

Aktualizacja raportu

- Pozostawiamy prognozy zysku netto 2015E oraz 2016E bez zmian
- Podwyższamy 12M cenę docelową do PLN 6.4 z PLN 6.3 na akcję
- Wycena 5.8x 2015E P/E, z ponad 60% dyskontem do Kruka oraz 30% do Kredyt Inkaso

Przyspieszenie w 2Q, zgodnie z oczekiwaniami.

Pozostawiamy nasze prognozy zysku netto na 2015 r. oraz 2016 r. bez zmian, jednak ze względu na wyższe wskaźniki wyceny spółek porównywalnych podwyższamy naszą 12M cenę docelową do PLN 6.4 z PLN 6.3 poprzednio. DTP pokazała solidne wyniki za 2Q15 w głównej mierze dzięki rosnącym spłatom od dłużników, które według naszych oczekiwań, powinny utrzymać obecny wysoki poziom do końca roku (zakładamy PLN 54m, +41% r/r w 2015 r.). Oczekujemy, że rosnące odzyski przyczynią się do dwucyfrowego wzrostu zysku netto w 2015 r. (PLN 28m, +14% r/r). Na naszych prognozach DTP jest wyceniana na 5.8x P/E, tj. z ponad 60% dyskontem do Kruka oraz 30% dyskontem do Kredyt Inkaso.

Solidne wyniki 2Q15. W 2Q15 zysk netto DTP wyniósł PLN 7.6m (+13% r/r, +23% kw./kw.). Wzrost zysków w dużej mierze wynikał z rosnących wpłat od dłużników (PLN 14.7m wobec PLN 9.7m w 1Q15 oraz PLN 9.3m w 2Q14). Na zakupy portfeli w 2Q15 DTP wydała PLN 8.6m (wobec PLN 4.6m w 1Q15 oraz PLN 12.5m w 2Q14). Spółka nie rozpoznała aktualizacji wycen pakietów wierzytelności, a amortyzacja portfeli wyniosła PLN 1.0m. EBITDA gotówkowa wzrosła do PLN 7.4m (+140% r/r, +100% kw./kw.). Według informacji Zarządu, średniomiesięczne odzyski z 2Q15 na poziomie PLN 4.5-5.0m są powtarzalne w najbliższych kwartałach.

Podtrzymujemy prognozę PLN 28m zysku netto w 2015 r. (+14% r/r). Wyniki za 2Q15 skłoniły nas do nieznacznych zmian prognoz przychodów, kosztów własnych sprzedaży oraz kosztów ogółem. Nieznacznie obniżamy również prognozy inwestycji w portfele (do PLN 40m z PLN 45m poprzednio) oraz – ze względu na brak oczekiwaną przez nas jednorazowej spłaty – prognozy odzysków (do PLN 54m z PLN 59m). Prognozy zysku netto pozostawiamy jednak bez zmian. Oczekujemy, że rosnące inwestycje w portfele (+42% r/r) oraz spłaty (+41% r/r) przełożą się na wzrost zysku netto w 2015 r. o 14% r/r do PLN 27.9m.

Oczekujemy kontynuacji polityki dywidendowej. Z zysków za 2014 r. oraz w ramach zaliczki za 2015 r. DTP wypłaciła dywidendę w wysokości PLN 0.18 na akcję (DY 4.0%). Oczekujemy, że w długim terminie spółka będzie regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Z zysków za 2015 r. oczekujemy łącznie DPS PLN 0.12, DY 2.6%, za 2016 r. DPS PLN 0.14, DY 3.0%.

Wyceniamy DT Partners na PLN 6.4 za akcję. Wyceny akcji DT Partners dokonujemy głównie w oparciu metodę porównawczą opartą na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa (PLN 5.4 na akcję), która naszym zdaniem najlepiej odzwierciedla zdolność spółki do generowania spłat. Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz metoda porównawcza oparta na P/E implikują wycenę DTP na poziomie odpowiednio PLN 7.2 oraz PLN 9.9. Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę DT Partners na poziomie PLN 6.4 za akcję.

Tabela 1. DT Partners: Wybrane dane, 2012-2017E

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Zysk netto	12.6	24.8	24.6	27.9	32.7	35.1
Zmiana r/r (%)	na	97%	-1%	14%	17%	8%
Skorygowany zysk netto*	12.6	18.9	24.6	27.9	32.7	35.1
Zmiana r/r (%)	na	50%	30%	14%	17%	8%
ROE	15.9%	25.2%	20.0%	18.9%	18.8%	17.3%
P/E (x)	12.8	6.5	6.6	5.8	4.9	4.6
P/BV (x)	1.9	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA gotówkowa (x)	4.6	4.0	10.6	6.8	5.0	4.7

* W 2013 r. skorygowany o zdarzenie jednorazowe, Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podstawowe informacje

12M cena docelowa (PLN)	6.4
Cena bieżąca (PLN)	4.5
Poprzednia cena docelowa	6.3
Min (52T)	3.4
Max (52T)	5.9
Liczba akcji (m)	35.7
Kapitalizacja (PLNm)	161
Dług netto (PLNm, 2Q15)	26.9
Śr. dzienny obrót (3M, PLN tys.)	10.2

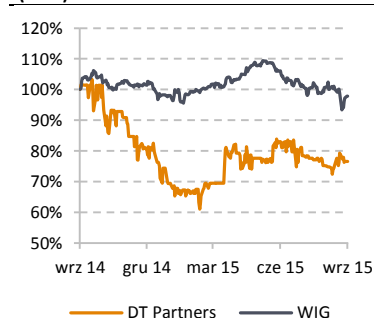
Akcjonariat

	%
Paged	47.6
Jamico	16.0
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 (91% portfela). Jednocześnie 59% wierzytelności stanowią portfele niedetaliczne. Na koniec 2Q15 wartość nominalna portfela wierzytelności wyniosła PLN 2.5 mld.

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



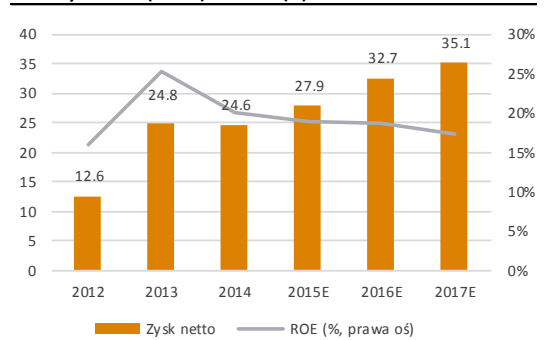
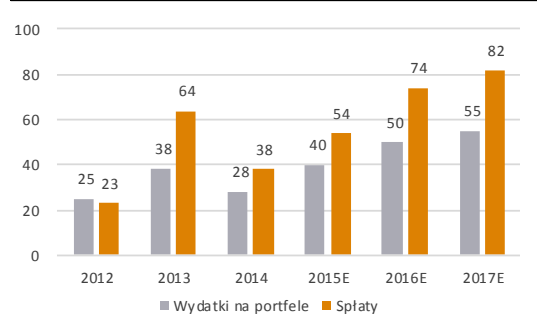
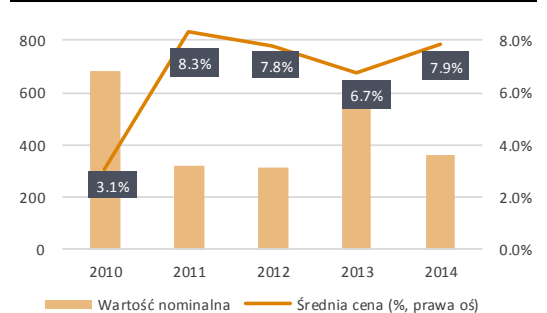
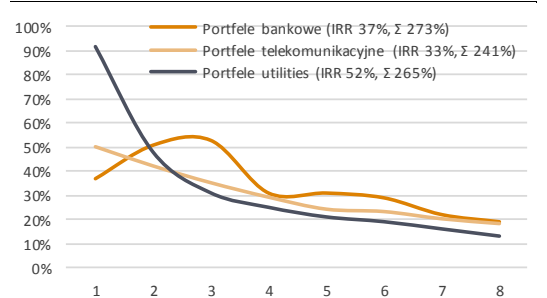
Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Michał Fidelus
MPW nr 2220
(+48) 22 378 9212
Michal.Fidelus@vestor.pl

DT Partners – wybrane dane, 2012-2017E

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek wyników	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Przychody ze sprzedaży	32.0	50.1	49.6	61.1	77.5	82.7
Koszt własny sprzedaży	-12.6	-15.2	-15.5	-20.6	-25.3	-27.3
Zysk brutto ze sprzedaży	19.4	35.0	34.1	40.5	52.2	55.4
Koszty zarządu	-4.2	-5.4	-8.0	-9.1	-10.7	-11.3
Amortyzacja	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Koszty razem	-4.7	-5.8	-8.4	-9.6	-11.2	-11.7
EBIT	14.7	29.1	26.4	31.7	41.7	44.4
EBITDA	15.2	29.5	26.8	32.1	42.1	44.9
EBITDA gotówkowa*	38.0	14.7	17.3	30.6	45.8	52.2
Przychody finansowe netto	-2.0	-2.1	-2.9	-3.5	-5.4	-5.4
Zysk brutto	12.7	27.0	23.5	28.2	36.3	39.0
Podatek dochodowy	-0.1	-1.8	1.1	-0.3	-3.6	-3.9
Zysk netto	12.6	24.8	24.6	27.9	32.7	35.1
Bilans	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Aktywa trwałe	20.8	21.3	22.6	22.8	22.9	23.1
Wartość firmy	19.4	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
Wartości niematerialne	0.3	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
Rzeczowe aktywa trwałe	0.9	1.2	0.8	1.0	1.1	1.3
Aktywa obrotowe	91.7	122.2	149.7	193.8	242.2	292.2
Pozostałe aktywa finansowe	81.3	113.3	136.3	184.6	234.1	283.2
Gotówka	9.9	7.8	12.3	8.2	7.0	8.0
Aktywa razem	112.5	143.5	172.3	216.6	265.1	315.3
Kapitał własny	86.2	111.0	135.4	159.7	188.2	218.4
Kapitał podstawowy i zapasowy	84.3	97.2	111.0	111.0	111.0	111.0
Zysk netto roku bieżącego	12.6	24.8	24.6	27.9	32.7	35.1
Zyski zatrzymane	-10.8	-11.0	-0.2	20.8	44.5	72.3
Zobowiązania długoterminowe	14.7	13.9	30.0	50.0	70.0	90.0
Zobowiązania finansowe	14.7	12.1	29.5	49.5	69.5	89.5
Zobowiązania krótkoterminowe	11.6	18.6	6.9	6.9	6.9	6.9
Kredyty i pożyczki	7.1	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Pozostałe zobowiązania finansowe	0.5	15.1	1.5	1.5	1.5	1.5
Pasywa razem	112.5	143.5	172.3	216.6	265.1	315.3
Rachunek przepływów pieniężnych	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Zysk netto	12.6	24.8	24.6	27.9	32.7	35.1
Amortyzacja	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Zmiana kapitału obrotowego	-24.2	-32.2	-24.2	-48.3	-49.5	-49.1
Odsetki i pozostałe	1.1	3.0	0.9	3.5	5.4	5.4
Przeptywy z działalności operacyjnej	-10.0	-4.0	1.7	-16.4	-11.0	-8.1
Capex	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Pozostałe	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	0.1	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
Emisje akcji	0.6	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
Zmiana zob. fin.	6.7	4.7	6.6	20.0	20.0	20.0
Odsetki i pozostałe	-2.5	-2.3	-2.9	-7.1	-9.6	-10.3
Przeptywy z działalności finansowej	4.7	2.3	3.4	12.9	10.4	9.7
Zmiana stanu środków pieniężnych	-5.2	-2.0	4.4	-4.1	-1.2	1.0
Środki pieniężne na początek okresu	15.1	9.9	7.8	12.3	8.2	7.0
Środki pieniężne na koniec okresu	9.9	7.8	12.3	8.2	7.0	8.0
Rentowność (%)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Marża zysku netto	40%	50%	50%	46%	42%	42%
ROE	15.9%	25.2%	20.0%	18.9%	18.8%	17.3%
ROA	12.5%	19.4%	15.6%	14.4%	13.6%	12.1%
Zadłużenie	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Dług (PLNm)	22.3	27.2	34.0	54.0	74.0	94.0
Dług netto (PLNm)	12.4	19.4	21.7	45.8	67.0	86.0
Dług netto/EBIT (x)	0.84	0.67	0.82	1.45	1.61	1.94
Dług/kapitał własny (x)	0.26	0.25	0.25	0.34	0.39	0.43
Dług netto/kapitał własny (x)	0.14	0.17	0.16	0.29	0.36	0.39
Dług/aktywa (x)	0.20	0.19	0.20	0.25	0.28	0.30
Dług netto/aktywa (x)	0.11	0.13	0.13	0.21	0.25	0.27
Wybrane dane	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Liczba akcji (m)	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
EPS (PLN)	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
BVPS (PLN)	2.4	3.1	3.8	4.5	5.3	6.1
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.10	0.12	0.14	0.15
P/E (x)	12.8	6.5	6.6	5.8	4.9	4.6
P/BV (x)	1.9	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7

DTP - zysk netto (PLNm) oraz ROE (%)

DTP - wydatki na portfele oraz spłaty od dłużników (PLNm)

DTP - nominal nabytych portfeli (PLNm) oraz średnia cena (%)

DTP - średnioważona krzywa spłat dla portfeli z lat 2009-2015

Czynniki ryzyka:

Dostarczamy 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 Vestor DM

Solidne wyniki 2Q15

W 2Q15 zysk netto DT Partners wyniósł PLN 7.6m (+13% r/r, +23% kw./kw.) w znacznej mierze dzięki silnie rosnącym spłatom od dłużników (PLN 14.7m wobec PLN 9.7m w 1Q15 oraz PLN 9.3m w 2Q14). Wydatki na portfele wyniosły PLN 8.6m wobec PLN 4.6m w 1Q15 oraz PLN 12.5 w 2Q14.

- W 2Q15 zysk netto DT Partners wyniósł PLN 7.6m (+13% r/r, +23% kw./kw.) i był nieznacznie powyżej naszych oczekiwań (5%).
- Wzrost wyniku netto w stosunku do 2Q14 wynikał przede wszystkim ze znacznie wyższych przychodów ze sprzedaży (PLN 16.5m, +18% r/r) na skutek rosnących przychodów odsetkowych (PLN 15.7m, +71% r/r). Znaczna różnica w dynamice przychodów ze sprzedaży oraz przychodów odsetkowych wynika z faktu, iż w 2Q15 spółka nie rozpoznała aktualizacji portfeli wierzytelności (wobec pozytywnej aktualizacji w wysokości PLN 4.5m w 2Q14).
- Pozytywnie natomiast (choć w relatywnie nie dużym stopniu) na poziom przychodów wpłynęło rozpoznanie dodatkowej amortyzacji portfeli (PLN 1.0m wobec PLN -0.1m w 2Q14).
- W 2Q15 spółka rozpoznała również PLN 1.0m przychodów z tytułu zarządzania portfelem Altus TFI (wobec PLN 0.6m w 1Q15).
- Wpłaty od dłużników wzrosły do poziomu PLN 14.7m (wobec PLN 9.7m w 1Q15 oraz PLN 9.3m w 2Q14). Wydatki na portfele wyniosły PLN 8.6m wobec PLN 4.6m w 1Q15 oraz PLN 12.5 w 2Q14.
- EBITDA wzrosła do PLN 8.4m (+13% r/r, +21% kw./kw.). Znacznie większa była dynamika wzrostu EBITDA gotówkowa (PLN 7.4m, +140% r/r, +100% kw./kw.).
- W 2Q15 koszty finansowe pozostały na niezmiennym poziomie (PLN 0.6m wobec PLN 0.6m w 1Q15 oraz PLN 0.6m w 2Q14). Efektywna stawka podatkowa wyniosła 0% (podobnie jak w 1Q15 oraz 2Q14).
- W 2Q15 dług brutto zwiększył się nieznacznie do PLN 37m (z PLN 34m w 1Q15), jednak ze względu na nieco wyższy stan gotówki (PLN 10.3m wobec PLN 7.3m w 1Q15), dług netto pozostał na niezmiennym poziomie (odpowiednio PLN 26.9m wobec PLN 26.8m). Wskaźnik długu netto do kapitału własnego w 2Q15 wyniósł 0.18x (wobec 0.19x w 1Q15), a wskaźnik długu netto do 12-o miesięcznej EBITDY gotówkowej spadł do 1.23x z 1.52x w 1Q15.

Tabela 2. DT Partners – Wybrane dane finansowe, 2Q14-2Q15

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

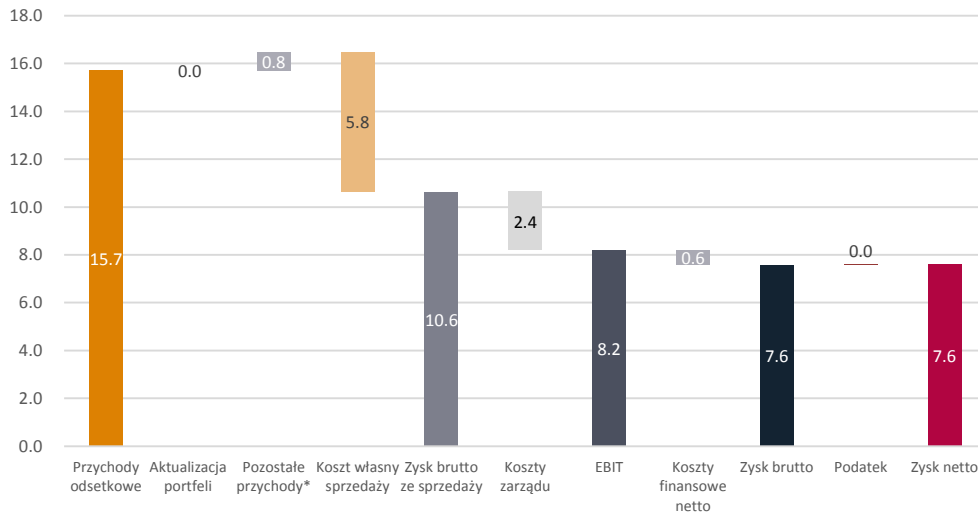
	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	r/r	kw./kw.	vs. Vestor DM	Vestor DM
Przychody ze sprzedaży	14.0	12.5	13.0	13.7	16.5	18%	20%	7%	15.3
Koszt własny sprzedaży	-3.6	-3.0	-5.4	-5.3	-5.8	64%	10%		
Zysk brutto ze sprzedaży	10.5	9.5	7.6	8.4	10.6	2%	26%		
Koszty ogółem	-3.1	-3.0	-0.9	-1.5	-2.5	-18%	62%		
EBIT	7.4	7.2	6.7	6.8	8.2	11%	21%	5%	7.8
EBITDA	7.4	7.4	6.8	6.9	8.4	13%	21%		
Przychody finansowe netto	-0.6	-1.0	-0.6	-0.6	-0.6	-3%	8%	8%	-0.6
Zysk brutto	6.8	6.3	6.0	6.2	7.6	12%	22%	4%	7.3
Zysk netto	6.7	6.3	6.1	6.2	7.6	13%	23%	5%	7.3

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wyniki DT Partners w 2Q15 oceniamy pozytywnie przede wszystkim ze względu na rosnące spłaty od dłużników. Co ważne, według informacji spółki, odzyski nie zawierały elementów jednorazowych, a średniomiesięczny poziom odzysków z II kwartału 2015 r. powinien być powtarzalny w najbliższych kwartałach. Wyniki nie były również wspomagane przez aktualizację portfeli. W świetle rosnących odzysków na znaczeniu traci także dodatnia amortyzacja portfeli. Nieco niższe niż oczekiwaliśmy były natomiast inwestycje w portfele.

Wykres 1. DT Partners – Wyniki finansowe 2Q15

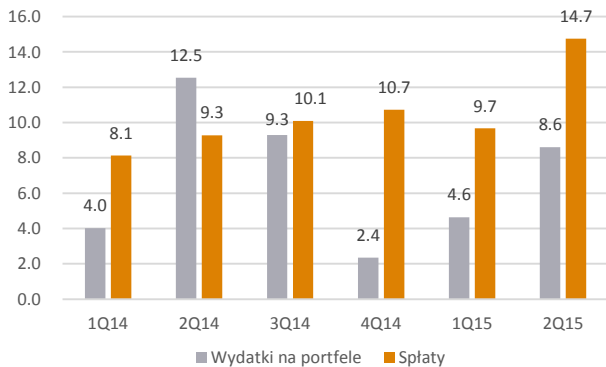
PLNm



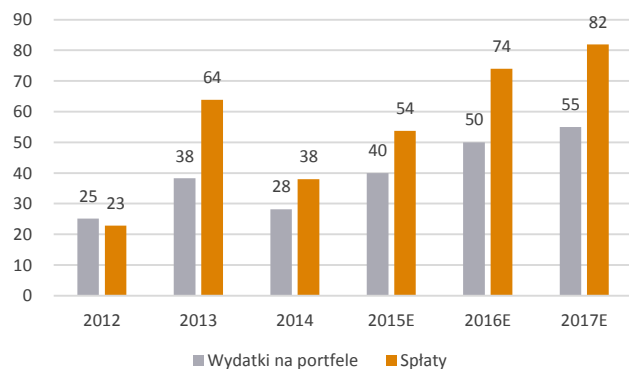
* Pozycja obejmuje przychody z zarządzania wierzytelnościami na zlecenie, z tytułu udzielonych pożyczek, ze sprzedaży wierzytelności, z pozostałych usług oraz wynik ze zbycia/przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych. Źródło: dane spółki, Vestor DM

DT Partners – wybrane dane

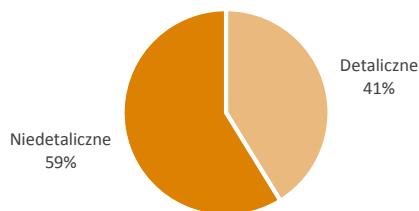
Wykres 2. DT Partners - wydatki na portfele oraz wpłaty od dłużników, 1Q14-2Q15 (PLNm)



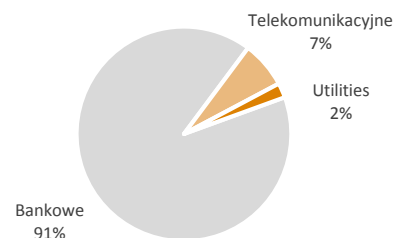
Wykres 3. DT Partners - wydatki na portfele oraz wpłaty od dłużników, 2012-2017E (PLNm)



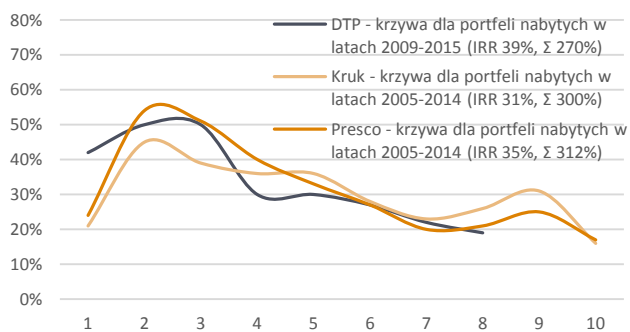
Wykres 4. DT Partners - struktura portfela wierzytelności wg wartości, 2Q15 (%)



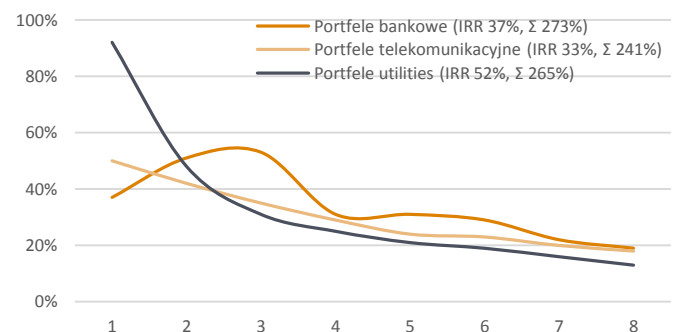
Wykres 5. DT Partners - struktura portfela wierzytelności wg wartości, 2Q15 (%)



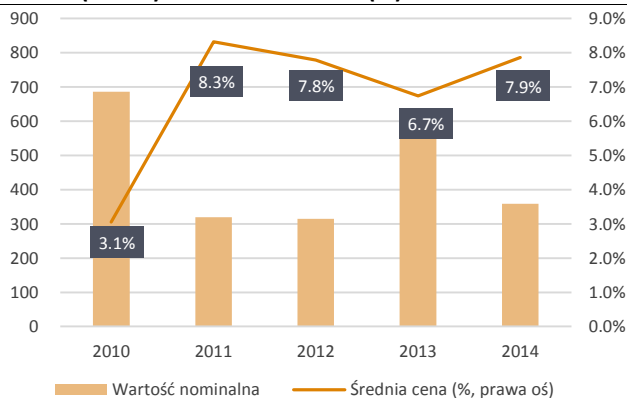
Wykres 6. DT Partners, Kruk, Presco – średnioważona krzywa spłat



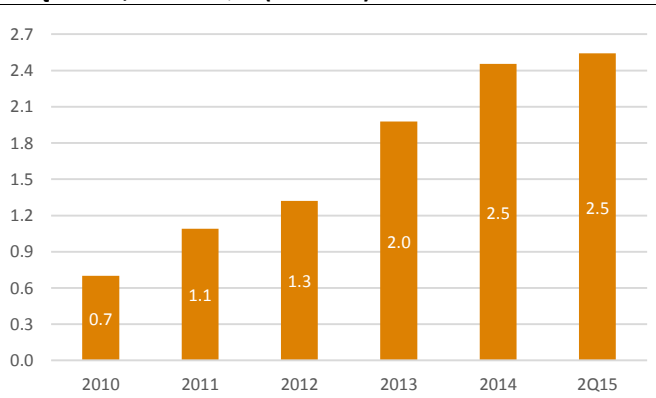
Wykres 7. DT Partners – średnioważona krzywa spłat dla portfeli nabytych w latach 2009-2015



Wykres 8. DT Partners – Wartość nominalna nabytych portfeli (PLNm) oraz średnia cena (%)



Wykres 9. DT Partners - wartość portfeli wierzytelności w zarządzaniu, 2010-2Q15 (PLN mld)



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Perspektywa obniżenia kosztów finansowania

DT Partners, ze wskaźnikiem dług netto/kapitał własny na poziomie 0.2x, pozostaje jedną z najmniej zadłużonych spółek na rynku obrotu wierzytelnościami. Zakładamy, że spółka pozyska finansowanie zewnętrzne w wysokości PLN 20m w 2015 r. oraz PLN 20m w 2016 r. Oczekujemy jednocześnie, że niskie wskaźniki zadłużenia oraz stopniowe zwiększanie skali działania (poprzez wzrost inwestycji w portfele), przełożą się na spadek kosztów finansowania w najbliższych kwartałach.

Jednym z podstawowych warunków umożliwiających nabywanie pakietów wierzytelności przez spółki wierzytelnościowe jest dostęp do finansowania. DTP finansuje się głównie przez emisje obligacji oraz kredyty bankowe. Na koniec 2Q15 spółka posiadała 3 aktywne serie obligacji o łącznej wartości PLN 31.3m zapadające w 2016 r. (seria C o wartości PLN 10m) oraz w 2017 r. (seria A o wartości PLN 20m).

Tabela 3. DT Partners – Aktywne emisje obligacji

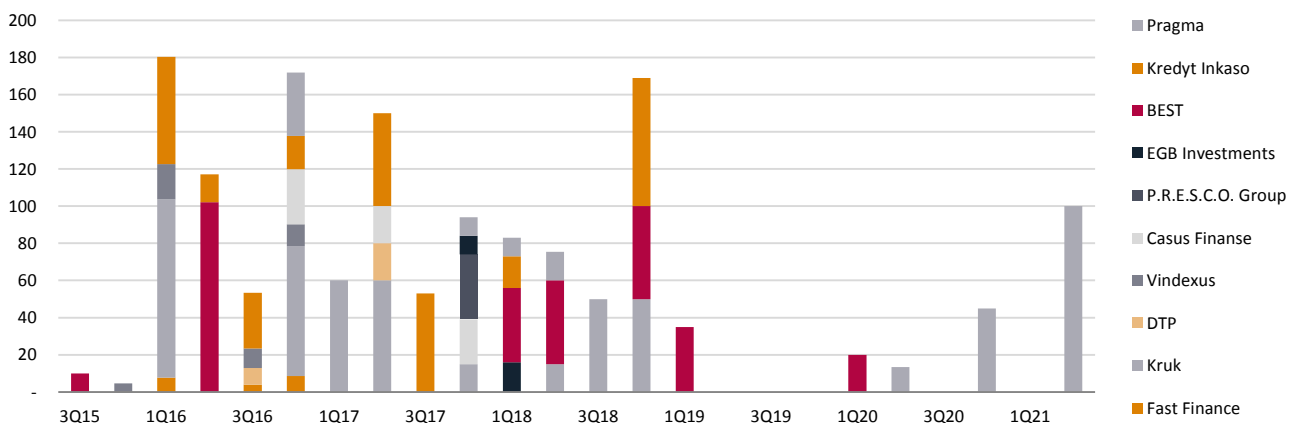
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Seria	Wartość	Oprocentowanie	Data emisji	Data wykupu	Termin do wykupu (w latach)
DTC0816 (C)	10.0	WIBOR3M+4.50%	2013-08-23	2016-08-22	3.0
Seria D*	1.25	b.d.	2013-09-09	b.d.	b.d.
Seria A	20.0	WIBOR3M+4.20%	2014-07-01	2017-06-25	3.0

* oprocentowanie oraz data wykupu emisji nie zostały ujawnione. Źródło: Dane spółki, GPW Catalyst, Cbonds, Vestor DM

W 2Q15 dług brutto DTP zwiększył się nieznacznie do PLN 37m (z PLN 34m w 1Q15), jednak ze względu na nieco wyższy stan gotówki (PLN 10.3m wobec PLN 7.3m w 1Q15), dług netto pozostał na niezmiennym poziomie (odpowiednio PLN 26.9m wobec PLN 26.8m). Wskaźnik długu netto do kapitału własnego w 2Q15 wyniósł 0.18x (wobec 0.19x w 1Q15), a wskaźnik długu netto do 12-o miesięcznej EBITDy gotówkowej spadł do 1.23x z 1.52x w 1Q15. Tym samym DT Partners pozostała jedną z najmniej zadłużonych spółek w sektorze obrotu wierzytelnościami.

Wykres 10. Spółki obrotu wierzytelnościami – terminy wykupu obligacji*



* wykres uwzględnia serie obligacji notowane na Catalyst oraz wykazywane przez spółki w sprawozdaniach finansowych

Źródło: Dane spółek, GPW Catalyst, Vestor DM

Niskie na tle branży wskaźniki zadłużenia powinny, naszym zdaniem, sprzyjać obniżaniu kosztów finansowania w najbliższych kwartałach. Zakładamy, że spółka powiększy zewnętrzne finansowanie o PLN 20m w 2015 r. oraz o PLN 20m w 2016 r. Oczekujemy jednocześnie, że wskaźnik długu netto do kapitałów własnych zwiększy się do odpowiednio 0.29x w 2015 r. (z 0.18x w 2Q15) oraz 0.36x w 2016 r., a dług netto/EBITDA gotówkowa wyniesie odpowiednio 1.5x (wobec 1.23x w 2Q15) oraz 1.46x.

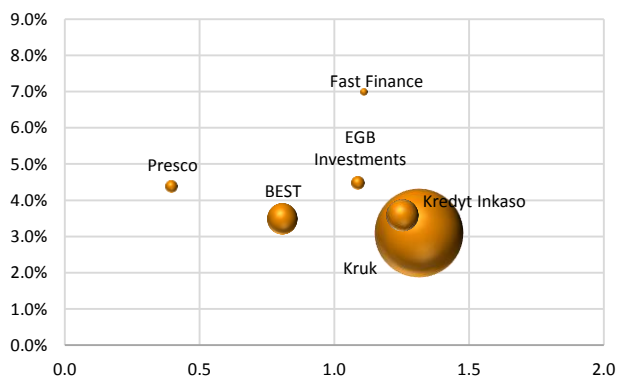
Tabela 4. Spółki obrotu wierzytelnościami – Ostatnie emisje obligacji wybranych spółek

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

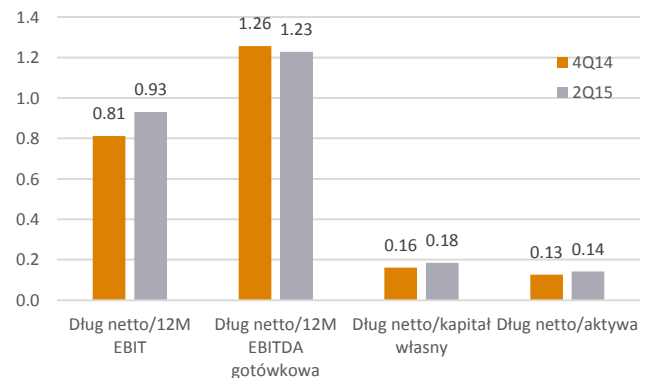
	Kruk	Kredyt Inkaso	Presco	Fast Finance	BEST	EGB Investments	DTP
Data emisji	cze 15	kwi 15	lis 13	lis 13	mar 15	mar 15	lip 14
Data wykupu	cze 21	paź 18	lis 17	lis 16	mar 20	mar 18	cze 17
Termin do wykupu (w latach)	6.0	3.5	4.0	3.0	5.0	3.0	3.0
Wartość nominalna	100	69	35	8.6	20	6	20
Oprocentowanie	WIBOR3M+3.1%	WIBOR6M+3.6%	WIBOR6M+4.4%	WIBOR6M+7.0%	WIBOR3M+3.5%	WIBOR6M+4.5%	WIBOR3M+4.2%

Źródło: Dane spółki, GPW Catalyst, Bloomberg, Vestor DM

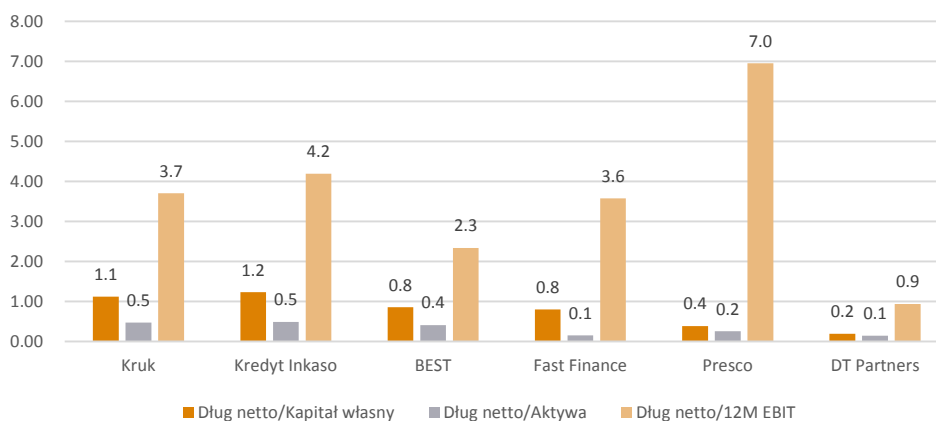
Ze względu na stopniowe zwiększanie skali działania (poprzez wzrost inwestycji w portfele), jak również niskie wskaźniki zadłużenia, oczekujemy, że koszt pozyskiwania finansowania dla DT Partners będzie się zmniejszał w najbliższych kwartałach. Sprzyjać temu powinny nie tylko rosnące odzyski i poprawiające się wyniki spółki, ale również dobre perspektywy dla branży obrotu wierzytelnościami. W ostatniej emisji obligacji DTP (3-letnie obligacje serii A o wartości PLN 20m emitowane w czerwcu 2014 r.) marża ponad stopę bazową wyniosła 4.2%, podczas gdy Kruk ostatniej emisji dokonał z marżą 3.1%, BEST z marżą 3.5%, zaś Kredyt Inkaso z marżą 3.6%. O ile nie zakładamy, że koszt finansowania osiągnie poziom zbliżony do lidera krajowego rynku, marżę na poziomie podobnym, lub nieznacznie wyższym od Kredyt Inkaso czy BESTa uważamy za osiągalną.

Wykres 11. Spółki obrotu wierzytelnościami – marża obligacji w zależności od stosunku długu netto do kapitałów oraz kapitalizacji*, 2014


* oś pozioma – dług netto/kapitał własny, oś pionowa – marża w ostatniej emisji obligacji. Wielkość bąbla oznacza kapitalizację giełdową spółki (na dzień 31.08.2015). Źródło: Dane spółek, Vestor DM

Wykres 12. DT Partners – wybrane wskaźniki dłużne, 4Q14-2Q15


Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 13. Spółki obrotu wierzytelnościami – Wybrane dane, stan na 2Q15


Źródło: dane spółki, Vestor DM

Zmiana prognoz na lata 2015-2016E

Wyniki za 2Q15 r. skłoniły nas do zmian w zakresie prognoz odzysków, inwestycji, przychodów, kosztów własnych sprzedaży oraz kosztów ogółem. Prognozy zysku netto zarówno na rok 2015 jak i 2016 pozostawiamy bez zmian.

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spłaty od dłużników przyspieszyły w 2Q15. Ze względu jednak na prawdopodobny brak oczekiwanej jednorazowej wpłaty w 2015 r. obniżamy nasze prognozy spłat w 2015 r. do poziomu PLN 54m z PLN 59m poprzednio. Bez uwzględnienia spłaty jednorazowej, nasze prognozy odzysków na 2015 r. pozostają bez zmian. W rezultacie nieznacznie obniżamy nasze prognozy przychodów w 2015 r. (o 2%).
- Wyniki 2Q15 skłoniły nas do podwyższenia prognoz kosztów własnych sprzedaży o 7% w 2015 r. oraz o 4% w 2016 r. Obniżamy jednocześnie nasze prognozy kosztów ogółem o 8% w 2015 r. oraz o 9% w 2016 r.
- Przy niezmiennych oczekiwaniach dotyczących kosztów obsługi długu (PLN 3.5m w 2015 r. oraz PLN 5.4m w 2016 r.) oraz niższej oczekiwanej efektywnej stawce podatkowej (1% wobec 7% poprzednio) pozostawiamy nasze prognozy zysku netto bez zmian w 2015 r. oraz podnosimy o 1% w 2016 r.

Tabela 5. DT Partners – Zmiana prognoz, 2015-2016E

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2015E		Zmiana (%)	2016E		Zmiana (%)
	Poprzednie	Obecne		Poprzednie	Obecne	
Przychody ze sprzedaży	62.6	61.1	-2%	77.2	77.5	0%
Koszt własny sprzedaży	-19.3	-20.6	7%	-24.5	-25.3	4%
Zysk brutto ze sprzedaży	43.3	40.5	-6%	52.7	52.2	-1%
Koszty ogółem	-10.4	-9.6	-8%	-12.3	-11.2	-9%
EBIT	33.6	31.7	-6%	41.2	41.7	1%
EBITDA	34.0	32.1	-6%	41.6	42.1	1%
Przychody finansowe netto	-3.5	-3.5	0%	-5.4	-5.4	0%
Zysk brutto	30.1	28.2	-6%	35.8	36.3	1%
Zysk netto	28.0	27.9	0%	32.2	32.7	1%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wycena: PLN 6.4 za akcję

Wyceny akcji DT Partners dokonujemy w oparciu o metodę porównawczą opartą na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa (waga 90%), metodę zdyskontowanych zysków rezydualnych (waga 5%) oraz metodę porównawczą opartą na wskaźniku P/E (waga 5%). Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę DT Partners na poziomie PLN 6.4 za akcję.

Tabela 6. DT Partners – Podsumowanie wyceny

PLN o ile nie zaznaczono inaczej

	Wycena	Waga
Metoda porównawcza EV/EBITDA gotówkowa	5.4	90%
Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych	7.2	5%
Metoda porównawcza P/E	9.9	5%
Średnia ważona	5.7	
Koszt kapitału własnego (%)	12.0%	
12M cena docelowa	6.4	
Cena rynkowa	4.5	
Potencjał wzrostu (%)	42%	

Źródło: Vestor DM

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa

Wyceny porównawczej DT Partners w oparciu o wskaźnik EV/EBITDA gotówkowa dokonujemy względem Kruka oraz Kredyt Inkaso. Przyjmujemy wagę 40% dla roku 2015 oraz 60% dla roku 2016. Nasza wycena porównawcza oparta na EV/EBITDA gotówkowa implikuje cenę akcji DT Partners na poziomie PLN 5.4 za akcję.

Tabela 7. DT Partners – Wycena porównawcza oparta na wskaźniku EV/EBITDA gotówkowa*

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2015E			2016E		
	Kruk	Kredyt Inkaso	DTP	Kruk	Kredyt Inkaso	DTP
EBITDA	265	76	32	319	86	42
Przychody z portfeli nabytych	511	103	55	607	112	70
Wpłaty	768	145	54	906	160	74
EBITDA gotówkowa	522	118	31	618	134	46
EV/EBITDA gotówkowa (x)	7.7	5.9	6.8	6.9	5.4	5.0
Średnia dla Kruk i Kredyt Inkaso (x)	6.8			6.8		
Implikowana cena akcji DT Partners (PLN)	4.6			4.6		
Waga (%)	40%			60%		
Implikowana cena akcji DT Partners (PLN)	5.4					

*EBITDA gotówkowa rozumiana jako EBITDA + wpłaty od dłużników – przychody z nabytych portfeli. Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM.

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 z 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 7.2 za akcję.

Tabela 8. DT Partners – Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	Terminal
Zysk netto	25	28	33	35	39	42	44
Zmiana r/r (%)		14%	17%	8%	10%	10%	3.0%
Kapitał własny	135	160	188	218	252	286	309
Wskaźnik wypłaty dywidendy (%)		15%	15%	15%	20%	50%	81%
ROE (%)	20.0%	18.9%	18.8%	17.3%	16.4%	15.8%	16.0%
Koszt kapitału własnego (%)	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Nadwyżkowa stopa zwrotu (%)	8.0%	6.9%	6.8%	5.3%	4.4%	3.8%	4.0%
Zysk rezydualny		10.2	11.8	10.7	10.4	10.2	11.9
Zdyskontowany zysk rezydualny		9.8	10.1	8.2	7.1	6.2	81.0
Stopa wzrostu g (%)	3.0%						
Suma zdyskontowanych zysków rezydualnych	42						
Wartość rezydualna	132						
Zdyskontowana wartość rezydualna	81						
Kapitał własny na koniec 2014 r.	135						
Wartość spółki	258						
Liczba akcji (m)	35.7						
Wartość na akcję (PLN)	7.2						
Cena rynkowa (PLN)	4.52						
Potencjał wzrostu/spadku (%)	59.3%						

Źródło: Vestor DM

Tabela 9. 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%	7.5	7.8	8.2	8.5	8.8	9.2	9.5
	11.5%	6.9	7.2	7.5	7.8	8.1	8.4	8.7
	12.0%	6.4	6.7	6.9	7.2	7.5	7.8	8.1
	12.5%	5.9	6.2	6.4	6.7	6.9	7.2	7.5
	13.0%	5.5	5.7	5.9	6.2	6.4	6.7	6.9

* Koszt kapitału własnego, Źródło: Vestor DM

Wycena porównawcza oparta na wskaźniku P/E

Wyceny porównawczej DT Partners w oparciu o wskaźnik P/E dokonujemy również względem Kruka i Kredyt Inkaso. Przyjmujemy wagę 40% dla roku 2015 oraz 60% dla roku 2016. Nasza wycena porównawcza oparta na P/E implikuje cenę akcji DT Partners na poziomie PLN 9.9 za akcję.

Tabela 10. DT Partners – Wycena porównawcza oparta na wskaźniku P/E *

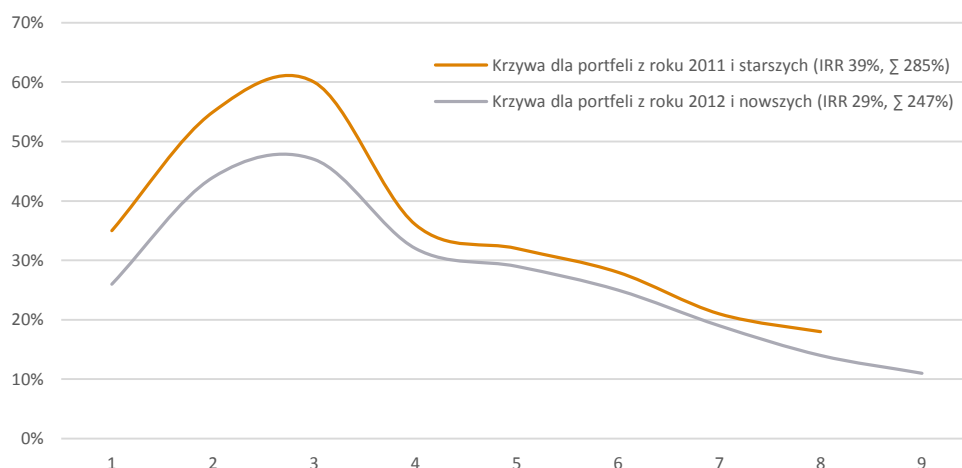
	Kapitalizacja (PLNm)	P/E		P/BV		ROE (%)	
		2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Kruk	3,020	16.6	14.4	4.1	3.3	27.3%	25.3%
Kredyt Inkaso	388	8.5	7.5	1.4	1.2	18.6%	17.1%
Średnia		12.6	11.0	2.7	2.3	23.0%	21.2%
DT Partners	161	5.8	4.9	1.0	0.9	18.9%	18.8%
Premia/dyskonto do:							
Kruk		-65%	-66%	-75%	-74%		
Kredyt Inkaso		-32%	-34%	-29%	-31%		
Średniej		-54%	-55%	-63%	-62%		
Implikowana cena (PLN)		9.8	10.0	12.3	11.9		
Waga (%)		40%	60%				
Wycena akcji (PLN)		9.9					

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

Prognozy finansowe

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spłaty od dłużników przyspieszyły w 2Q15. Zakładamy, że średniomiesięczny poziom spłat z 2Q15 w wysokości c. PLN 4-5m zostanie utrzymany w kolejnych kwartałach i odzyski w całym 2015 r. wzrosną do PLN 54m (+41% r/r).
- Relatywnie wysoki poziom spłat będzie determinowany również przez zakupy nowych portfeli. Oczekujemy, że inwestycje w portfele wzrosną z poziomu PLN 28m w 2014 r. (wobec PLN 38.3m w 2013 r.) do PLN 40m w 2015 r. oraz do PLN 50 m 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 29% oraz sumą spłat z krzywej równą 247% inwestycji.

Wykres 14. DT Partners – Założenia średnioważonych krzywych spłat



Źródło: Prognozy Vestor DM

Tabela 11. DT Partners - Rachunek wyników, 2012-2017E

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2012	r/r (%)	2013	r/r (%)	2014	r/r (%)	2015E	r/r (%)	2016E	r/r (%)	2017E	r/r (%)
Przychody ze sprzedaży	32.0	541%	50.1	57%	49.6	-1%	61.1	23%	77.5	27%	82.7	7%
Koszt własny sprzedaży	-12.6	285%	-15.2	20%	-15.5	2%	-20.6	33%	-25.3	23%	-27.3	8%
Zysk brutto ze sprzedaży	19.4	<i>nm</i>	35.0	80%	34.1	-2%	40.5	19%	52.2	29%	55.4	6%
Koszty zarządu	-4.2	-19%	-5.4	27%	-8.0	48%	-9.1	14%	-10.7	18%	-11.3	5%
Amortyzacja	-0.5	106%	-0.4	-9%	-0.5	11%	-0.5	0%	-0.5	0%	-0.5	0%
Koszty razem	-4.7	-14%	-5.8	24%	-8.4	45%	-9.6	13%	-11.2	17%	-11.7	5%
EBIT	14.7	<i>nm</i>	29.1	98%	26.4	-9%	31.7	20%	41.7	32%	44.4	7%
EBITDA	15.2	<i>nm</i>	29.5	95%	26.8	-9%	32.1	20%	42.1	31%	44.9	6%
Koszty finansowe netto	-2.0	<i>nm</i>	-2.1	6%	-2.9	37%	-3.5	21%	-5.4	54%	-5.4	0%
Zysk brutto	12.7	<i>nm</i>	27.0	112%	23.5	-13%	28.2	20%	36.3	29%	39.0	8%
Podatek dochodowy	-0.1	<i>nm</i>	-1.8	<i>nm</i>	1.1	<i>nm</i>	-0.3	<i>nm</i>	-3.6	<i>nm</i>	-3.9	8%
Zysk netto	12.6	<i>nm</i>	24.8	97%	24.6	-1%	27.9	14%	32.7	17%	35.1	8%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Tabela 12. DT Partners - Bilans, 2012-2016E

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2012	r/r (%)	2013	r/r (%)	2014	r/r (%)	2015E	r/r (%)	2016E	r/r (%)	2017E	r/r (%)
Aktywa trwałe	20.8	1%	21.3	2%	22.6	6%	22.8	1%	22.9	1%	23.1	1%
Wartości niematerialne	0.3	5%	0.4	47%	0.8	110%	0.8	0%	0.8	0%	0.8	0%
Rzeczowe aktywa trwałe	0.9	30%	1.2	33%	0.8	-30%	1.0	17%	1.1	15%	1.3	13%
Aktywa obrotowe	91.7	33%	122.2	33%	149.7	22%	193.8	30%	242.2	25%	292.2	21%
Pozostałe aktywa finansowe	81.3	53%	113.3	39%	136.3	20%	184.6	35%	234.1	27%	283.2	21%
Gotówka	9.9	-35%	7.8	-21%	12.3	57%	8.2	-33%	7.0	-14%	8.0	14%
Aktywa razem	112.5	25%	143.5	28%	172.3	20%	216.6	26%	265.1	22%	315.3	19%
Kapitał własny	86.2	18%	111.0	29%	135.4	22%	159.7	18%	188.2	18%	218.4	16%
Kapitał podstawowy i zapasowy	84.3	2%	97.2	15%	111.0	14%	111.0	0%	111.0	0%	111.0	0%
Zysk netto roku bieżącego	12.6	nm	24.8	97%	24.6	-1%	27.9	14%	32.7	17%	35.1	8%
Zyski zatrzymane	-10.8	nm	-11.0	2%	-0.2	-98%	20.8	nm	44.5	114%	72.3	62%
Zobowiązania długoterminowe	14.7	1%	13.9	-6%	30.0	116%	50.0	67%	70.0	40%	90.0	29%
Zobowiązania finansowe	14.7	1%	12.1	-18%	29.5	143%	49.5	68%	69.5	40%	89.5	29%
Zobowiązania krótkoterminowe	11.6	417%	18.6	60%	6.9	-63%	6.9	0%	6.9	0%	6.9	0%
Pozostałe zobowiązania finansowe	0.5	38%	15.1	2723%	1.5	-90%	1.5	0%	1.5	0%	1.5	0%
Pasywa razem	112.5	25%	143.5	28%	172.3	20%	216.6	26%	265.1	22%	315.3	19%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Tabela 13. DT Partners - Rachunek przepływów pieniężnych, 2012-2016E

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2012	r/r (%)	2013	r/r (%)	2014	r/r (%)	2015E	r/r (%)	2016E	r/r (%)	2017E	r/r (%)
Zysk netto	12.6	nm	24.8	97%	24.6	-1%	27.9	14%	32.7	17%	35.1	8%
Amortyzacja	0.5	106%	0.4	-9%	0.5	11%	0.5	0%	0.5	0%	0.5	0%
Zmiana kapitału obrotowego	-24.2	nm	-32.2	33%	-24.2	-25%	-48.3	100%	-49.5	2%	-49.1	-1%
Odsetki i pozostałe	1.1	nm	3.0	163%	0.9	-70%	3.5	300%	5.4	54%	5.4	0%
Przepływy z działalności operacyjnej	-10.0	nm	-4.0	-60%	1.7	nm	-16.4	nm	-11.0	-33%	-8.1	-26%
Capex	-0.3	nm	-0.7	165%	-0.6	-13%	-0.6	0%	-0.6	0%	-0.6	0%
Pozostałe	0.3	-91%	0.3	9%	0.2	-43%	0.0	nm	0.0	nm	0.0	nm
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0.1	nm	-0.3	nm	-0.7	95%	-0.6	-11%	-0.6	0%	-0.6	0%
Emisje akcji	0.6	-95%	0.0	nm	-0.2	nm	0.0	nm	0.0	nm	0.0	nm
Zmiana zob. fin.	6.7	-52%	4.7	-30%	6.6	41%	20.0	205%	20.0	0%	20.0	0%
Odsetki i pozostałe	-2.5	nm	-2.3	-8%	-2.9	26%	-7.1	140%	-9.6	36%	-10.3	7%
Przepływy z działalności finansowej	4.7	-82%	2.3	-51%	3.4	46%	12.9	281%	10.4	-19%	9.7	-7%
Zmiana stanu środków pieniężnych	-5.2	nm	-2.0	-61%	4.4	nm	-4.1	nm	-1.2	-71%	1.0	nm
Środki pieniężne na początek okresu	15.1	nm	9.9	-35%	7.8	-21%	12.3	57%	8.2	-33%	7.0	-14%
Środki pieniężne na koniec okresu	9.9	-35%	7.8	-21%	12.3	57%	8.2	-33%	7.0	-14%	8.0	14%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), 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.).

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

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR 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 VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor 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.

Vestor 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 Vestor. 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 jakakolwiek 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 Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor 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 Vestor, Vestor 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 Vestor) 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 jakiegokolwiek 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 znajdują 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 Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor 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.

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

VESTOR 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 OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor 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 nagle 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.

INFORMACJE DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.

Vestor pełni 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, Vestor otrzymał oraz nadal otrzymuje od Emitenta wynagrodzenie. Vestor 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. Vestor w okresie ostatnich 12 miesięcy zawarł z Emitentem umowę o odpłatne świadczenie usług Equity Research Partner, w wykonaniu której sporządzony został niniejszy raport analityczny.

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

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

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

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

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

Vestor 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.

Vestor 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 następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor 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.

Vestor 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.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor 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”).

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

Vestor, 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.

Vestor 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.

Vestor 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.

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 1 rekomendację kupuj, 3 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 6 rekomendacji, które nie wskazywały 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 Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 53 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor opublikował w dniu 24 marca 2015 roku, gdzie cena docelowa była oznaczona na 6,1PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 4,7PLN oraz w dniu 21 maja 2015 r. raport analityczny z ceną docelową 6,3PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 4,6PLN. Raporty analityczne nie zawierały kierunku inwestycyjnego.

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

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić 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 Vestor, 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 Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, 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 Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. 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 Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub 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 Vestor opiera się na wyznaczaniu 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 Vestor 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 niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii 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 księgową

BV – wartość księgową

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