

66/2018/RP (147) 14 października, 2018

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

Analizy: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Neuca

Sektor: Ochrona zdrowia
 Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→)
 Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
 Kurs: 247,5 PLN
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 273,3 PLN (↓)

Kapitalizacja: 304 mln US\$
 Bloomberg: NEU PW
 Średni obrót dzienny: 0,31 mln US\$
 Free float: 41%
 12M przedział kursowy: 222,90-314,00 PLN

Rekomendacje i zalecenia inwestycyjne

Podtrzymujemy nasze rekomendacje: długoterminową fundamentalną Trzymaj i krótkoterminową relatywną Neutralnie. W III kw. 2018 roku oczekujemy 24 mln zł powtarzalnego zysku netto (+11% r/r) i prognozujemy ok. 102 mln zł czterocznego zysku netto w 2018. Wydaje się, że tegorocznym celem Spółki jest niewielki wzrost wyniku netto, a każda finansowa nadwyżka zostanie przeznaczona na rozwój produktów własnych, badań klinicznych oraz segmentu e-commerce.

Oczekujemy poprawy wyniku netto Spółki w 2019 roku, aczkolwiek, by ten cel osiągnąć, Neuca powinna obniżyć bazę kosztów o ok. 30 mln zł. Koszty będą rosły za sprawą (i) rosnących wynagrodzeń, (ii) dostosowań w związku z wdrażaniem projektu e-zdrowie oraz (iii) wzrostu cen transportu i energii. Dostrzegamy pewien potencjał do poprawy rentowności w segmentach produktów własnych i badań klinicznych. W hurcie wydaje się możliwa redukcja kosztów administracyjnych (tzw. back office) oraz logistycznych.

Oczekiwania wyników finansowych za III kw. 2018 roku

W I poł. br. hurtowy rynek farmaceutyczny był silniejszy od detalicznego, niemniej ta sytuacja może się zmienić w II półroczu. Oczekujemy w III kw. br. dynamiki hurtowego rynku farmaceutycznego na poziomie ok. 4% r/r w porównaniu z 7% w I i 3% w II kwartale.

12 listopada Neuca opublikuje swoje wyniki finansowe za III kw. 2018, które zgodnie z naszymi szacunkami powinny być lepsze od ubiegłorocznych. Prognozujemy 1,9 mld zł sprzedaży (+3% r/r, czyli nieco poniżej dynamiki rynku). W I kw. br. marża zysku brutto na sprzedaży spadła o 0,24pp r/r, a w II wzrosła o 0,98pp r/r. W omawianym okresie zakładamy jej wzrost o 0,6pp r/r. W omawianym kwartale prognozujemy 165 mln zł kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w porównaniu ze 151 mln zł rok temu i 163/162 mln zł w I/II kw. br. Koszty te w omawianym okresie podwyższył rozwój nowych linii biznesowych: badań klinicznych, telemedycyny i centrów medycznych, natomiast działania mające na celu redukcję kosztów oddziaływały w przeciwnym kierunku. Oczekujemy 3 mln zł kosztów netto na pozostałej działalności operacyjnej (wynik zbliżony do ubiegłorocznego) i prognozujemy 30 mln zł wyniku operacyjnego (+9% r/r). Zakładamy ok. 1 mln zł zysku netto na działalności finansowej i prognozujemy w III kw. 2018 roku 31 mln zł zysku brutto. W kwartale bazowym efektywna stopa podatkowa Spółki wyniosła 24% (25% I poł. br.), a w omawianym okresie zakładamy 23%. W III kw. 2018 roku oczekujemy zysku netto w wysokości 24 mln zł (+11% r/r).

Skorygowane zyski

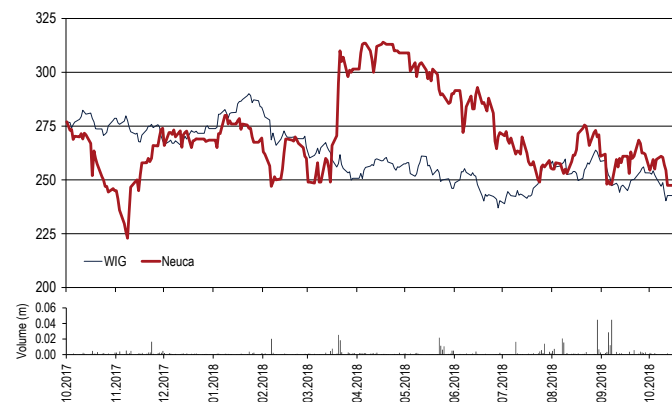
Zyski skoryg. o (i) -5 mln zł z tytułu wyludzenia, (ii) stratę na sprzedaży nieruchomości oraz (iii) koszty restrukturyzacji.

Key data

MSSF, skonsolidowane		2017	2018P	2019P	2020P
Sprzedaż	mln PLN	7 485,2	7 746,9	8 093,8	8 459,1
EBITDA	mln PLN	154,6	162,8	174,8	193,6
EBIT	mln PLN	121,7	129,4	136,9	151,5
Zysk netto	mln PLN	94,5	102,0	111,2	124,7
Skor. zysk netto	mln PLN	99,5	103,4	111,2	124,7
Skor. EPS	PLN	20,11	20,21	22,03	24,70
Skor. zmiana EPS r/r	%	-9	0	9	12
FCFF	mln PLN	107,2	-63,3	52,7	77,4
Dług netto	mln PLN	60,2	180,7	162,5	123,0
Skor. P/E	x	12,3	12,2	11,2	10,0
Skor. P/CE	x	8,5	8,2	7,6	6,8
EV/EBITDA	x	8,3	8,8	8,1	7,1
EV/EBIT	x	10,6	11,0	10,3	9,1
Stopa dywidendy brutto	%	2,3	2,6	3,0	3,5
DPS	PLN	5,75	6,40	7,48	8,60
Liczba akcji na koniec okresu	mln	4,9	5,0	5,0	5,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skons. wyników finansowych za III kw. 2018 roku: 12 listopada

Katalizatory

1. Ograniczenia rozwoju sieci aptek
2. Starzejące się społeczeństwo
3. Wzrost zamożności społeczeństwa
4. Rozwój rynku farmaceutycznego
5. Rozwój programów wspierających apteki
6. Rozwój produktów własnych
7. Rozwój w segmentach: przychodni, badań klinicznych i telemedycyny
8. Redukcja długu netto
9. Wypłata dywidendy
10. Pozytywne zakończenie postępowań sądowych
11. Pozytywne zakończenie spraw skarbowych (VAT, CIT)

Czynniki ryzyka

1. Makroekonomia (spadek sprzedaży w segmencie leków sprzedawanych bez recepty i pełnopłatnych na receptę, oba o wyższej marży brutto na sprzedaży)
2. Problemy budżetowe (presja na obniżenie wydatków NFZ)
3. Ryzyko regulacyjne (zmiany w przepisach)
4. Finansowa kondycja aptek
5. Szybki rozwój sieci aptecznych
6. Ryzyko stopy procentowej
7. Zmiana modeli sprzedaży producentów
8. Rentowność pod presją
9. Wzrost e-commerce szczególnie w przypadku segmentu leków bez recepty
10. Postępowanie sądowe
11. Postępowanie skarbowe (VAT/CIT)

Prognozy finansowe

Aktualizujemy prognozy wyników finansowych dla Spółki na 2018 rok. Prognozujemy w 2018 roku ok. 102 mln zł zysku netto, czyli na poziomie zbliżonym do 2017, a w 2019 roku oczekujemy wzrostu zysku netto do 111 mln zł. Neuca stara się zneutralizować wzrost wynagrodzeń za pomocą redukcji zatrudnienia, którego koszty odpowiadają za 38% wydatków operacyjnych. Jednak wzrost kosztów osobowych w br. i następnym roku wydaje się nieunikniony. Spodziewamy się również wzrostu kosztów transportu i cen energii w przyszłym roku. Ponadto Neuca pracuje nad dostosowaniem swoich procedur do zmieniających się regulacji, co generuje dodatkowe koszty. Wyższe koszty prawdopodobnie zniweluje wzrost sprzedaży i rozwój dodatkowych usług. Liczymy na dobre wyniki w segmencie produktów własnych i centrów medycznych. Natomiast pod największym znakiem zapytania są wyniki segmentu badań klinicznych, który w br. powinien wygenerować niewielki zysk. Jednakże szacowanie wyników poszczególnych segmentów może być mylące biorąc pod uwagę skalę przesunięć pomiędzy segmentami; na przykład wykazanie wyższego zysku w segmencie produktów własnych może skutkować obniżeniem wyniku działalności hurtowej (działania wspierające sprzedaż).

Podwyższamy prognozę długu netto na koniec roku do 181 mln zł (poprzednio 90 mln zł) mając na uwadze pogorszenie cyklu rotacji w I połowie br. Prognozujemy w br. wydatki przekraczające 108 mln zł, w tym (i) ok. 30 mln zł na odtworzeniowe wydatki inwestycyjne, (ii) ponad 50 mln zł na nowy magazyn oraz (iii) ponad 10 mln zł na przejęcia. Ponadto Neuca wydała 30 mln zł na wypłatę dywidendy i ponad 50 mln zł na skup akcji własnych. W latach 2019-20 Spółka planuje budowę nowej siedziby (90 mln zł), która powinna zostać uruchomiona w połowie 2020. Dlatego też zakładamy dodatkowe wydatki inwestycyjne również w 2019 i 2020 roku.

Wycena

Obniżamy naszą 12-miesięczną wycenę docelową – będącą złożeniem wyceny metodą DCF i wyceny porównawczej w stosunku 50%/50% – o 4% do 273,3 zł na akcję (poprzednio 283,1 zł na akcję). Wycena DCF wynosi 313 zł na akcję (poprzednio 323 zł), a wycena porównawcza sporządzona na podstawie wskaźników P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT implikuje 233 zł (poprzednio 243 zł na akcję), nieznacznie poniżej bieżącego kursu rynkowego.

Podsumowanie inwestycyjne

Udział Spółki w krajowym rynku dystrybucji farmaceutyków/niezależnych aptek/sieci aptecznych wynosi 28%/31%/24%. Rozwój Spółki jest uzależniony od dynamiki rynku w dwóch głównych kanałach dystrybucji: niezależnych aptek i sieci aptecznych, a z perspektywy rentowności ważna jest również struktura rynku. Marże generowane przy współpracy z niezależnymi aptekami, w szczególności z tymi blisko związanymi ze Spółką, są istotnie wyższe. Dlatego Neuca rozwija własne programy Partner+ (który obejmuje 805 aptek), IPRA (221 apteki) oraz Zysk+ (914 aptek). W programach

Spółki uczestniczy około 38% krajowych aptek (prawie 5 700). Oczekujemy dalszego rozwoju tego kierunku, tym bardziej że rentowność generowana przez pojedynczą aptekę uczestniczącą w takim programie przekracza rynkową; Neuca poinformowała, że apteki należące do Partner+ rosły szybciej od rynku. Wprowadzenie regulacji „apteka dla aptekarza” odpowiada za stopniowy spadek liczby aptek w Polsce do 14 797 obecnie w porównaniu z 15 103 na koniec ub. roku. Niezależne apteki stanowią ok. 57%, a generują około 40% obrotów. Neuca podejmuje starania, by zmienić te proporcje. Wzrost sprzedaży niezależnych aptek przekraczających wzrost sprzedaży sieci aptecznych może zapowiadać zmiany w strukturze sprzedaży korzystne dla Spółki i skutkujące podwyższeniem rentowności.

Sprzedaż produktów własnych aptekom odpowiadała za 3% łącznych obrotów Spółki i wyniosła w I połowie br. 72 mln zł (+22% r/r) mając 35% udział w wyniku netto za sprawą redukcji liczby produktów do 452 i jednoczesnym wprowadzeniu do oferty nowych produktów lepiej sprzedających się. Neuca planuje zwiększyć sprzedaż produktów na receptę i optymalizację linii kosmetyków CERA+ Solutions. Lepsze plasowanie produktów własnych może poprawić wyżej wymienione wyniki w dłuższym horyzoncie. Jednak, jak wspominaliśmy wyżej, rentowność segmentu produktów własnych i działalności hurtowej powinna być analizowana łącznie.

Budowa „strategii dla pacjenta” skutkuje rozwojem 4 segmentów: (i) centrów medycznych (obecnie 61 placówek, ok. 150 tys. pacjentów, rentowność na poziomie wyniku netto), (ii) badań klinicznych i telemedycyny (CRO (Clinmed Pharma i Bioscience) oraz SMO (Pratia dysponująca 8 własnymi centrami); rynek badań klinicznych w Polsce wart 1 mld zł), (iii) e-handlu; ortopedio.pl (2 mln zł sprzedaży w I poł. br., konwencja click-and-collect w 1700 aptekach, 100 z refundacją NFZ) i apteka.pl (1178 aptek, 6. miejsce wśród internetowych platform farmaceutycznych) oraz (iv) telemedycyny (Diabdis – urządzenie monitorujące poziom cukru dla diabetyków, komercjalizacja w 2016, 3 tys. pacjentów w programie na koniec roku i 34 tys. używających aplikacji Diabdis; segment jeszcze nierentowny) oraz Telemedycyna Polska (2 mln zł sprzedaży w I poł. br.). W 2017 i I poł. 2018 roku te segmenty wygenerowały odpowiednio 92 mln zł i 54 mln zł oraz 0,87 mln zł straty operacyjnej i 1,7 mln zł zysku operacyjnego. Chociaż trudno uwzględnić w modelu finansowym „strategię dla pacjenta”, wydaje się, że kreuje ona wartość dla akcjonariuszy i oczekujemy, że w ciągu roku-2 lat osiągnie próg rentowności (centra medyczne/badania kliniczne powinny wygenerować kilka milionów złotych i pokryć straty generowane przez e-handel i telemedycynę). Spółka nie zamierza intensyfikować działań na polu fuzji i przejęć w segmencie centrów medycznych czy badań klinicznych w br. (w lutym przejęła jeden podmiot) i planuje skoncentrować się na rentowności, jednak oportunistycznych transakcji nie można wykluczyć. Wydaje się, że wyniki Spółki bardziej będą zależały od strategii Zarządu i poziomu inwestycji niż rzeczywistych wyników możliwych do generowania przez poszczególne podmioty.

Neuca uruchomiła właśnie centrum logistyczne w Toruniu o powierzchni 14 150 mkw. (drugie pod względem wielkości w Spółce i 5. zautomatyzowane), a w I połowie br. nowy

magazyn w Pabianicach o powierzchni 8 tys. mkw. i zwiększyła powierzchnię magazynową we Wrocławiu o 2 tys. mkw. Obecnie posiada 15 magazynów, w tym 5 centralnych w pełni zautomatyzowanych.

Rynek farmaceutyczny

Wartość rynku dystrybucji farmaceutyków w 2017 roku wyniosła 35 mld zł (+8,3% r/r), a jego dynamika przekroczyła tempo wzrostu detalicznego rynku farmaceutycznego. Wg IQVIA, wartość rynku farmaceutycznego wzrosła w ub. roku o 4,9% r/r do 38,3 mld zł. Rynek szpitalny, który ma 16% udział w rynku farmaceutycznym ogółem, zwiększył wartość o 10% r/r.

Według *PharmaSequence*, w 2017 roku rynek apteczny z 84% udziałem w rynku farmaceutycznym wzrósł o 4%. Rynek leków na receptę (z 57% udziałem w rynku aptek) i rynek leków dostępnych bez recepty (43% udział) wzrosły odpowiednio 2% i 7% r/r. Wzrost e-commerce odpowiadającego za 1% rynku farmaceutycznego wyniósł w ub. roku 21% r/r. Prywatne wydatki na ochronę zdrowia miały 56% udział w rynku leków na receptę, a refundowane leki na receptę/ pełnopłatne leki na receptę/ leki sprzedawane bez recepty miały 35%/22%/42% udział w detalicznym rynku farmaceutycznym. Ceny leków wzrosły w 2017 roku o 4% więcej niż rok wcześniej, a pacjenci musieli płacić 1% więcej niż w 2016 za leki refundowane na receptę i 6% więcej za pełnopłatne leki na receptę i leki bez recepty. Na koniec ub. roku ok. 43% z 15 103 działających aptek (+1% r/r) było zgrupowanych w ok. 400 sieciach.

Według *PharmaSequence*, w I i II kw. br. rynek apteczny wzrósł o odpowiednio 2% i 1% r/r głównie za sprawą (i) sprzedaży leków bez recepty (odpowiednio +3% i -1% r/r), (ii) sprzedaży refundowanych leków na receptę (odpowiednio +1% i +3% r/r) oraz (iii) sprzedaży nierefundowanych leków na receptę (odpowiednio -1% i 0,1% r/r), a średnia sprzedaż generowana przez pojedynczą aptekę wzrosła odpowiednio o 3% i 0,5% przy zanotowanej w I i II kw. br. rentowności niższej odpowiednio o 0,2 pp i 0,4 pp r/r. Wzrost cen leków w omawianych okresach był niewielki. Na koniec marca i czerwca br. liczba działających aptek spadła odpowiednio 1% i 2% w porównaniu z końcem ub. roku do 14 932 i 14 847.

Według *PharmaSequence*, w pierwszych 2 miesiącach III kwartału br. rynek apteczny wzrósł o 8% r/r głównie za sprawą wyższej sprzedaży r/r (i) leków bez recepty (+10% r/r), (ii) refundowanych leków na receptę (+7% r/r) oraz (iii) nierefundowanych leków na receptę (+6% r/r). Wydatki NFZ zwiększyły się w omawianym okresie o 9% r/r. Średnia sprzedaż generowana przez pojedynczą aptekę wzrosła o 9% r/r przy spadku rentowności o mniej niż 1pp r/r. Liczba aptek na koniec sierpnia br. wyniosła 14 797 (-1,2% r/r). Średnia cena leku wzrosła w omawianym okresie o 3% r/r. W pierwszych dwóch tygodniach września sprzedaż leków była solidna, a dynamika rynkowa osiągnęła 6% r/r. Oczekujemy w III kw. br. 7% wzrostu r/r rynku aptek (+2% i +1% r/r w I i II kwartale), co częściowo wynika z niskiej ubiegłorocznej bazy (w I/II/III/IV kw. 2017 wzrost wyniósł 7%/5%/3%/0% r/r). Implikuje to, że w IV kwartale możemy się spodziewać przyzwoitego tempa wzrostu.

Według *PharmaSequence*, w br. rynek apteczny wzrośnie 2,4% r/r, a jego wartość osiągnie 3,4 mld zł, przy wzroście refundacji rządu 3,6% r/r, do 8,7 mld zł, aczkolwiek naszym zdaniem dynamika rynku może okazać się nieco lepsza i prognozujemy ją na 4% r/r.

W 2017 roku wzrost hurtowego rynku farmaceutycznego wyniósł 3,6% r/r, a w I poł. br. 5,2% r/r. W 2018 i 2019 prognozujemy ok. 4% wzrost.

W II półroczu 2018 roku sektor będzie musiał się zmierzyć ze słabszą presją na rentowność w związku z konsolidacją podmiotów detalicznych (przepis „apteka dla aptekarza”) oraz implementacją procedur operacyjnych, by dostosować regulacje do prawa UE.

Oczekujemy, że po „przetrawieniu” przez rynek zmian zainicjowanych wprowadzeniem nowych przepisów oraz wycofaniem z GPW głównych graczy rynkowych nastąpi w br. normalizacja rynku farmaceutycznego. Przede wszystkim już widać spadek liczby aptek i spodziewamy się kontynuacji tej tendencji w najbliższej przyszłości. Ponadto już i tak silne sieci aptek powinny zoptymalizować swoje zakupy ograniczając się do współpracy z 3 największymi dostawcami wypychając z rynku mniejszych graczy. Dodatkowo nie można wykluczyć sytuacji, że pojawi się zagraniczny inwestor i przejmie któryś z wycofanych z GPW podmiotów, co powinno jeszcze bardziej ustabilizować rynek. Nowy gracz może przede wszystkim być bardziej zainteresowany generowaniem zysków.

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 wycenioną 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 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: 15 października 2018 r., 8:40.

Dystrybucja niniejszego raportu: 15 października 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 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 dotychczasowym 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