości 874 mln zł. Oczekujemy wynikających z fuzji synergii przychodowych i kosztowych. Marża zysku brutto na sprzedaży powinna się poprawić, ponieważ Bytom kupuje w Polsce, a Vistula w krajach o niskich kosztach wytwarzania. Większa skala działalności powinna zapewnić lepsze warunki zakupów, a możliwość renegotiacji wysokości czynszów najmu i połączone działania marketingowe oraz synergie na poziomie administracji powinny wspierać marżę operacyjną. Vistula i Bytom mają odpowiednio 9% i 5% udział w rynku formalnej mody męskiej, łącznie 14%. W 2017 roku marża zysku brutto na sprzedaży Vistuli i Bytomia wyniosła odpowiednio 52,2% i 49,4%, a marża operacyjna odpowiednio 9,1% i 7,7%. W ciągu poprzednich 4 lat marża zysku brutto na sprzedaży spadła w Vistuli o 1,4pp (-4pp w segmencie formalnej mody męskiej). Uważamy, że wartość potencjalnych synergii może wynieść 10 mln zł (wzrost marży zysku brutto na sprzedaży o 2pp i spadek kosztów administracyjnych o 2 mln zł).

Fuzja Vistuli i Bytomia oczekuje na zgodę UOKiK. Parytet został ustalony w stosunku: 0,72 akcji Vistuli na 1 akcję Bytomia, a bieżący parytet rynkowy rzędu 0,64 jest o 12% niższy od proponowanego. Sądzymy, że Vistula będzie w lepszej sytuacji po fuzji niż bez niej. Po pierwsze, potencjalne synergije wydają się znaczące. Po drugie, ta droga zwiększenia portfela o kolejną markę męską wydaje się stosunkowo prosta. Ponadto zwiększy się skala działalności Spółki, a wskaźnik dług netto/EBITDA i struktura bilansu powinny się poprawić. Spodziewamy się też, że Spółka będzie w stanie wypłacić dywidendę. W naszej ocenie potencjalne przejęcia w segmencie mody damskiej mogą być obciążone większym stopniem trudności i skomplikowania.

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.

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 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: 31 lipca 2018 r., 8:45.

Dystrybucja niniejszego raportu: 31 lipca 2018 r., 8:45.

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 wyłączonego 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.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi maklerskie na rzecz Vistula SA i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu świadczenia stosownie do podpisanej umowy.

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