

# JHM Development

Deweloperzy | Polska

**Cena docelowa:** PLN 2.5

## Aktualizacja raportu analitycznego

- Prognozujemy CAGR zysku netto na poziomie 21% w latach 2014-2017p.
- Oczekujemy przekazania 192 mieszkań w 2015p oraz 202 w 2016p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/BV w wysokości 0.38x na 2015p.

11 września 2015

## Wyższa rentowność, wyższe zyski

Podtrzymujemy cenę docelową JHM Development na poziomie PLN 2.5/akcję. Pomimo niższego oczekiwanego poziomu przekazania mieszkań (obniżenie prognozy z 202 do 192 w 2015p) zwracamy uwagę na wysoką marżę brutto ze sprzedaży mieszkań (21.4% w 1H15, w porównaniu do 15.6% w 1H14). Oczekujemy rozwoju segmentu mieszkaniowego (wprowadzanie kolejnych inwestycji do oferty), jak również segmentu najmu (planowane zakończenie rozbudowy CH Marywilska 44 w 2016p). Przy wyższej rentowności oraz niższych kosztach finansowych netto podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 7.3m do PLN 7.8m w 2015p oraz z PLN 9.2m do PLN 9.4m w 2016p.

**Wysoka rentowność segmentu mieszkaniowego przy wolniejszym tempie przekazania.** W okresie styczeń-sierpień spółka przekazała 117 mieszkań, co stanowiło 58% naszej poprzedniej całorocznej prognozy (202 mieszkania). W wyniku niższego tempa sprzedaży mieszkań oraz przekazania obniżamy prognozę przekazania do 192 mieszkań oraz pozostawiamy prognozę przekazania w 2016p bez zmian na poziomie 202. Jednocześnie zwracamy uwagę na wysoką rentowność segmentu mieszkaniowego zaraportowaną przez spółkę w 1H15 na poziomie 21.4%, w porównaniu do 15.6% w analogicznym okresie rok wcześniej.

**Rozwój segmentu najmu dzięki planowanej rozbudowie CH Marywilska 44.** W maju 2015r. spółka uzyskała pozwolenie na rozbudowę CH Marywilska 44 o 12tys. mkw. NRA (obecnie 42tys. mkw.), jednak rozpoczęcie realizacji rozbudowy uwarunkowane jest podpisaniem umowy z najemcami na minimum 50% powierzchni. W naszych prognozach zakładamy rozpoczęcie realizacji rozbudowy w 4Q15 oraz zakończenie w połowie 2016r. Szacujemy nakłady inwestycyjne na rozbudowę projektu na poziomie PLN 28m.

**Podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 7.3m do PLN 7.8m w 2015p oraz z PLN 9.2m do PLN 9.4m w 2016p.** Ze względu na niższe poziomy sprzedaży notarialnej obniżamy prognozę przychodów o 4% do PLN 82.7m w 2015p oraz pozostawiamy na poziomie PLN 92.2m w 2016p. Uważamy, że wolniejsze tempo przekazania w 2015p zostanie zrekomensowane wyższą rentownością segmentu mieszkaniowego. W efekcie prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 12.4m w 2015p (vs. PLN 12.3m poprzednio) oraz PLN 14.8m w 2016p (vs. PLN 15.2m poprzednio). Ze względu na spadek poziomu zadłużenia oraz niższe koszty finansowe netto podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 7.3m do PLN 7.8 w 2015p oraz z PLN 9.2m do PLN 9.4m w 2016p.

**Podtrzymujemy wycenę na poziomie PLN 2.5/akcję.** Wyceniamy spółkę JHM Development w oparciu o metodę SOTP (PLN 2.4), metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 2.5/akcję) oraz metodę porównawczą (PLN 2.5/akcję). Podtrzymujemy cenę docelową dla JHM Development na poziomie PLN 2.5/akcję. Spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku P/BV na poziomie 0.38x w 2015p oraz 0.37x w 2016p.

**Tabela 1. JHM Development: Prognozy i wskaźniki.**

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Sprzedaż (PLNm)	74.3	62.8	88.0	82.7	92.2	111.6
EBITDA (PLNm)	16.7	13.0	13.4	12.7	15.0	18.5
EBIT (PLNm)	16.3	12.7	13.1	12.4	14.8	18.2
Zysk netto (PLNm)	9.0	6.1	6.8	7.8	9.4	12.0
P/BV (x)	0.69	0.67	0.39	0.38	0.37	0.36
P/E (x)	13.0	19.2	17.2	15.0	12.5	9.7
Dług netto/kapitały własne (x)	0.51	0.48	0.17	0.21	0.26	0.18

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

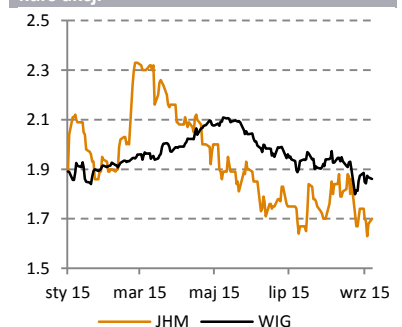
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	2.5
Poprzednia cena docelowa (PLN)	2.5
Cena bieżąca (PLN)	1.7
Potencjał wzrostu/spadku	46%
Min (52T)	1.5
Max (52T)	2.5
Liczba akcji (m)	69.2
Kapitalizacja (PLNm)	116.9
Dług netto (2Q15, PLNm)	49.3
EV (PLNm)	166.2
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.03

Akcjonariat	%
Mirbud S.A.	86.3%
Jerzy Mirgos	5.7%
Pozostali	8.1%

### Opis spółki

JHM Development jest deweloperem działającym zarówno w segmencie mieszkaniowym, jak również w segmencie najmu. Na koniec 2Q15 oferta sprzedażowa spółki obejmowała ponad 900 mieszkań, zaś bank ziemi pozwalał na wybudowanie ponad 1,800 mieszkań. Z kolei wartość księgowa nieruchomości inwestycyjnych kształtowała się na poziomie PLN 167.9m na koniec 2Q15.

### JHM Development vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Marek Szymański**  
Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

**JHM Development**

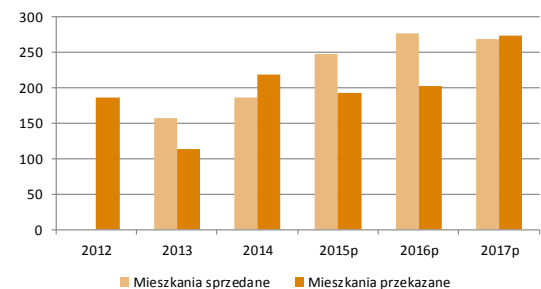
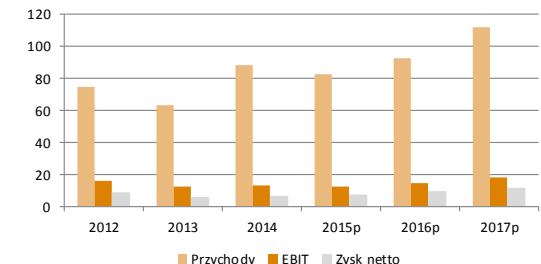
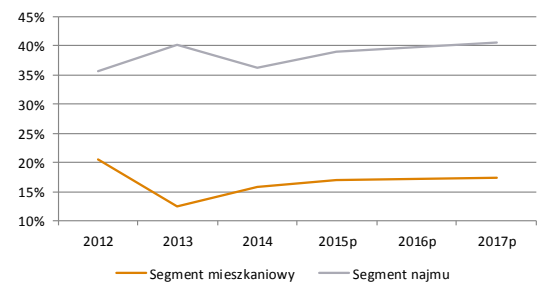
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Przychody</b>	<b>74.3</b>	<b>62.8</b>	<b>88.0</b>	<b>82.7</b>	<b>92.2</b>	<b>111.6</b>
Segment mieszkaniowy	36.7	21.3	44.8	38.2	45.3	61.9
Segment najmu	32.4	35.6	35.1	36.8	39.5	42.7
Pozostałe	5.1	6.0	8.2	7.8	7.4	7.0
Koszty sprzedaży	54.8	43.6	65.8	60.7	67.6	82.5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>19.4</b>	<b>19.3</b>	<b>22.2</b>	<b>22.0</b>	<b>24.6</b>	<b>29.1</b>
Segment mieszkaniowy	7.5	2.7	7.1	6.5	7.8	10.8
Segment najmu	11.5	14.3	12.7	14.3	15.7	17.3
Pozostałe	0.4	2.3	2.5	1.2	1.1	1.1
SG&A	8.7	8.6	9.1	9.2	9.8	10.9
Pozostałe przychody operacyjne netto	5.5	2.0	0.0	-0.4	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>16.7</b>	<b>13.0</b>	<b>13.4</b>	<b>12.7</b>	<b>15.0</b>	<b>18.5</b>
<b>EBIT</b>	<b>16.3</b>	<b>12.7</b>	<b>13.1</b>	<b>12.4</b>	<b>14.8</b>	<b>18.2</b>
Koszty finansowe netto	4.9	4.7	4.2	2.5	3.2	3.3
Zysk przed opodatkowaniem	11.4	8.0	8.9	9.9	11.5	14.9
Podatek dochodowy	2.2	1.6	2.1	2.1	2.2	2.8
Udziały mniejszości	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>9.0</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>	<b>7.8</b>	<b>9.4</b>	<b>12.0</b>
<b>Wskaźniki rentowności (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Marża brutto ze sprzedaży (%)	26.1%	30.7%	25.3%	26.6%	26.7%	26.1%
Marża operacyjna (%)	21.9%	20.2%	14.9%	15.0%	16.0%	16.3%
Marża netto (%)	12.1%	9.7%	7.7%	9.4%	10.1%	10.8%
<b>Dynamiki wzrostu (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Wzrost przychodów (%)	5%	-15%	40%	-6%	11%	21%
Wzrost EBIT (%)	48%	-22%	3%	-5%	19%	23%
Wzrost zysku netto (%)	81%	-32%	12%	15%	20%	29%
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>173.4</b>	<b>178.6</b>	<b>188.1</b>	<b>196.4</b>	<b>220.7</b>	<b>220.7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	15.5	1.9	15.9	10.3	10.3	10.3
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	1.4	1.4	1.4
Nieruchomości inwestycyjne	149.6	167.2	160.7	173.1	197.4	197.4
Inne aktywa trwałe	8.3	9.5	11.5	11.5	11.5	11.5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>219.4</b>	<b>216.3</b>	<b>184.6</b>	<b>200.1</b>	<b>227.1</b>	<b>231.9</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	6.6	4.2	3.9	2.7	15.3	31.0
Należności	1.2	0.7	10.6	10.6	10.6	10.6
Zapasy	206.7	206.8	164.8	181.8	196.3	185.4
Inne aktywa obrotowe	4.8	4.6	5.3	5.0	5.0	5.0
<b>Aktywa razem</b>	<b>392.8</b>	<b>394.9</b>	<b>372.7</b>	<b>396.4</b>	<b>447.8</b>	<b>452.6</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>168.5</b>	<b>174.6</b>	<b>297.3</b>	<b>305.1</b>	<b>312.1</b>	<b>321.4</b>
Mniejszości	4.4	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>151.7</b>	<b>136.8</b>	<b>34.3</b>	<b>45.3</b>	<b>75.3</b>	<b>68.8</b>
Dług długoterminowy	53.2	44.2	33.5	44.6	74.6	68.1
Inne zobowiązania długoterminowe	98.5	92.7	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>65.1</b>	<b>68.5</b>	<b>36.5</b>	<b>37.2</b>	<b>38.6</b>	<b>39.0</b>
Dług krótkoterminowy	38.7	43.8	21.5	21.5	21.5	21.5
Zobowiązania handlowe	8.5	6.7	4.7	4.3	4.8	5.9
Inne zobowiązania krótkoterminowe	17.9	18.1	10.3	11.3	12.2	11.6
<b>Przychody przyszłych okresów</b>	<b>1.3</b>	<b>7.2</b>	<b>1.1</b>	<b>5.3</b>	<b>18.2</b>	<b>19.9</b>
<b>Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>392.8</b>	<b>394.9</b>	<b>372.7</b>	<b>396.4</b>	<b>447.8</b>	<b>452.6</b>
<b>NAV</b>	<b>286.6</b>	<b>292.2</b>	<b>290.3</b>	<b>303.2</b>	<b>324.6</b>	<b>335.9</b>
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-3.6</b>	<b>17.6</b>	<b>16.4</b>	<b>-3.8</b>	<b>9.5</b>	<b>25.3</b>
Zysk netto	9.0	6.4	6.8	7.8	9.4	12.0
Amortyzacja	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	-10.9	2.5	11.9	-12.9	-1.0	13.6
zmiana stanu zapasów	-3.2	0.0	35.7	-17.0	-14.5	10.9
zmiana stanu należności	-4.8	-0.2	-12.8	0.3	0.0	0.0
zmiana stanu zobowiązań	-2.9	2.7	-11.0	3.8	13.5	2.7
Inne zmiany niepieniężne	-2.1	8.4	-2.6	1.1	0.9	-0.7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-29.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-8.5</b>	<b>-24.6</b>	<b>-0.3</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-29.7	-8.7	-19.9	-7.1	-24.6	-0.3
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	7.2	19.3	-1.4	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>37.0</b>	<b>-18.4</b>	<b>-16.0</b>	<b>11.1</b>	<b>27.7</b>	<b>-9.3</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	111.2	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	41.9	-14.1	-126.7	11.1	30.0	-6.5
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.3	-2.8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	2.9	6.6	4.2	3.9	2.7	15.3
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	3.7	-2.4	-0.3	-1.2	12.6	15.7
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>2.7</b>	<b>15.3</b>	<b>31.0</b>
<b>Wskaźniki kredytowe (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Dług brutto	91.8	87.9	55.0	66.1	96.1	89.6
Dług netto	85.2	83.7	51.1	63.4	80.8	58.6
Dług netto/EBITDA (x)	5.1	6.4	3.8	5.0	5.4	3.2
Dług netto/aktywa (x)	0.22	0.21	0.14	0.16	0.18	0.13
Dług netto/kapitały własne (x)	0.51	0.48	0.17	0.21	0.26	0.18
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	2.7	2.5	3.0	4.8	4.3	4.6

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wskaźniki wyceny	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E (x)	13.0	19.2	17.2	15.0	12.5	9.7
EV/EBITDA (x)	12.1	15.4	12.6	12.8	12.0	10.7
P/BV (x)	0.69	0.67	0.39	0.38	0.37	0.36
P/NAV (x)	0.41	0.40	0.40	0.39	0.36	0.35
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	2.4%

Dane spółki	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Liczba akcji (m)	125.0	125.0	69.2	69.2	69.2	69.2
EPS (PLN)	0.13	0.09	0.10	0.11	0.14	0.17
BVPS (PLN)	2.44	2.52	4.30	4.41	4.51	4.64
NAV/akcję (PLN)	4.14	4.22	4.19	4.38	4.69	4.85
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04

Główne założenia	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Mieszkania sprzedane	-	157	186	248	276	268
Mieszkania przekazane	186	114	219	192	202	272
Marża brutto ze sprzedaży	26.1%	30.7%	25.3%	26.6%	26.7%	26.1%
Segment mieszkaniowy	20.4%	12.4%	15.8%	17.0%	17.2%	17.4%
Segment najmu	35.6%	40.2%	36.2%	39.0%	39.7%	40.5%

**Przed sprzedaż oraz sprzedaż notarialna**

**Wyniki spółki (PLNm)**

**Rentowność brutto ze sprzedaży (%)**

**Główne ryzyka dla naszych prognoz**

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Ryzyko związane z pozyskiwaniem środków finansowych na realizację kolejnych inwestycji, (2) Ryzyko wzrostu cen gruntów i generalnego wykonawstwa, (3) Ryzyko opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych oraz realizacji inwestycji, (4) Ograniczenie popytu na rynku mieszkaniowym.

Analiza DuPont	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża zysku netto	12.1%	9.7%	7.7%	9.4%	10.1%	10.8%
Wskaźnik rotacji majątku	0.19	0.16	0.24	0.21	0.21	0.25
Dźwignia finansowa	2.33	2.26	1.25	1.30	1.43	1.41
<b>ROE</b>	<b>5.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.7%</b>

## Podsumowanie inwestycyjne

---

- **Wysoka rentowność segmentu mieszkaniowego przy wolniejszym tempie przekazania.** W okresie styczeń-sierpień spółka przekazała 117 mieszkań, co stanowiło 58% naszej poprzedniej całorocznej prognozy (202 mieszkania). W wyniku niższego tempa sprzedaży mieszkań oraz przekazania obniżamy prognozę przekazania do 192 mieszkań oraz pozostawiamy prognozę przekazania w 2016p bez zmian na poziomie 202. Jednocześnie zwracamy uwagę na wysoką rentowność segmentu mieszkaniowego zaraportowaną przez spółkę w 1H15 na poziomie 21.4%, w porównaniu do 15.6% w analogicznym okresie rok wcześniej.
- **Planowana rozbudowa CH Marywilska 44 w 2016p.** W maju 2015r. spółka uzyskała pozwolenie na rozbudowę CH Marywilska 44 o 12tys. mkw. NRA (obecnie 42tys. mkw.). Rozpoczęcie realizacji rozbudowy uwarunkowane jest podpisaniem umowy z najemcami na minimum 50% powierzchni. Oczekujemy, że realizacja projektu rozpocznie się w 4Q15 oraz zostanie zakończona w połowie 2016r. Szacujemy nakłady inwestycyjne na rozbudowę projektu na poziomie ok. PLN 28m.
- **Wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0.16x na koniec 2Q15.** Na koniec 2Q15 spółka posiadała zadłużenie netto w wysokości PLN 49.3m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0.16x (vs. 0.17x na koniec 4Q14 oraz 0.37x na koniec 2Q14). W związku z rozpoczynaniem kolejnych inwestycji mieszkaniowych, jak również rozbudową projektu Marywilska 44 oczekujemy wzrostu długu netto do PLN 63.4m na koniec 2015p oraz PLN 80.8m na koniec 2016p (wskaźnik dług netto/kapitały własne odpowiednio na poziomie 0.21x oraz 0.26x).
- **Podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 7.3m do PLN 7.8m w 2015p oraz z PLN 9.2m do PLN 9.4m w 2016p.** Ze względu na niższe poziomy sprzedaży notarialnej obniżamy prognozę przychodów o 4% do PLN 82.7m w 2015p i pozostawiamy na poziomie PLN 92.2m w 2016p. Uważamy, że wolniejsze tempo przekazania w 2015p zostanie zrekompensowane wyższą rentownością segmentu mieszkaniowego. W efekcie prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 12.4m w 2015p (vs. PLN 12.3m poprzednio) oraz PLN 14.8m w 2016p (vs. PLN 15.2m poprzednio). Ze względu na spadek poziomu zadłużenia oraz niższe koszty finansowe netto podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 7.3m do PLN 7.8 w 2015p oraz z PLN 9.2m do PLN 9.4m w 2016p.
- **Podtrzymujemy wycenę na poziomie PLN 2.5/akcję.** Wyceniamy spółkę JHM Development w oparciu o metodę SOTP (PLN 2.4), metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 2.5/akcję) oraz metodę porównawczą (PLN 2.5/akcję). Podtrzymujemy cenę docelową dla JHM Development na poziomie PLN 2.5/akcję. Zgodnie z zapowiedziami zarządu w naszych prognozach zakładamy wypłatę 30% zysku z 2015p w formie dywidendy, co implikuje DY na poziomie 2.0%. Spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku P/BV na poziomie 0.38x w 2015p oraz 0.37x w 2016p.

## Wycena

Wyceniamy JHM Development używając 6-cio letniego modelu DCF, wyceny SOTP oraz metody porównawczej. Szacując metodą DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 2.5/akcję, wycenę SOTP na PLN 2.4/akcję, natomiast z metody porównawczej otrzymujemy wycenę w wysokości PLN 2.5/akcję. Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę JHM Development na poziomie PLN 2.5/akcję.

**Tabela 2. JHM Development: Podsumowanie wyceny**

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	33%	2.5
Metoda SOTP	33%	2.4
Metoda porównawcza	33%	2.5
<b>Cena docelowa</b>		<b>2.5</b>
Cena rynkowa		1.7
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>		<b>46%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Wycena SOTP

Wyceniamy JHM również metodą SOTP. Szacujemy wartość nieruchomości inwestycyjnych w oparciu o ich wartość księgową skorygowaną dyskontem ze względu na atrakcyjność oraz zbywalność inwestycji. W oparciu o poniższe założenia, wyceniamy JHM Development metodą SOTP na PLN 2.4/akcję.

**Tabela 3. JHM Development: Wycena SOTP**

	Pow. najmu w 2015P	Śr. czynsz (EUR/mkw.)	Stopa kapitalizacji	Szacowana BV w 2015P	Dyskonto do BV	Wycena Vestor DM
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>				<b>10.3</b>		<b>10.3</b>
<b>Nieruchomości inwestycyjne</b>				<b>173.1</b>		<b>116.6</b>
Marywilska 44	53,936	15.4	10.0%	120.2	25%	90.2
JHM 2: Centrum Handlowe Rumia	3,000	7.0	10.0%	10.1	50%	5.0
JHM 2: Biedronka, Bielsko-Biała	1,500	10.0	10.0%	7.2	50%	3.6
JHM 1: Pawilon handlowy Nomi w Starachowicach	4,500	9.0	10.0%	19.4	50%	9.7
Apartamentowiec "Foka" na Helu*	1,748	b.d.	b.d.	16.3	50%	8.1
<b>Zapasy</b>				<b>181.8</b>	50%	<b>90.9</b>
Dług netto				63.4		63.4
SOTP (PLNm)	<b>154.4</b>					
Liczba akcji (m)	69.2					
SOTP/akcję (PLN)	2.2					
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>2.4</b>					

Źródło: Szacunki Vestor DM \*Szacowana wartość księgową Apartamentowca "Foka" obliczona na podstawie ceny sprzedaży na poziomie PLN 8k/mkw.

## DCF

**Tabela 4. JHM Development: Wycena DCF (PLNm)**

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	82.7	92.2	111.6	116.6	126.5	141.4
Znormalizowana EBITDA	12.7	15.0	18.5	19.6	20.8	23.0
Znormalizowany EBIT	12.4	14.8	18.2	19.3	20.5	22.7
Podatek od EBIT	-2.4	-2.8	-3.5	-3.7	-3.9	-4.3
NOPAT	10.1	12.0	14.7	15.6	16.6	18.4
Amortyzacja	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Zmiany w kapitale obrotowym	-12.9	-1.0	13.6	18.3	18.4	30.4
Capex	-7.1	-24.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>-9.7</b>	<b>-13.3</b>	<b>28.4</b>	<b>33.9</b>	<b>35.0</b>	<b>48.8</b>
Czynnik dyskontowy (%)	97%	89%	82%	75%	69%	63%
Wartość bieżąca FCF	-9.5	-11.9	23.2	25.4	24.0	30.7
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	89					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.5%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	119					
Wartość przedsiębiorstwa	207					
Dług netto (koniec 4Q14)	51					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>156</b>					
Liczba akcji (m)	69.2					
Wartość godziwa na akcję	2.3					
<b>12M cena docelowa</b>	<b>2.5</b>					

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 5. JHM Development: WACC**

	2015-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	1.4	1.2
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.4%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	3.5%	3.5%
Kosztu długu	7.0%	7.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.1%</b>
% Dług/(dług+kapitały własne)	17.8%	0.0%
% Kapitały własne/(dług+kapitały własne)	82.2%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.4%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 6. JHM Development: Analiza wrażliwości wyceny DCF (PLNm)**

	0.3%	WACC (%)				
		8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.4%	2.58	2.51	2.43	2.36	2.29
	0.5%	2.61	2.53	2.46	2.38	2.31
	0.6%	2.63	2.55	2.48	2.40	2.33
	0.7%	2.65	2.57	2.50	2.42	2.35
	0.8%	2.67	2.60	2.52	2.45	2.37

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena porównawcza

JHM Development wyceniamy również metodą porównawczą w oparciu o mnożniki P/E i P/BV na lata 2015-17p oraz modelem regresji ROE-P/BV. Wycena P/E implikuje wartość bieżącą na poziomie PLN 1.6/akcję, zaś wycena P/BV implikuje PLN 3.4/akcję. Jednocześnie nasz model ROE-P/BV na lata 2015-17p implikuje następujące równania:

$$2015p \text{ P/BV} = 9.1446 * 2015p \text{ ROE} + 0.2498$$

$$2016p \text{ P/BV} = 8.2959 * 2016p \text{ ROE} + 0.1122$$

$$2017p \text{ P/BV} = 8.0355 * 2017p \text{ ROE} + 0.1080$$

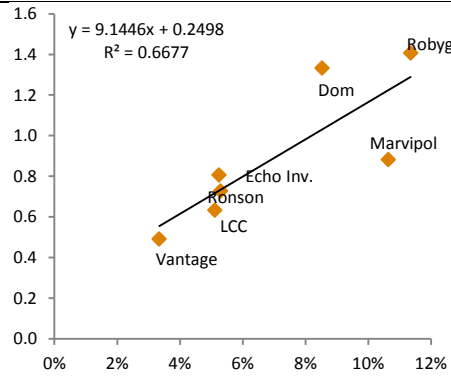
W oparciu o powyższe wyceniamy JHM Development metodą regresji ROE-P/BV na PLN 1.9/akcję. W oparciu o średnią trzech powyższych mnożników wyznaczamy cenę docelową przy użyciu metody porównawczej na poziomie PLN 2.5/akcję.

**Tabela 7. JHM Development: Wycena porównawcza (PLNm)**

Spółka	Cena	Kapitalizacja	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)		
			2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Echo Investment	6.60	2,724	17.1	11.5	10.2	0.81	0.75	0.71	5%	6.6%	10%
Dom Development	47.2	1,169	15.6	14.5	13.5	1.33	1.32	1.31	9%	9%	10%
LC Corp	1.90	850	12.4	9.0	8.8	0.63	0.59	0.55	5%	7%	6%
Robyg	2.44	642	12.4	9.1	9.4	1.41	1.32	1.29	11%	15%	14%
Ronson Europe	1.24	338	13.8	11.2	9.8	0.73	0.69	0.66	5%	7.1%	6%
Marvipol	6.95	289	8.3	7.1	6.4	0.88	0.78	0.70	11%	11%	11%
Vantage Development	2.63	164	35	12	9	0.49	0.46	0.44	3%	7%	5%
Mediana			13.8	11.2	9.4	0.81	0.75	0.70	5%	7%	10%
JHM Development	1.69	116.9	15.0	12.5	9.7	0.38	0.37	0.36	2.6%	3.0%	3.7%
Premia/Dyskonto			9%	12%	3%	-52%	-50%	-48%	-52%	-58%	-61%
Implikowana wycena			1.6	1.5	1.6	3.6	3.4	3.2	2.1	1.6	1.9
<b>Średnia</b>				<b>1.6</b>			<b>3.4</b>			<b>1.9</b>	
Implikowana cena akcji	2.3										
<b>Cena docelowa 12m</b>	<b>2.5</b>										

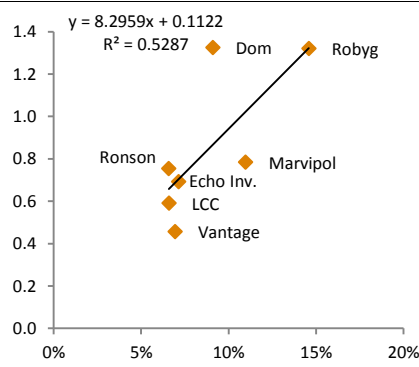
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

**Wykres 1. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2015p**



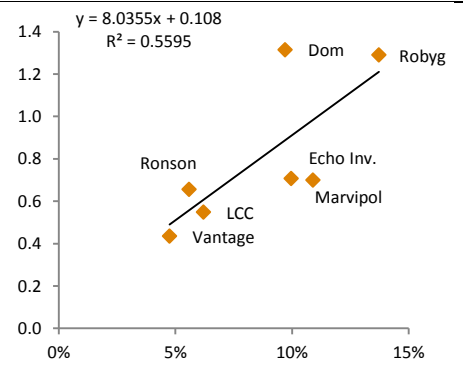
Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Wykres 2. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2016p**



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Wykres 3. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2017p**



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

## Omówienie wyników za 2Q15

W 2Q15 spółka przekazała 58 lokali (-23% r/r), w tym najwięcej w ramach inwestycji Osiedle Diamentowe w Koninie (13 lokali). W efekcie spółka rozpoznała przychody z segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 11.4m (-23% r/r), co implikuje średnią wartość przekazanego mieszkania w wysokości PLN 197tys. (wartość porównywalna do 2Q14). Z kolei przychody segmentu najmu wzrosły w 2Q15 o 6% r/r do PLN 9.3m, co było efektem wzrostu średnich stawek czynszu w CH Marywilska 44 oraz wzrost powierzchni najmu o 2,000mkw. na skutek rozbudowy. W rezultacie spółka zaraportowała przychody skonsolidowane na poziomie PLN 22.3m (-14% r/r).

Segment mieszkaniowy wygenerował w 2Q15 rentowność brutto ze sprzedaży na poziomie 22% (+2pp k/k oraz +7pp r/r), na co wpływ miała korzystna struktura przekazywanych mieszkań. Jednocześnie rentowność segmentu najmu utrzymała się płasko k/k na poziomie 38%.

Pomimo wprowadzenia w 2Q15 do oferty nowych projektów mieszkaniowych, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu utrzymały się na poziomie zbliżonym do 2Q14, tj. PLN 2.5m (-1% r/r). Zysk operacyjny w 2Q15 osiągnął poziom PLN 3.6m (-13% r/r). Negatywny wpływ na EBIT miały pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości PLN 0.2m związane przede wszystkim z aktualizacją wartości aktywów niefinansowych (PLN -0.6m).

Ze względu na obniżenie poziomu zadłużenia netto z PLN 65.8m na koniec 2Q14 do PLN 49.3m na koniec 2Q15, spółka obniżyła koszty finansowe netto do PLN 0.3m (vs. PLN 1.1m w 2Q14). Przy efektywnej stopie opodatkowania w wysokości 25.6% spółka wygenerowała zysk netto na poziomie PLN 2.4m.

**Tabela 8. JHM Development: Wyniki za 2Q15 (PLNm)**

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	r/r, %
Przekazania mieszkań	33	75	57	54	37	58	-23%
Przychody	17.0	25.9	22.9	22.2	17.3	22.3	-14%
Segment mieszkaniowy	6.7	14.8	11.8	11.5	6.9	11.4	-23%
Segment najmu	8.7	8.8	9.4	8.1	8.8	9.3	6%
Koszty sprzedanych produktów	12.2	19.6	17.2	16.9	12.1	16.0	-18%
Zysk ze sprzedaży	4.7	6.4	5.7	5.4	5.2	6.3	-1%
Segment mieszkaniowy	1.0	2.3	1.9	1.8	1.4	2.6	9%
Segment najmu	3.2	3.4	3.6	2.5	3.3	3.6	4%
SG&A	1.8	2.5	2.3	2.6	2.1	2.5	-1%
<b>EBITDA</b>	<b>2.8</b>	<b>4.2</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.7</b>	<b>-12%</b>
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>2.8</b>	<b>4.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>-13%</b>
Koszty finansowe netto	1.1	1.1	0.9	1.2	0.3	0.3	-70%
Zysk brutto	1.7	3.1	2.1	2.0	2.6	3.3	8%
Podatek dochodowy	0.3	0.6	0.7	0.4	0.5	0.8	43%
Mniejszości	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.0	-100%
<b>Zysk netto</b>	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>	<b>3%</b>
<i>Marża brutto</i>	<i>28%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>24%</i>	<i>30%</i>	<i>28%</i>	-
<i>Segment mieszkaniowy</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>20%</i>	<i>22%</i>	-
<i>Segment najmu</i>	<i>37%</i>	<i>39%</i>	<i>38%</i>	<i>31%</i>	<i>38%</i>	<i>38%</i>	-
<i>Marża operacyjna</i>	<i>16%</i>	<i>16%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>17%</i>	<i>16%</i>	-
<i>Marża netto</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>6%</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	-

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

## Zmiana prognoz na 2015-17p

Wyniki za 2Q15 jakie zaraportowała spółka JHM Development skłaniają nas do następujących zmian naszych prognoz na lata 2015-17p:

- W okresie styczeń-sierpień 2015r. spółka przed sprzedażą 134 mieszkania oraz przekazała 117 mieszkań. Na koniec 2Q15 spółka posiadała w swojej ofercie 364 mieszkania zlokalizowane w zakończonych inwestycjach oraz banki ziemi pozwalający na wybudowanie ponad 1,866 mieszkań (dodatkowo w lipcu b.r. spółka zawarła przedwstępny warunkową umowę zakupu gruntu w Skierniewicach). Ze względu na niższe tempo sprzedaży mieszkań, obniżamy naszą prognozę przed sprzedażą o 11% w 2015p oraz o 3% w 2016p odpowiednio do 248 oraz 276 mieszkań. Prognozujemy przekazanie 192 mieszkań w 2015p oraz 202 w 2016p co pozwoli na wygenerowanie przychodów segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 38.2m oraz PLN 45.3m w 2015-16p (zmiana prognoz o -9% oraz +3%).
- W kwietniu 2015r. spółka uzyskała pozwolenie na rozbudowę CH Marywilska 44. Jednak rozpoczęcie realizacji rozbudowy uwarunkowane jest podpisaniem umowy z najemcami na minimum 50% powierzchni. W naszych prognozach zakładamy przekazanie rozbudowy do użytku w połowie 2016r. Dodatkowo w 2Q15 spółka zwiększyła liczbę wynajmowanych apartamentów na Helu o 9 do 60 apartamentów. W oparciu o powyższe założenia, prognozujemy przychody segmentu najmu na poziomie PLN 36.8m oraz PLN 39.5m, odpowiednio w latach 2015-16p (zmiana prognozy o +2% oraz -4%).
- W pierwszym półroczu 2015r. spółka zaraportowała wysoką rentowność brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego (marża brutto ze sprzedaży na poziomie 19.7% w 1Q15 oraz 22.4% w 2Q15). W skali całego 2015r. oczekujemy rentowności segmentu na poziomie 17.0% w 2015p (poprzednio 15.2%) oraz 17.2% w 2016p (poprzednio 16.9%). Przy stabilnej rentowności segmentu najmu prognozujemy zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 22.0m w 2015p oraz PLN 24.6m w 2016p (zmiana odpowiednio o +2% oraz -2%).
- W 1H15 koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły PLN 4.5m (vs. PLN 4.3m w 1H14). W efekcie podtrzymujemy prognozę kosztów SG&A na poziomie PLN 9.2m w 2015p oraz nieznacznie podwyższamy do PLN 9.8m w 2016p (efekt wprowadzania do sprzedaży kolejnych inwestycji).
- W oparciu o powyższe zmiany założeń, prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 12.4m w 2015p (podwyższenie prognozy z PLN 12.3m ze względu na wyższą rentowność segmentu mieszkaniowego, pomimo niższej liczby przekazania) oraz PLN 14.8m w 2016p (obniżenie prognozy z PLN 15.2m).
- Na koniec 2Q15 spółka posiadała zadłużenie netto na poziomie PLN 49.3m (obniżenie o 25% r/r). Ze względu na niższy poziom zadłużenia obniżamy naszą prognozę kosztów finansowych netto do PLN 2.5m w 2015p (z PLN 3.2m poprzednio) oraz PLN 3.2m w 2016p (z PLN 3.9m poprzednio).
- Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 7.8m w 2015p (podwyższenie prognozy z PLN 7.3m, przede wszystkim ze względu na wyższą rentowność segmentu mieszkaniowego i niższe prognozowane koszty finansowe netto) oraz PLN 9.4m w 2016p (w porównaniu do PLN 9.2m poprzednio).



**Tabela 9. JHM Development – zmiana prognoz finansowych (PLNm)**

	2015p			2016p			2017p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana	Obecne	Poprz.	Zmiana	Obecne	Poprz.	Zmiana
<b>Przychody</b>	<b>82.7</b>	<b>85.9</b>	<b>-4%</b>	<b>92.2</b>	<b>92.3</b>	<b>0%</b>	<b>111.6</b>	<b>115.6</b>	<b>-3%</b>
Segment mieszkaniowy	38.2	42.0	-9%	45.3	43.9	3%	61.9	67.0	-8%
Segment najmu	36.8	36.1	2%	39.5	41.0	-4%	42.7	41.6	3%
Pozostałe	7.8	7.8	0%	7.4	7.4	0%	7.0	7.0	0%
Koszty sprzedaży	60.7	64.3	-6%	67.6	67.3	0%	82.5	86.0	-4%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>22.0</b>	<b>21.6</b>	<b>2%</b>	<b>24.6</b>	<b>25.0</b>	<b>-2%</b>	<b>29.1</b>	<b>29.6</b>	<b>-2%</b>
Segment mieszkaniowy	6.5	6.4	2%	7.8	7.4	5%	10.8	11.8	-9%
Segment najmu	14.3	14.1	2%	15.7	16.5	-5%	17.3	16.8	3%
Pozostałe	1.2	1.2	0%	1.1	1.1	0%	1.1	1.1	0%
SG&A	9.2	9.2	0%	9.8	9.6	2%	10.9	10.7	2%
<b>EBITDA</b>	<b>12.7</b>	<b>12.5</b>	<b>1%</b>	<b>15.0</b>	<b>15.6</b>	<b>-3%</b>	<b>18.5</b>	<b>19.1</b>	<b>-3%</b>
<b>EBIT</b>	<b>12.4</b>	<b>12.3</b>	<b>1%</b>	<b>14.8</b>	<b>15.2</b>	<b>-3%</b>	<b>18.2</b>	<b>18.8</b>	<b>-3%</b>
Koszty finansowe netto	2.5	3.2	-22%	3.2	3.9	-17%	3.3	4.0	-18%
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>9.9</b>	<b>9.1</b>	<b>10%</b>	<b>11.5</b>	<b>11.4</b>	<b>2%</b>	<b>14.9</b>	<b>14.7</b>	<b>1%</b>
Podatek dochodowy	2.1	1.7	23%	2.2	2.2	2%	2.8	2.8	1%
<b>Zysk netto</b>	<b>7.8</b>	<b>7.3</b>	<b>6%</b>	<b>9.4</b>	<b>9.2</b>	<b>2%</b>	<b>12.0</b>	<b>11.9</b>	<b>1%</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

## Załącznik: Portfele nieruchomości

**Tabela 10. JHM Development – Portfel nieruchomości mieszkaniowych**

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja	Przed sprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
<b>Inwestycje zakończone</b>													
BELCHATÓW ul. Hubala	125	6,550	2012 - 2013	20	15	0	18	17	0	3.1	2.9	0.0	18%
BRZEZINY ul. Głowackiego (etapy I-III)	128	6,933	2012 - 2013	23	15	0	24	14	0	4.2	2.4	0.0	19%
HEL ul. Steyera	106	3,496	2012 - 2013	10	10	10	10	9	10	2.8	2.5	2.8	7%
KONIN ul. Beryłowa Etap I (os. Diamentowe)	144	7,384	2012 - 2014	50	15	0	53	12	0	9.2	2.1	0.0	16%
RAWA MAZOWIECKA ul. Katowicka Etap I	73	10,503	2012 - 2013	10	10	10	7	13	10	2.4	4.5	3.5	17%
RAWA MAZOWIECKA ul. Kazimierza Wielkiego	34	1,858	2012 - 2013	8	0	0	8	0	0	1.4	0.0	0.0	19%
RAWA MAZOWIECKA ul. Solidarności	32	1,790	2012 - 2013	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%
RUMIA ul. Dębogórska	244	12,987	2012 - 2013	16	16	11	18	14	11	3.8	3.0	2.3	18%
RUMIA ul. Jagiełły/Bony	3	486	2012 - 2013	1	1	0	1	1	0	0.6	0.6	0.0	18%
SKIERNIEWICE ul. Rawska	172	9,034	2012 - 2013	16	20	20	18	18	20	3.4	3.4	3.8	19%
SKIERNIEWICE ul. Trzciska	159	8,552	2012 - 2013	12	3	0	10	5	0	2.0	1.0	0.0	18%
ŻYRARDÓW ul. Hulki Łaskowskiego	83	4,409	2012 - 2013	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap I	88	4,316	2012 - 2014	26	25	7	25	26	7	5.3	5.5	1.5	19%
<b>Inwestycje realizowane</b>													
KATOWICE ul. Pułaskiego Etap I	205	11,154	2015 - 2016	16	30	50	0	39	57	0.0	10.6	15.5	17%
KONIN ul. Cyrkoniowa II (os. Diamentowe)	144	7,383	2015 - 2016	10	30	30	0	34	36	0.0	6.8	7.2	19%
RUMIA ul. Dębogórska Etap II	237	11,804	2015 - 2017	15	25	30	0	0	49	0.0	0.0	9.8	20%
<b>Inwestycje planowane - lata 2015-2018</b>													
BRZEZINY ul. Głowackiego Etap IV	56	2,838	2015 - 2017	10	15	10	0	0	35	0.0	0.0	5.7	19%
ŁOWICZ ul. Medyczna Etap I	55	2,789	2015 - 2017	5	15	10	0	0	30	0.0	0.0	5.3	14%
ŁÓDŹ ul. Jugosławińska Etap I	15	2,360	2016 - 2017	0	4	3	0	0	4	0.0	0.0	2.4	19%
RAWA MAZOWIECKA ul. Katowicka Etap II	9	1,732	2016 - 2017	0	2	2	0	0	4	0.0	0.0	2.3	17%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap II	41	1,888	2016 - 2018	0	15	15	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap III	76	3,851	2016 - 2018	0	10	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%
SKIERNIEWICE, ul. Reymonta	126	6,300	2017 - 2019	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Zakopane	229	8,896	2017 - 2019	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
<b>Razem</b>				<b>248</b>	<b>276</b>	<b>248</b>	<b>192</b>	<b>202</b>	<b>272</b>	<b>38.2</b>	<b>45.3</b>	<b>61.9</b>	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 11. JHM Development – portfel nieruchomości komercyjnych**

Projekt	Miasto	Powierzchnia najmu (mkw.)	Średni czynsz (EUR/mkw.)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena Vestor DM na koniec 2015r (PLNm)
Marywilska 44	Warszawa	41,936	15.4	10.00%	120.2
Centrum Handlowe	Rumia	3,000	7.0	10.00%	10.1
Biedronka	Bielsko-Biała	1,500	10.0	10.00%	7.2
Nomi	Starachowice	4,500	9.0	10.00%	19.4
Apartamentowiec "Foka"	Hel	1,748	b.d.	b.d.	16.3

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, \*Szacowana wartość księgowa Apartamentowca "Foka" obliczona na podstawie ceny sprzedaży na poziomie PLN 8k/mkw.

**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 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 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 OBYWATELOM 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 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.**

**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. Na dzień sporządzenia niniejszego raportu analitycznego był stroną umowy o oferowanie instrumentów finansowych oraz umowy o prowadzenie ewidencji wyemitowanych przez emitenta instrumentów finansowych. Vestor otrzymał na podstawie umów, o których mowa w poprzednim zdaniu wynagrodzenie. Nie jest wykluczone, że w okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor będzie świadczył na tej podstawie usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta oraz otrzyma z tego tytułu należne wynagrodzenie.

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 otrzymywać 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 dopuszczalnym 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: 2 rekomendacji kupuj, 3 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 9 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 62 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed publikacją niniejszego raportu, Vestor w dniu 12 lutego 2015 roku wydał inicjacyjny raport analityczny dotyczący instrumentów finansowych wyemitowanych przez spółkę JHM Development S.A. w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, niezawierający kierunku inwestycyjnego, gdzie cena docelowa była równa 2,50 PLN, a cena bieżąca wyniosła 1,89 PLN, oraz w dniu 22 maja 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową w wysokości 2,50 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 1,85 PLN. Nie jest wykluczone, że w okresie kolejnych 12 miesięcy, Vestor będzie wydawał kolejne aktualizacje raportu analitycznego w ramach świadczenia Equity Research Partner.

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, aktywność pozaoperacyjna, 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 uznać można 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**