

- Prognozujemy CAGR znorm. EBITDA na poziomie 63.8% w latach 2014-2016p.
- Oczekujemy przekazań 102 mieszkań w 2015p oraz 127 w 2016p.
- Spółka obecnie wyceniana jest przy 2015 p EV/znorm. EBITDA w wysokości 12.2x

## Podwyższenie prognoz i wyceny po dobrych wynikach 2Q2015

Na podstawie istotnej poprawy rentowności spółki w 1H2015p podwyższamy nasze prognozy wyników GK Immobile. Dostrzegamy potencjał w zrestrukturyzowanym segmencie przemysłowym, w którym spółka w 1H2015 wygenerowała marżę ze sprzedaży na poziomie 34.4% vs. 20.2% w 1H2014. Prognozujemy wzrost EBITDA w latach 2015-2016p do PLN 20.0m oraz PLN 26.2m, 12% wyżej niż w poprzedniej prognozie, oraz zysku netto w wysokości PLN 7.1m i PLN 12.6m (odpowiednio 16.6% oraz 21.4% wyżej niż poprzednio). Wyceniamy EV segmentu najmu aktywów Immobile na PLN 65.2m oraz EV pozostałej działalności na PLN 243m według metody DCF i PLN 250m według metody porównawczej. W efekcie podwyższamy naszą cenę docelową dla Immobile z PLN 2.7 do PLN 3.1/akcję.

**Podwojenie znorm. EBITDA w 2Q2015.** W 2Q2015 Immobile wygenerowało przychody na poziomie PLN 25.4m (wzrost 16.5% r/r). W segmencie przemysłowym sprzedaż wzrosła do PLN 12.7m (wzrost 16.4% r/r), w segmencie hotelowym do PLN 8.1m (wzrost 22.1% r/r), a w segmencie najmu aktywów spadła o 3.9% do PLN 2.1m. Znorn. EBITDA wyniosła PLN 4.8m (wzrost 153.3% r/r, marża 19.1% vs. 8.8% w 2Q2014), a znorn. EBIT PLN 3.4m (marża 13.3% vs. 0.0% w 2Q2014). Największy wzrost rentowności odnotowano w segmencie przemysłowym, w którym EBIT w 2Q2015 wyniósł PLN 2.6m vs. strata PLN 0.4m w 2Q2014 (marża 20.1% vs. -4.1% w 2Q2014). Marża operacyjna poprawiła się również w segmencie hotelowym oraz najmu aktywów, w których spółka wygenerowała EBIT na poziomie odpowiednio PLN 2.5m (marża 30.9% vs. 19.1% w 2Q2014) oraz PLN 0.9m (marża 45% vs. 34.1% w 2Q2014).

**Wyższa rentowność przy niższych przychodach.** Obniżamy prognozę przychodów o 0.9% do PLN 128.1m w 2015p oraz o 0.3% do PLN 159.1m w 2016p. Głównym czynnikiem wpływającym na zmianę prognoz sprzedaży spółki są niższe oczekiwane przychody z segmentu przemysłu, w którym obniżamy naszą prognozę o 5.1% do PLN 55.5m w 2015p oraz o 4.1% do PLN 65.9m w 2016p. Jednocześnie podwyższamy nasze oczekiwania dotyczące marży brutto ze sprzedaży spółki w latach 2015-2016p do 25% (vs. 21% w poprzednich szacunkach) ze względu na wyższą oczekiwaną marżę zysku brutto ze sprzedaży w segmencie przemysłowym (25% vs. 17% w poprzedniej prognozie) oraz deweloperskim (22.6% w vs. 19.8% w poprzedniej prognozie).

**Wyznaczamy cenę docelową Immobile na PLN 3.1/akcję.** Wyceniamy Immobile dwiema metodami: 1) SOTP na PLN 3.2/akcję (100% wagi) oraz 2) metodą porównawczą na PLN 3.3/akcję. Cenę godziwą akcji określoną jako średnia ważona powyższych wycen pomniejszoną o 10% dyskonto z tytułu struktury konglomeratowej wyznaczamy na poziomie PLN 2.9/akcję, a cenę docelową na poziomie PLN 3.1/akcję.

### GK Immobile: Prognozy i wskaźniki.

PLNm	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	83.5	64.7	90.9	128.1	159.1	187.8
Znorn. EBITDA	13.2	9.0	9.8	20.0	26.2	33.6
Znorn. zysk netto	6.9	-1.4	-1.2	8.4	13.1	18.7
Znorn. P/E (x)**	24.4	n.a.	n.a.	20.1	12.9	9.0
Znorn. EV/EBITDA (x)*	18.5	27.2	25.0	12.2	9.3	7.3

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM; \*Normalizacja o zdarzenia jednorazowe; \*\*Normalizacja o zdarzenia jednorazowe oraz odchylenia od 19% stawki podatkowej.

#### Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	3.1
Cena bieżąca (PLN)	2.3
Potencjał wzrostu/spadku	36%
Min (52T)	1.9
Max (52T)	2.7
Liczba akcji (m)	72.86
Kapitalizacja (PLNm)	168.3
Dług netto (4Q2015p, PLNm)	61.7
EV (PLNm)	230.0
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.01

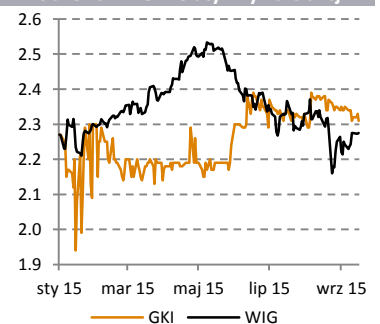
#### Akcjonariat

	%
Rafał Jerzy	77.5%
Stawomir Winiecki	5.4%
Pozostali	17.1%

#### Opis spółki

Immobile to spółka o strukturze holdingowej, która działa w sektorach: przemysłowym (54% przychodów w 2014 r.), hotelarskim (29%), najmu nieruchomości (9%), budowlanym (7%) oraz od 2014 r. w sektorze handlu detalicznego. Swoje produkty grupa sprzedaje zarówno na rynku krajowym (75% przychodów w 2014 r.) oraz za granicę (25%). Spółka wywodzi się z przedsiębiorstwa przemysłowego Makrum, a zmiana nazwy na Immobile w kwietniu 2014 r. związana jest procesem restrukturyzacji grupy w latach 2012-2014.

#### Immobile vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Piotr Raciborski

Analitik akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514

(+48) 22 378 9195

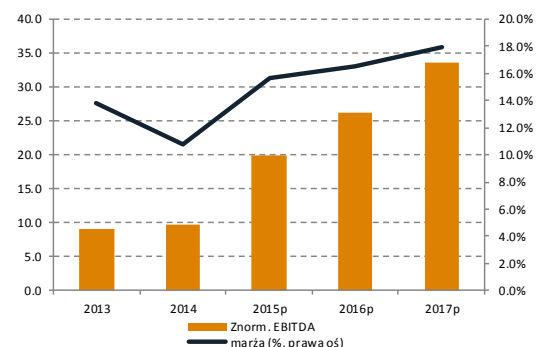
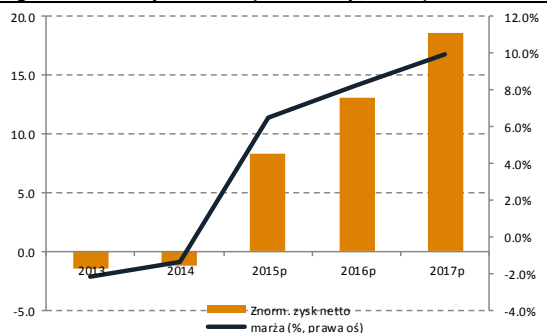
Piotr.Raciborski@vestor.pl

**Immobile**

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>83.5</b>	<b>64.7</b>	<b>90.9</b>	<b>128.1</b>	<b>159.1</b>	<b>187.8</b>
Koszty sprzedaży	-63.9	-54.3	-73.2	-96.3	-119.9	-139.7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>19.6</b>	<b>10.4</b>	<b>17.7</b>	<b>31.7</b>	<b>39.3</b>	<b>48.1</b>
Koszty operacyjne	-13.1	-11.3	-13.1	-17.9	-19.3	-20.9
Pozostała działalność op.	3.1	0.1	-9.5	0.1	0.0	17.9
<b>EBITDA</b>	<b>17.0</b>	<b>6.9</b>	<b>1.7</b>	<b>20.0</b>	<b>26.2</b>	<b>51.5</b>
Znorm. EBITDA*	13.2	9.0	9.8	20.0	26.2	33.6
Amortyzacja	-7.5	-7.7	-6.6	-6.1	-6.3	-6.5
<b>EBIT</b>	<b>9.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>-4.9</b>	<b>13.9</b>	<b>19.9</b>	<b>45.0</b>
Koszty finansowe netto	2.8	-2.7	-7.5	-3.6	-3.8	-4.1
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>12.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>-12.5</b>	<b>10.3</b>	<b>16.2</b>	<b>40.9</b>
Podatek dochodowy	-0.9	0.3	15.3	-3.3	-3.6	-4.4
<b>Zysk netto</b>	<b>11.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>7.1</b>	<b>12.6</b>	<b>36.5</b>
Znorm. zysk netto**	6.9	-1.4	-1.2	8.4	13.1	18.7
<b>Bilans</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	159.6	162.3	124.3	121.4	117.9	114.3
Nieruchomości inwestycyjne	36.8	49.9	75.1	76.5	87.7	110.0
Wartości niematerialne i prawne	4.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
Inne aktywa trwałe	2.8	2.7	12.9	10.4	7.5	3.7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2.8	1.7	2.9	6.5	11.7	22.9
Należności handlowe (w tym budowlane)	18.2	8.7	29.0	24.9	29.4	34.2
Zapasy	3.9	1.2	10.9	21.5	31.3	43.9
Inne aktywa obrotowe	5.0	11.9	7.8	11.5	14.1	16.5
<b>Aktywa razem</b>	<b>233.5</b>	<b>238.8</b>	<b>263.4</b>	<b>273.1</b>	<b>300.1</b>	<b>346.0</b>
Dług krótkoterminowy	13.4	19.7	28.4	25.2	25.2	25.2
Zobowiązania handlowe	24.5	5.9	13.2	17.4	21.7	25.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	-6.5	6.3	11.9	21.8	27.4	31.6
Dług długoterminowy	34.8	43.9	50.5	43.6	50.1	54.6
Inne zobowiązania długoterminowe	20.7	20.7	15.6	14.2	12.2	9.3
<b>Kapitały własne</b>	<b>146.5</b>	<b>142.4</b>	<b>143.9</b>	<b>150.9</b>	<b>163.5</b>	<b>200.1</b>
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Pasywa</b>	<b>233.5</b>	<b>238.8</b>	<b>263.4</b>	<b>273.1</b>	<b>300.1</b>	<b>346.0</b>
Dług netto	45.3	61.8	75.9	61.7	62.9	56.2
<b>Przepływy pieniężne</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>12.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>-12.5</b>	<b>10.3</b>	<b>16.2</b>	<b>40.9</b>
Podatek dochodowy	1.2	-1.4	-1.8	-3.3	-3.6	-4.4
Amortyzacja	7.5	7.7	6.6	6.1	6.3	6.5
Zmiany w kapitale obrotowym	4.0	2.0	-12.4	8.4	-1.3	-5.4
Inne zmiany	-7.3	1.7	14.7	4.8	5.2	-12.5
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>17.8</b>	<b>6.5</b>	<b>-5.4</b>	<b>26.3</b>	<b>22.9</b>	<b>25.2</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-14.9	-19.4	-5.0	-9.6	-20.8	-14.8
Inne przepływy inwestycyjne	11.2	7.8	1.9	0.2	0.2	0.2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-3.8</b>	<b>-11.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-9.4</b>	<b>-20.6</b>	<b>-14.6</b>
Zmiany netto zadłużenia	-9.2	7.2	14.7	-10.1	6.5	4.5
Odsetki zapłacone	-3.2	-2.3	-3.7	-3.3	-3.5	-3.8
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-12.9</b>	<b>4.0</b>	<b>9.7</b>	<b>-13.4</b>	<b>3.0</b>	<b>0.7</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>3.6</b>	<b>5.2</b>	<b>11.2</b>
<b>Wskaźniki</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Wzrost przychodów (%)	50%	-23%	40%	41%	24%	18%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	190%	-32%	9%	104%	31%	28%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	56%	43%
<b>Marże</b>						
Marża brutto (%)	23.5%	16.1%	19.4%	24.8%	24.7%	25.6%
Marża znorm. EBITDA (%)	15.8%	10.6%	1.8%	15.6%	16.5%	27.4%
Marża znorm. EBIT (%)	6.8%	2.0%	3.5%	10.8%	12.5%	14.4%
Marża znorm. zysku netto (%)	8.3%	-2.2%	-1.3%	6.5%	8.2%	9.9%
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>						
Dług netto/znorm. EBITDA* (x)	3.4	6.9	7.8	3.1	2.4	1.7
Dług netto/Kapitały własne (x)	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.0	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.0	-0.4	-1.3	4.2	5.7	11.9
Cykl konwersji gotówki (dni)	-37	15	99	67	76	96
ROA (%)	4.9%	-1.4%	1.1%	2.6%	4.4%	11.3%
ROIC (%)	0.0%	1.3%	-1.0%	12.1%	16.4%	19.8%
ROE (%)	7.8%	-2.2%	2.0%	4.8%	8.0%	20.1%

Wskaźniki wyceny	2014	2015p	2016p	2017p
Znorm. P/E (x)	n.a	20.1	12.9	9.0
Znorm. EV/EBITDA (x)	25.0	12.2	9.3	7.3
EV/Sprzedaż (x)	2.7	1.9	1.5	1.3
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	0.8
Stopa FCF (%)	-11%	6%	-3%	3%
Stopa dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%
<b>Na akcję</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Liczba akcji (średnia, mln)	72.9	72.9	72.9	72.9
Znorm. zysk na akcję (PLN)	-0.02	0.11	0.18	0.26
BPS (PLN)	2.0	2.1	2.2	2.7
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF na akcję (PLN)	-0.26	0.13	-0.06	0.08
<b>Przychody</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Przemysł	49.4	55.5	65.9	72.1
Hotelarstwo	25.8	28.8	35.4	45.1
Konsulting budowlany	6.6	6.6	6.3	5.8
Najem	8.0	8.9	9.9	13.2
Developing	0.0	25.6	38.1	47.1
Pozostała działalność	1.1	2.6	3.6	4.5
<b>Suma</b>	<b>90.9</b>	<b>128.1</b>	<b>159.1</b>	<b>187.8</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Przemysł	8.3	14.0	16.4	17.5
Hotelarstwo	7.5	8.4	10.3	13.2
Konsulting budowlany	0.4	0.0	0.2	0.2
Najem	3.2	3.5	3.8	6.6
Developing	0.0	5.8	8.6	10.6
Pozostała działalność	-1.7	0.0	0.0	0.0
<b>Suma</b>	<b>17.7</b>	<b>31.7</b>	<b>39.3</b>	<b>48.1</b>

**Prognoza znorm. EBITDA (2013-2017p, PLNm)**

**Prognoza znorm. zysku netto (2013-2017p, PLNm)**

**Nadchodzące wydarzenia**

2015-11-12

Publikacja raportu za 3Q2015

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

\*Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne; \*\*Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne, rozpoznanie aktywa podatkowego oraz stratę finansową związaną z rozliczeniem kontraktu IRS

## Wyniki finansowe 2Q2015

- W 2Q2015 Immobile wygenerowało przychody na poziomie PLN 25.4m (wzrost 16.5% r/r).
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 31.5% vs. 11.9% w 2Q2014.
- Znorm. EBITDA wyniosła PLN 4.8m (wzrost o 153.3% r/r, marża 19.1% vs. 8.8% w 2Q2014) a znorm. EBIT PLN 3.4m (marża 13.3% vs. 0.0% w 2Q2014).
- Spółka zaraportowała znorm. zysk netto w wysokości PLN 2.2m vs. strata PLN 1.0m w 2Q2014 (marża 8.7% vs. negatywna marża 4.6% w 2Q2014).

Tabela 1. Wyniki finansowe 2Q2015.

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	r/r	1H2015	r/r	1H15/2015p
<b>Przychody</b>	<b>19.7</b>	<b>21.8</b>	<b>22.4</b>	<b>26.9</b>	<b>20.2</b>	<b>25.4</b>	<b>16.5%</b>	<b>45.6</b>	<b>9.7%</b>	33.9%
Przemysł	10.7	10.9	11.8	15.9	10.4	12.7	16.4%	23.2	6.9%	41.7%
Najem aktywów	1.7	2.1	2.0	2.1	1.9	2.1	-3.9%	4.0	4.4%	44.8%
Hotelarstwo	5.3	6.6	7.3	6.7	5.5	8.1	22.1%	13.6	14.7%	38.4%
Konsulting budowlany	1.6	1.7	1.5	1.8	1.5	1.9	8.8%	3.4	1.9%	51.8%
Developing	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	0.0	#DIV/0!	0.0%
Pozostałe	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>74.5%</b>	<b>1.4</b>	<b>66.8%</b>	53.7%
EBITDA	-7.2	4.4	3.9	0.5	4.0	5.0	12.3%	8.9	-420.8%	44.6%
<b>Znorm. EBITDA*</b>	<b>3.5</b>	<b>1.9</b>	<b>4.0</b>	<b>1.9</b>	<b>4.0</b>	<b>4.8</b>	<b>153.3%</b>	<b>8.8</b>	<b>62.7%</b>	44.0%
EBIT	-8.8	2.5	2.9	-1.5	2.4	3.5	39.3%	5.9	n.a.	42.7%
<b>Znorm. EBIT*</b>	<b>1.9</b>	<b>0.0</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.4</b>	<b>3.4</b>	n.a.	<b>5.8</b>		41.8%
Zysk netto	1.7	2.1	0.8	-1.8	0.3	1.6	-23.3%	2.0	-49.4%	27.6%
<b>Znorm. zysk netto**</b>	<b>0.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>-1.3</b>	<b>0.971</b>	<b>2.2</b>	<b>n.a.</b>	<b>3.2</b>	<b>n.a.</b>	<b>37.9%</b>
Znorm. marża EBITDA	17.7%	8.8%	18.0%	7.1%	19.6%	19.1%	-	19.3%	-	-
Znorm. marża EBIT	9.4%	0.0%	13.5%	-0.5%	12.0%	13.3%	-	12.7%	-	-
Znorm. marża zysku netto	3.9%	-4.6%	6.2%	-4.8%	4.8%	8.7%	-	7.0%	-	-

\*Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne; \*\*Wynik znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne, rozpoznanie aktywa podatkowego oraz stratę finansową związaną z rozliczeniem kontraktu IRS;  
 Źródło: Dane spółki, Vestor DM

### Przychody.

W 2Q2015 Immobile wygenerowało przychody na poziomie PLN 25.4m (wzrost 16.5% r/r). W segmencie przemysłowym sprzedaż wzrosła do PLN 12.7m (wzrost 16.4% r/r), w segmencie hotelowym do PLN 8.1m (wzrost 22.1% r/r), a w segmencie najmu aktywów spadła o 3.9% do PLN 2.1m. Wzrost przychodów w segmencie przemysłowym wynika przede wszystkim z intensyfikacji sprzedaży produktów własnych. Czynnikiem wpływającym negatywnie na przychody w segmencie przemysłowym jest niższa sprzedaż projektów offshore, na co wpływ ma utrzymująca się niska cena ropy powodująca ograniczenie inwestycji przez jej wydobywców. Segment hotelowych odnotował w 1H2015 poprawę wskaźników operacyjnych: średnie obłożenie sieci Focus wzrosła do 58.22% vs. 56.71% w 1H2014, a średnia stawka za nocleg wzrosła do PLN 151.93 vs. 145.31 w 1H2014, co przekłada się na RevPar w wysokości PLN 88.46 (vs. PLN 82.40 w 1H2014). Poprawę przychodów odnotowały wszystkie hotele sieci, oprócz obiektu w Gdańsku. Ponadto przez cały okres 1H2015 przychody generował hotel w Inowrocławiu, który w 1H2014 działał jedynie przez dwa miesiące.

### Rentowność.

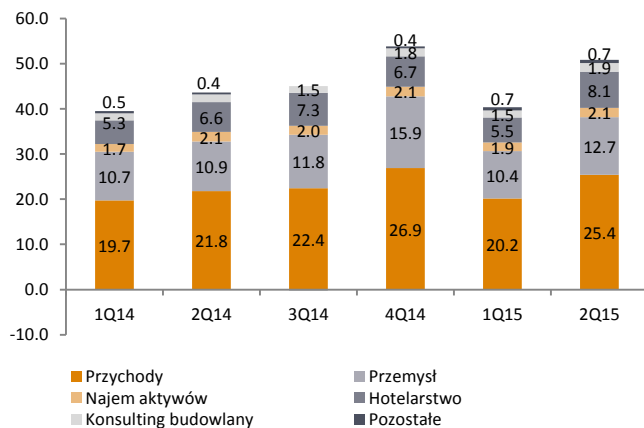
Spółka wygenerowała w 2Q2015 znorm. EBITDA na poziomie PLN 4.8m (wzrost 153.3% r/r, marża 19.1% vs. 8.8% w 2Q2014). Znorm. EBIT wyniósł PLN 3.4m (marża 13.3% vs. 0.0% w 2Q2014). Największy wzrost rentowności odnotowano w segmencie przemysłowym, w którym EBIT w 2Q2015 wyniósł PLN 2.6m vs. strata PLN 0.4m w 2Q2014 (marża 20.1% vs. -

4.1% w 2Q2014). Marża operacyjna poprawiła się również w segmencie hotelowym oraz najmu aktywów, w których spółka wygenerowała EBIT na poziomie odpowiednio PLN 2.5m (marża 30.9% vs. 19.1% w 2Q2014) oraz PLN 0.9m (marża 45% vs. 34.1% w 2Q2014). W segmencie konsultingu budowlanego strata operacyjna wzrosła do PLN 0.3m vs. PLN 0.2m w 2Q2014. Strata segmentu deweloperskiego oraz pozostałych segmentów wyniosła PLN 2.3m vs. PLN 1.4m w 2Q2014.

Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 0.7m (spadek 70% r/r), spółka zaraportowała zysk netto w wysokości PLN 1.6m (marża 6.4% vs. 9.7% w 2Q2014). Zysk netto znormalizowany o pozostałe przychody i koszty operacyjne oraz odchylenia od 19% stawki podatkowej wyniósł w 2Q2014 PLN 2.2m vs. strata PLN 1.0m w 2Q2014 (marża 8.7% vs. negatywna marża 4.6% w 2Q2014).

**Wykres 1. Struktura przychodów w okresie 1Q2014-2Q2015.**

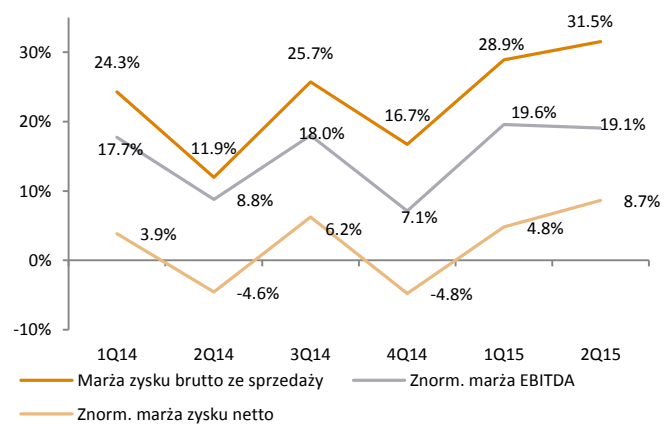
Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 2. Rentowność w okresie 1Q2014-2Q2015.**

Dane w %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

### Przepływy operacyjne i zadłużenie.

Dług netto na koniec 2Q2015 wzrósł do PLN 77.1m vs. PLN 72.8m na koniec 1Q2015 i PLN 76.0m na koniec 4Q2014. Pomimo wzrostu zadłużenia netto, wskaźnik dług netto/12mEBITDA spadł do poziomu 5.2x vs. 6.2x na koniec 1Q2015 oraz 6.7x na koniec 4Q2014. Spółka wygenerowała w 2Q2015 ujemne przepływy z działalności operacyjnej na poziomie PLN 3.5m vs. ujemne PLN 2.6m w 2Q2014. Głównym czynnikiem wpływającym na obniżenie poziomu przepływów operacyjnych są nakłady na zwiększenie stanu zapasów związane z realizacją inwestycji deweloperskiej – w 2Q2015 wyniosły PLN 6.4m vs. dodatnie przepływy z upłynnienia zapasów na poziomie PLN 0.1m w 2Q2014.

### Podsumowanie.

Wyniki finansowe Immobile za 2Q2015 uznajemy za pozytywne. Widoczna jest istotna poprawa rentowności związana z zakończonym procesem restrukturyzacji spółki oraz optymalizacją kosztową. Pozytywny jest również znaczny wzrost rentowności operacyjnej w segmencie przemysłowym, na który wpływ mogła mieć intensyfikacja sprzedaży bardziej marżowych produktów własnych. Negatywnie na wyniki 2Q2015 wpłynęły straty operacyjne w nowym dla spółki segmencie deweloperskim (strata PLN 1.1m), w którym pierwsze przekazania mieszkań będą miały miejsce w 4Q2015.

## Ostatnie wydarzenia

### Oferta kupna sieci hoteli WAM.

Spółka jest jednym z pięciu podmiotów, które złożyły ofertę kupna prywatyzowanej sieci hoteli WAM. Pozostali oferenci to: Central Fund of Immovables, Griffin Topco, Louvre Hotels Group i SWAN International.

Podstawowym przedmiotem działalności Grupy Hoteli WAM jest świadczenie usług hotelarskich i towarzyszących, a także świadczenie usług internatowych w związku z realizacją ustawy o zakwaterowaniu Sił Zbrojnych Rzeczypospolitej Polskiej. W skład grupy hoteli WAM wchodzi 17 obiektów, w tym 15 hoteli, które łącznie dysponują 1255 pokojami. W 2013 r., przy średnim obłożeniu ok. 40%, spółka odnotowała przychody na poziomie PLN 43.1m, EBITDA w wysokości PLN 7.1m oraz zysk netto PLN 4.1m. Wartość kapitałów własnych na koniec 2013 r. wyniosła PLN 135.7m. Grupa zatrudniała na dzień 2 czerwca 2014 r. 400 pracowników.

Informację o złożeniu oferty kupna hoteli WAM przez Immobile ze względu na brak informacji dotyczących parametrów transakcji oraz niepewność przejęcia oceniamy na chwilę obecną neutralnie i nie uwzględniamy akwizycji w naszych prognozach. Zwracamy uwagę, że przejęcie sieci WAM byłoby zgodne ze strategią Immobile w segmencie hotelarskim polegającą na rozwoju miejskich hoteli biznesowych w ramach klasy 2 do 4 gwiazdek – Hotele WAM to piąta względem ilości pokoi polska sieć hotelowa (obecnie 1255 pokoi, w 17 obiektach hotelowych), której filie znajdują się w większości w dużych miastach (m.in.: Warszawa, Gdańsk, Wrocław, Łódź, Szczecin). Z drugiej strony transakcja ta wiązałaby się ze znacznym wykorzystaniem kapitału zewnętrznego, co dodatkowo zwiększyłoby ryzyko finansowe związane ze spółką (dług netto na koniec 2014 r. wynosił PLN 76m, co implikuje wskaźnik dług netto/EBITDA w wysokości 7.8x). Zwracamy również uwagę na wielkość potencjalnej transakcji: przyjmując do wyceny mnożniki P/E oraz P/BV Orbisu oparte na średniej cenie oraz wynikach 2013 r. wartość WAM znajdowałaby się w przedziale PLN 107 – 119m.

**Tabela 2. Hotele sieci WAM**

Nazwa	Lokalizacja	Klasa (ilość gwiazdek)	Ilość pokoi	Średnia ocena Booking.com
Hotel Neptun	Gdynia	3	21	7.9
Cassubia	Hel	n.d.	64	6.8
Hotel Royal	Kraków	3	99	8.0
Hotel Huzar	Lublin	3	128	7.6
Hotel Reymont	Łódź	3	73	8.1
Hotel Dedal	Malbork	2	80	7.6
Hotel Ikar	Poznań	3	145	7.3
Hotel Iskra	Radom	3	50	8.0
Hotel Hetman	Rzeszów	3	60	8.4
Zamek Czocho	Sucha	n.d.	54	7.8
Hotel Kapitan	Szczecin	n.d.	42	7.3
Hotel Rycerski	Szczecin	3	29	8.0
Hotel Kopernik	Toruń	2/3	75	8.3
Hotel Belwederski	Warszawa	3	52	7.6
Hotel Mazowiecki	Warszawa	1	56	8.1
Hotel Bliza	Wejherowo	2	65	7.0
Hotel Wieniawa	Wrocław	2	162	7.1

Źródło: WAM, Booking.com

**Tabela 3. Hotele WAM: Wyniki finansowe w latach 2011-2013. (PLNm)**

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Przychody	45.3	47.0	43.1
EBITDA	7.3	4.0	7.1
Zysk netto	3.6	2.4	4.1

*Źródło: Securities.com*



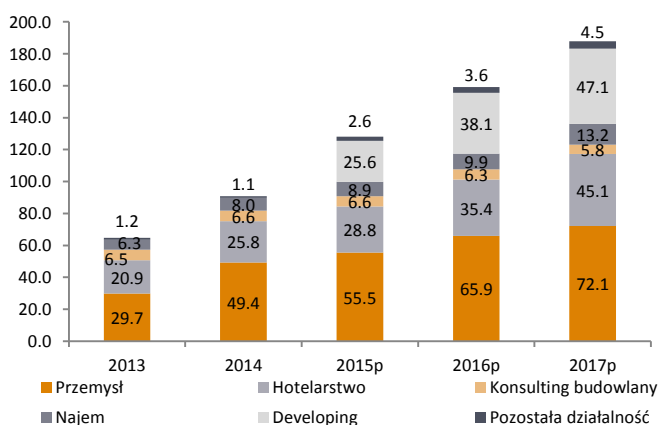
## Prognozy finansowe 2015-2017p

Wyniki 1H2015 dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Przychody.** Obniżamy prognozę przychodów o 0.9% do PLN 128.1m w 2015p oraz o 0.3% do PLN 159.1m w 2016p. Głównym czynnikiem wpływającym na prognozy sprzedaży spółki są niższe oczekiwane przychody z segmentu przemysłu, w którym obniżamy naszą prognozę o 5.1% do PLN 55.5m w 2015p oraz o 4.1% do PLN 65.9m w 2016p ze względu na gorsze perspektywy sprzedaży produktów typu offshore. Jednocześnie podwyższamy nasze prognozy sprzedaży w segmencie konsultingu budowlanego w latach 2015-2016p odpowiednio o 8.8% do PLN 6.6m i 12.9% do PLN 6.3m. Prognozę przychodów segmentu hotelarskiego, deweloperskiego oraz najmu aktywów pozostawiamy bez zmian w stosunku do poprzedniej prognozy. Najważniejszymi czynnikami wpływającymi na dynamikę przychodów w latach 2015-2016p jest rozpoczęcie przez spółkę działalności w segmencie deweloperskim, w którym oczekujemy sprzedaży na poziomie PLN 25.6m w 2015p i PLN 38.1m w 2016p, oraz wprowadzenie przez spółkę do sprzedaży w 2016p nowego produktu segmentu przemysłowego – automatycznych parkingów wielopoziomowych.
- Rentowność sprzedaży.** Podwyższamy nasze oczekiwania dotyczące marży brutto ze sprzedaży spółki w latach 2015-2016p do 25% (vs. 21% w poprzednich szacunkach), co implikuje zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 31.7m w 2015p oraz PLN 39.3m w 2016p. Na wyższą rentowność sprzedaży brutto w okresie prognozy wpływa głównie podniesienie przez nas szacunków rentowności segmentu przemysłu, w którym spółka w 1H2015 wygenerowała marżę na sprzedaży w wysokości 34.4% vs. 20.2% w 1H2015. Podwyższamy prognozowaną marżę zysku brutto ze sprzedaży w segmencie przemysłowym do 25% w 2015-2016p (vs. 17% w poprzedniej prognozie), co przełoży się na zysk brutto ze sprzedaży w wysokości PLN 14.0m w 2015p oraz PLN 16.4m w 2016p. Podwyższamy również nasze założenia dotyczące rentowności projektu deweloperskiego, oczekując marży 22.6% w latach 2015-2016p vs. 19.8% w poprzedniej prognozie. Wyższa oczekiwana marża wynika z obniżenia przez nas prognoz kosztu realizacji mkw. PUM z PLN 4,350/mkw. do PLN 4,250/mkw. W segmencie konsultingu budowlanego obniżamy prognozę rentowności w latach 2015-2016p odpowiednio do 0% oraz 3% vs. 5% w poprzednich szacunkach. Prognozy zysku brutto ze sprzedaży w segmentach najmu oraz hotelarskim pozostawiamy bez zmian.

**Wykres 3. Struktura przychodów w latach 2013-2017p.**

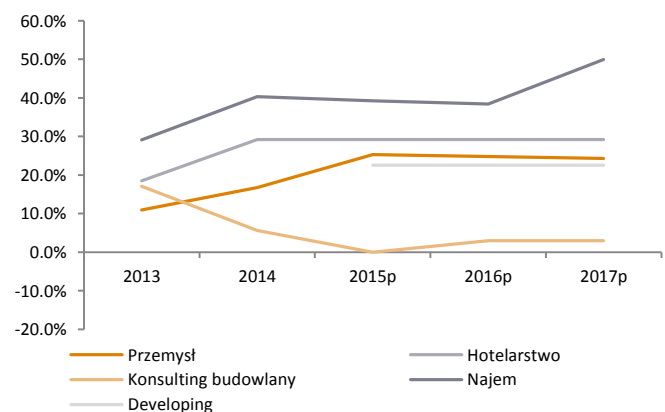
Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 4. Rentowność sprzedaży w latach 2013-2017p.**

Dane w %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Rentowność operacyjna.** Podwyższamy naszą prognozę kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży o 17.9% w 2015p i o 16.6% w 2016p do odpowiednio PLN 17.9m oraz PLN 19.3m. Podwyższenie prognozowanych kosztów ogólnego zarządu wynika głównie z uwzględnienia w szacunkach kosztów sprzedaży związanych z projektem deweloperskim, które spółka zaczęła ponosić od 2Q2015 (w 2Q2015 wyniosły one PLN 0.7m). Przy oczekiwanych pozostałych przychodach operacyjnych netto latach 2015-2016p na poziomie PLN 0.1m i PLN 0.0m oczekujemy EBIT w analogicznym okresie na poziomie PLN 13.9m i PLN 19.9m (marża 10.8% i 12.5% vs. 9.1% i 10.8% w poprzedniej prognozie). Oczekujemy EBITDA w 2015p na poziomie PLN 20.0m oraz PLN 26.2m w 2016p (marża 15.6% i 16.5% vs. 13.9% oraz 14.7% w poprzednich szacunkach).
- Rentowność netto.** Przy niezmiennych prognozach kosztów finansowych netto na poziomie PLN 3.6m w 2015p oraz PLN 3.8m w 2016p szacujemy zysk netto w analogicznym okresie na poziomie PLN 7.1m oraz PLN 12.6m (marża 6.5% i 8.2% vs. 5.2% oraz 6.8% w poprzednich szacunkach). Jednocześnie oczekujemy znormalizowanego o odchylenia od 19% stawki podatkowej zysku netto na poziomie PLN 8.4m w 2015p oraz PLN 13.1m w 2016p (marża 6.5% oraz 8.2% vs. 5.2% i 6.8% poprzednio).

**Tabela 4. Prognozy finansowe na lata 2015-2017p**

Dane w PLNm

	2015p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2016p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2017p		zmiana (%)	Zmiana r/r
	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe
<b>Przychody</b>	<b>129.3</b>	<b>128.1</b>	<b>-0.9%</b>	<b>40.9%</b>	<b>159.6</b>	<b>159.1</b>	<b>-0.3%</b>	<b>24.3%</b>	<b>188.1</b>	<b>187.8</b>	<b>-0.2%</b>	<b>18.0%</b>
Przemysł	58.5	55.5	-5.1%	12.5%	68.7	65.9	-4.1%	18.7%	75.2	72.1	-4.1%	9.4%
Hotelarstwo	28.8	28.8	0.0%	11.4%	35.4	35.4	0.0%	23.0%	45.1	45.1	0.0%	27.5%
Konsulting budowlany	6.0	6.6	8.8%	-0.6%	5.6	6.3	12.9%	-4.0%	5.2	5.8	12.6%	-7.6%
Najem	8.9	8.9	0.0%	12.2%	9.9	9.9	0.0%	10.8%	13.2	13.2	0.0%	33.1%
Developing	25.6	25.6	0.0%	n.a.	38.1	38.1	0.0%	48.8%	47.1	47.1	0.0%	23.7%
Pozostała działalność	1.4	2.6	85.2%	150.0%	1.9	3.6	85.2%	35.0%	2.4	4.5	85.2%	25.0%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>27.0</b>	<b>31.7</b>	<b>17.3%</b>	<b>79.5%</b>	<b>33.8</b>	<b>39.3</b>	<b>16.3%</b>	<b>23.9%</b>	<b>42.4</b>	<b>48.1</b>	<b>13.4%</b>	<b>22.3%</b>
Przemysł	10.0	14.0	40.6%	69.5%	12.0	16.4	36.9%	16.6%	13.1	17.5	34.1%	6.9%
Hotelarstwo	8.4	8.4	0.0%	11.4%	10.3	10.3	0.0%	23.0%	13.2	13.2	0.0%	27.5%
Konsulting budowlany	0.3	0.0	-100.0%	n.a.	0.3	0.2	-24.7%	n.a.	0.2	0.2	-24.9%	-7.6%
Najem	3.5	3.5	0.0%	9.2%	3.8	3.8	0.0%	8.4%	6.6	6.6	0.0%	73.1%
Developing	5.1	5.8	14.0%	n.a.	7.5	8.6	14.0%	48.8%	9.3	10.6	14.0%	23.7%
Pozostała działalność	-0.2	0.0	-100.0%	n.a.	-0.1	0.0	-100.0%	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.
EBITDA	17.9	20.0	11.6%	n.a.	23.5	26.2	11.7%	31.3%	48.6	51.5	6.0%	96.3%
<b>EBITDA znorm.*</b>	<b>17.9</b>	<b>20.0</b>	<b>11.6%</b>	<b>104.4%</b>	<b>23.5</b>	<b>26.2</b>	<b>11.7%</b>	<b>31.3%</b>	<b>30.7</b>	<b>33.6</b>	<b>9.5%</b>	<b>28.1%</b>
EBIT	11.8	13.9	17.5%	n.a.	17.2	19.9	16.0%	43.7%	42.1	45.0	6.9%	125.7%
<b>EBIT znorm.*</b>	<b>11.8</b>	<b>13.9</b>	<b>17.5%</b>	<b>336.8%</b>	<b>17.2</b>	<b>19.9</b>	<b>16.0%</b>	<b>43.7%</b>	<b>24.2</b>	<b>27.1</b>	<b>12.0%</b>	<b>36.0%</b>
Zysk netto	6.0	7.1	16.6%	148.2%	10.4	12.6	21.4%	78.5%	34.2	36.5	6.9%	190.3%
<b>Zysk netto znorm.**</b>	<b>6.7</b>	<b>8.4</b>	<b>25.1%</b>	<b>n.a.</b>	<b>10.9</b>	<b>13.1</b>	<b>20.4%</b>	<b>56.5%</b>	<b>16.3</b>	<b>18.7</b>	<b>14.5%</b>	<b>42.6%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM; \*Normalizacja o zdarzenia jednorazowe; \*\*Normalizacja o zdarzenia jednorazowe oraz odchylenia od 19% stawki podatkowej.



## Wycena

Wyceniamy Immobile dwiema metodami: 1) SOTP (suma części składowych) jako suma GAV (wartość brutto aktywów) segmentu najmu aktywów i wartości pozostałej części przedsiębiorstwa oszacowanej metodą DCF, 2) Metodą porównawczą wyceniając oddzielnie każdy z segmentów działalności. Szacując metodą SOTP otrzymujemy wycenę w wysokości PLN 3.2/akcję, natomiast z metody porównawczej otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 3.3/akcję. Przyznajemy 100% wagi wycenie uzyskanej metodą SOTP oraz 0% wagi wycenie metodą porównawczą. Przypisaliśmy wycenie porównawczej wagę 0% ze względu na 1) wysoką złożonością struktury i w efekcie brak spółek o porównywalnym profilu działalności w ujęciu całości przedsiębiorstwa oraz 2) ze względu na spowodowaną brakiem danych niemożliwość zastosowania mnożników P/E i EV/EBITDA. Przy określeniu wartości godziwej akcji Immobile uwzględniliśmy także 10% dyskonto z tytułu struktury konglomeratowej. W oparciu o oszacowaną wartość godziwą na poziomie PLN 2.9/akcję, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 3.1/akcję.

**Tabela 5. Podsumowanie wyceny. (PLN)**

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	3.3	0%
Metoda SOTP	3.2	100%
<b>Średnia</b>	<b>3.2</b>	
Dyskonto z tyt. struktury konglomeratowej	10%	
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>2.9</b>	
Koszt kapitału własnego (%)	9.5%	
<b>Cena docelowa</b>	<b>3.1</b>	
Obecna cena	2.3	
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>36%</b>	

Źródło: szacunki Vestor DM

Dyskonto z tytułu struktury konglomeratowej przyznajemy na podstawie wyników badań A. Damodarana wskazujących na 10%-owe dyskonto wyceny spółek holdingowych w stosunku do sumy wartości ich segmentów operacyjnych.

### Wycena metodą SOTP

Wyceniamy Immobile metodą SOTP szacując wartość przedsiębiorstwa jako sumę GAV segmentu najmu aktywów oraz wartości pozostałych segmentów wyznaczoną metodą DCF. Wartość GAV segmentu najmu aktywów szacujemy na PLN 65.2m, a wartość EV pozostałej działalności Immobile na PLN 242.8m. Odejmując wartość długu netto na koniec 2014 r. w wysokości PLN 75.9m szacujemy wartość kapitałów własnych Immobile na poziomie PLN 232m co przekłada się na wartość godziwą jednej akcji na poziomie PLN 3.2.

**Tabela 6. Podsumowanie wyceny SOTP (PLNm)**

Wycena EV działalności Immobile z wyłączeniem segmentu najmu	242.8
Wycena GAV segmentu najmu	65.2
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>308.0</b>
Kapitały mniejszości	0.0
Dług netto	75.9
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>232.1</b>
Liczba akcji (m)	72.9
<b>Wartość godziwa na akcję</b>	<b>3.2</b>

Źródło: szacunki Vestor DM

Przy szacowaniu stopy dyskontowej użytej w wycenie zakładamy:

- Stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.2% (4.0% w okresie rezydualnym) oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.1x.

**Tabela 7. Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2015p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.2%	4.0%
Beta	1.6	1.2
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.2%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.2%	4.0%
Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%
Kosztu długu	6.2%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.7%</b>
% D	35.4%	12.9%
% E	64.6%	87.1%
<b>WACC</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.6%</b>

Źródło: szacunki Vestor DM

**Tabela 8. Wycena DCF działalności Immobile z wyłączeniem segmentu najmu aktywów. (PLNm)**

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	119.1	149.3	174.6	191.3	199.6	205.9	
- zmiana r/r	31%	25%	17%	10%	4%	3%	
Znorm. EBITDA	17.3	23.3	27.9	31.5	33.0	34.0	
- marża EBITDA	14.5%	15.6%	16.0%	16.5%	16.5%	16.5%	
Znorm. EBIT	11.2	17.0	21.4	24.9	26.3	27.2	
Podatek od EBIT	-2.1	-3.2	-4.1	-4.7	-5.0	-5.2	
NOPAT	9.1	13.7	17.3	20.2	21.3	22.0	22.0
- marża NOPAT	7.6%	9.2%	9.9%	10.5%	10.7%	10.7%	
Amortyzacja	6.1	6.3	6.5	6.6	6.7	6.8	6.8
Zmiany w kapitale obrotowym	8.4	-1.3	-5.4	-2.9	0.5	2.0	
- w tym wykorzystanie gruntów własnych	5.0	6.7	7.6	4.9	0.0	0.0	
Capex	-1.8	-2.8	-2.8	-2.3	-2.3	-2.3	-7.8
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>21.7</b>	<b>16.0</b>	<b>15.6</b>	<b>21.5</b>	<b>26.2</b>	<b>28.5</b>	<b>21.0</b>
Czynnik dyskontowy (%)	96%	88%	81%	74%	68%	62%	
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>20.8</b>	<b>14.0</b>	<b>12.6</b>	<b>15.9</b>	<b>17.8</b>	<b>17.8</b>	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	99						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.5%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	144						
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>243</b>						

Źródło: szacunki Vestor DM

Segment najmu aktywów wyceniamy metodą GAV uwzględniając budowę biurowca Immobile K3 w latach 2015p-2017p. Przy założeniu łącznych nakładów inwestycyjnych na budowę biurowca na poziomie PLN 36.4m oraz wartości godziwej na poziomie PLN 57.9m na koniec 2017p szacujemy wartość bieżącą projektu na PLN 15.0m. Do wartości segmentu najmu wliczamy również wartość księgową Stoczni Pomerania (wartość księgową na koniec 2014 r. w wysokości PLN 27.6m) oraz Centrum Faktoria (PLN 20.6m). Z wartości obecnej nieruchomości inwestycyjnych wyłączamy wartość obecnie wolnych gruntów na os. Leśnym (o wartości PLN 24.3m na koniec 2Q2015) oraz przy Placu Kościeleckich (PLN 3.6m) z uwagi na to, że w najbliższych latach będą one wykorzystywane przez spółkę do realizacji projektu mieszkaniowego Platanowy Park oraz projektu biurowego Immobile K3. W stosunku do poprzedniego raportu uwzględniamy w naszej analizie planowane przeniesienie zakładu produkcyjnego Makrum w 2019 r., w związku z czym włączamy do wyceny wartość bieżącą gruntów na których znajduje się zakład. Wartość gruntów pod fabryką Makrum o powierzchni ok. 32 tys. mkw. szacujemy na PLN 14.7m, zakładając cenę PLN 461/mkw. (wycena wolnych gruntów na os. Leśnym na koniec 2Q2015). Jednocześnie w naszej prognozie zakładamy poniesienie przez spółkę nakładów inwestycyjnych na przeniesienie

zakładu na poziomie PLN 1.3m w 2015p (zakup gruntu) oraz PLN 10.0m w 2019p. Bieżącą wartość dodaną projektu planowanego uwolnienia gruntów na os. Leśnym w 2019 r., określoną jako różnicę między wartością bieżącą gruntów i nakładów inwestycyjnych, szacujemy na PLN 2.0m.

Wyznaczamy wartość brutto aktywów segmentu najmu jako sumę istniejących nieruchomości inwestycyjnych, szacowaną wartość bieżącą gruntów pod zakładem Makrum oraz wartości bieżącej projektu Immobile K3 na poziomie PLN 65.2m.

**Tabela 9. Wycena GAV segmentu najmu aktywów (PLNm)**

Nieruchomości inwestycyjne	2014					
Stocznia Pomerania w Szczecinie	27.6					
Centrum Faktoria w Bydgoszczy	20.6					
<b>Suma</b>	<b>48.2</b>					
Wycena gruntów pod zakładem produkcyjnym Makrum	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Powierzchnia (tys. mkw.)	32					
Szacowana cena gruntu (PLN/mkw.)	461					
Szacowana wartość gruntu (PLNm)	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
Czynnik dyskontowy		96%	88%	81%	74%	68%
Capex na przeniesienie zakładu produkcyjnego		-1.3	0.0	0.0	0.0	-10.0
Zdyskontowana wartość obecna Immobile K3	<b>10.0</b>					
Zdyskontowany capex	-8.0					
<b>Obecna wartość dodana gruntu pod zakładem Makrum</b>	<b>2.0</b>					
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	2014	2015p	2016p	2017p		
Wartość księgowa biurowca Immobile K3		10.0	28.0	57.9		
Capex na biurowiec Immobile K3		-6.4	-18.0	-12.0		
- w tym wykorzystanie gruntów własnych		3.6				
Czynnik dyskontowy		96%	88%	81%		
Zdyskontowana wartość obecna Immobile K3	46.7					
Zdyskontowany capex	-31.7					
<b>Obecna wartość dodana Immobile K3</b>	<b>15.0</b>					
<b>GAV segmentu najmu</b>	<b>65.2</b>					

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 10. Analiza wrażliwości wyceny SOTP**

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%)	2.5%	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7	3.9	4.2
	3.0%	3.1	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7	3.9
	3.5%	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.6	3.8
	4.0%	2.9	3.0	3.1	<b>3.2</b>	3.3	3.4	3.6
	4.5%	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4
	5.0%	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3
	5.5%	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2
		Zdelewarowana beta						
		0.8x	0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x
Premia za ryzyko	2.0%	5.5	5.3	5.1	4.9	4.8	4.6	4.5
	3.0%	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0	3.9	3.7
	4.0%	4.2	4.0	3.8	3.6	3.4	3.3	3.2
	5.0%	3.8	3.6	3.4	<b>3.2</b>	3.0	2.9	2.7
	6.0%	3.4	3.2	3.0	2.8	2.7	2.5	2.4
	7.0%	3.2	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3	2.1
	8.0%	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9

Źródło: szacunki Vestor DM

**Wycena metodą porównawczą**

Ze względu na szeroki przekrój działalności grupy Immobile wyceniamy spółkę metodą porównawczą przyporządkowując każdemu segmentowi oddzielną grupę zagranicznych oraz polskich spółek porównywalnych. Wycenę opieramy na średniej mnożników EV/EBIT oraz EV/Sprzedaż w latach 2015-2017p przyporządkowując każdemu mnożnikowi równą wagę. Wartość segmentu najmu aktywów szacujemy metodą GAV na poziomie PLN 65.2m. Wartość kapitałów własnych Immobile, liczoną jako sumę wartości EV segmentów operacyjnych pomniejszoną o wartość długu netto, szacujemy na PLN 239.8m, co przekłada się na wartość godziwą akcji na poziomie PLN 3.3.

**Tabela 11. Podsumowanie wyceny metodą porównawczą.**

EV segmentu mieszkaniowego i budowlanego (PLNm)	88.9
EV segmentu najmu aktywów (PLNm)*	65.2
EV segmentu przemysłowego (PLNm)	66.8
EV segmentu hotelowego (PLNm)	94.9
<b>Suma EV segmentów (PLNm)</b>	<b>315.7</b>
Dług netto (PLNm)	75.9
<b>Wartość kapitału własnego (PLNm)</b>	<b>239.8</b>
Liczba akcji (m)	72.9
<b>Wycena (PLN/akcję)</b>	<b>3.3</b>

Źródło: szacunki Vestor DM; \*Wycena segmentu najmu w oparciu o metodę GAV.

**Tabela 12. Wycena segmentu mieszkaniowego i budowlanego.**

	Kraj	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	EV/EBIT (x)			EV/Sales (x)		
				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Robyg	Polska	2.5	649.8	13.8	9.0	12.0	2.0	1.6	1.9
Dom Development	Polska	46.0	1139.5	13.3	11.1	10.1	1.5	1.3	1.3
LC Corp	Polska	1.9	859.3	13.5	12.2	10.8	4.0	3.3	2.8
Vantage Development	Polska	2.6	164.8	39.0	20.1	13.4	4.4	2.7	2.2
Polnord	Polska	11.4	373.3	27.5	28.5	19.6	3.2	3.3	2.5
Ronson	Polska	1.3	340.5	15.4	10.3	10.9	1.9	1.5	1.5
<b>Średnia</b>				20.4	15.2	12.8	2.8	2.3	2.0
Wynik Immobile				2.6	5.5	7.5	32.2	44.4	53.0
<b>Implikowane EV</b>				53.3	84.3	95.8	90.6	101.9	107.5
Waga				17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Wartość segment (EV)</b>				<b>88.9</b>					

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

**Tabela 13. Wycena segmentu przemysłowego.**

	Kraj	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	EV/EBIT (x)			EV/Sales (x)		
				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Kopex	Polska	6.3	467.6	10.3	8.2	6.7	0.7	0.7	0.7
Famur	Polska	1.9	924.5	11.2	7.0	7.1	1.3	1.3	1.3
<b>Średnia</b>				10.7	7.6	6.9	1.0	1.0	1.0
Wynik Immobile				2.8	6.8	9.0	9.9	55.5	65.9
<b>Implikowane EV</b>				22.2	73.3	68.2	68.6	54.7	66.3
Waga				17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Wartość segmentu (EV)</b>				<b>66.8</b>					

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

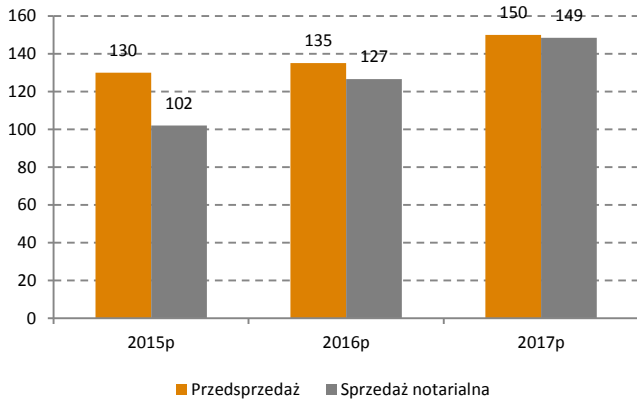
**Tabela 14. Wycena segmentu hotelowego**

	Kraj	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	EV/EBIT (x)			EV/Sales (x)		
				2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Orbis	Polska	57.5	2 649	19.1	16.9	15.4	2.5	2.4	2.2
Millennium & Copthorne	Wielka Brytania	536.5	10 054	15.5	14.6	12.9	3.1	3.0	2.9
Whitbread	Wielka Brytania	4 651.0	48 978	17.8	16.1	14.2	3.5	3.1	2.8
<b>Średnia</b>				17.5	15.9	14.2	3.0	2.8	2.6
Wynik Immobile				4.4	4.5	5.4	7.0	28.8	35.4
<b>Implikowane EV</b>				76.4	78.6	85.4	99.0	87.4	100.2
Waga				17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Wartość segmentu (EV)</b>				<b>94.9</b>					

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

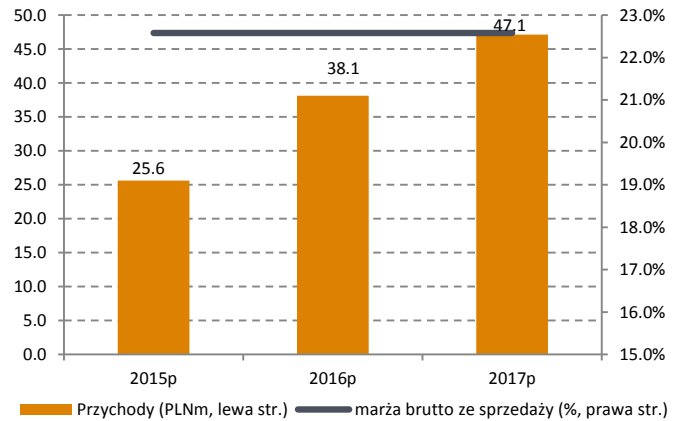
## Załącznik 1. Założenia i prognozy

**Wykres 5. Przesprzedaż oraz sprzedaż notarialna mieszkań w latach 2015-2017p**



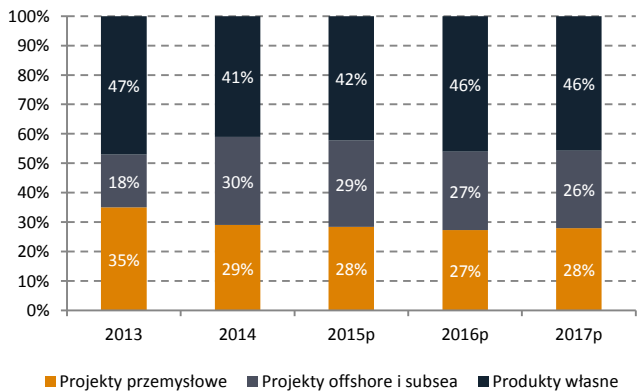
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 6. Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży w segmencie mieszkaniowym w latach 2015-2017p.**



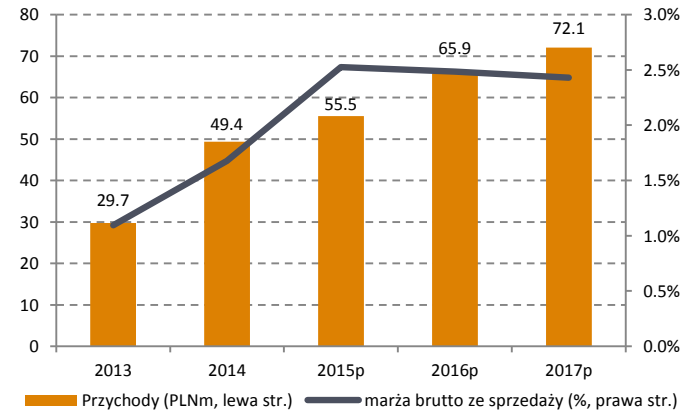
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 7. Struktura sprzedaży w segmencie przemysłowym w latach 2013-2017p**



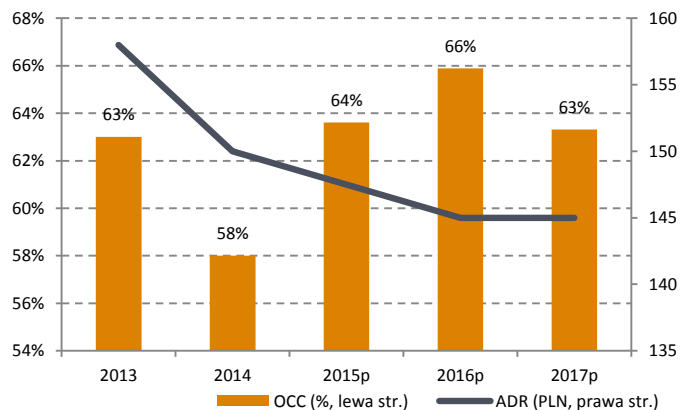
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 8. Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży w segmencie przemysłowym w latach 2015-2017p**



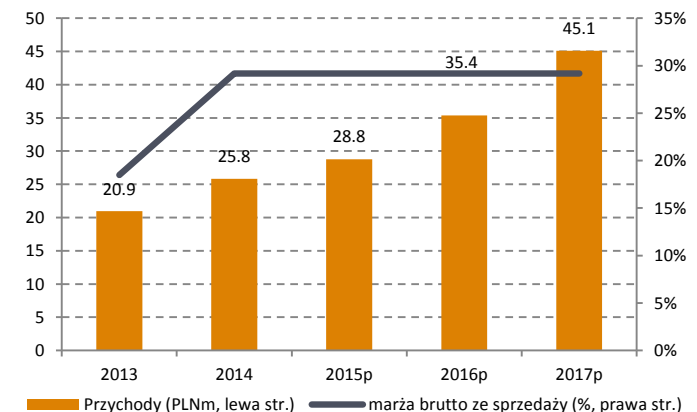
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 9. Średnie obłożenie oraz średnie stawki netto za nocleg w sieci Focus w latach 2013-2017p**



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 10. Przychody i marża brutto ze sprzedaży w segmencie hotelarskim w latach 2013-2017p**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 15. Immobile: Projekty mieszkaniowe.**

Projekt	Liczba lokali	PUM	Realizacja		Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)	
					2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p		
		(mkw.)													
Platanowy Park - Etap 0	144	6 663	2014	-	2015	120	15	7	102	33	9	25.6	33.9	36.1	22.6%
Platanowy Park - Etap 1	143	8 407	2015	-	2016	10	100	21	0	94	38	0.0	29.8	41.8	22.6%
Platanowy Park - Etap 2	189	11 242	2016	-	2017	0	20	100	0	0	102	0.0	0.0	32.9	22.6%
Platanowy Park - Etap 3	204	12 625	2017	-	2018	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22.6%
Razem						130	135	148	102	127	149	25.6	38.1	47.1	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 16. Immobile: Prognozy finansowe segmentu przemysłowego.**

Przemysł	2014	2015	2016	2017
<b>Przychody</b>	<b>49.4</b>	<b>55.5</b>	<b>65.9</b>	<b>72.1</b>
wzrost (%)	66%	12.5%	18.7%	9.4%
Projekty przemysłowe	14.3	15.8	18.0	20.1
wzrost (%)	38%	10.0%	14.0%	12.0%
Projekty offshore i subsea	14.8	16.3	17.6	19.0
wzrost (%)	177%	10.0%	8.0%	8.0%
Produkty własne	20.2	23.5	30.3	33.0
wzrost (%)	45%	16.0%	29.2%	8.6%
<b>Udział w przychodach rocznych:</b>				
Projekty przemysłowe	29%	28%	27%	28%
Projekty offshore i subsea	30%	29%	27%	26%
Produkty własne	41%	42%	46%	46%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>8.28</b>	<b>14.03</b>	<b>16.37</b>	<b>17.50</b>
marża	16.8%	25.3%	24.8%	24.3%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 17. Immobile: Prognozy finansowe segmentu konsultingu budowlanego.**

Konsulting budowlany	2014	2015	2016	2017
<b>Przychody</b>	<b>6.6</b>	<b>6.6</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>
wzrost (%)	1.2%	-0.6%	-4.0%	-7.6%
Nadzory inwestorskie	4.83	4.8	4.6	4.1
wzrost (%)	3%	0%	-5%	-10%
Przeglądy techniczne	0.99	1.0	1.0	1.0
wzrost (%)	1%	2%	0%	0%
Kosztorysowanie	0.46	0.46	0.44	0.42
wzrost (%)	-45%	0%	-5%	-5%
Roboty budowlane	0.26	0.3	0.3	0.3
wzrost (%)	0%	2%	0%	0%
<b>Udział w przychodach rocznych:</b>				
Nadzory inwestorskie	73%	73%	73%	71%
Przeglądy techniczne	15%	15%	16%	17%
Kosztorysowanie	7%	7%	7%	7%
Roboty budowlane	4%	4%	4%	5%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
marża	5.6%	0.0%	3.0%	3.0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 18. Immobile: Prognozy finansowe segmentu najmu.**

	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Przychody</b>	<b>8.0</b>	<b>8.9</b>	<b>9.9</b>	<b>13.2</b>
wzrost (%)	26%	12%	11%	33%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>6.6</b>
Marża brutto ze sprzedaży (%)	40.4%	39.3%	38.4%	50.0%
<b>Wartość księgową nieruchomości inwestycyjnych:</b>				
Stocznia Pomerania w Szczecinie	27.6	27.6	27.6	27.6
Centrum Faktoria w Bydgoszczy	20.6	20.6	20.6	20.6
Immobile K3 (plac Kościeleckich)	0.0	6.4	24.4	57.9
Pozostałe	26.9	21.8	15.1	4.0
<b>Suma</b>	<b>75.1</b>	<b>76.5</b>	<b>87.7</b>	<b>110.0</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 19. Immobile: Prognozy finansowe segmentu hotelarskiego.**

	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Przychody</b>	<b>25.8</b>	<b>28.8</b>	<b>35.4</b>	<b>45.1</b>
wzrost (%)	23.4%	11.4%	23.0%	27.5%
Pozostałe przychody	9.4	10.5	12.9	16.4
Przychody z wynajmu pokoi	16.4	18.3	22.5	28.7
Hotele: liczba pokoi	535.0	535.0	757.0	957.0
Bydgoszcz	36	36	36	36
Łódź	110	110	110	110
Szczecin	119	119	119	119
Gdańsk (Elbląska 85)	99	99	99	99
Chorzów	137	137	137	137
Inowrocław	34	34	34	34
Gdańsk (ul. Nad Stawem 5)	-	-	122	122
Hotel 1 otwarcie 2016	-	-	100	100
Hotel 2 otwarcie 2017	-	-	-	100
Hotel 3 otwarcie 2017	-	-	-	100
<b>OCC%</b>	<b>58%</b>	<b>64%</b>	<b>66%</b>	<b>63%</b>
Bydgoszcz	-	70%	70%	70%
Łódź	-	70%	70%	70%
Szczecin	-	70%	70%	70%
Gdańsk (Elbląska 85)	-	70%	75%	75%
Chorzów	-	50%	70%	70%
Inowrocław	-	50%	70%	70%
Gdańsk (ul. Nad Stawem 5)	-	-	65%	75%
Hotel 1 otwarcie 2016	-	-	40%	55%
Hotel 2 otwarcie 2017	-	-	-	40%
Hotel 3 otwarcie 2017	-	-	-	40%
<b>ADR (PLN)</b>	<b>150</b>	<b>147.5</b>	<b>145.0</b>	<b>145.0</b>
<b>RevPAR (PLN)</b>	<b>87.5</b>	<b>93.8</b>	<b>95.5</b>	<b>91.8</b>
Średnia liczba pokoi	518.0	535.0	646.0	857.0
Liczba pokojonocy w roku	109 661	124 210	155 350	198 061
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>7.5</b>	<b>8.4</b>	<b>10.3</b>	<b>13.2</b>
marża (%)	29.2%	29.2%	29.2%	29.2%

Źródło: Dane spółki, szacunki 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 OPINIĘ 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 do 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.

Zadną z informacji przedstawianych 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 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 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 znajdując 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 jurysdykcji, 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 OGRANICZEN.

VESTOR INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIELE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW. VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELA 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 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 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.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

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 następujących 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 nawiguje.

Analizy Vestor działał 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 jakiegokolwiek 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, 0 rekomendację Akumuluj, 2 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 13 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, włącznie z raportami wydanymi w ramach usług Equity Research Partner.

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 1 lipca 2015 r. z ceną docelową równą 2,7PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,3PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie

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 UPOWAŻNIANYCH 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 powinni 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 byc 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 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 małą 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**