

- Obniżamy prognozy zysku netto o 4% w 2015 r. oraz o 3% w 2016 r.
- Pozostawiamy 12M cenę docelową bez zmian na poziomie PLN 6.1 za akcję
- Spółka notowana na 6.0x 2015E P/E, z ponad 50% dyskontem do Kruka oraz 20% do Kredyt Inkaso

Rosnące dyskonto pomimo dobrych wyników za 2014 r.

Wyniki za 2014 r. skłoniły nas do nieznacznego obniżenia prognoz zysku netto o 4% w 2015r. oraz o 3% w 2016 r. Nadal oczekujemy jednak dwucyfrowego wzrostu zysków w 2015 r. (+14% r/r do PLN 28m) wspomaganego przede wszystkim przez rosnące wpłaty od dłużników (zakładamy PLN 59m wobec PLN 38m w 2014 r.). DT Partners pozostaje atrakcyjnie wyceniana (2015 P/E 6.0x) oraz jest jedną z najmniej zadłużonych spółek z sektora obrotu wierzytelnościami (dług netto/kapitały na poziomie 0.2x). Pomimo obniżenia prognoz pozostawiamy 12M cenę docelową DT Partners bez zmian na poziomie PLN 6.1 za akcję, wskazując na wzrost dyskonta do największych spółek windykacyjnych.

Wyniki 2014: zysk netto PLN 24.6m (-1% r/r, +30% r/r po skorygowaniu o zdarzenie jednorazowe). W 2014 r. zysk netto DT Partners wyniósł PLN 24.6m i po skorygowaniu o wpływ zdarzenia jednorazowego w 1H13, był wyższy o 30% r/r (zmiana zysku raportowanego wyniosła -1% r/r). Wzrost wyniku netto był wspierany przez rosnące spłaty (PLN 38m wobec skorygowanych PLN 26m w 2013 r.) oraz aktualizację portfeli (PLN 12.7m wobec PLN -1m w 2013 r.). Skorygowana EBITDA gotówkowa zwiększyła się do PLN 17.3m z PLN 14.7m w 2013.

W 2015 r. oczekujemy wzrostu zysku netto o 14% r/r do PLN 28m, o 4% niżej w poprzedniej prognozie. Nieco niższy niż oczekiwaliśmy poziom spłat w 2014 r. skłonił nas do nieznacznego obniżenia prognozy zysku netto w 2015 r. (o 4%). W dalszym ciągu oczekujemy jednak, że rosnące inwestycje w portfele (PLN 45m wobec PLN 28m w 2014 r.), oraz spłaty (odpowiednio PLN 59m wobec PLN 38m) przełożą się na wzrost zysku netto w 2015 r. o 14% r/r do PLN 28m.

Rosnące dyskonto do spółek porównywalnych. Na naszych prognozach DT Partners wyceniane jest na 6.0x 2015E P/E, tj. z ponad 50% dyskontem do Kruka oraz 20% do Kredyt Inkaso.

Wyceniamy DT Partners na PLN 6.1 za akcję. Wyceny akcji DT Partners dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych (PLN 7.0 na akcję), metodę porównawczą opartą na wskaźniku P/E (PLN 8.3 na akcję) oraz metodę porównawczą opartą na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa (PLN 3.3 na akcję). Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę DT Partners na poziomie PLN 6.1 za akcję.

Tabela 1. DT Partners – Podsumowanie wyceny

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Przychody	5.0	32.0	50.1	49.6	62.2	76.7
EBIT	-3.7	14.7	29.1	26.4	33.8	41.3
Zysk netto	-0.7	12.6	24.8	24.6	28.0	32.2
r/r (%)		na	97%	-1%	14%	15%
Skorygowany zysk netto*	-0.7	12.6	18.9	24.6	28.0	32.2
r/r (%)		na	50%	30%	14%	15%
P/E (x)	na	13.3	6.8	6.9	6.0	5.2
P/BV (x)	2.3	2.0	1.5	1.2	1.0	0.9

* skorygowany zdarzenie jednorazowe w 2013 r., którego wpływ na wynik netto spółka szacuje na PLN 5.9m,

Źródło: Dane spółki, prognozy DII research

Podstawowe informacje

Wycena akcji (PLN)	6.1
Cena bieżąca (PLN)	4.7
Min (52T)	3.5
Max (52T)	7.2
Liczba akcji (m)	35.7
Kapitalizacja (PLNm)	169
Dług netto (PLNm, 4Q14)	21.7
Śr. dzienny obrót (3M, PLN tys.)	18.3

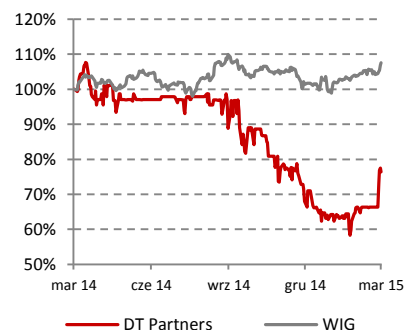
Akcjonariat

Paged	47.6
Jamico	16.1
Pioneer Pekao IM	9.4
Pozostali	27.0

Opis spółki

Podstawowym przedmiotem działalności DT Partners jest zakup wierzytelności oraz odzyskiwanie ich na własny rachunek. Spółka nabywa przede wszystkim portfele bankowe (94% portfela). Jednocześnie 59% wierzytelności stanowią portfele niedetaliczne. Na koniec 4Q14 wartość nominalna portfela wierzytelności wyniosła PLN 2.5 mld.

DT Partners vs. WIG: relatywny kurs akcji (12M)



Źródło: Bloomberg, DII research

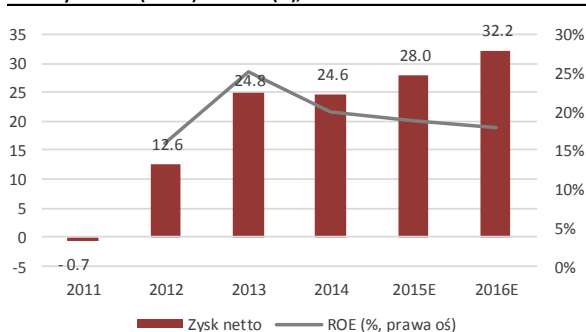
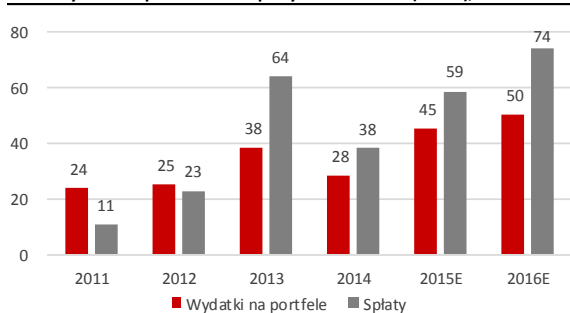
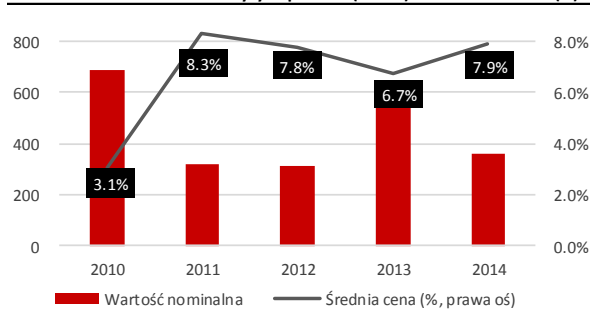
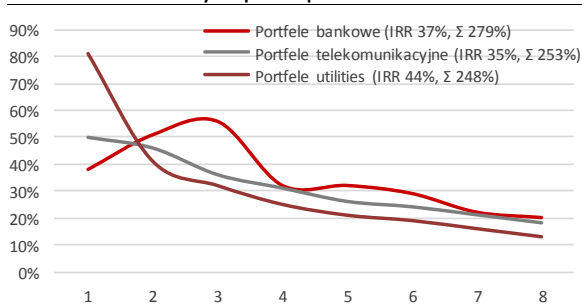
Michał Fidelus

(+48) 22 378 9212

Michal.Fidelus@investors.pl

DT Partners – wybrane dane, 2011-2016E
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
Rachunek wyników						
Przychody ze sprzedaży	5.0	32.0	50.1	49.6	62.2	76.7
Koszt własny sprzedaży	-3.3	-12.6	-15.2	-15.5	-18.7	-23.8
Zysk brutto ze sprzedaży	1.7	19.4	35.0	34.1	43.5	52.9
Koszty zarządu	-5.3	-4.2	-5.4	-8.0	-10.0	-11.8
Amortyzacja	-0.2	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
Koszty razem	-5.5	-4.7	-5.8	-8.4	-10.4	-12.3
EBIT	-3.7	14.7	29.1	26.4	33.8	41.3
EBITDA	-3.5	15.2	29.5	26.8	34.3	41.8
EBITDA gotówkowa*	7.1	38.0	14.7	17.3	33.3	42.5
Przychody finansowe netto	3.0	-2.0	-2.1	-2.9	-3.7	-5.6
Zysk brutto	-0.7	12.7	27.0	23.5	30.1	35.7
Podatek dochodowy	0.0	-0.1	-1.8	1.1	-2.1	-3.6
Zysk netto	-0.7	12.6	24.8	24.6	28.0	32.2
Bilans						
Aktywa trwałe	20.6	20.8	21.3	22.6	22.8	22.9
Wartość firmy	19.4	19.4	19.5	19.5	19.5	19.5
Wartości niematerialne	0.3	0.3	0.4	0.8	0.8	0.8
Rzeczowe aktywa trwałe	0.7	0.9	1.2	0.8	1.0	1.1
Aktywa obrotowe	69.2	91.7	122.2	149.7	199.5	256.5
Pozostałe aktywa finansowe	53.0	81.3	113.3	136.3	189.2	241.8
Gotówka	15.1	9.9	7.8	12.3	9.3	13.7
Aktywa razem	89.7	112.5	143.5	172.3	222.3	279.4
Kapitał własny	73.0	86.2	111.0	135.4	163.4	195.5
Kapitał podstawowy i zapasowy	82.9	84.3	97.2	111.0	111.0	111.0
Zysk netto roku bieżącego	-0.7	12.6	24.8	24.6	28.0	32.2
Zyski zatrzymane	-9.3	-10.8	-11.0	-0.2	24.4	52.4
Zobowiązania długoterminowe	14.5	14.7	13.9	30.0	55.0	80.0
Zobowiązania finansowe	14.5	14.7	12.1	29.5	54.5	79.5
Zobowiązania krótkoterminowe	2.2	11.6	18.6	6.9	3.9	3.9
Kredyty i pożyczki	0.0	7.1	0.0	3.0	0.0	0.0
Pozostałe zobowiązania finansowe	0.4	0.5	15.1	1.5	1.5	1.5
Pasywa razem	89.7	112.5	143.5	172.3	222.3	279.4
Rachunek przepływów pieniężnych						
Zysk netto	-0.7	12.6	24.8	24.6	28.0	32.2
Amortyzacja	0.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
Zmiana kapitału obrotowego	-1.9	-24.2	-32.2	-24.2	-52.9	-52.6
Odsetki i pozostałe	0.0	1.1	3.0	0.9	3.7	5.6
Przepływy z działalności operacyjnej	-2.4	-10.0	-4.0	1.7	-20.7	-14.4
Capex	-0.2	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
Pozostałe	3.4	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8.4	0.1	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6
Emisje akcji	12.0	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.0
Zmiana zob. fin.	14.1	6.7	4.7	6.6	22.0	25.0
Odsetki i pozostałe	-0.2	-2.5	-2.3	-2.9	-3.7	-5.6
Przepływy z działalności finansowej	25.9	4.7	2.3	3.4	18.3	19.4
Zmiana stanu środków pieniężnych	15.1	-5.2	-2.0	4.4	-3.0	4.4
Środki pieniężne na początek okresu	0.0	15.1	9.9	7.8	12.3	9.3
Środki pieniężne na koniec okresu	15.1	9.9	7.8	12.3	9.3	13.7
Rentowność (%)						
Marża zysku netto	-14%	40%	50%	50%	45%	42%
ROE	-1.0%	15.9%	25.2%	20.0%	18.8%	17.9%
ROA	-0.8%	12.5%	19.4%	15.6%	14.2%	12.8%
Zadłużenie						
Dług	14.9	22.3	27.2	34.0	56.0	81.0
Dług netto	-0.2	12.4	19.4	21.7	46.7	67.3
Dług netto/EBIT (x)	0.06	0.84	0.67	0.82	1.38	1.63
Dług/kapitał własny (x)	0.20	0.26	0.25	0.25	0.34	0.41
Dług netto/kapitał własny (x)	0.00	0.14	0.17	0.16	0.29	0.34
Dług/aktywa (x)	0.17	0.20	0.19	0.20	0.25	0.29
Dług netto/aktywa (x)	0.00	0.11	0.13	0.13	0.21	0.24
Wybrane dane						
Liczba akcji (m)	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
EPS (PLN)	0.0	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9
BVPS (PLN)	2.0	2.4	3.1	3.8	4.6	5.5
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/E (x)	na	13.3	6.8	6.9	6.0	5.2
P/BV (x)	2.3	2.0	1.5	1.2	1.0	0.9

DTP - zysk netto (PLNm) oraz ROE (%), 2011-2016E

DTP - wydatki na portfele oraz spłaty od dłużników (PLNm), 2011-2016E

DTP - wartość nominalna nabytych portfeli (PLNm) oraz średnia cena (%), 2010-2014

DTP - średnioważona krzywa spłat dla portfeli z lat 2009-2014

Czynniki ryzyka:

Dostrzegamy następujące czynniki ryzyka dla naszych prognoz/wyceny:

- 1) ryzyko pogorszenia sytuacji makroekonomicznej, skutkujące niższym niż zakładany poziomem wpłat od dłużników,
- 2) ryzyko przeszacowania wartości godziwej portfeli na etapie wyceny/zakupu,
- 3) ryzyko wzrostu konkurencji,
- 4) ryzyko niższych niż zakładane inwestycji w portfele,
- 5) ryzyko wzrostu stóp procentowych,
- 6) ryzyko regulacyjne,
- 7) ryzyko utraty kluczowego personelu,
- 8) ryzyko opóźnienia/niższych spłat z największych portfeli korporacyjnych

* skorygowana o wpływ zdarzeń jednorazowych (EBITDA + spłaty – przychody z windykacji nabytych portfeli). Źródło: Dane spółki, prognozy DII research

Omówienie wyników za 4Q14

4Q14: Wzrost zysku netto (do PLN 6.1m, +45% r/r) wspierany przez rosnące przychody odsetkowe.

- W IV kwartale 2014 r. zysk netto DT Partners wyniósł PLN 6.1m (+45% r/r, -3% kw./kw.).
- Wzrost w stosunku do 4Q13 wynikał przede wszystkim ze znacznie wyższych przychodów ze sprzedaży (PLN 13.0m, +62% r/r) na skutek rosnących przychodów odsetkowych (PLN 10.6m wobec PLN 3.6m w 4Q13).
- Wynik w 4Q14 w nieznacznym stopniu był również wspierany przez pozytywną aktualizację portfeli wierzytelności (PLN 1.4m wobec PLN 1.8m w 3Q14 oraz wobec PLN 3.3m w 4Q13).
- W 4Q14, w efekcie spłaty części zadłużenia (obligacje serii A o wartości PLN 13.4m oraz obligacje serii D o wartości PLN 1.25m) koszty finansowe spadły do PLN 0.6m wobec PLN 1.0m w 3Q14 oraz PLN 0.7m w 4Q13. Spółka zaraportowała również pozytywny podatek (PLN 0.1m wobec PLN 0.0m w 3Q14 oraz PLN 1.4m w 4Q13).
- Spadek długu netto na przestrzeni ostatniego kwartału (do PLN 21.7m z PLN 31.0m w 3Q14) przyczynił się do poprawy wskaźników zadłużenia. Wskaźnik długu netto do kapitału własnego na koniec 4Q14 zmniejszył się do 0.16x z 0.24x w 3Q14. Jednocześnie wskaźnik długu netto do 12-o miesięcznego zysku operacyjnego zmniejszył się do 0.8x z 1.3x w 3Q14.
- Wpłaty od dłużników były na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału i wyniosły PLN 10.7m wobec PLN 10.1m w 3Q14, a EBITDA gotówkowa zwiększyła się do odpowiednio PLN 5.5m z PLN 5.3m. Wydatki na portfele wyniosły PLN 2.3m (wobec PLN 9.3m w 3Q14).

Tabela 2. DT Partners – Wybrane dane finansowe, 4Q13-4Q14

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q13	3Q14	4Q14	r/r	kw./kw.
Przychody ze sprzedaży	8.0	12.5	13.0	62%	4%
Koszt własny sprzedaży	-3.6	-3.0	-5.4	49%	84%
Zysk brutto ze sprzedaży	4.4	9.5	7.6	73%	-21%
Koszty ogółem	-0.8	-3.0	-0.9	15%	-71%
EBIT	3.6	7.2	6.7	88%	-8%
EBITDA	3.6	7.4	6.8	88%	-8%
Przychody finansowe netto	-0.7	-1.0	-0.6	-8%	-32%
Zysk brutto	2.8	6.3	6.0	112%	-4%
Zysk netto	4.2	6.3	6.1	45%	-3%

Źródło: Dane spółki, prognozy DII research

2014 r.: Wzrost wyniku netto wspierany przez rosnące spłaty i aktualizację portfeli

Zysk netto DT Partners w 2014 r. wyniósł PLN 24.6m i po skorygowaniu o wpływ zdarzenia jednorazowego w 1H13, był wyższy o 30% r/r. (zmiana zysku raportowanego wyniosła -1% r/r). Wzrost wyniku był wspierany przez rosnące spłaty (PLN 38m wobec PLN 26m w 2013 r.) oraz aktualizację portfeli (PLN 12.7m wobec PLN -1m w 2013 r.).

- W 2014 r. **zysk netto** DT Partners wyniósł PLN 24.6m wobec PLN 24.8m w 2013 r. (spadek 1% r/r). Po wyłączeniu zdarzenia jednorazowego z pierwszej połowy 2013 r., którego wpływ na wynik spółka szacuje na PLN 5.9m, zysk netto wzrósł o 30% r/r.
- Wzrost zysku netto r/r wynikał przede wszystkim ze znacznie wyższych **przychodów ze sprzedaży** (PLN 49.6m, +61% r/r po wyłączeniu zdarzenia jednorazowego) na skutek rosnących przychodów odsetkowych (PLN 47.6m wobec PLN 28.8m w 2013).
- Na wzrost przychodów odsetkowych istotny wpływ miały wyższe r/r **wpłaty gotówkowe** od dłużników (PLN 38m wobec PLN 26m w 2013 r. lub PLN 64m z uwzględnieniem zdarzenia jednorazowego). EBITDA gotówkowa wzrosła do PLN 17.3m z PLN 14.7m w 2013 r. (EBITDA gotówkowa nieskorygowana o zdarzenie jednorazowe wyniosła w 2013 r. PLN 45.3m).
- Do wzrostu wyniku netto przyczyniła się również pozytywna **aktualizacja portfeli** wierzytelności w wysokości PLN 12.7m wobec PLN 1.0m negatywnej aktualizacji w 2013 r. Znaczna część wartości aktualizacji (PLN 9.6m) była wynikiem zmiany sposobu rozpoznawania wpływów z portfeli w 2Q14.
- Dług** w 2014 r. wzrósł do PLN 34m z PLN 27.2m w 2013 r., a dług netto do odpowiednio PLN 21.7m z PLN 19.4m. Wskaźniki dłużne pozostały jednak na bardzo niskich – na tle branży - poziomach. Wskaźnik długu netto do kapitałów spadł nieznacznie do 0.16x z 0.17x, zaś rosnące spłaty wpłynęły na poprawę wskaźnika dług netto/EBITDA gotówkowa do 1.26x z 1.32x w 2013 r. (przy EBITDA skorygowanej o wpływ zdarzenia jednorazowego).
- W związku z zamknięciem działalności polegającej na udzielaniu pożyczek masowych klientom indywidualnym na początku 2014 r., dla zachowania porównywalności danych finansowych, DT Partners skorygowało dane finansowe za 2013 r. wykazując jednocześnie PLN 0.4m straty netto z **działalności zaniechanej**.

Wykres 1. DT Partners – Wybrane dane, 2013-2014

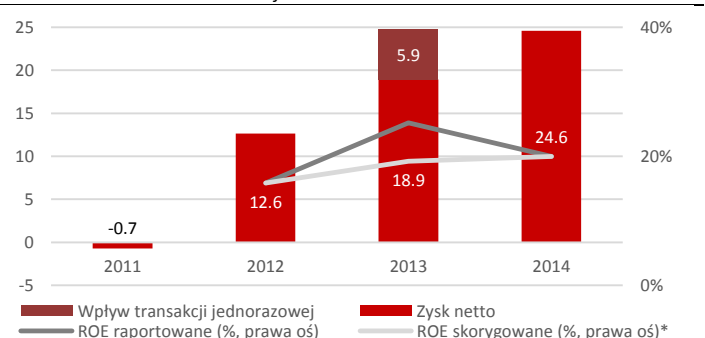
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2013	2013*	2014	r/r	r/r *
Przychody ze sprzedaży	50.1	30.8	49.6	-1%	61%
Zysk brutto ze sprzedaży	35.0	23.1	34.1	-2%	48%
Koszty	-5.8	-5.8	-8.4	45%	45%
EBIT	29.1	17.2	26.4	-9%	53%
EBITDA	29.5	17.6	26.8	-9%	52%
EBITDA gotówkowa	45.3	14.7	17.3	-62%	18%
Zysk brutto	27.0	15.1	23.5	-13%	56%
Zysk netto	24.8	18.9	24.6	-1%	30%

* skorygowane o wpływ transakcji jednorazowej w 1H13, Źródło: Dane spółki, DII research

Wykres 2. DT Partners - zysk netto oraz ROE, 2011-2014

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



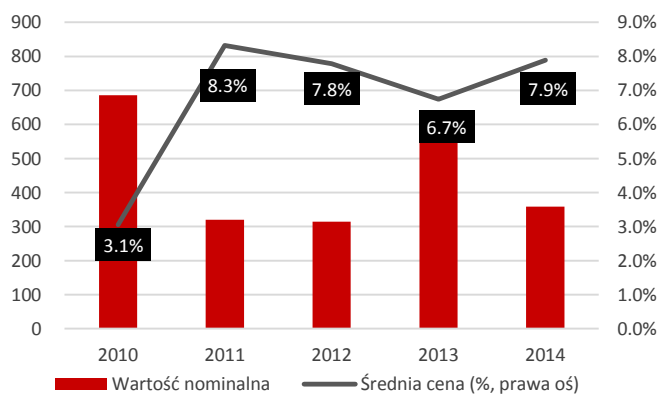
* ROE skorygowane o wpływ transakcji jednorazowej, Źródło: Dane spółki, DII research

W 2014 r. inwestycje DT Partners w portfele spadły do PLN 28 (z PLN 38m rok wcześniej), jednak spłaty gotówkowe wzrosły (do odpowiednio PLN 38m z PLN 26m po skorygowaniu o zdarzenie jednorazowe). Portfel wierzytelności spółki zdominowany jest przez portfele bankowe, niedetaliczne. Średnioważona krzywa spłat w DT Partners dla portfeli nabytych w latach 2009-2014 to krzywa 8-o letnia z sumą spłat z portfela w wysokości 276% (IRR 37%).

W 2014 r. inwestycje w portfele wierzytelności istotnie spadły do PLN 28m wobec PLN 38m w roku poprzednim. Spółka spłaciła jednak z własnych środków PLN 14.8m obligacji. Wpłaty od dłużników wzrosły do poziomu PLN 38m z PLN 26m w 2013 r. (nie uwzględniając dodatkowej wpłaty z tytułu transakcji jednorazowej o wartości PLN 38m). Jednocześnie struktura portfela w ciągu ostatniego roku nie zmieniła się istotnie. Niemal 60% portfela wierzytelności spółki stanowią portfele niedetaliczne, a ze względu na rodzaj wierzytelności dominują należności bankowe (94%).

Wykres 3. DT Partners – wartość nominalna nabytych portfeli oraz średnia cena*, 2010-2014

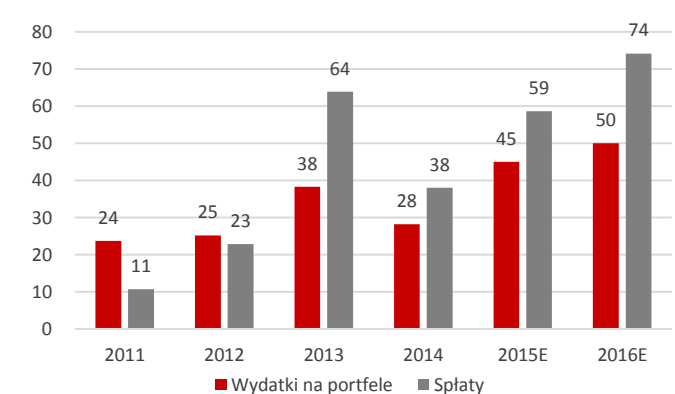
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej



* Średnia cena oszacowana jako stosunek wydatków na portfele do wartości nominalnej nabytych spraw. Źródło: Dane spółki, DII research

Wykres 4. DT Partners – wydatki na portfele oraz wpłaty od dłużników, 2011-2016E

PLNm

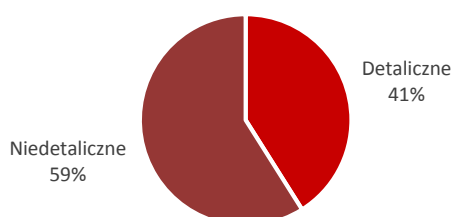


Źródło: Dane spółki, prognozy DII research

Ze względu na nieco inny niż u największych konkurentów profil działalności DT Partners (oparty o zakupy relatywnie małych portfeli niedetalicznych) cena zakupu portfela płacona przez spółkę w 2014 r., podobnie jak w poprzednich latach, była niższa niż średnia rynkowa. W 2014 r. DT Partners płaciło średnio 7.9% wartości nominalnej (6.7% w 2013 r.) wobec średniej rynkowej na poziomie około 14% (oraz 9.5% w 2013 r.). Zwracamy jednak uwagę, że istotny wzrost średniej ceny rynkowej w 2014 r. wynikał ze znacznych transakcji nabyć portfeli wierzytelności hipotecznych. DT Partners jak dotąd nie dokonało zakupu istotnych pakietów wierzytelności hipotecznych.

Wykres 5. DT Partners - struktura portfela wierzytelności wg wartości, 2014

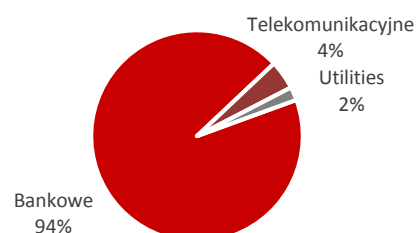
%



Źródło: Dane spółki, DII research

Wykres 6. DT Partners - struktura portfela wierzytelności wg wartości, 2014

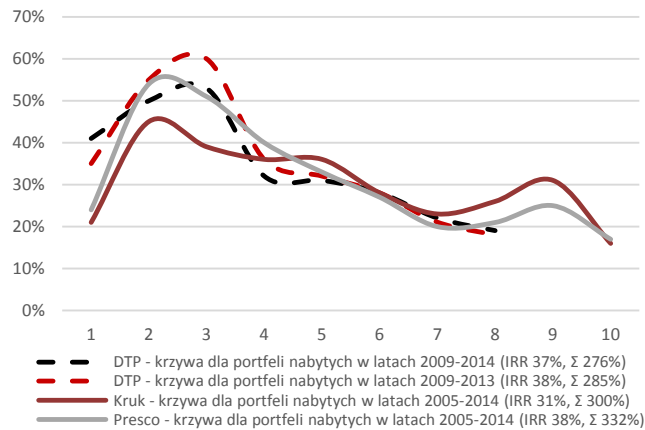
%



Źródło: Dane spółki, DII research

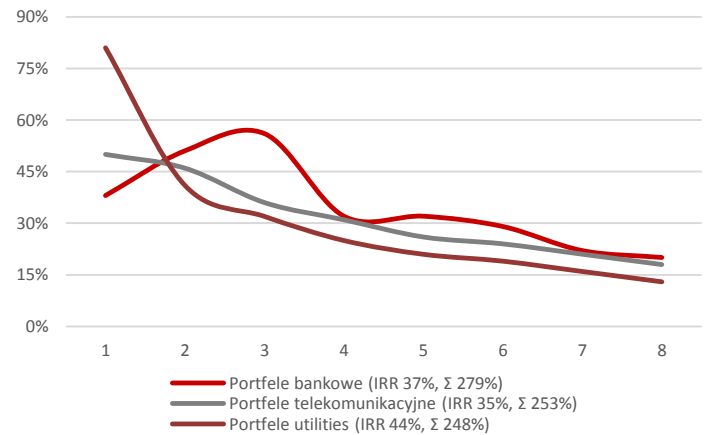
Średnioważona krzywa spłat w DT Partners dla portfeli nabytych w latach 2009-2014 to krzywa 8-o letnia z sumą spłat z portfela w wysokości 276% (IRR 37%). Zarówno kształt, jak i suma spłat z krzywej w DT Partners są zbliżone do charakterystyki krzywych rynkowych konkurentów. Średnioważona krzywa spłat dla portfeli nabywanych w latach 2005-2014 w Kruku i Presco to krzywe 10-o letnie z sumą spłat odpowiednio 300% (IRR 31%) oraz 312% (IRR 35%).

Wykres 7. DT Partners, Kruk, Presco – średnioważona krzywa spłat



Źródło: Dane spółki, DII research

Wykres 8. DT Partners – średnioważona krzywa spłat dla portfeli nabytych w latach 2009-2014



Źródło: Dane spółki, DII research

Zmiana prognoz na lata 2015-2016E

Wyniki za 2014 r. skłoniły nas do nieznacznego obniżenia naszych prognoz oczekiwanego zysku netto o 4% w 2015 r. oraz o 3% w 2016 r.

- Niższy niż oczekiwaliśmy poziom wpłat gotówkowych w 2014 r. skłonił nas do obniżenia oczekiwanych spłat do PLN 59m z PLN 65m w 2015 r. oraz do PLN 74m z PLN 81m w 2016 r. Jednocześnie obniżamy oczekiwane przychody ze sprzedaży o 7% w 2015 r. oraz o 5% w 2016 r.
- Niższy niż zakładaliśmy poziom kosztów zarządu skłonił nas do obniżenia prognoz kosztów ogółem o 11% w 2015 r. oraz o 6% w 2016 r.
- Przy nieco obniżonych oczekiwanych kosztach obsługi długu (PLN 3.7m w 2015 r. wobec PLN 4.3m oczekiwanych poprzednio oraz odpowiednio PLN 5.6m wobec PLN 6.2m w 2016 r.) obniżamy nasze prognozy zysku netto o 4% w 2015 r. oraz o 3% w 2016 r.

Tabela 3. DT Partners – Zmiana prognoz, 2014-2016E

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2014E	2014	Zmiana (%)	2015E	2015E	Zmiana (%)	2016E	2016E	Zmiana (%)
	Poprzednie	Raportowane		Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Przychody ze sprzedaży	52.2	49.6	-5%	66.7	62.2	-7%	80.3	76.7	-5%
Koszt własny sprzedaży	-15.1	-15.5	2%	-19.3	-18.7	-4%	-24.1	-23.8	-1%
Zysk brutto ze sprzedaży	37.1	34.1	-8%	47.4	43.5	-8%	56.2	52.9	-6%
Koszty ogółem	-9.8	-8.4	-14%	-11.7	-10.4	-11%	-13.1	-12.3	-6%
EBIT	27.2	26.4	-3%	35.7	33.8	-5%	43.2	41.3	-4%
EBITDA	27.8	26.8	-4%	36.3	34.3	-6%	43.8	41.8	-5%
Przychody finansowe netto	-2.7	-2.9	7%	-4.3	-3.7	-14%	-6.2	-5.6	-10%
Zysk brutto	24.5	23.5	-4%	31.4	30.1	-4%	37.0	35.7	-3%
Zysk netto	25.4	24.6	-3%	29.2	28.0	-4%	33.3	32.2	-3%

Źródło: Dane spółki, prognozy DII research

Wycena: PLN 6.1 za akcję

Wyceny akcji DT Partners dokonujemy w oparciu o metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych (waga 25%), metodę porównawczą opartą na wskaźniku P/E (waga 25%) oraz metodą porównawczą opartą na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa (waga 50%). Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę DT Partners na poziomie PLN 6.1 za akcję.

Tabela 4. DT Partners – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

	Wycena	Waga
Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych	7.0	25%
Metoda porównawcza P/E	8.3	25%
Metoda porównawcza EV/EBITDA gotówkowa	3.3	50%
Średnia ważona	5.5	
Koszt kapitału własnego (%)	12.0%	
12M cena docelowa	6.1	
Cena rynkowa	4.7	
Potencjał wzrostu (%)	30%	

Źródło: DII research

Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

W modelu zdyskontowanych zysków rezydualnych bazujemy na kapitałach własnych na koniec 2014 r., do których dodajemy sumę zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowaną wartość rezydualną. Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.0%, Beta 2.0 oraz premię za ryzyko 4.5%, co implikuje koszt kapitału na poziomie 12.0%. Zakładamy również stopę wzrostu po okresie prognozy równą 3.0%. Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych implikuje cenę akcji DT Partners na poziomie PLN 7.0 za akcję.

Tabela 5. DT Partners – Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Terminal
Zysk netto	25	28	32	35	39	43	44
Zmiana r/r (%)		14%	15%	10%	10%	10%	3.0%
Kapitał własny	135	163	196	231	263	298	320
Wskaźnik wypłaty dywidendy (%)		0%	0%	20%	20%	50%	81%
ROE (%)	20.0%	18.8%	17.9%	16.6%	15.8%	15.3%	16.0%
Koszt kapitału własnego (%)	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	8.0%	6.8%	5.9%	4.6%	3.8%	3.3%	4.0%
Zysk rezydualny		10.1	10.6	9.8	9.3	9.2	12.4
Zdyskontowany zysk rezydualny		9.0	8.5	7.0	5.9	5.2	78.0
Stopa wzrostu g (%)	3.0%						
Suma zdyskontowanych zysków rezydualnych	36						
Zdyskontowana wartość rezydualna	78						
Kapitał własny na koniec 2014 r.	135						
Wartość spółki	249						
Liczba akcji (m)	35.7						
Wartość na akcję (PLN)	7.0						
Cena rynkowa (PLN)	4.72						
Potencjał wzrostu/spadku (%)	48.3%						

Źródło: DII research

Tabela 6. DT Partners – Wrażliwość wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych
 PLN o ile nie zaznaczono inaczej

		ROE w długim terminie						
		14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
COE* (%)	11.0%	7.3	7.6	7.9	8.2	8.6	8.9	9.2
	11.5%	6.7	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2	8.4
	12.0%	6.1	6.4	6.7	7.0	7.2	7.5	7.8
	12.5%	5.7	5.9	6.2	6.4	6.7	6.9	7.2
	13.0%	5.3	5.5	5.7	6.0	6.2	6.4	6.7

* Koszt kapitału własnego, Źródło: DII research

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku P/E

Wyceny porównawczej DT Partners w oparciu o wskaźnik P/E dokonujemy względem dwóch krajowych konkurentów notowanych na GPW: Kruka i Kredyt Inkaso. Przyjmujemy wagę 50% dla roku 2015 oraz 50% dla roku 2016. Nasza wycena porównawcza oparta na P/E implikuje cenę akcji DT Partners na poziomie PLN 8.3 za akcję.

Tabela 7. DT Partners – Wycena porównawcza oparta na wskaźniku P/E *

	Kapitalizacja (PLNm)	P/E		P/BV		ROE (%)	
		2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Kruk	2,309	13.7	12.3	3.3	2.8	25.4%	24.3%
Kredyt Inkaso	323	7.5	6.0	1.2	1.1	17.4%	na
Mediana		10.6	9.2	2.3	2.0	21.4%	24.3%
DT Partners	169	6.0	5.2	1.0	0.9	18.8%	17.9%
Premia/dyskonto do:							
Kruk		-56%	-57%	-69%	-70%		
Kredyt Inkaso		-20%	-13%	-15%	-20%		
Mediany		-43%	-43%	-54%	-56%		
Implikowana cena (PLN)		8.3	8.3	10.3	10.7		
Waga (%)		50%	50%				
Wycena akcji (PLN)		8.3					

* Dla Kredyt Inkaso rok obrotowy kończący się 31.03. kolejnego roku, Źródło: Bloomberg, prognozy DII research dla DTP

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa

Wyceny porównawczej DT Partners w oparciu o wskaźnik EV/EBITDA gotówkowa dokonujemy również względem Kruka oraz Kredyt Inkaso. EBITDA gotówkowa kalkulowana jest jako EBITDA powiększona o oczekiwane spłaty oraz pomniejszona o przychody z nabytych portfeli. Przyjmujemy wagę 40% dla roku 2014 oraz 60% dla roku 2015. Nasza wycena porównawcza oparta na EV/EBITDA gotówkowa implikuje cenę akcji DT Partners na poziomie PLN 3.3 za akcję.

Tabela 8. DT Partners – Wycena porównawcza oparta na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa*

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

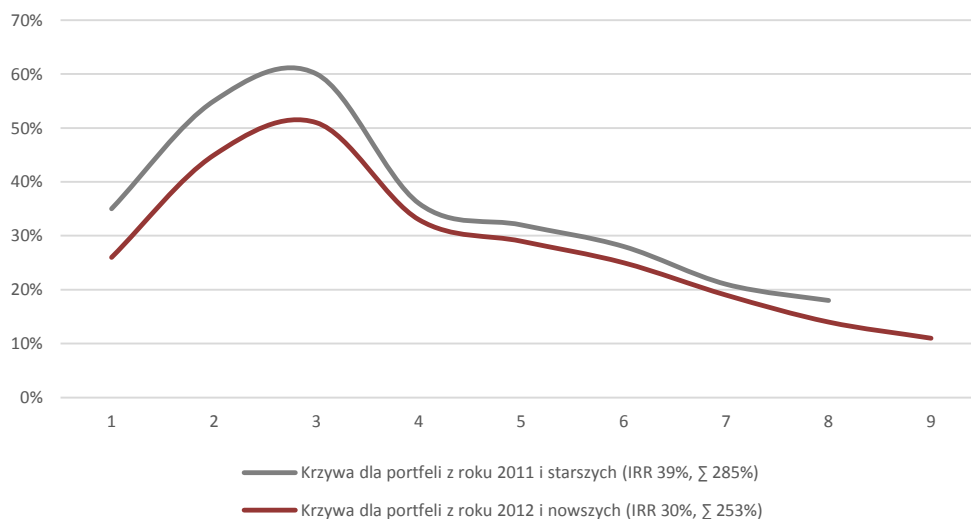
	2014E			2015E		
	Kruk	Kredyt Inkaso	DTP	Kruk	Kredyt Inkaso	DTP
EBITDA	220	62	27	226	74	34
Przychody	442	88	48	485	125	60
Wpłaty	676	128	38	714	170	59
EBITDA gotówkowa	453	102	17	455	119	33
EV/EBITDA gotówkowa (x)	6.8	6.0	11.0	6.7	4.5	6.5
Średnia dla Kruk i Kredyt Inkaso (x)	6.4			5.6		
Implikowana cena akcji DT Partners (PLN)	2.5			3.9		
Waga (%)	40%			60%		
Implikowana cena akcji DT Partners (PLN)	3.3					

*EBITDA gotówkowa rozumiana jako EBITDA + wpłaty od dłużników – przychody z nabytych portfeli. Źródło: Prognozy DII research

Prognozy finansowe

- Po wzroście wyniku netto w 2014 r. do PLN 24.8m (-1% r/r oraz +30% r/r po wyłączeniu zdarzenia jednorazowego) oczekujemy dalszego wzrostu zysku netto do PLN 28.0m (+14% r/r) w 2015 r. oraz do PLN 32.2m (+15% r/r) w 2016 r.
- Zakładamy, że inwestycje w portfele wzrosną z poziomu PLN 28m w 2014 r. (wobec PLN 38.3m w 2013 r.) do PLN 45m w 2015 r. oraz do PLN 50 m w 2016 r.
- Oczekujemy, że zwiększające się inwestycje w portfele przełożą się na rosnące wpłaty od dłużników. Zakładamy wpłaty na poziomie PLN 59m w 2015 r. oraz PLN 74m w 2016 r.
- W naszych prognozach przyjmujemy dwie krzywe w zależności od daty zakupu portfela. Dla portfeli nabytych w 2011 r. i starszych przyjmujemy krzywą z IRR na poziomie 39% oraz sumą spłat z krzywej równą 285% inwestycji. Dla portfeli nabytych w 2012 r. i później przyjmujemy krzywą z IRR na poziomie 30% oraz sumą spłat z krzywej równą 253% inwestycji.

Wykres 9. DT Partners – Założenia średnioważonych krzywych spłat



Źródło: Prognozy DII research

Tabela 9. DT Partners - Rachunek wyników, 2011-2016E

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2011	2012	r/r (%)	2013	r/r (%)	2014	r/r (%)	2015E	r/r (%)	2016E	r/r (%)
Przychody ze sprzedaży	5.0	32.0	541%	50.1	57%	49.6	-1%	62.2	25%	76.7	23%
Koszt własny sprzedaży	-3.3	-12.6	285%	-15.2	20%	-15.5	2%	-18.7	21%	-23.8	27%
Zysk brutto ze sprzedaży	1.7	19.4	<i>nm</i>	35.0	80%	34.1	-2%	43.5	28%	52.9	21%
Koszty zarządu	-5.3	-4.2	-19%	-5.4	27%	-8.0	48%	-10.0	25%	-11.8	18%
Amortyzacja	-0.2	-0.5	106%	-0.4	-9%	-0.5	11%	-0.5	0%	-0.5	0%
Koszty razem	-5.5	-4.7	-14%	-5.8	24%	-8.4	45%	-10.4	24%	-12.3	18%
EBIT	-3.7	14.7	<i>nm</i>	29.1	98%	26.4	-9%	33.8	28%	41.3	22%
EBITDA	-3.5	15.2	<i>nm</i>	29.5	95%	26.8	-9%	34.3	28%	41.8	22%
Koszty finansowe netto	3.0	-2.0	<i>nm</i>	-2.1	6%	-2.9	37%	-3.7	27%	-5.6	51%
Zysk brutto	-0.7	12.7	<i>nm</i>	27.0	112%	23.5	-13%	30.1	28%	35.7	19%
Podatek dochodowy	0.0	-0.1	<i>nm</i>	-1.8	<i>nm</i>	1.1	<i>nm</i>	-2.1	<i>nm</i>	-3.6	69%
Zysk netto	-0.7	12.6	<i>nm</i>	24.8	97%	24.6	-1%	28.0	14%	32.2	15%

Źródło: Dane spółki, prognozy DII Research

Tabela 10. DT Partners - Bilans, 2011-2016E
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2011	2012	r/r (%)	2013	r/r (%)	2014	r/r (%)	2015E	r/r (%)	2016E	r/r (%)
Aktywa trwałe	20.6	20.8	1%	21.3	2%	22.6	6%	22.8	1%	22.9	1%
Wartości niematerialne	0.3	0.3	5%	0.4	47%	0.8	110%	0.8	0%	0.8	0%
Rzeczowe aktywa trwałe	0.7	0.9	30%	1.2	33%	0.8	-30%	1.0	17%	1.1	15%
Aktywa obrotowe	69.2	91.7	33%	122.2	33%	149.7	22%	199.5	33%	256.5	29%
Pozostałe aktywa finansowe	53.0	81.3	53%	113.3	39%	136.3	20%	189.2	39%	241.8	28%
Gotówka	15.1	9.9	-35%	7.8	-21%	12.3	57%	9.3	-25%	13.7	48%
Aktywa razem	89.7	112.5	25%	143.5	28%	172.3	20%	222.3	29%	279.4	26%
Kapitał własny	73.0	86.2	18%	111.0	29%	135.4	22%	163.4	21%	195.5	20%
Kapitał podstawowy i zapasowy	82.9	84.3	2%	97.2	15%	111.0	14%	111.0	0%	111.0	0%
Zysk netto roku bieżącego	-0.7	12.6	nm	24.8	97%	24.6	-1%	28.0	14%	32.2	15%
Zyski zatrzymane	-9.3	-10.8	nm	-11.0	2%	-0.2	-98%	24.4	nm	52.4	115%
Zobowiązania długoterminowe	14.5	14.7	1%	13.9	-6%	30.0	116%	55.0	83%	80.0	45%
Zobowiązania finansowe	14.5	14.7	1%	12.1	-18%	29.5	143%	54.5	85%	79.5	46%
Zobowiązania krótkoterminowe	2.2	11.6	417%	18.6	60%	6.9	-63%	3.9	-44%	3.9	0%
Pozostałe zobowiązania finansowe	0.4	0.5	38%	15.1	2723%	1.5	-90%	1.5	0%	1.5	0%
Pasywa razem	89.7	112.5	25%	143.5	28%	172.3	20%	222.3	29%	279.4	26%

Źródło: Dane spółki, prognozy DII Research
Tabela 11. DT Partners - Rachunek przepływów pieniężnych, 2011-2016E
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2011	2012	r/r (%)	2013	r/r (%)	2014	r/r (%)	2015E	r/r (%)	2016E	r/r (%)
Zysk netto	-0.7	12.6	nm	24.8	97%	24.6	-1%	28.0	14%	32.2	15%
Amortyzacja	0.2	0.5	106%	0.4	-9%	0.5	11%	0.5	0%	0.5	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-1.9	-24.2	nm	-32.2	33%	-24.2	-25%	-52.9	119%	-52.6	-1%
Odsetki i pozostałe	0.0	1.1	nm	3.0	163%	0.9	-70%	3.7	323%	5.6	51%
Przepływy z działalności operacyjnej	-2.4	-10.0	nm	-4.0	-60%	1.7	nm	-20.7	nm	-14.4	-31%
Capex	-0.2	-0.3	nm	-0.7	165%	-0.6	-13%	-0.6	0%	-0.6	0%
Pozostałe	3.4	0.3	-91%	0.3	9%	0.2	-43%	0.0	nm	0.0	nm
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8.4	0.1	nm	-0.3	nm	-0.7	95%	-0.6	-11%	-0.6	0%
Emisje akcji	12.0	0.6	-95%	0.0	nm	-0.2	nm	0.0	nm	0.0	nm
Zmiana zob. fin.	14.1	6.7	-52%	4.7	-30%	6.6	41%	22.0	235%	25.0	14%
Odsetki i pozostałe	-0.2	-2.5	nm	-2.3	-8%	-2.9	26%	-3.7	26%	-5.6	51%
Przepływy z działalności finansowej	25.9	4.7	-82%	2.3	-51%	3.4	46%	18.3	439%	19.4	6%
Zmiana stanu środków pieniężnych	15.1	-5.2	nm	-2.0	-61%	4.4	nm	-3.0	nm	4.4	nm
Środki pieniężne na początek okresu	0.0	15.1	nm	9.9	-35%	7.8	-21%	12.3	57%	9.3	-25%
Środki pieniężne na koniec okresu	15.1	9.9	-35%	7.8	-21%	12.3	57%	9.3	-25%	13.7	48%

Źródło: Dane spółki, prognozy DII Research

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

DI Investors podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez DI Investors.

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ DI INVESTORS NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. DI INVESTORS ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

DI Investors nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci DI Investors. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej DI Investors, DI Investors oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdującymi się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW O PUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. DI Investors niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCNEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALÉŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W okresie ostatnich 12 miesięcy DI Investors świadczył na rzecz Emitenta usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej tj. pełnił rolę oferującego przy zatwierdzeniu prospektu emisyjnego oraz wprowadzeniu/dopuszczeniu akcji Emitenta do obrotu na rynku regulowanym. Ponadto, DI Investors pełnił rolę oferującego przy emisji dłużnych instrumentów finansowych przez Emitenta oraz obecnie świadczy na jego rzecz usługę ewidencji papierów wartościowych. Z tytułu świadczenia tak opisanych usług maklerskich, DI Investors otrzymał od Emitenta wynagrodzenie. DI Investors nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy będzie świadczył na rzecz podmiotu opisanego w poprzednim zdaniu usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej i otrzymywał z tego tytułu dalsze wynagrodzenie. DI Investors w okresie ostatnich 12 miesięcy zawarł z Emitentem umowę o odpłatne świadczenie usług Equity Research Partner, w wykonaniu której sporządzony został niniejszy raport inicjacyjny. DI Investors w ramach świadczenia tej usługi w okresie kolejnych 12 miesięcy będzie publikował aktualizację tego dokumentu.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DI Investors nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI Investors otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH TRANSAKCI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW, DOKONYWANYCH PRZEZ DI INVESTORS LUB PODMIOTY Z NIM POWIĄZANE WE WSKAZANYM POWYŻEJ ZAKRESIE.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analitycy DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI Investors, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

DI Investors nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

DI Investors zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

DI Investors podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 8 rekomendacji kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 11 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacje Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors wydał 6 rekomendacji, które nie wskazywały ceny docelowej ani kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 67 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, DI Investors opublikował w dniu 20 listopada 2014 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie cena docelowa dla akcji Emitenta została wyznaczona na 6,1PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 4,6PLN. Raport analityczny nie zawierał kierunku inwestycyjnego.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosiło się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2015 DI Investors S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DI Investors korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać możliwość niepełnego uwzględnienia wartości aktywów trwałych i zobowiązań w poszczególnych liniach biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgowa

BV - wartość księgowa

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE