

**INTER CARS S.A.**
**Nota informacyjna**

sektor / branża: handel hurtowy

ISIN: PLINTCS00010

Ticker: CAR

4 października 2011

**Profil**
**Inter Cars S.A. - obszar działalności**

Inter Cars jest importerm i dystrybutorem części zamiennych do samochodów osobowych oraz pojazdów użytkowych. Oferta Spółki obejmuje również wyposażenie warsztatowe, w szczególności urządzenia do obsługi i naprawy samochodów oraz części do motocykli i tuningu.

Inter Cars S.A. (CAR) jest największym w Europie Środkowo-Wschodniej dystrybutorem części zamiennych do samochodów osobowych, dostawczych i ciężarowych. Spółka dostarcza towary pochodzące od około 500 dostawców w większości z krajów Unii Europejskiej do około 21 tysięcy zarejestrowanych odbiorców. Posiada obecnie 146 filii w kraju oraz 93 oddziały w Europie (Czechy, Słowacja, Ukraina, Litwa, Łotwa, Węgry, Chorwacja, Rumunia). Obok dystrybucji części firma prowadzi sprzedaż motocykli marki Triumph, oraz posiada blisko 1000 warsztatów samochodowych. Inter Cars SA jest właścicielem dwóch spółek zależnych: Lauber Sp. z o.o. zajmującej się regeneracją części samochodowych oraz Feber Sp. z o.o. produkującej przyczepe i naczepe.

**Dane podstawowe**

Kurs (04/10/2011)	81.00 zł
Liczba akcji (mln)	14.2
Kapitałizacja (mln zł)	1 147.6
EV (mln zł)	1 565.7

**Notowania**

max. cena 52 tygodnie (zł)	94.00
min. cena 52 tygodnie (zł)	66.00
Średnia obrotów (3 m-ce / tys. zł)	534.70

Akcjonariat	% akcji	% głosów
Oleksowicz Krzysztof	33.04%	33.04%
Oliszewski Andrzej	10.60%	10.60%
Aviva OFE	9.19%	9.19%
ING OFE	8.57%	8.57%
Amplico OFE	6.37%	6.37%
Pozostali	32.23%	32.23%

**Perspektywy spółki**

Celem strategicznym spółki jest utrzymanie pozycji lidera w Europie Środkowo-Wschodniej między innymi poprzez dalsze poszerzenie asortymentu, który obecnie składa się z ponad miliona różnych części zamiennych. Firma planuje sukcesywny wzrost liczby posiadanych filii, zarówno w kraju jak i za granicą - między innymi wejście na rynek bułgarski. Widoczna jest tendencja wzrostu udziału eksportu w ogólnej wartości przychodów. Podobnego trendu należy spodziewać się w kolejnych latach działalności spółki.

Popyt na towary Inter Cars jest pochodną koniunktury na rynku samochodowym. Warto zauważyć, że spółka nie jest znacząco uzależniona od tempa wzrostu gospodarczego. Samochody psują się niezależnie od koniunktury i z reguły są naprawiane niezwłocznie. W warunkach spowolnienia spada sprzedaż nowych aut, ale to implikuje zwiększoną sprzedaż aut używanych, które z założenia częściściej wymagają naprawy i generują popyt na części zamienne. Obecnie Inter Cars posiada 20% udział w rynku i zapowiada wzrost do 25-30%, co oznacza rozwój szybszy niż rynek.

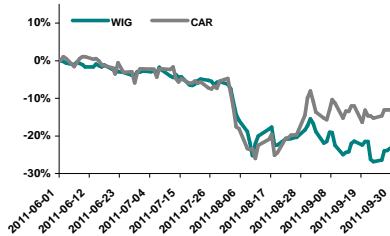
Firma wiąże swoją przyszłość z aktywnością w Internecie. W tym celu działa platforma Motointegrator.pl oraz powstała spółka zależna w Niemczech zajmująca się wyłącznie e-commerce.

**Wyniki finansowe**

W wynikach finansowych Inter Cars nie widać skutków spowolnienia gospodarczego. Spółka konsekwentnie zwiększa roczne przychody ze sprzedaży w tempie dwucyfrowym. Rok 2009 był pierwszym, gdy przychody przekroczyły 2 mld zł. EBITDA wzrosła niemal o 50 mln zł w porównaniu z rokiem 2008, co skutkowało wzrostem marży EBITDA do 7.28% i wzrostem zysku netto do 68 mln zł.

Rok 2010 był nieco gorszy niż poprzedni. Wzrostowi sprzedaży nie towarzyszył wzrost zysku netto. W 2010 roku Inter Cars zarobił 63.7 mln zł netto wobec 68.2 mln rok wcześniej. Złożyło się na to szereg czynników. W 2009 roku dystrybutorem części pomagał słaby złoty, uzasadniając m.in. podwyżki cen. W 2010 roku natomiast, wpływ zmian kursowych na wyniki Inter Cars był neutralny. Taki sam wynik na poziomie operacyjnym (150 mln zł) przy wyższych przychodach spowodował spadek marż EBIT i EBITDA o około jeden punkt procentowy.

Pierwsze półrocze 2011 roku przyniosło bardzo dobre wyniki, zachowana została dynamika wzrostu przychodów, która wyniosła 18.29% w relacji do analogicznego okresu roku poprzedniego. Zysk netto wyniósł 46.7 mln, a marże powróciły do poziomu z roku 2009. Było to możliwe w znacznej mierze dzięki ograniczeniu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, których dynamika spadła do 3.85% w relacji do analogicznego okresu 2010 roku.

**Wykres siły relatywnej**

**Analitik**
**Rafał Kurman**
**Tomasz Dumala**

Doradca Inwestycyjny

tel. (0-22) 329 43 40

e-mail: tomasz.dumala@bgz.pl

**Prognozy finansowe**

Utrzymująca się przez kilka lat dwucyfrowa dynamika wzrostu przychodów, poprawa marż oraz dobre wyniki finansowe z pierwszej połowy 2011 roku pozwalają optymistycznie patrzeć na przyszłość Inter Cars. Prezentowane prognozy oparte są na założeniu stałości marży EBITDA. Spółka nie powinna mieć problemów z wykonaniem prognoz na 2011 rok, które zakładają przychody na poziomie 2.78 mld zł oraz 83.1 mln zł zysku netto. Nastąpi również poprawa wskaźnika P/E, który historycznie oscylował w okolicach 17. Spółka zapowiada wypłatę dywidendy, gdy wskaźnik dług netto/EBITDA spadnie do poziomu 2, co według naszych prognoz nastąpi w 2012 roku.

(mln zł)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	1 738.0	2 065.6	2 413.0	2 775.0	3 108.0	3 480.9
zmiana r/r (%)	31.0%	18.9%	16.8%	15.0%	12.0%	12.0%
EBITDA	103.1	150.3	150.5	173.4	194.2	217.6
EBIT	75.4	119.9	115.3	133.7	149.5	168.4
marża EBIT (%)	4.3%	5.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
Wynik netto	25.4	68.2	63.7	83.1	94.2	108.8
marża netto (%)	1.5%	3.3%	2.6%	3.0%	3.0%	3.1%
EPS (zł)	1.79	4.82	4.49	5.86	6.65	7.68
BVPS (zł)	31.20	36.18	39.42	45.29	48.33	50.77
DPS (zł)	0.71	0.00	0.00	0.00	3.60	5.24
P / E	45.2	16.8	18.0	13.8	12.2	10.5
P / BV	2.6	2.2	2.1	1.8	1.7	1.6
EV / EBITDA	15.2	10.4	10.4	9.0	8.1	7.2

P - prognozy BM BGZ

## Charakterystyka Spółki

### Działalność operacyjna

Inter Cars S.A. (CAR) jest największym w Europie Środkowo-Wschodniej dystrybutorem części zamiennych do samochodów osobowych, dostawczych i ciężarowych. Spółka dostarcza towary pochodzące od około 500 dostawców w większości z krajów Unii Europejskiej do około 21 tysięcy zarejestrowanych odbiorców. Posiada obecnie 146 filii w kraju oraz 93 oddziały w Europie (Czechy, Słowacja, Ukraina, Litwa, Łotwa, Węgry, Chorwacja, Rumunia). Obok dystrybucji części, stanowiącej główny przedmiot działalności, firma prowadzi sprzedaż motocykli marki Triumph poprzez sieć placówek o nazwie Inter Motors oraz części i akcesoriów do innych motocykli. Firma poprzez swoje spółki zależne prowadzi działalność również w innych segmentach, takich jak: produkcja przyczep i naczep (Feber Sp. z o.o.), regeneracja części samochodowych (Lauber Sp. z o.o.) oraz działalność developerska (IC Development). Ponadto posiada blisko 1000 warsztatów samochodowych o nazwie Q-Service oraz Perfect Service. W 2009 roku powstała platforma internetowa Motointegrator.pl, umożliwiająca kontakt pomiędzy klientem a warsztatem, jako punktem odbioru i montażu wymienianej części.

Głównym rynkiem zbytu pozostaje nadal rynek krajowy, jednak udział eksportu w generowanych przychodach sukcesywnie wzrasta. W 2008 roku było to około 12.6%, podczas gdy w 2010 już 17%. Wiąże się to z większą dynamiką przychodów ze sprzedaży za granicą, która sięga 30% i jest dwukrotnie wyższa niż w kraju oraz lepszą rentownością sprzedaży. Zestawienie struktury geograficznej sprzedaży prezentuje poniższa tabela.

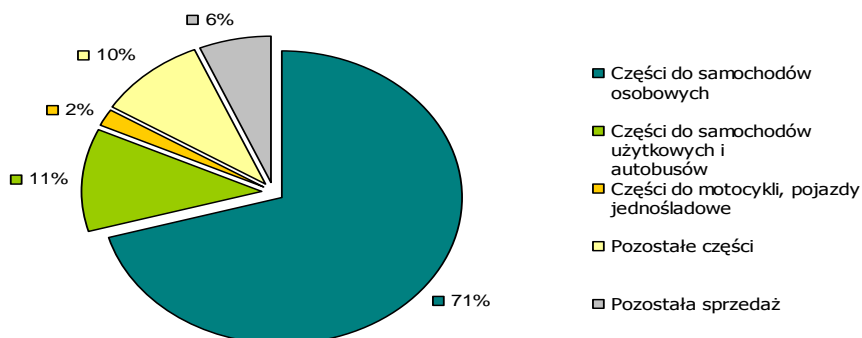
**Tabela 1. Struktura geograficzna sprzedaży**

(mln zł)	2008	2009	2010
Sprzedaż w kraju	1 518.6	1 747.6	2 002.4
<i>udział</i>	87.4%	84.6%	83.0%
<i>dynamika</i>	49.8%	15.0%	14.6%
Sprzedaż eksportowa	219.4	318.0	410.6
<i>udział</i>	12.6%	15.4%	17.0%
<i>dynamika</i>	-47.3%	45.0%	29.1%
<b>Przychody razem</b>	<b>1 738.0</b>	<b>2 065.6</b>	<b>2 413.0</b>

*Źródło: Spółka, BM BGŻ.*

Sprzedaż towarów za granicą obejmuje przede wszystkim rynki państw ościennych: Czechy, Słowacja oraz Ukraina. Natomiast największą dynamiką wzrostu w 2010 roku charakteryzowały się takie kraje jak Rumunia, Litwa czy Chorwacja. Obecnie obserwujemy zmianę struktury sprzedaży eksportowej i przesunięcie środka ciężkości z Europy Wschodniej (głównie Ukrainy) na kraje z Europy Środkowej należące do UE, gdzie jest większa stabilność polityczno-prawna. Ponadto zaczyna dominować sprzedaż realizowana przez zagraniczne spółki dystrybucyjne, podczas gdy dotychczas część eksportu była realizowana jako sprzedaż bezpośrednia Inter Cars do kontrahentów zagranicznych.

**Wykres 1. Struktura rzeczowa sprzedaży (2010)**



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

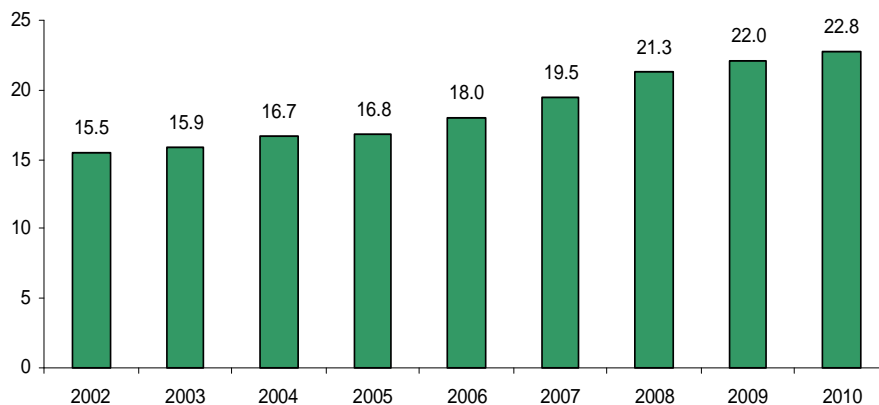
Podstawowym źródłem przychodów Grupy Kapitałowej są części do samochodów osobowych, które odpowiadają za 71% generowanej sprzedaży. Największą dynamiką wzrostu, ale jednocześnie najniższym wolumenem charakteryzowała się sprzedaż motocykli oraz części do pojazdów jednośladowych. Od 2005 roku spółka sprzedaje motocykle marki Triumph za pośrednictwem własnej sieci sprzedaży działającej pod szyldem InterMotors, która zajmuje się również dostarczaniem akcesoriów do motocykli innych marek. Pozostała sprzedaż obejmuje przede wszystkim przychody z tytułu najmu powierzchni magazynowych oraz sprzedaż usług marketingowych związanych z podstawową działalnością.

## Rynek części samochodowych

Polski rynek dystrybutorów części zamiennych charakteryzuje znaczne rozdrobnienie. Szacuje się, że kilkanaście firm kontroluje tylko około 60%. Inter Cars jest największym graczem na tym rynku. Kolejne miejsca zajmują między innymi Fota, AD Polska oraz Group Auto Union Polska.

Rynek części samochodowych jest w naturalny sposób pochodną rynku samochodowego a jego wzrost implikuje wielkość parku samochodowego. Liczba poruszających się samochodów po polskich drogach stale rośnie. W 2010 roku park pojazdów samochodowych w Polsce powiększył się o 6.6%, do prawie 23 mln. W poprzednim roku było to 3.2%.

**Wykres 2. Pojazdy samochodowe w Polsce (mln sztuk)**



Źródło: Polski Związek Przemysłu Motoryzacyjnego, BM BGŻ.

Na przyrost parku samochodowego składa się sprzedaż nowych samochodów, import używanych oraz kasacja pojazdów. Obecnie widoczna jest tendencja do spadku dynamiki sprzedaży nowych samochodów na korzyść importu samochodów używanych. W 2010 roku ponad 68% podaży pojazdów stanowiły samochody używane, które z zasady częściej się psują i stanowią równocześnie grupę docelową spółki. Jednocześnie obserwujemy stopniowe odmładzanie parku samochodowego w Polsce, co jest dobrą wiadomością dla dystrybutorów nowych części zamiennych, gdyż młodszy wiek samochodów ogranicza popyt na używane części z rynku wtórnego.

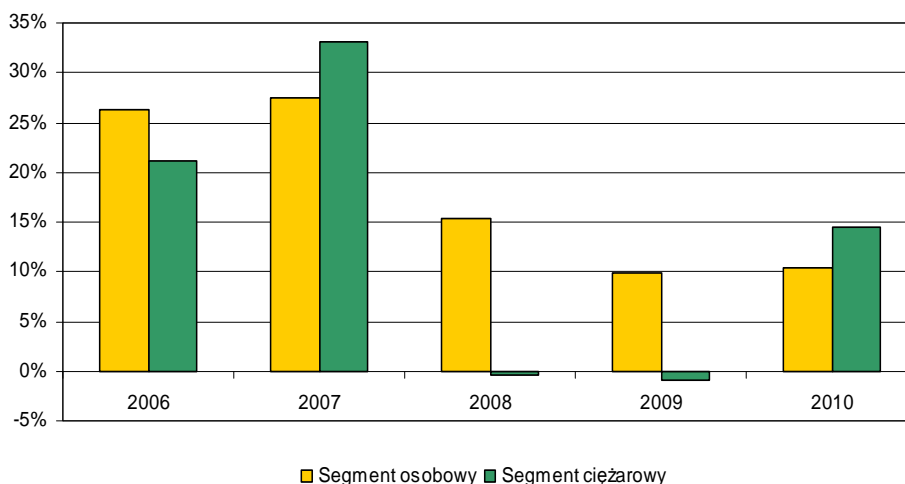
Rynek wykazuje się dużą acyklicznością, co jest zaletą w warunkach spowolnienia gospodarczego. Popyt na części zamienne jest do pewnego stopnia sztywny w stosunku do dochodu. Samochody psują się niezależnie od koniunktury i zazwyczaj są naprawiane niezwłocznie, gdyż koszty naprawy stanowią relatywnie niski udział w dochodzie konsumenta a korzyści z przywrócenia samochodu do stanu użytkowania są znacznie wyższe. Kryzys przynosi wyhamowanie w sektorze nowych samochodów, jednak jednocześnie wzrasta import tańszych używanych samochodów, które częściej wymagają naprawy i generują popyt na usługi Inter Cars.

Ważnym czynnikiem determinującym koniunkturę rynku jest otoczenie prawne. Nowe regulacje z 2010 roku utrzymały prawo kierowców do naprawy samochodu w nieautoryzowanych warsztatach bez obawy o utratę gwarancji. Ponadto koncerny samochodowe zostały zobowiązane do przekazywania warsztatom informacji technicznych niezbędnych do naprawy a w autoryzowanych stacjach obsługi powinny być oferowane również nieoryginalne części samochodowe.

Do pozostałych czynników wpływających na rynek części zamiennych można zaliczyć zniesienie barier w imporcie, rosnące skomplikowanie napraw (ograniczające możliwość samodzielnej naprawy) oraz wzrost intensywności eksploatacji pojazdów.

Z badań portalu MotoFocus wynika, że wartość rynku części i usług w 2010 roku wyniosła 27.9 mld zł. Łączne przychody 18 największych dystrybutorów w segmencie osobowym wyniosły 6.4 mld zł, co oznacza przyrost o 10.4% w porównaniu z rokiem ubiegłym.

**Wykres 3. Dynamika rynku części zamiennych**



Źródło: MotoFocus.pl.

Przychody 18 wiodących dystrybutorów z zakresu części do samochodów ciężarowych przekroczyły nieznacznie poziom 1.5 mld zł, co daje wzrost o 15.4% w relacji do roku 2009. W poprzednich latach segment notował spadki, co wynika z dużego powiązania z branżą transportową.

## Wyniki finansowe

Inter Cars konsekwentnie realizuje politykę ekspansji terytorialnej poprzez otwieranie nowych filii zarówno w kraju jak i za granicą. Ma to swoje odzwierciedlenie z dynamice przychodów oraz w pozostałych pozycjach sprawozdania finansowego. Grupa corocznie zwiększa sprzedaż w dwucyfrowym tempie, w szczególności w 2010 roku było to 16.82%.

W 2009 roku po raz pierwszy udało się pokonać barierę 2 mld zł przychodów, a EBITDA wyniosła 150 mln. Wyższe tempo wzrostu zysku niż przychodów wynikało w znacznym stopniu z poprawienia marż – marża na sprzedaży wzrosła z 30.8% w roku 2008 do 34.2%. Rok 2010 był pod tym względem nieco gorszy, gdyż marże nieznacznie spadły a wzrostowi przychodów nie towarzyszył wzrost zysków. Wynikało to w pewnym stopniu z odmiennego wpływu wahań kursów walutowych na wyniki w porównywanych okresach.

Marże w 2011 roku poprawiły się i wróciły do poziomu z 2009 roku. Została utrzymana dynamika przychodów a poprawa wyników wynikała między innymi z redukcji kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, które rosły znacznie wolniej niż przychody. Efektywna stopa podatkowa w pierwszym kwartale 2011 roku wyniosła 24%, głównie z uwagi na ujemne różnice kursowe wygenerowane przez z spółkę IC Ukraina.

Spółka podaje, że stan zapasów na koniec czerwca 2011 roku był wyższy od optymalnego o około 100 mln zł i należy oczekiwać w drugiej połowie obniżenia poziomu i dalszej poprawy rotacji w kolejnych okresach.

**Tabela 2. Wyniki finansowe**

(mln. zł)	2008	2009	2010	IH 2011
<b>Przychody</b>	1 737.9	2 065.6	2 413.0	1 307.2
<b>EBIT</b>	75.3	119.8	115.2	73.8
<b>Wynik brutto</b>	34.4	84.3	77.4	59.1
<b>Wynik netto</b>	25.4	68.2	63.6	46.6

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Znaczną pozycję kosztową w rachunku zysków i strat stanowi usługa dystrybucyjna (około 35% przychodów). Jest to część kosztów zakwalifikowanych jako usługi obce i jest związana z prowadzeniem filii. Najemcą lokali, w których mieszczą się punkty dystrybucyjne oraz właścicielem wyposażenia jest Inter Cars. Zarządzanie filią jest natomiast powierzane zewnętrznemu podmiotowi, który zatrudnia pracowników i pokrywa bieżące koszty funkcjonowania. Sprzedaż odbywa się w imieniu Inter Cars, a przychodami filianta jest udział w marży na sprzedaży towarów. Marża zrealizowana na sprzedaży przez filię dzielona jest w stosunku 50/50 i dla Inter Cars stanowi koszt usługi dystrybucyjnej.

**Tabela 3. Koszt usługi dystrybucyjnej**

(mln. zł)	2008	2009	2010	IH 2011
<b>Koszt usługi dystrybucyjnej</b>	195.5	243.7	261.3	147.5
<b>% przychodów</b>	36.55%	34.50%	33.28%	34.99%

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

## Prognozy finansowe

Obecna sytuacja Inter Cars na rynku pozwala z optymizmem patrzeć w przyszłość. Spółka powiększa dystans, dzieląc ją od konkurencji na rynku krajowym. Podczas gdy większość rywali boryka się z problemami finansowymi, Inter Cars rośnie szybciej niż rynek, który szacunkowo rozwija się w tempie 6-9% rocznie. Portal MotoFocus szacuje, że przychody dystrybutorów części w segmencie osobowym wzrosły w 2010 roku o 10.4%.

Władze Inter Cars zapowiadają dwucyfrowy wzrost sprzedaży w przyszłych okresach. W swoich prognozach przyjęliśmy, że firma będzie nadal zwiększać udziały w rynku. Zakładamy, że w całym 2011 roku przychody wyniosą 2.78 mld zł, co oznacza 15% wzrost w porównaniu z rokiem 2010, a w latach następnych 12% dynamikę wzrostu, co oznacza, że przychody ze sprzedaży osiągną poziom od 2.4 mld zł w 2010 roku do 3.5 mld zł w 2013 roku.

Za podstawę prognoz wyniku finansowego przyjęliśmy marżę EBITDA, ponieważ pokazuje ona zyskowność działalności podstawowej, wolnej od zniekształceń z tytułu np. różnic kursowych i jednocześnie uwzględnia poziom amortyzacji, która średniorocznie osiąga poziom 35-45 mln zł. Dla całego okresu prognozy założyliśmy stałą marżę EBITDA na poziomie 6.25%, czyli równą marży z końca 2010 roku. Przy takich założeniach poziom kosztów kształtuje się następująco:

**Tabela 4. Przychody i koszty**

(mln. zł)	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody</b>	2 413.0	2 775.0	3 108.0	3 480.9
<b>dynamika</b>	16.8%	15%	12%	12%
<b>Koszt sprzedanych towarów</b>	1 627.7	1 872.1	2 137.1	2 434.6
<b>udział w przychodach</b>	67.46%	67.46%	68.76%	69.94%

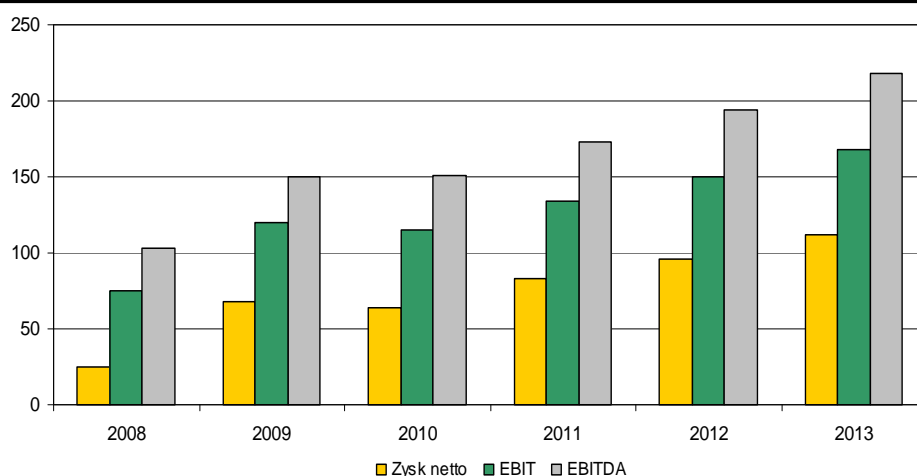
Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Pozostałe przyjęte założenia są następujące:

- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%
- inwestycje w kapitał obrotowy wynoszą 15% przyrostu dochodów
- wzrost wynagrodzeń na poziomie inflacji
- docelowy poziom wskaźnika dług netto/EBITDA wynosi 1.5
- nakłady inwestycyjne w kolejnych latach zbliżone do poziomu odpisów amortyzacyjnych

Prognozy i założenia przekładają się na wynik netto na poziomie 83.1 mln zł w 2011, 95.9 mln zł w 2012, 112.3 mln zł w 2013. Znaczący wpływ na wynik netto miała również działalność finansowa, w ramach której spółka ponosi koszty głównie z tytułu odsetek od zaciągniętych kredytów oraz prowizji w wielkości przekraczającej 30 mln zł, podczas gdy suma przychodów finansowych oscyluje w okolicach 5 mln zł.

**Wykres 4. Historyczne i prognozowane wyniki finansowe Inter Cars (mln zł)**



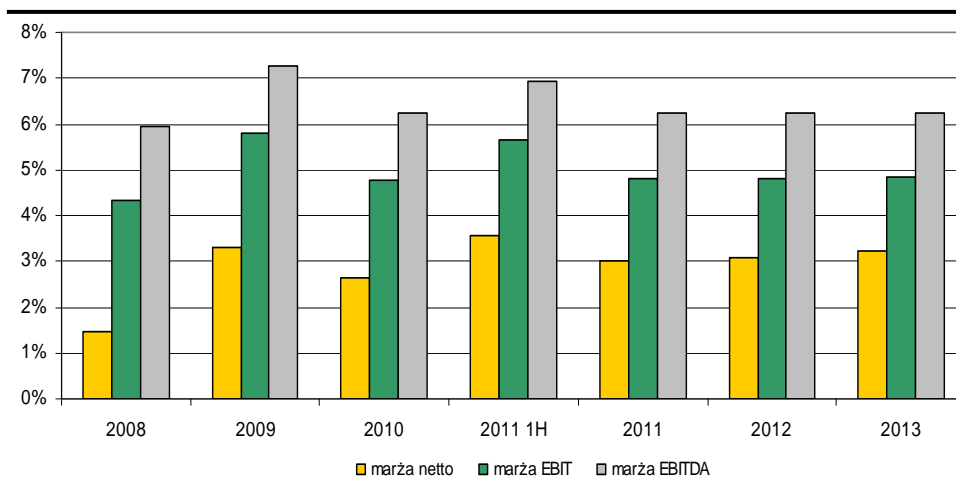
Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Negatywnie na wyniki całej grupy kapitałowej wpływa sytuacja spółki zależnej Feber Sp. z o.o., która produkuje naczepy i przyczepy dla sektora transportu. Trudna sytuacja w branży spowodowała, że w 2010 roku Feber odnotował stratę przekraczającą 10 mln zł. Spółka przechodzi obecnie program naprawczy i przewiduje, że w całym 2011 roku osiągnie już próg rentowności. W pierwszej połowie 2011 roku sprzedaż wzrosła o 61% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

## Rentowność

W prognozach finansowych przyjmujemy względnie stały poziom marż. Do estymacji zostały przyjęte poziomy z końca roku 2010. W okresie prognozy powinna nastąpić nieznaczna poprawa marży netto, głównie dzięki redukcji kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu.

**Wykres 5. Rentowność Inter Cars**



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

## Ryzyko zmian kursów walutowych

Inter Cars jest w dużej mierze uzależniony od kursów walutowych. Stopień i kierunek tej zależności jest trudny do określenia, gdyż spółka jest zarazem importerem i eksporterem. Oferta Inter Cars obejmuje towary od dostawców niemal z całego świata, jednak dominującą grupę stanowią towary z UE oraz Azji. Działalność spółki nie jest uzależniona od jednego bądź kilku dostawców – żaden dostawca nie przekracza udziału 10% przychodów ze sprzedaży ogółem. Wartość eksportu w 2010 roku wyniosła 410 mln zł.

Pozyskany towar firma dostarcza do krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Stąd w jej koszyku walutowym znajdują się przede wszystkim: euro (EUR), dolar amerykański (USD), japoński jen (JPY), ukraińska zrywna (UAH), czeska korona (CZK), litewski lit (LTL), łotewski łat (LVL), węgierski forint (HUF), kuna chorwacka (HRK) oraz lej rumuński (RON). Poszczególne waluty mają większy wpływ na przychody lub wydatki grupy. Zakup towarów odbywa się zazwyczaj w EUR lub PLN, rzadziej w USD oraz JPY. Istotna część zobowiązań z tytułu dostaw i usług wyrażona jest w EUR, podczas gdy sprzedaż towarów prowadzona jest przede wszystkim w PLN oraz lokalnych walutach krajów, w których spółka prowadzi działalność, czyli UAH, EUR, CZK, LTL, LVL, HUF, HRK oraz RON. Zatem wpływ na wyniki finansowe spółki mają przede wszystkim kursy EUR, USD i JPY w relacji do PLN oraz pozostałych walut Europy Środkowo Wschodniej.

**Tabela 5. Ekspozycja bilansowa na dzień 31.12.2010**

(mln. zł)	EUR	USD	Pozostałe
Należności handlowe	83.1	0.9	51.5
Środki pieniężne	2.7	0	18.6
Kredyty bankowe	0	0	(1.9)
Zobowiązania handlowe	(101.6)	(2.5)	(31.3)
<b>Ekspozycja bilansowa brutto</b>	<b>(15.8)</b>	<b>(1.6)</b>	<b>36.9</b>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Zmiany kursów walut lokalnych wpływają jednak zarówno na przychody jak i wydatki Grupy. Stąd trudno przewidzieć wysokość różnic kursowych wpływającą na wyniki finansowe Inter Cars, a także kierunek tego wpływu. Analizując ekspozycję bilansową brutto, zawartą w powyższej tabeli, można wnioskować, że deprecjacja PLN względem EUR oraz USD negatywnie wpłynie na wynik finansowy. Jednak osłabienie złotego względem pozostałych walut powinno pomagać spółce, co jednak wydaje się być zbyt dużym uproszczeniem.

Z drugiej jednak strony, osłabienie złotego wpływa pozytywnie na wyniki spółki, która ma ustalone stałe marże procentowe, co przy wyższym kursie oznacza wyższą marżę na towarach i uzasadnia wzrost cen. Efekt ten zdaje się być silniejszy niż wynikający z ekspozycji bilansowej.

Pamiętać należy jednocześnie, że część pozycji walutowych jest w Spółce naturalnie zabezpieczona – na przykład działalność na Słowacji, gdzie zakup towarów odbywa się głównie w EUR a sprzedaż wyłącznie w tej walucie. Inter Cars nie jest natomiast narażony na ryzyko kursowe pod względem kredytowania. Zobowiązania z tego tytułu obejmują tylko jeden kredyt zaciągnięty w forintach (HUF) na kwotę odpowiadającą 1.888 mln zł, podczas gdy kredyty w PLN na koniec 2010 roku wynosiły blisko 420 mln zł. W 2010 roku Grupa nie zawierała transakcji terminowych zakupu lub sprzedaży walut.

## Ryzyko działalności

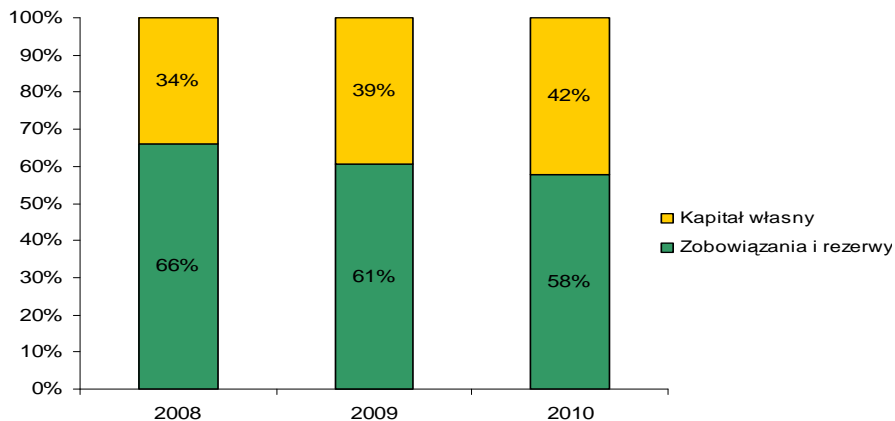
Inter Cars, jak każdy podmiot gospodarczy, jest narażony na szereg ryzyk związanych z działalnością. Oprócz typowych zagrożeń, takich jak makroekonomiczne czy polityczno-prawne, spółka w sprawozdaniu finansowym przedstawia charakterystyczne dla branży rodzaje ryzyk, m.in. związane ze zmianą polityki rabatów udzielanych przez producentów części zamiennych, z podjęciem działalności konkurencyjnej przez podmiot, który prowadził filię, z przejęciem produkcji części zamiennych przez producentów samochodów, z rozwojem podmiotów zależnych. Inter Cars nie jest natomiast w dużym stopniu narażony na ryzyko spowolnienia gospodarczego ze względu na silną acykliczność, charakterystyczną dla całej branży.

W kwietniu 2011 roku doszło do pożaru magazynu jednej z filii Inter Cars Ukraina, w wyniku czego doszło do zniszczenia towaru i majątku trwałego o wartości około 7 mln zł. Ponadto, spółka szacuje utraconą marżę na kwotę 2 mln zł. Obecnie filia działa bez komplikacji w innej lokalizacji. Towary były objęte polisą ubezpieczeniową a kwota odszkodowania powinna poprawić wyniki finansowe w trzecim kwartale 2011 roku.

## Struktura finansowania

Inter Cars S.A. finansuje swoją działalność zarówno za pomocą zewnętrznych źródeł, głównie kredytów i pożyczek, jak i z kapitałów własnych. Przeważają zobowiązania i rezerwy jednak ich udział w strukturze pasywów sukcesywnie spada. W 2008 roku kapitały własne stanowiły 34% pasywów, podczas gdy w 2010 roku już 42%. Jest to skutkiem utrzymywania zadłużenia na względnie stałym poziomie (około 800-900 mln zł) przy jednoczesnym wzroście kapitałów własnych. Spółka bowiem nie wypłacała dywidendy przez ostatnie dwa lata i całość zysku przeznaczyła na kapitał zapasowy.

**Wykres 6. Struktura pasywów**

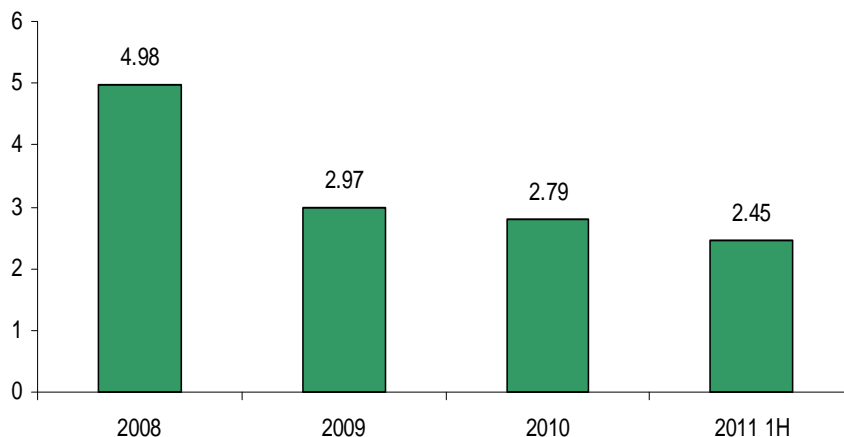


Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Tendencji do wzrostu udziału kapitałów własnych należy oczekiwać w następnych okresach. Spółka korzystnie przedstawia się pod względem wskaźnika dług netto/EBITDA, który w 2008 roku wynosił 4.98 a w 2010 już 2.79. Spółka zapowiada wypłatę dywidendy wówczas, gdy wskaźnik ten osiągnie bezpieczny poziom 2, co według naszych prognoz nastąpi w 2012 roku.

W 2009 roku firma podpisała z konsorcjum banków umowę na udzielenie kredytu na łączną kwotę 430 mln zł (po 215 mln zł na część krótko i długoterminową). W lipcu 2011 roku podpisano aneks do umowy, podnoszący limit wykorzystania kredytu o 50 mln do 480 mln zł. Spółka w pełni korzysta z tego kredytu, jego wykorzystanie stanowi niemal 100% przyznanego limitu. Część krótkoterminowa ma być spłacona w listopadzie 2011 roku a część długoterminowa w 2013 roku. Należy jednak spodziewać się przedłużenia umowy z konsorcjum banków i dalszego finansowania działalności w ten sposób.

**Wykres 7. Poziom wskaźnika dług netto/EBITDA**



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Przejęcie od krótkoterminowych pojedynczych kredytów do średnioterminowego finansowania konsorcjalnego zapewnia grupie Inter Cars stabilność i ciągłość finansowania. Spółka finansuje się również krótkoterminowymi obligacjami. W pierwszej połowie 2011 roku wartość wyemitowanych obligacji wyniosła 30 mln zł.

---

## Struktura akcjonariatu

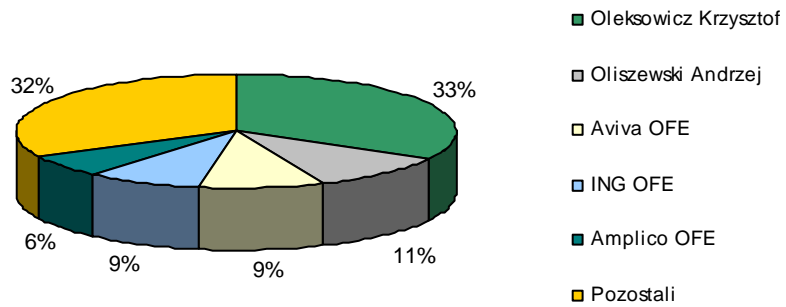
---

Największym akcjonariuszem Inter Cars S.A. jest Krzysztof Oleksowicz, założyciel i wieloletni Prezes Zarządu. W czerwcu 2010 roku ustąpił ze stanowiska Prezesa Zarządu na rzecz Roberta Kierzka, pozostając w spółce jako Członek Zarządu.

11% akcji jest w posiadaniu Andrzeja Oliszewskiego – Przewodniczącego Rady Nadzorczej, natomiast 24% spółki przypada na Otwarte Fundusze Emerytalne: Aviva, ING i Amplico.

**Wykres 8. Struktura akcjonariatu Inter Cars**

---



---

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

## Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

### Tabela 1. Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011 1H	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
<b>AKTYWA</b>	<b>1 227.7</b>	<b>1 273.0</b>	<b>1 322.3</b>	<b>1 550.0</b>	<b>1 519.0</b>	<b>1 587.5</b>	<b>1 648.5</b>	<b>1 759.1</b>	<b>1 879.2</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>401.1</b>	<b>410.1</b>	<b>406.1</b>	<b>412.4</b>	<b>401.7</b>	<b>396.6</b>	<b>392.2</b>	<b>391.5</b>	<b>385.2</b>
Wartości niematerialne i prawne	152.3	148.3	143.1	142.0	142.2	141.3	141.4	145.9	145.4
Rzeczowe aktywa trwałe	181.3	197.4	197.8	195.9	194.2	190.2	185.6	180.5	174.7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>826.7</b>	<b>862.9</b>	<b>916.2</b>	<b>1 137.6</b>	<b>1 117.3</b>	<b>1 190.8</b>	<b>1 256.3</b>	<b>1 367.6</b>	<b>1 493.9</b>
Zapasy	587.9	565.6	611.2	786.6	741.4	785.1	832.1	903.9	984.3
Należności handlowe	156.2	181.9	223.5	254.4	258.5	289.5	324.2	363.2	406.7
Środki pieniężne	24.9	27.4	34.8	55.3	67.8	65.7	48.5	48.3	49.6
<b>PASYWA</b>	<b>1 227.7</b>	<b>1 273.0</b>	<b>1 322.3</b>	<b>1 550.0</b>	<b>1 519.0</b>	<b>1 587.5</b>	<b>1 648.5</b>	<b>1 759.1</b>	<b>1 879.2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>418.1</b>	<b>498.9</b>	<b>558.5</b>	<b>606.6</b>	<b>641.6</b>	<b>684.8</b>	<b>719.3</b>	<b>781.3</b>	<b>846.9</b>
Kapitał zakładowy	27.5	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3
Kapitał zapasowy	104.6	137.7	198.4	244.4	198.4	198.4	198.4	198.4	198.4
Zyski zatrzymane	31.1	66.2	69.2	72.9	152.3	195.4	230.0	292.0	357.6
Wynik okresu	25.4	68.2	63.7	46.7	83.0	94.2	108.8	129.3	147.9
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>809.6</b>	<b>774.1</b>	<b>763.8</b>	<b>943.4</b>	<b>877.2</b>	<b>902.6</b>	<b>929.0</b>	<b>977.6</b>	<b>1 032.2</b>
Zobowiązania długoterminowe	118.8	389.9	245.0	243.6	244.7	244.4	244.0	243.7	243.4
Zobowiązania krótkoterminowe	690.8	384.2	518.8	699.8	632.6	658.2	684.9	733.9	788.7
w tym dług odsetkowy	538.6	474.4	454.7	473.4	454.4	454.1	453.8	453.5	453.2

Źródło: BM BGŻ.

p - prognozy BM BGŻ

### Tabela 2. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011 1H	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
<b>Przychody ogółem</b>	<b>1 738.0</b>	<b>2 065.6</b>	<b>2 413.0</b>	<b>1 307.2</b>	<b>2 775.0</b>	<b>3 108.0</b>	<b>3 480.9</b>	<b>3 759.4</b>	<b>3 947.4</b>
zmiana r/r	31.0%	18.9%	16.8%	18.3%	15.0%	12.0%	12.0%	8.0%	5.0%
<b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b>	<b>1 202.9</b>	<b>1 359.1</b>	<b>1 627.7</b>	<b>885.4</b>	<b>1 872.1</b>	<b>2 137.1</b>	<b>2 434.6</b>	<b>2 667.3</b>	<b>2 848.8</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>535.0</b>	<b>706.5</b>	<b>785.3</b>	<b>421.8</b>	<b>902.9</b>	<b>970.8</b>	<b>1 046.3</b>	<b>1 092.1</b>	<b>1 098.5</b>
marża brutto na sprzedaży	30.8%	34.2%	32.5%	32.3%	32.5%	31.2%	30.1%	29.0%	27.8%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	273.6	334.8	397.3	190.1	443.2	471.5	501.7	514.7	513.5
Koszt usługi dystrybucyjnej	195.6	243.8	261.3	147.6	316.0	339.8	366.2	382.2	384.5
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>65.9</b>	<b>128.0</b>	<b>126.7</b>	<b>84.1</b>	<b>143.7</b>	<b>159.5</b>	<b>178.4</b>	<b>195.1</b>	<b>200.6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>103.1</b>	<b>150.3</b>	<b>150.5</b>	<b>90.5</b>	<b>173.4</b>	<b>194.2</b>	<b>217.6</b>	<b>235.0</b>	<b>246.7</b>
<b>EBIT</b>	<b>75.4</b>	<b>119.9</b>	<b>115.3</b>	<b>73.8</b>	<b>133.7</b>	<b>149.5</b>	<b>168.4</b>	<b>185.1</b>	<b>190.6</b>
marża operacyjna	4.3%	5.8%	4.8%	5.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.9%	4.8%
Saldo z działalności finansowej	-41.0	-35.6	-37.8	-14.7	-31.2	-33.3	-34.1	-33.6	-33.4
<b>Zysk brutto</b>	<b>34.4</b>	<b>84.3</b>	<b>77.5</b>	<b>59.1</b>	<b>102.5</b>	<b>116.3</b>	<b>134.3</b>	<b>151.5</b>	<b>157.2</b>
marża brutto	2.0%	4.1%	3.2%	4.5%	3.7%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%
Podatek dochodowy	9.0	16.1	13.8	12.5	19.5	22.1	25.5	28.8	29.9
<b>Zysk netto</b>	<b>25.4</b>	<b>68.2</b>	<b>63.7</b>	<b>46.7</b>	<b>83.0</b>	<b>94.2</b>	<b>108.8</b>	<b>122.7</b>	<b>127.4</b>
marża netto	1.5%	3.3%	2.6%	3.6%	3.0%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%

Źródło: BM BGŻ.

p - prognozy BM BGŻ

**Tabela 3. Rachunek cash flow**

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011 1H	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>41.7</b>	<b>81.3</b>	<b>51.3</b>	<b>16.4</b>	<b>68.5</b>	<b>88.9</b>	<b>102.0</b>	<b>116.5</b>	<b>133.8</b>
Zysk netto	25.4	68.2	63.7	46.7	83.0	94.2	108.8	129.3	147.9
Amortyzacja	27.7	30.4	35.3	16.6	39.7	44.7	49.2	49.8	56.1
Zmiana kapitału obrotowego	6.5	10.4	45.7	38.6	54.3	49.9	55.9	62.7	70.2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-56.4</b>	<b>-20.5</b>	<b>-21.5</b>	<b>-13.5</b>	<b>-35.3</b>	<b>-39.7</b>	<b>-44.7</b>	<b>-49.2</b>	<b>-49.8</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	70.9	35.2	32.7	17.2	35.3	39.7	44.7	49.2	49.8
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>16.8</b>	<b>-58.5</b>	<b>-22.4</b>	<b>17.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>-51.3</b>	<b>-74.5</b>	<b>-67.6</b>	<b>-82.7</b>
Kredyty netto	89.3	-85.0	10.7	5.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Dywidenda	9.5	0.0	0.0	0.0	0.0	51.0	74.2	67.3	82.3
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>7.5</b>	<b>20.6</b>	<b>32.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>-17.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.3</b>
<b>Środki pieniężne:</b>									
<b>na początek okresu</b>	<b>22.9</b>	<b>25.1</b>	<b>27.4</b>	<b>34.9</b>	<b>34.9</b>	<b>67.8</b>	<b>65.7</b>	<b>48.5</b>	<b>48.3</b>
<b>na koniec okresu</b>	<b>25.1</b>	<b>27.4</b>	<b>34.9</b>	<b>55.5</b>	<b>67.8</b>	<b>65.7</b>	<b>48.5</b>	<b>48.3</b>	<b>49.6</b>

Źródło: BM BGŻ.

p - prognozy BM BGŻ

## Nota prawna

**Biuro Maklerskie BGŻ S.A.** prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

**Doradztwo Inwestycyjne**      telefon      adres email

Tomasz Dumala		22 329 43 40	<a href="mailto:tomasz.dumala@bgz.pl">tomasz.dumala@bgz.pl</a>
Marcin Lachowski		22 329 43 84	<a href="mailto:marcin.lachowski@bgz.pl">marcin.lachowski@bgz.pl</a>
Krzysztof Kozielec		22 329 43 44	<a href="mailto:krzysztof.kozielec@bgz.pl">krzysztof.kozielec@bgz.pl</a>
Adam Kubicki		22 329 43 46	<a href="mailto:adam.kubicki@bgz.pl">adam.kubicki@bgz.pl</a>

**Operacje Brokerskie**      telefon      adres email

Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	<a href="mailto:marek.niewiadomski@bgz.pl">marek.niewiadomski@bgz.pl</a>
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgz.pl">grzegorz.leszek@bgz.pl</a>
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	<a href="mailto:monika.dudek@bgz.pl">monika.dudek@bgz.pl</a>
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgz.pl">przemyslaw.borycki@bgz.pl</a>

**Oferty Publiczne (IPO)**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgz.pl">marek.jaczewski@bgz.pl</a>
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	<a href="mailto:boguslaw.baczyc@bgz.pl">boguslaw.baczyc@bgz.pl</a>

**Internetowe serwisy transakcyjne**      strona www

 Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html</a>
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html</a>

**Oddziały**      adres      telefon      adres      telefon

Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemysł	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03

Biuro Maklerskie Banku BGZ prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ i jest udostępniana klientom wyłącznie w celach informacyjnych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGZ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGZ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. W szczególności nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGZ jest zabronione.