

piątek, 4 grudnia 2015 | komentarz specjalny

Briju – Kwestia rozliczeń VAT obciążeniem dla notowań

Cena bieżąca: 15,40 PLN

BRI PW, BRIP.WA | Handel, Polska

Opracowanie: Piotr Bogusz +48 22 428 24 08

Briju zajmuje się produkcją wyrobów jubilerskich oraz hurtowym obrotem metalami szlachetnymi. Spółka aspiruje by w średnim terminie stać się jednym z największych graczy na rynku jubilerskim w Polsce. Obecnie cały zysk spółki generowany jest w segmencie surowcowego obrotu metalami szlachetnymi. Jednocześnie, Briju intensywnie rozwija własną sieć salonów jubilerskich. Zgodnie z planami zarządu spółka zakończy 2015 rok z 30 salonami jubilerskimi (+18 lokalizacji R/R), a tempo rozwoju sieci powinno zostać utrzymane w kolejnych latach na podobnym poziomie. Od początku 2015 roku Briju dynamicznie poprawia wyniki finansowe. W 9M'15 EBITDA wzrosła o 55,3% R/R, a zysk netto był większy o 74,1% R/R. Spółka jest obecnie wyceniona po 5,0x P/E'LTM oraz 4,6x EV/EBITDA'LTM (przed spółką jest najważniejszy sezonowo 4Q). Pomimo tego widzimy ryzyko ze strony potencjalnych zmian w sposobie rozliczania podatku VAT, które mogą zaburzyć działalność Briju. Biorąc to pod uwagę uważamy, że spółka powinna być wyceniana z dyskontem do rynku. Szacujemy, że dalszy wzrost sieci salonów jubilerskich oraz zwiększanie wolumenu w handlu surowcami pozytywnie przełoży się na wyniki Briju, doprowadzając do poprawy zysku netto o 20% R/R do 22,3 mln PLN w 2016 roku (4,1x P/E'16). Pomimo dobrych wyników kurs spółki jest pod presją po doniesieniach prasowych o możliwych nieprawidłowościach w działalności segmentu surowców. Działalność spółki oraz jej dostawców jest regularnie kontrolowana przez Urząd Skarbowy, a przeprowadzane kontrole nie wykryły nieprawidłowości.

Kontynuacja poprawy wyników

W 3Q'15, podobnie jak w poprzednich kwartałach, spółka zaraportowała dwucyfrową dynamikę wyników na linii EBIT/EBITDA/zysku netto. Sprzedaż wzrosła o 30% R/R w 3Q'15 do 139,6 mln PLN, głównie dzięki wyższemu wolumenowi w segmencie surowcowym. Dynamiczny rozwój sieci salonów jubilerskich (+11 lokalizacji R/R do 21 salonów na koniec 3Q'15) przełożył się na zwiększenie sprzedaży segmentu jubilerskiego o 79,7% R/R do 6,3 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży zmniejszyła się o 0,89p.p. R/R do 6,44% w 3Q'15, na co składały się przeciwstawne czynniki: 1) spadek rentowności segmentu surowcowego o 1,7p.p. R/R do 4,6% w 3Q'15 (więcej wolumenu zrealizowanego na nisko marżowej sprzedaży złota) oraz 2) poprawa MBNS w

Wyniki finansowe Briju w 3Q'15 oraz 9M'15

(mln PLN)	3Q'15	3Q'14	zmiana	9M'15	9M'14	zmiana
Przychody	139,6	107,3	30,0%	404,8	274,5	47,4%
Zysk brutto na sprzedaży	9,0	7,9	14,2%	28,6	18,4	55,4%
MBNS	6,4%	7,3%	-0,9p.p.	7,1%	6,7%	0,4p.p.
EBITDA	5,0	4,0	25,9%	16,0	10,3	55,3%
EBIT	4,7	3,7	26,1%	15,1	9,7	56,6%
marża EBIT	3,4%	3,5%	-0,1p.p.	3,7%	3,5%	0,2p.p.
Zysk brutto	4,4	3,6	22,8%	14,2	8,9	59,6%
Zysk netto	4,2	3,5	21,3%	13,9	8,0	74,1%

Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

segmentie jubilerskim o 6,5p.p. R/R do 45,1% w 3Q'15 (efekt rozbudowy własnej sieci sprzedaży). Narzut kosztów SG&A wzrósł do 3,57% w 3Q'15 z 3,13% w 3Q'14, co było efektem dodatkowych kosztów związanych z rozwijaniem własnej sieci sprzedaży. W efekcie EBIT wzrósł o 26,1% R/R do 4,7 mln PLN w 3Q'15, a EBITDA wyniosła 5 mln PLN w 3Q'15 (+25,9% R/R). Saldo na działalności finansowej było na poziomie -0,33 mln PLN w 3Q'15 vs. -0,17 mln PLN w 3Q'14. Zysk netto był o 21,3% wyższy R/R i wyniósł 4,2 mln PLN w 3Q'15. W ciągu 9M'15 spółka poprawiła przychody/EBITDA/zysk netto o odpowiednio 47,4%/55,3%/74,1% R/R.

Dwa segmenty działalności

Briju prowadzi działalność operacyjną w dwóch segmentach: surowcowym oraz jubilerskim. **Segment surowcowy** jest to niskomarżowa działalność obejmująca handel metalami kolorowymi. **Segment jubilerski** obejmuje rozwój i działalność salonów jubilerskich Briju w całej Polsce oraz sprzedaż hurtową wyrobów jubilerskich do partnerów w Polsce i za granicą. W ramach tego segmentu Spółka od 3Q'13 rozwija własną sieć sprzedaży, która na koniec 3Q'15 liczyła 21 sklepów.

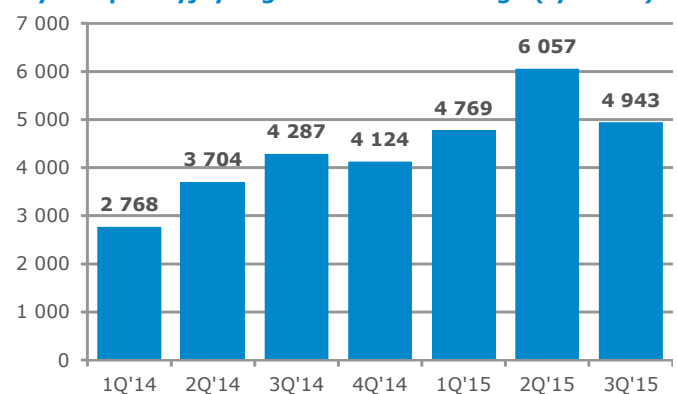
Segment surowcowy stabilnym źródłem finansowania rozwoju sieci sprzedażowej

Działalność obejmuje obrót kruszcami metali szlachetnych (głównie złotem i srebrem). Przychody ze sprzedaży segmentu surowcowego stanowiły 96% całkowitych przychodów Briju w 9M'15. Sprzedaż segmentu wzrosła o 45,5% R/R do 388,8 mln PLN w 9M'15. Marża EBIT obniżyła się o 0,4p.p. R/R do 3,7% w 3Q'15. Zysk z działalności operacyjnej segmentu wyniósł 4,9 mln PLN w 3Q'15 (+15,3% R/R) oraz 15,8 mln PLN w 9M'15 (+46,6% R/R).

Relatywnie stabilna marża EBIT segmentu

Poziom marży netto w kwartale jest uzależniony od typu surowca sprzedawanego w danym okresie. Wyższa rentowność jest realizowana na sprzedaży srebra (oprócz wyższej marży na sprzedaży samego surowca spółka rozpoznaje zyski z rafinacji w pozostałych przychodach operacyjnych), natomiast mniejsza na sprzedaży złota. Kurs walutowy oraz cena surowca we wszystkich transakcjach kupna/sprzedaży surowców jest zabezpieczana przy pomocy

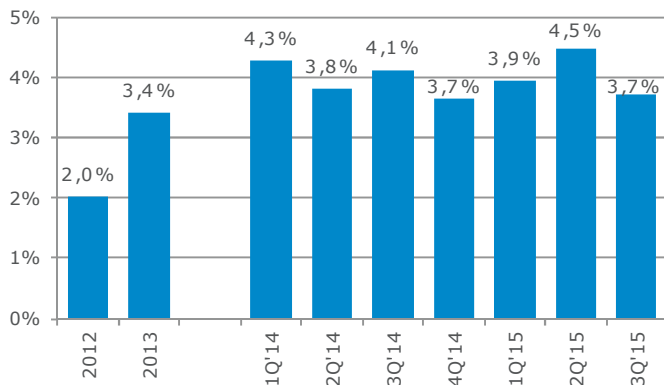
Wynik operacyjny segmentu surowcowego (tys. PLN)



Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

kontraktów forward zaraz po zawarciu transakcji. Rozliczenie kontraktów oddziałuje bezpośrednio na koszty finansowe spółki. Dlatego też mogą pojawić się nieznaczne odchylenia w marży EBIT w poszczególnych kwartałach. Spółka dąży również do optymalizacji kosztowej samego procesu sprzedaży surowców, co powinno pozytywnie wpływać na realizowaną marżę w średnim terminie.

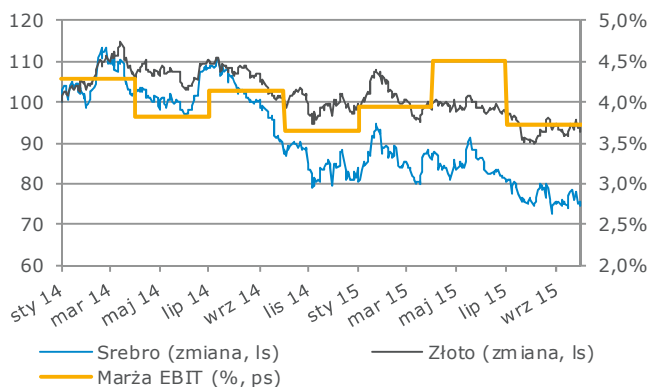
Marża EBIT segmentu surowcowego



Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

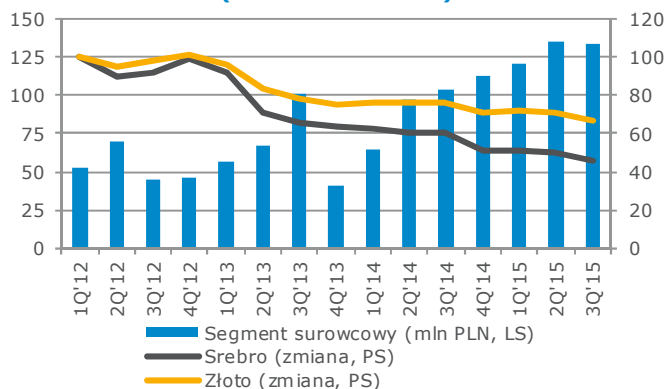
Marża w każdej transakcji jest ustalana jako procent od wartości sprzedaży. Dodatkowo spółka zarabia na sprzedaży ubytków powstałych w procesie rafinacji (inne metale takie jak platyna, pallad, miedź, rod). Niższa marża EBIT w 3Q'15 na poziomie 3,7% wynikała ze znaczącego udziału złota w sprzedaży surowców. W naszych szacunkach przyjmujemy brak poprawy marży EBIT R/R.

Marża EBIT segmentu surowcowego oraz indeks zmian cen złota i srebra (baza=01.01.2014)



Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Przychody segmentu surowcowego oraz indeks zmian cen złota i srebra (baza=31.03.2012)



Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Zauważalny brak korelacji między zmianami cen a marżą EBIT potwierdza odpowiednią politykę zabezpieczeń transakcji przez spółkę. Większy wpływ na rentowność sprzedaży segmentu ma rodzaj sprzedawanego metalu szlachetnego. Pomimo spadkowego trendu w cenach złota i srebra, segment surowcowy Briju odnotowuje wzrost przychodów, co jest osiągnięte dzięki mocnym wzrostom wolumenu obrotu.

Weryfikacja dostawców kluczowa dla biznesu

Materiały dla segmentu surowcowego są kupowane od partnerów biznesowych Briju działających zarówno na rynku polskim, jak i na rynkach europejskich. W 2014 roku 63,8% przychodów ze sprzedaży stanowiły dostawy od trzech partnerów biznesowych. Tak wysokie uzależnienie od małej liczby podmiotów wynika z konieczności długoterminowego procesu weryfikacji każdego z dostawców, powtarzanego co kilka miesięcy. Proces weryfikacji wykonywany jest za pośrednictwem urzędu skarbowego i najczęściej ma charakter kontroli krzyżowej. Dokładne sprawdzenie partnerów biznesowych jest jednym z kluczowych warunków zmniejszających ryzyko prowadzonej działalności. Spółka ma obecnie grono sprawdzonych dostawców, które jest systematycznie powiększane o nowe podmioty. Briju podpisuje długoterminowe umowy z dostawcami co powinno wpływać na stabilność dostaw oraz minimalizować ryzyko utraty ważnego partnera. Zawarte długoterminowe umowy były komunikowane przy pomocy raportów bieżących m.in. nr 31/2014 (przewidywane obroty z dostawcą 120 mln PLN w ciągu 5 lat), 35/2015 (przewidywane obroty 200 mln PLN w ciągu 5 lat), 53/2015 (przewidywane obroty 500 mln PLN w ciągu 5 lat).

Od 1 lipca 2015 roku obowiązuje znowelizowana ustawa o podatku od towarów i usług, w ramach której solidarną odpowiedzialnością w rozliczaniu VAT został objęty m.in. handel złotem oraz srebrem niebrobionym inaczej niż do stanu półproduktów. Solidarna odpowiedzialność zakłada, że w przypadku nieprawidłowości związanych z rozliczaniem podatku VAT przez dostawców odpowiedzialność może zostać przeniesiona na odbiorcę (do wysokości kaucji wpłaconej do US). Wprowadzenie solidarnej odpowiedzialności w VAT na handel nieprzerobionym złotem i srebrem nie wpłynęło na poziom zrealizowanych obrotów przez segment surowcowy w 3Q'15 (sprzedaż była na zbliżonym poziomie Q/Q oraz 28,3% wyższa R/R). Ponadto, ze względu na przedmiot prowadzonej działalności oraz przyspieszone rozliczanie podatku VAT, spółka jest w ciągłym kontakcie z przedstawicielami Urzędu Skarbowego, co zmniejsza ryzyko potencjalnych nieprawidłowości.

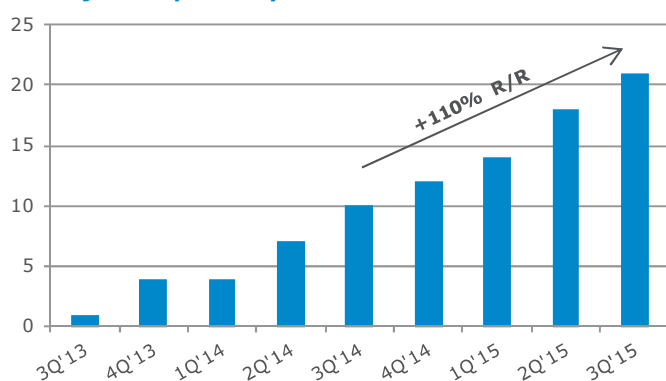
Jedynym odbiorcą metali szlachetnych jest Allgemeine Gold and Silbercheidentanstalt AG (Agosi), spółka zależna od belgijskiej Umicore Group. Jest to jeden z największych rafinatorów metali szlachetnych w Europie. Roczne przychody Agosi wyniosły 735,3 mln EUR w 2014 roku. Sprzedaż do tego podmiotu stanowiła 96,2% skonsolidowanej sprzedaży Briju w 2014 roku. Briju nie ma podpisanej umowy z Agosi, a współpraca z dostawcą jest oparta na jednorazowych transakcjach rozliczanych po cenach rynkowych. Decyzję o zawężeniu współpracy do praktycznie jednego odbiorcy, zarząd Briju argumentuje uzyskaniem stabilnych i satysfakcjonujących warunków współpracy. W związku z faktem, że największą trudnością w prowadzonej przez Briju działalności jest pozyskanie odpowiedniej ilości surowca od zaufanych dostawców, spółka może bez większych trudności nawiązać współpracę z nowym odbiorcą.

Rozwój sklepów jubilerskich filarem strategii spółki

Dynamiczny rozwój sieci sprzedaży

Celem strategicznym spółki jest rozwinięcie sieci sklepów jubilerskich. Pierwsza placówka Briju powstała w 3Q'13. Pod koniec 3Q'15 Briju posiadało 21 lokalizacji, a plan na 2015 rok zakłada zakończenie okresu z 30 lokalizacjami (wzrost liczby sklepów o 150% R/R). Oczekujemy, że w przyszłym roku spółka będzie w stanie utrzymać tempo rozwoju sieci sprzedażowej na poziomie 15-20 placówek rocznie, co powinno przełożyć się na zakończenie 2016 roku z 47 salonami jubilerskimi (+57% R/R). Obecnie największy gracz na rynku (Apart) posiada ponad 200 salonów. Dalej plasuje się Yes z 117 placówkami na koniec 3Q'15 oraz W. Kruk z 83 na koniec 1H'15.

Rozwój sieci sprzedaży w latach 2013-15

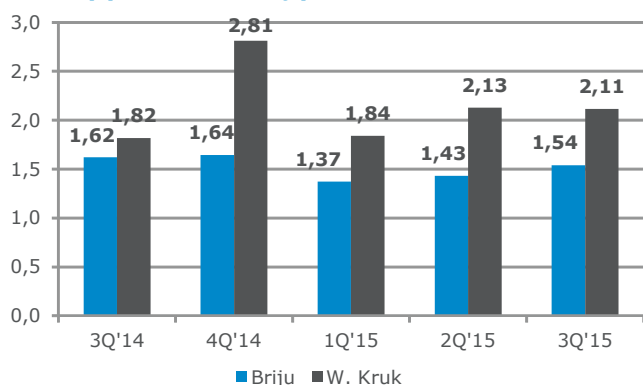


Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Oczekiwana poprawa sprzedaży/mkw.

Wzrost sprzedaży segmentu detalicznego o 79,7% R/R do 6,3 mln PLN w 3Q'15 wynikał z dynamicznego rozwoju sieci salonów jubilerskich (+110% R/R w 3Q'15). Poprawa jest również zauważalna w efektywności sprzedaży/mkw. w salonach Briju. Przy założeniu średniej wielkości placówki na poziomie 72 mkw., sprzedaż/mkw. wyniosła 1 540 PLN w 2Q'15. Naszym zdaniem taki poziom sprzedaży nie odzwierciedla potencjału sprzedażowego salonów. W 2Q'15 konkurencyjny W. Kruk odnotował sprzedaż/mkw. na poziomie 2 110 PLN, 48,7% powyżej poziomu zaraportowanego przez Briju. Oczekujemy, że zmniejszenie dynamiki przyrostu nowych placówek z trzycyfrowej do dwucyfrowej, osiągnięcie dojrzałości przez sklepy, utrzymanie wysokiej siły nabywczej konsumentów oraz coraz lepsza rozpoznawalność marki powinny pozytywnie wpłynąć na efektywność sprzedaży w średnim terminie.

Wskaźnik średniej sprzedaży/mkw. salonów Briju vs. W. Kruk (tys. PLN/miesiąc)

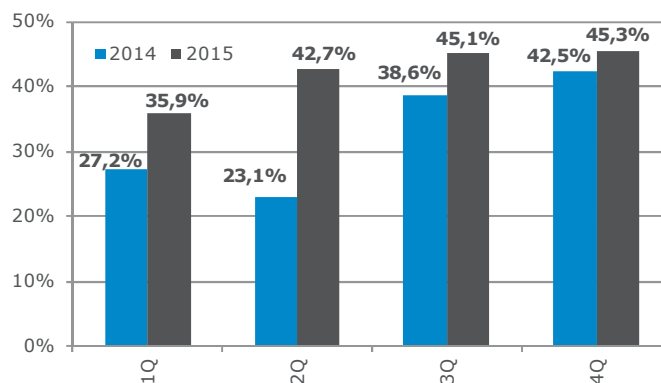


Źródło: Briju, Vistula, Dom Maklerski mBanku

Wzrost rentowności segmentu

Coraz większy udział sklepów własnych pozytywnie wpłynął na wypracowaną marżę brutto na sprzedaży segmentu, która wzrosła o 6,5p.p. R/R do 45,1% w 3Q'15 oraz o 11,6p.p. R/R do 41,9% w 9M'15. Przy założeniu, że nowe sklepy osiągają rentowność 55% (marża brutto na sprzedaży W. Kruk wyniosła 54,3% w 2014 roku, jednak Briju powinno osiągnąć większą rentowność dzięki marży producentkiej), oczekujemy wzrostu marży brutto na sprzedaży segmentu do 43,3% w 2015 roku (+8,3p.p. R/R) oraz 47,1% w 2016 roku (+3,8% R/R).

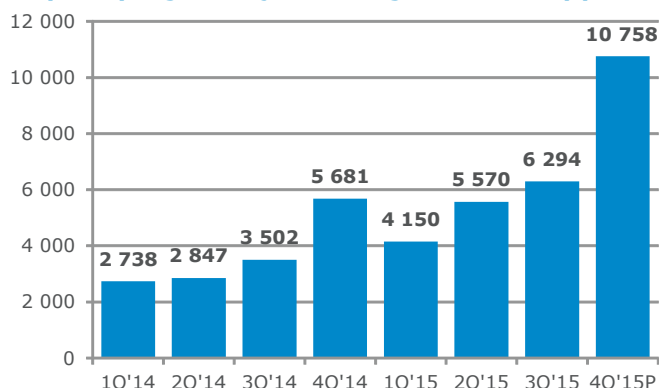
Marża brutto na sprzedaży w segmencie jubilerskim



Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Spółka otwiera nowe salony jubilerskie zarówno w dużych jak i w średnich miastach. Placówki zlokalizowane w mniejszych miejscowościach generują mniejsze przychody/mkw., jednak szybciej osiągają rentowność dzięki niskim kosztom prowadzenia sklepów. W 3Q'15 średnie kwartalne koszty operacyjne/salon w spółce wyniosły 146,6 tys. PLN vs. 253,1 tys. PLN w W. Kruk w analogicznym okresie.

Przychody segmentu jubilerskiego kwartalnie (tys. PLN)



Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Sprzedaż wyrobów jubilerskich podlega wysokiej sezonowości. Najlepszym okresem sprzedażowym w branży jubilerskiej jest 4Q, a zwłaszcza okres przedświąteczny. Poza odpowiednim zatowarowaniem sklepów przed sezonem, zarząd Briju planuje przeprowadzenie kampanii marketingowej mającej na celu zwiększenie rozpoznawalności marki. Szacujemy, że łączne wydatki na kampanię marketingową wyniosą 1,5 mln PLN w 4Q'15.

Segment jubilerski odnotował 0,24 mln PLN straty operacyjnej w 3Q'15 (vs. 0,56 mln PLN straty w 3Q'14) oraz 0,65 mln PLN straty operacyjnej w 9M'15 vs. 1,1 mln PLN straty w 9M'14. Biorąc pod uwagę wydatki poniesione na marketing oraz poprawę efektywności sprzedaży w 4Q, oczekujemy że segment jubilerski zaraportuje 0,4 mln PLN zysku operacyjnego w 4Q'15.

Spółka wyceniona na 5,0x P/E'15 oraz 5,0x EV/EBITDA'15

Biorąc pod uwagę dynamiczny rozwój obydwu segmentów oczekujemy, że sprzedaż Briju wzrośnie o 39,6% R/R do 548,6 mln PLN w 2015 roku. Zakładana poprawa rentowności powinna pozwolić spółce na zaraportowanie EBIT/EBITDA w 2015 na poziomie 20,3 mln PLN (+34% R/R) oraz 21,5 mln PLN (+34,5% R/R). Oczekujemy, że saldo na działalności finansowej wyniesie -1,3 mln PLN w 2015 roku. Efektywną stopę podatkową szacujemy na 3% ze względu odroczenie podatku przez spółkę dzięki rozliczaniu działalności przez fundusze celowe. Szacujemy, że zysk netto wyniesie 18,6 mln PLN w 2015 roku (+47,6% R/R) oraz oczekujemy poprawy do 22,3 mln PLN w 2016 roku (+20% R/R). Uwzględniając nasze szacunki spółka jest wyceniana na P/E'15/16 oraz EV/EBITDA'15/16 odpowiednio na poziomie 5,0x/4,1x oraz 5,0x/3,9x.

Naszym zdaniem bardzo dobre wyniki powinny wystarczyć na sfinansowanie kapitału obrotowego potrzebnego na rozwijanie kapitałochłonnego segmentu jubilerskiego. Mając na uwadze wysoką poprawę wyników Briju, akcjonariusze spółki zdecydowali na WZA w czerwcu 2015 roku m.in. o wykreśleniu ze statutu spółki zapisu upoważniającego zarząd spółki do przeprowadzenia warunkowego podwyższenia kapitału.

Struktura akcjonariatu

Głównymi akcjonariuszami spółki są Przemysław Piotrowski, Jarosław Piotrowski oraz Tomasz Piotrowski, którzy posiadają łącznie 58,5% udziału w kapitale spółki oraz 68,9% głosów na WZA (łącznie z podmiotem zależnym Letamor Holdings Limited). Pozostali akcjonariusze to Pioneer Pekao IM (10,4% udziału w kapitale zakładowym spółki) oraz NN OFE i NN DFE (6,8% udziału w kapitale spółki).

Struktura akcjonariatu spółki Briju na koniec 2Q'15

Akcjonariusz	liczba akcji	udział w kapitale	liczba głosów	udział w głosach
Letamor Holdings Limited	1 500 000	25,1%	1 500 000	18,8%
Przemysław Piotrowski	666 667	11,2%	1 333 334	16,7%
Jarosław Piotrowski	666 666	11,2%	1 333 332	16,7%
Tomasz Piotrowski	666 667	11,2%	1 333 334	16,7%
Pioneer Pekao IM	624 423	10,4%	624 423	7,8%
NN OFE i NN DFE	409 228	6,8%	409 228	5,1%
Pozostali akcjonariusze	1 444 609	24,2%	1 444 609	18,1%
RAZEM	5 978 260	100%	7 978 260	100%

Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Wyniki kwartalne spółki Briju w podziale na segmenty

(tys. PLN)	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15
Skonsolidowane							
Przychody ogółem	67 250	99 969	107 327	118 417	125 011	140 247	139 551
Koszt własny	62 914	93 795	99 463	108 335	116 398	129 290	130 567
Zysk brutto ze sprzedaży	4 336	6 174	7 864	10 082	8 613	10 957	8 984
Pozostałe koszty segmentu	1 861	2 494	2 560	3 463	4 258	5 124	5 051
Wynik operacyjny segmentu	2 808	3 118	3 729	5 498	4 440	5 979	4 702
MBNS	6,4%	6,2%	7,3%	8,5%	6,9%	7,8%	6,4%
marża EBIT	4,2%	3,1%	3,5%	4,6%	3,6%	4,3%	3,4%
Segment surowcowy							
Przychody ogółem	64 512	97 123	103 825	112 736	120 861	134 677	133 257
Koszt własny	60 920	91 605	97 312	105 066	113 739	126 100	127 111
Zysk brutto ze sprzedaży	3 593	5 518	6 512	7 670	7 122	8 578	6 146
Pozostałe koszty segmentu	825	1 814	2 226	3 546	2 353	2 521	1 203
Wynik operacyjny segmentu	2 768	3 704	4 287	4 124	4 769	6 057	4 943
MBNS	5,6%	5,7%	6,3%	6,8%	5,9%	6,4%	4,6%
marża EBIT	4,3%	3,8%	4,1%	3,7%	3,9%	4,5%	3,7%
Segment jubilerski							
Przychody ogółem	2 738	2 847	3 502	5 681	4 150	5 570	6 294
Koszt własny	1 994	2 190	2 151	3 269	2 659	3 190	3 456
Zysk brutto ze sprzedaży	744	657	1 352	2 412	1 491	2 380	2 838
Pozostałe koszty segmentu	704	1 242	806	2 142	1 820	2 458	3 080
Wynik operacyjny segmentu	40	-586	-558	1 374	-329	-78	-242
MBNS	27,2%	23,1%	38,6%	42,5%	35,9%	42,7%	45,1%
marża EBIT	1,5%	-20,6%	-15,9%	24,2%	-7,9%	-1,4%	-3,8%

Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Skonsolidowany rachunek zysków i strat spółki Briju za lata 2013-17P (mln PLN)

(mln PLN)	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Cena (PLN)	15,40	15,40	15,40	15,40	15,40
P/E	12,2	7,3	5,0	4,1	3,2
EV/EBITDA	9,0	5,9	5,0	3,9	2,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto / EBITDA	-0,3	0,2	0,8	0,4	0,1
P/BV	2,9	2,0	1,4	1,1	0,8
Przychody	279,4	393,0	548,6	590,8	650,4
zmiana		40,6%	39,6%	7,7%	10,1%
Segment hurtowy	265,0	378,2	521,8	533,9	560,6
Segment jubilerski	14,4	14,8	26,8	56,9	89,8
Zysk brutto na sprzedaży	13,4	28,5	39,6	54,1	73,3
marża (%)	4,81%	7,24%	7,21%	9,16%	11,28%
Segment hurtowy	11,1	23,3	28,0	27,3	28,7
Segment jubilerski	2,4	5,2	11,6	26,8	44,7
Koszty SG&A	4,6	12,2	20,4	29,6	42,5
PPO/PKO	0,5	-1,1	1,1	0,0	0,0
EBITDA	9,9	16,0	21,5	26,2	32,9
marża	3,5%	4,1%	3,9%	4,4%	5,1%
EBIT	9,4	15,2	20,3	24,5	30,9
marża (%)	3,3%	3,9%	3,7%	4,1%	4,7%
Segment hurtowy	9,0	14,9	20,6	22,0	23,1
Segment jubilerski	0,3	0,3	-0,3	2,5	7,8
Działalność finansowa	-1,6	-1,3	-1,3	-1,5	-1,5
Zysk netto	7,5	12,6	18,6	22,3	28,5
Dług netto	-3,2	8,0	17,0	6,4	2,7

Źródło: Briju, Dom Maklerski mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwicz, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, Uniwheels. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF - uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa - opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl