

JHM Development

Deweloperzy | Polska

Cena docelowa: PLN 2.3

Aktualizacja raportu analitycznego

- Prognozujemy CAGR zysku netto na poziomie 17% w latach 2015-2018p.
- Oczekujemy przekazania 191 mieszkań w 2016p oraz 293 w 2017p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/BV w wysokości 0.26x na 2016p.

31 marca 2016

Wysokie dyskonto do wartości księgowej

JHM Development pozostaje wciąż jedną z najbardziej niedowartościowanych spółek giełdowych biorąc pod uwagę wycenę z 2015 P/BV na poziomie 0.26x. W 2015r. spółka sprzedała 222 mieszkania (+19% r/r) oraz przekazała 195 mieszkań (-11% r/r). Na koniec 2015r. oferta mieszkaniowa obejmowała 267 gotowych lokali, jak również 586 lokali w trakcie realizacji. W segmencie najmu (główne aktywo stanowi CH Marywilska 44) zwracamy uwagę na opóźnienia w realizacji rozbudowy projektu Marywilska 44 o dodatkowe 12tys. mkw. (obecna powierzchnia najmu na poziomie blisko 42tys. mkw.) oraz możliwą zmianę planu rozbudowy projektu. Ze względu na przesunięcie terminu zakończenia realizacji projektu mieszkaniowego w Katowicach (205 mieszkań) z 4Q16 na 1Q17 oraz zmianę planu rozbudowy CH Marywilska 44 obniżamy naszą prognozę zysku netto w 2016p o 18% do PLN 7.7m oraz o 5% do PLN 11.5m w 2017p. Obniżamy cenę docelową do PLN 2.3/akcję z PLN 2.5/akcję.

Zmiana planu rozbudowy projektu Marywilska 44. W maju 2015r. spółka uzyskała pozwolenie na rozbudowę CH Marywilska 44 o 12tys. mkw. GLA (obecnie 42tys. mkw.), jednak rozpoczęcie realizacji rozbudowy uwarunkowane jest podpisaniem umów z najemcami na minimum 50% powierzchni. Ze względu na opóźnienia w pozyskiwaniu najemców, spółka rozważa możliwość rozbudowy centrum w trzech etapach po 4tys. mkw. GLA. Obecnie w naszych prognozach zakładamy zakończenie rozbudowy w 2017r. (vs. 2H16 poprzednio) oraz nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 25m.

Oczekujemy wzrostu zysku netto do PLN 7.7m w 2016p oraz PLN 11.5m w 2017p. Ze względu na zmianę prognozy liczby przekazanych mieszkań (-6% w 2016p i +8% w 2017p) oraz opóźnienie w rozbudowie projektu Marywilska 44 obniżamy prognozę przychodów o 10% do PLN 83m w 2016p oraz pozostawiamy na poziomie PLN 112m w 2017p. Jednocześnie w oparciu o zaraportowane dane finansowe za 2015r. podwyższamy oczekiwane koszty SG&A (o 7% i 3% odpowiednio w latach 2016-17p) oraz obniżamy koszty finansowe netto (odpowiednio o 18% i 5%). W oparciu o powyższe założenia obniżamy prognozę zysku netto o 18% do PLN 7.7m w 2016p oraz o 5% do PLN 11.5m w 2017p.

Wycena 2016p P/E 10.5x oraz P/BV 0.26x przy niskim poziomie zadłużenia. Wyceniamy spółkę JHM Development w oparciu o średnią z metod: SOTP (PLN 2.5/akcję), zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 1.5/akcję) oraz porównawczą (PLN 2.9/akcję). Obniżamy cenę docelową dla JHM Development do PLN 2.3/akcję z PLN 2.5/akcję. Zgodnie z zapowiedziami zarządu w naszych prognozach zakładamy wypłatę 25% zysku z 2015p w formie dywidendy, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 2.3%. Spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2016p P/BV na poziomie 0.26x oraz 2016p P/E 10.5x.

Tabela 1. JHM Development: Prognozy i wskaźniki

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Sprzedaż (PLNm)	62.8	88.0	83.3	82.7	112.1	108.7
EBITDA (PLNm)	13.0	13.4	11.7	12.5	17.7	18.2
EBIT (PLNm)	12.7	13.1	11.4	12.1	17.3	17.8
Zysk netto (PLNm)	6.1	6.8	7.4	7.7	11.5	11.9
P/BV (x)	0.46	0.27	0.26	0.26	0.25	0.24
P/E (x)	13.2	11.8	10.8	10.5	7.0	6.8
Dług netto/kapitały własne (x)	0.48	0.17	0.14	0.17	0.17	0.12

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

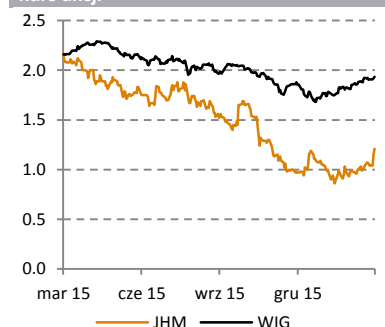
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	2.3
Poprzednia cena docelowa (PLN)	2.5
Cena bieżąca (PLN)	1.2
Potencjał wzrostu/spadku	99%
Min (52T)	0.9
Max (52T)	2.2
Liczba akcji (m)	69.2
Kapitalizacja (PLNm)	80.3
Dług netto (4Q15, PLNm)	44.1
EV (PLNm)	124.3
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.07

Akcjonariat	
Mirbud S.A.	86.28%
Jerzy Mirgos	5.65%
Pozostali	8.07%

Opis spółki

JHM Development jest deweloperem działającym zarówno w segmencie mieszkaniowym, jak również w segmencie najmu. Na koniec 4Q15 oferta sprzedażowa spółki obejmowała 267 gotowych lokali, oraz posiadała 586 lokali w realizacji. Z kolei wartość księgowa nieruchomości inwestycyjnych kształtowała się na poziomie PLN 176.7m na koniec 4Q15.

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

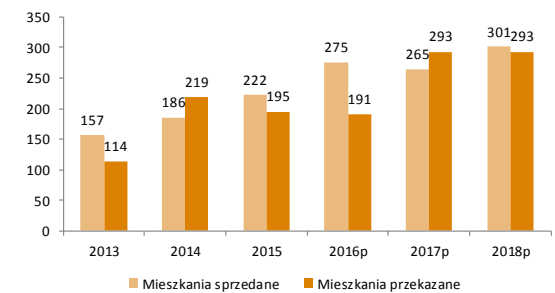
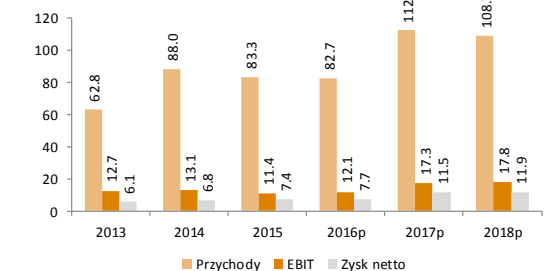
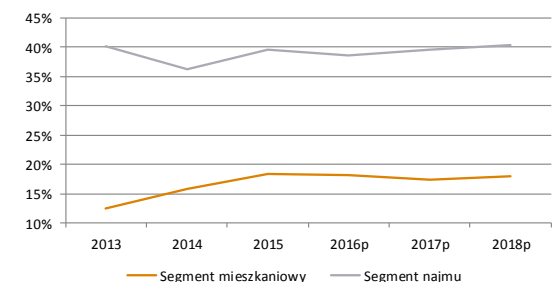
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	62.8	88.0	83.3	82.7	112.1	108.7
Segment mieszkaniowy	21.3	44.8	39.6	40.6	66.8	60.3
Segment najmu	35.6	35.1	37.3	35.9	39.5	42.9
Pozostałe	6.0	8.2	6.5	6.1	5.8	5.5
Koszty sprzedaży	43.6	65.8	59.8	60.0	83.5	79.3
Zysk brutto ze sprzedaży	19.3	22.2	23.5	22.7	28.6	29.4
Segment mieszkaniowy	2.7	7.1	7.3	7.4	11.6	10.8
Segment najmu	14.3	12.7	14.8	13.9	15.7	17.3
Pozostałe	2.3	2.5	1.5	1.4	1.3	1.3
SG&A	8.6	9.1	9.9	10.6	11.2	11.6
Pozostałe przychody operacyjne netto	2.0	0.0	-2.3	0.0	0.0	0.0
EBITDA	13.0	13.4	11.7	12.5	17.7	18.2
EBIT	12.7	13.1	11.4	12.1	17.3	17.8
Koszty finansowe netto	4.7	4.2	1.8	2.6	3.2	3.2
Zysk przed opodatkowaniem	8.0	8.9	9.5	9.5	14.2	14.6
Podatek dochodowy	1.6	2.1	2.1	1.8	2.7	2.8
Udziały mniejszości	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	6.1	6.8	7.4	7.7	11.5	11.9
Wskaźniki rentowności (%)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża brutto ze sprzedaży (%)	30.7%	25.3%	28.2%	27.4%	25.5%	27.1%
Marża operacyjna (%)	20.2%	14.9%	13.6%	14.6%	15.5%	16.4%
Marża netto (%)	9.7%	7.7%	8.9%	9.3%	10.2%	10.9%
Dynamiki wzrostu (%)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	-15%	40%	-5%	-1%	36%	-3%
Wzrost EBIT (%)	-22%	3%	-13%	6%	43%	3%
Wzrost zysku netto (%)	-32%	12%	9%	3%	50%	3%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	178.6	188.1	203.0	203.7	229.9	229.9
Rzeczowe aktywa trwałe	1.9	15.9	11.1	11.1	11.2	11.2
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	1.4	1.4	1.4	1.4
Nieruchomości inwestycyjne	167.2	160.7	176.7	177.4	203.6	203.6
Inne aktywa trwałe	9.5	11.5	13.7	13.7	13.7	13.7
Aktywa obrotowe	216.3	184.6	188.6	209.1	215.6	211.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4.2	3.9	9.5	6.0	27.5	32.1
Należności	0.7	10.6	8.5	8.5	8.5	8.5
Zapasy	206.8	164.8	162.6	186.6	171.6	163.1
Inne aktywa obrotowe	4.6	5.3	8.0	8.0	8.0	8.0
Aktywa razem	394.9	372.7	391.5	412.8	445.5	441.7
Kapitały własne	174.6	297.3	304.6	310.5	320.0	329.0
Mniejszości	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	136.8	34.3	50.9	55.6	80.3	68.7
Dług długoterminowy	44.2	33.5	43.7	48.5	73.2	61.5
Inne zobowiązania długoterminowe	92.7	0.7	7.2	7.2	7.2	7.2
Zobowiązania krótkoterminowe	68.5	36.5	30.4	32.2	34.6	33.4
Dług krótkoterminowy	43.8	21.5	9.8	9.8	9.8	9.8
Zobowiązania handlowe	6.7	4.7	8.8	8.8	12.3	11.6
Inne zobowiązania krótkoterminowe	18.1	10.3	11.9	13.6	12.5	11.9
Przychody przyszłych okresów	7.2	1.1	1.1	10.0	6.1	6.2
Rezerwy na zobowiązania	2.9	3.5	4.4	4.4	4.4	4.4
Zobowiązania i kapitały własne	394.9	372.7	391.5	412.8	445.5	441.7
NAV	292.2	290.3	307.7	324.3	332.2	340.1
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	17.6	16.4	23.8	-5.3	25.3	19.5
Zysk netto	6.4	6.8	7.4	7.7	11.5	11.9
Amortyzacja	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	2.5	11.9	9.8	-15.1	14.6	7.9
zmiana stanu zapasów	0.0	35.7	2.2	-24.1	15.1	8.4
zmiana stanu należności	-0.2	-12.8	-2.4	0.0	0.0	0.0
zmiana stanu zobowiązań	2.7	-11.0	10.0	8.9	-0.5	-0.5
Inne zmiany niepieniężne	8.4	-2.6	6.2	1.8	-1.1	-0.6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1.5	-0.7	-12.1	-1.0	-26.6	-0.4
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-8.7	-19.9	-12.8	-1.0	-26.6	-0.4
Inne przepływy inwestycyjne	7.2	19.3	0.7	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-18.4	-16.0	-6.1	2.9	22.8	-14.5
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	111.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-14.1	-126.7	-5.7	4.7	24.7	-11.6
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	-1.9	-1.9	-2.9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	6.6	4.2	3.9	9.5	6.0	27.5
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-2.4	-0.3	5.5	-3.5	21.5	4.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	4.2	3.9	9.5	6.0	27.5	32.1
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług brutto	87.9	55.0	53.5	58.3	83.0	71.3
Dług netto	83.7	51.1	44.1	52.3	55.5	39.2
Dług netto/EBITDA (x)	6.4	3.8	3.8	4.2	3.1	2.2
Dług netto/aktywa (x)	0.21	0.14	0.11	0.13	0.12	0.09
Dług netto/kapitały własne (x)	0.48	0.17	0.14	0.17	0.17	0.12
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	2.5	3.0	5.3	4.3	4.9	4.6

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	13.2	11.8	10.8	10.5	7.0	6.8
EV/EBITDA (x)	12.6	9.8	10.6	10.6	7.7	6.6
P/BV (x)	0.46	0.27	0.26	0.26	0.25	0.24
P/NAV (x)	0.27	0.28	0.26	0.25	0.24	0.24
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	2.4%	3.6%

Dane spółki	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (m)	125.0	69.2	69.2	69.2	69.2	69.2
EPS (PLN)	0.09	0.10	0.11	0.11	0.17	0.17
BVPS (PLN)	2.52	4.30	4.40	4.49	4.62	4.75
NAV/akcję (PLN)	4.22	4.19	4.45	4.69	4.80	4.91
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.03	0.03	0.04

Główne założenia	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Mieszkania sprzedane	157	186	222	275	265	301
Mieszkania przekazane	114	219	195	191	293	293
Marża brutto ze sprzedaży	30.7%	25.3%	28.2%	27.4%	25.5%	27.1%
Segment mieszkaniowy	12.4%	15.8%	18.4%	18.2%	17.4%	17.9%
Segment najmu	40.2%	36.2%	39.6%	38.6%	39.6%	40.4%

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	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża zysku netto	9.7%	7.7%	8.9%	9.3%	10.2%	10.9%
Wskaźnik rotacji majątku	0.16	0.24	0.21	0.20	0.25	0.25
Dźwignia finansowa	2.26	1.25	1.29	1.33	1.39	1.34
ROE	3.5%	2.3%	2.4%	2.5%	3.6%	3.6%

Podsumowanie inwestycyjne

- **Oczekujemy wzrostu przedsprzedaży o 24% r/r w 2016p.** W 2015r. JHM Development przekazał 195 mieszkań (vs. 219 rok wcześniej). Na koniec roku spółka posiadała w sprzedaży 267 gotowych mieszkań o łącznej powierzchni 15.5tys. mkw. PUM, podczas gdy w realizacji znajdowało się 586 mieszkań. Ze względu na niższe tempo sprzedaży mieszkań oraz przesunięcie zakończenia realizacji projektu w Katowicach na 1Q17 (poprzednio zakładaliśmy zakończenie w 4Q16) obniżamy prognozę przekazania o 6% do 191 w 2016p oraz podwyższamy o 8% do 293 lokali w 2017p. Jednocześnie zwracamy uwagę na poprawę rentowności brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego do 18.4% w 2015r. (w kolejnych latach oczekujemy utrzymania rentowności na poziomie ok. 17-18%).
- **Zmiana planu rozbudowy CH Marywilska.** W maju 2015r. spółka uzyskała pozwolenie na rozbudowę CH Marywilska 44 o 12tys. mkw GLA (obecnie 42tys. mkw.), jednak rozpoczęcie realizacji rozbudowy uwarunkowane jest podpisaniem umów z najemcami na minimum 50% powierzchni. Ze względu na opóźnienia w rozpoczęciu planowanej rozbudowy, spółka rozważa możliwość rozbudowy centrum w trzech etapach po 4tys. mkw. GLA. Obecnie w naszych prognozach zakładamy zakończenie rozbudowy w 2017r. (vs. 2H16 poprzednio) oraz nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 25m.
- **Prognozujemy wzrost zysku netto do PLN 7.7m w 2016p oraz PLN 11.5m w 2017p.** Ze względu na zmianę prognoz przekazania mieszkań oraz opóźnienie w rozbudowie projektu Marywilska 44 obniżamy prognozę przychodów o 10% do PLN 83m w 2016p oraz pozostawiamy na poziomie PLN 112m w 2017p. Jednocześnie w oparciu o zaraportowane dane finansowe za 2015r podwyższamy oczekiwane koszty SG&A (o 7% i 3% odpowiednio w latach 2016-17p) oraz obniżamy koszty finansowe netto (odpowiednio o 18% i 5%). W oparciu o powyższe założenia obniżamy prognozę zysku netto o 18% do PLN 7.7m w 2016p oraz o 5% do PLN 11.5m w 2017p.
- **Wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0.14x na koniec 4Q15.** Na koniec 2015r. spółka posiadała zadłużenie netto w wysokości PLN 44.1m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne na poziomie 0.14x. W naszych prognozach zakładamy wydatki na zakup gruntów pod kolejne inwestycje mieszkaniowe na poziomie PLN 2m rocznie oraz nakłady inwestycyjne na rozbudowę CH Marywilska PLN 25m. W związku ze sprzedażą mieszkań w zakończonych projektach oraz realizacją inwestycji na posiadanym banku ziemi oczekujemy przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej na poziomie PLN -5.3m w 2016p oraz PLN 25.3m w 2017p.
- **Ryzyko podaży akcji ze strony głównego akcjonariusza.** Właścicielem 86% akcji spółki JHM Development jest Mirbud S.A. Na koniec 2015r. Mirbud posiadał zadłużenie brutto na poziomie PLN 257m (w tym PLN 50m krótkoterminowe) oraz środki pieniężne w wysokości PLN 45m. W celu zmniejszenia poziomu zadłużenia Mirbud chce docelowo zmniejszyć zaangażowanie w JHM do 50% akcji (25.1m akcji) Zwracamy jednak uwagę, że w czasie ostatniego podwyższenia kapitału w JHM Development (w 2014r.) Mirbud obejmował udziały po PLN 2.5/akcję.
- **Wycena 2016p P/E 10.5x oraz P/BV 0.26x przy niskim poziomie zadłużenia.** Wyceniamy spółkę JHM Development w oparciu o metodę SOTP (PLN 2.5), metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 1.5/akcję) oraz metodę porównawczą (PLN 2.9/akcję). Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje

wycenę JHM Development w wysokości PLN 2.3/akcję (obniżamy z PLN 2.5/akcję). Zgodnie z zapowiedziami zarządu w naszych prognozach zakładamy wypłatę 25% zysku z 2015p w formie dywidendy, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 2.3%. Spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2016p P/BV na poziomie 0.26x oraz 2016p P/E 10.5x.

Wycena

Wyceniamy JHM Development używając 5-cio letniego modelu DCF, wyceny SOTP oraz metody porównawczej. Metoda DCF implikuje wycenę na poziomie PLN 1.5/akcję, metoda SOTP PLN 2.5/akcję, zaś metoda porównawcza PLN 2.9/akcję. Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę JHM Development na poziomie PLN 2.3/akcję (obniżamy z PLN 2.5/akcję poprzednio).

Tabela 2. JHM Development: Podsumowanie wyceny

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	33%	1.5
Metoda SOTP	33%	2.5
Metoda porównawcza	33%	2.9
Cena docelowa		2.3
Cena rynkowa		1.2
Potencjał wzrostu/spadku (%)		99%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena SOTP

Wyceniamy JHM Development metodą SOTP na PLN 2.5/akcję. Szacujemy wartość nieruchomości inwestycyjnych w oparciu o ich wartość księgową skorygowaną dyskontem ze względu na atrakcyjność oraz zbywalność inwestycji. Zwracamy uwagę, że na koniec 2015r. wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych wynosiła PLN 177m, natomiast zapasów PLN 163m (w tym mieszkania w budowie PLN 62m, mieszkania gotowe PLN 41m oraz grunty PLN 59m).

Tabela 3. JHM Development: Wycena SOTP

	Pow. najmu w 2016P	Śr. czynsz (EUR/mkw.)	Stopa kapitalizacji	Szacowana BV w 2016P	Dyskonto do BV	Wycena Vestor DM
Rzeczowe aktywa trwałe				11.1		11.1
Nieruchomości inwestycyjne				177.4		118.0
Marywilska 44	53,936	15.4	10.0%	117.3	25%	88.0
JHM2: Centrum Handlowe Rumia	3,000	7.0	10.0%	10.1	50%	5.0
JHM 1: Pawilon handlowy Nomi w Starachowicach	4,500	9.0	10.0%	19.4	50%	9.7
Apartamentowiec "Foka" na Helu*	1,881	b.d.	b.d.	15.5	50%	7.7
Grunt w Woli Pękoszewskiej				8.0	50%	4.0
Grunt w Rawie Mazowieckiej				4.2	50%	2.1
Grunt w Skierniewicach				3.0	50%	1.5
Zapasy				187.6	50%	93.8
Dług netto (na koniec 2016p)				53.1		53.1
SOTP	169.8					
Liczba akcji	69.2					
SOTP/akcję	2.45					
Cena docelowa	2.5					

Źródło: Szacunki Vestor DM

*Szacowana wartość księgową Apartamentowca "Foka" obliczona na podstawie ceny sprzedaży na poziomie PLN 8k/mkw.

DCF

W oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniamy akcje JHM Development na PLN 1.5/akcję.

Tabela 4. JHM Development: WACC

	2016-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Beta	1.4	1.2
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	10.2%	10.2%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Marża na zadłużeniu	3.5%	3.5%
Kosztu długu	6.8%	7.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	5.5%	6.1%
% Dług/(dług+kapitały własne)	15.8%	4.7%
% Kapitały własne/(dług+kapitały własne)	84.2%	95.3%
WACC	9.5%	10.0%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. JHM Development: Wycena DCF (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	82.7	112.1	108.7	122.6	127.8
Znormalizowana EBITDA	12.5	17.7	18.2	20.7	21.0
Znormalizowany EBIT	12.1	17.3	17.8	20.3	20.6
Podatek od EBIT	-2.3	-3.3	-3.4	-3.9	-3.9
NOPAT	9.8	14.1	14.5	16.4	16.7
Amortyzacja	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Zmiany w kapitale obrotowym	-15.1	14.6	7.9	-4.9	9.6
Capex	-1.0	-31.8	-0.4	-0.4	-0.4
Wolne przepływy finansowe	-6.0	-2.8	22.4	11.5	26.3
Czynnik dyskontowy (%)	93%	85%	78%	71%	65%
Wartość bieżąca FCF	-5.6	-2.4	17.4	8.2	17.1
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	35				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.5%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	101				
Wartość przedsiębiorstwa	136				
Dług netto (koniec 4Q15)	44				
Wartość kapitału własnego	92				
Liczba akcji (m)	69.2				
Wartość godziwa na akcję	1.3				
12M cena docelowa	1.5				

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	0.0%	WACC (%)				
		8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.3%	1.47	1.42	1.38	1.34	1.29
	0.5%	1.51	1.46	1.42	1.37	1.33
	0.8%	1.55	1.51	1.46	1.41	1.37
	1.0%	1.60	1.55	1.50	1.46	1.41
	1.0%	1.65	1.60	1.55	1.50	1.46
	1.0%	1.65	1.60	1.55	1.50	1.46

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena porównawcza

JHM Development wyceniamy również metodą porównawczą w oparciu o mnożniki P/E i P/BV na lata 2016-17p oraz modelem regresji ROE-P/BV. Wycena P/E implikuje wartość bieżącą na poziomie PLN 1.4/akcję, zaś wycena P/BV implikuje PLN 4.2/akcję. Jednocześnie nasz model ROE-P/BV na lata 2016-17p implikuje następujące równania:

$$2016p \text{ P/BV} = 7.2687 * 2016p \text{ ROE} + 0.2676$$

$$2017p \text{ P/BV} = 6.8274 * 2017p \text{ ROE} + 0.2416$$

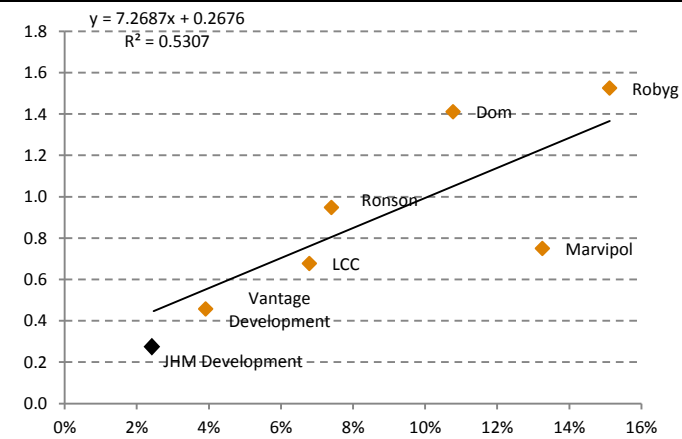
W oparciu o powyższe wyceniamy JHM Development metodą regresji ROE-P/BV na PLN 2.1/akcję. W oparciu o średnią trzech powyższych mnożników wyznaczamy cenę docelową przy użyciu metody porównawczej na poziomie PLN 2.9/akcję.

Tabela 7. JHM Development: Wycena porównawcza (PLNm)

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)	
			2016p	2017p	2016p	2017p	2016p	2017p
Echo Investment.	6.57	2,711	14.7	14.1	0.95	0.93	n.a.	n.a.
Dom Development	51.2	1,268	13.2	12.8	1.41	1.41	11%	11%
Lc Corp	2.19	980	10.4	7.8	0.68	0.62	7%	8%
Robyg	3.03	797	10.4	8.2	1.52	1.43	15%	18%
Ronson Europe v	1.69	460	12.8	11.9	0.95	0.91	7.4%	6%
Marvipol	6.75	280	6.0	6.7	0.75	0.67	13%	11%
Vantage	2.63	164	12.1	9.2	0.46	0.44	4%	5%
Mediana			12.1	9.2	0.95	0.91	9%	9%
JHM	1.16	80.3	10.5	7.0	0.26	0.25	2.5%	3.6%
Premia/Dyskonto			-13%	-23%	-73%	-72%	-73%	-62%
Implikowana wycena			1.3	1.5	4.3	4.2	2.0	2.2
Waga (%)			17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia			1.4		4.2		2.1	
Implikowana cena akcji	2.6							
Cena docelowa 12m	2.9							

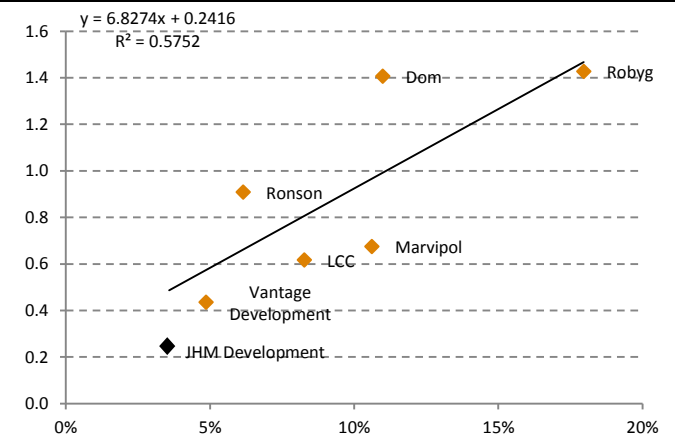
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wykres 1. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2016p



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Wykres 2. JHM Development: P/BV vs. ROE (%), 2017p



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Omówienie wyników za 4Q15

W 4Q15 spółka przekazała 54 mieszkania (porównywalnie r/r) oraz 17 garaży (vs. 16 rok wcześniej), w tym największej w ramach inwestycji Osiedle Diamentowe – Etap I w Koninie oraz projektu przy ulicy Rawskiej w Skierniewicach. W rezultacie spółka rozpoznała przychody segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 12.6m (+9% r/r), co implikuje przeciętną wartość przekazanego mieszkania w wysokości PLN 233tys. (+9% r/r, m.in. dzięki zwiększeniu udziału przekazania domów w Rawie Mazowieckiej). Z kolei przychody segmentu najmu wzrosły o 14% r/r do PLN 9.3m, na co wpływ miało przede wszystkim zwiększenie powierzchni najmu projektu Marywilska 44 o 2,000mkw. na początku 2015r. Skonsolidowane przychody wyniosły PLN 23.7m (+6% r/r).

Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 26.6% (+2.4pp r/r). Segment mieszkaniowy w tym okresie wygenerował rentowność na poziomie 17.5% (+2pp r/r), natomiast segment najmu 39.3% (+8.3pp r/r).

Zysk operacyjny wyniósł PLN 2.1m (-32% r/r). Negatywny wpływ na wyniki w 4Q15 miała aktualizacja wartości aktywów niefinansowych, związana ze zbyciem pawilonu handlowego w Bielsku-Białej (PLN 2.2m) oraz aktualizacja wartości aktywów niefinansowych związana z obiektem w Starachowicach (PLN -1.3m). Z kolei aktualizacja wyceny nieruchomości w Rumi wpłynęła pozytywnie na wynik operacyjny spółki (PLN +3.0m w 4Q15).

Przy kosztach finansowych netto w wysokości PLN 0.7m (vs. PLN 1.2m w 4Q14) zysk netto wyniósł PLN 1.2m (vs. PLN 1.8m rok wcześniej).

Na koniec 4Q15 dług netto wyniósł PLN 44.1m (-12% r/r), co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne 0.14x. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 8.1m (vs. PLN 10.5m rok wcześniej).

Tabela 8. JHM Development: Wyniki za 4Q15 (PLNm)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	r/r, %
Przekazania mieszkań	54	37	58	46	54	0%
Przychody	22.2	17.3	22.3	20.1	23.7	6%
Segment mieszkaniowy	11.5	6.9	11.4	8.6	12.6	9%
Segment najmu	8.1	8.8	9.3	9.9	9.3	14%
Koszty sprzedanych produktów	16.9	12.1	16.0	14.4	17.4	3%
Zysk ze sprzedaży	5.4	5.2	6.3	5.7	6.3	17%
Segment mieszkaniowy	1.8	1.4	2.6	1.2	2.2	23%
Segment najmu	2.5	3.3	3.6	4.2	3.7	45%
SG&A	2.6	2.1	2.5	2.6	2.8	9%
EBITDA	3.2	3.0	3.7	2.7	2.2	-31%
Zysk operacyjny	3.1	3.0	3.6	2.7	2.1	-32%
Koszty finansowe netto	1.2	0.3	0.3	0.5	0.7	-42%
Zysk brutto	2.0	2.6	3.3	2.2	1.5	-26%
Podatek dochodowy	0.4	0.5	0.8	0.5	0.3	-35%
Mniejszości	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-100%
Zysk netto	1.8	2.1	2.4	1.7	1.2	-34%
<i>Marża brutto</i>	<i>24%</i>	<i>30%</i>	<i>28%</i>	<i>29%</i>	<i>27%</i>	
<i>Segment mieszkaniowy</i>	<i>15%</i>	<i>20%</i>	<i>22%</i>	<i>13%</i>	<i>18%</i>	
<i>Segment najmu</i>	<i>31%</i>	<i>38%</i>	<i>38%</i>	<i>42%</i>	<i>39%</i>	
<i>Marża operacyjna</i>	<i>14%</i>	<i>17%</i>	<i>16%</i>	<i>13%</i>	<i>9%</i>	
<i>Marża netto</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>8%</i>	<i>5%</i>	

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Zmiana prognoz na 2016-17p

Wyniki za 2015r. jakie zaraportowała spółka JHM Development oraz harmonogram realizacji inwestycji mieszkaniowych skłaniają nas do następujących zmian naszych prognoz na lata 2016-17p:

- **Prognozujemy sprzedaż na poziomie 275 mieszkań w 2016p oraz 265 w 2017p.** W 2015r. spółka sprzedała 222 mieszkania oraz przekazała 195 mieszkań (vs. nasza wcześniejsza prognoza odpowiednio 248 oraz 192 mieszkań). Na koniec 4Q15 spółka posiadała 267 mieszkań do sprzedaży w inwestycjach zakończonych oraz 586 mieszkań w inwestycjach realizowanych. Dodatkowo zakładamy rozpoczęcie realizacji 232 mieszkań w trzech inwestycjach w 2016r.: w Brzezinach (56), Łowiczu (50) oraz Skierniewicach (126). Prognozujemy sprzedaż na poziomie 275 mieszkań w 2016p oraz 265 w 2017p.
- **Oczekujemy przekazania 191 i 293 mieszkań w 2016-17p (zmiana prognoz o -6% i +8%).** Jednocześnie ze względu na przesunięcie terminu zakończenia realizacji projektu w Katowicach (205 mieszkań) z 4Q16 na 1Q17 obniżamy prognozę przekazania o 6% do 191 w 2016p oraz podwyższamy o 8% do 293 w 2017p, co pozwoli na wygenerowanie przychodów segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 40.6m w 2016p oraz PLN 66.8m w 2017p (zmiana prognoz o -10% oraz o +8%).
- **Opóźnienie w realizacji rozbudowy CH Marywilska 44.** W kwietniu 2015r. spółka uzyskała pozwolenie na rozbudowę CH Marywilska 44, jednak rozpoczęcie realizacji rozbudowy uwarunkowane było podpisaniem umowy z najemcami na minimum 50% powierzchni. Ze względu na przedłużający się proces pozyskiwania najemców przesuwamy planowaną rozbudowę projektu na 2017r. (wcześniejsze założenie rozpoczęcia realizacji w 4Q15 oraz zakończenie w połowie 2016r.). W oparciu o powyższe prognozujemy przychody segmentu najmu na poziomie PLN 35.9m w 2016p oraz PLN 39.5m w 2017p (obniżenie prognoz o 9% i 7%).
- **Stabilizacja rentowności obu segmentów działalności.** W 2015r. spółka zaraportowała wzrost rentowności brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego o 2.6pp do 18.4% oraz segmentu najmu o 3.4pp do 39.6%. W kolejnych latach oczekujemy utrzymania rentowności segmentu mieszkaniowego na poziomie ok. 17-18% oraz segmentu najmu na ok. 38-40%.
- **Podwyższamy prognozę kosztów SG&A o 7% i 3% w latach 2016-17p.** W 2015r. spółka zaraportowała koszty sprzedaży i ogólnego zarządu na poziomie PLN 9.9m (8% powyżej naszych wcześniejszych prognoz). W rezultacie podwyższamy naszą prognozę kosztów SG&A o 7% do PLN 10.6m w 2016p oraz o 3% do PLN 11.2m w 2017p.
- **Obniżamy prognozę EBIT o 18% i 5% w 2016-17p.** W oparciu o powyższe zmiany założeń, prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 12.1m w 2016p (obniżenie prognozy z PLN 14.8m ze względu na niższą liczbę przekazania oraz wyższe koszty SG&A) oraz PLN 17.3 m w 2016p (obniżenie prognozy z PLN 18.2m, głównie ze względu na opóźnienia w realizacji rozbudowy Marywilskiej 44).
- **Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 7.7m w 2016p oraz PLN 11.5m w 2017p** (obniżenie prognozy odpowiednio o 18% i 5%).

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

	2016p			2017p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana	Obecne	Poprz.	Zmiana
Przedsprzedaż	275	276	0%	265	268	-1%
Sprzedaż notarialna	191	202	-6%	293	272	8%
Przychody	82.7	92.2	-10%	112.1	111.6	0%
Segment mieszkaniowy	40.6	45.3	-10%	66.8	61.9	8%
Segment najmu	35.9	39.5	-9%	39.5	42.7	-7%
Pozostałe	6.1	7.4	-17%	5.8	7.0	-17%
Koszty sprzedaży	60.0	67.6	-11%	83.5	82.5	1%
Zysk brutto ze sprzedaży	22.7	24.6	-8%	28.6	29.1	-2%
Segment mieszkaniowy	7.4	7.8	-5%	11.6	10.8	8%
Segment najmu	13.9	15.7	-12%	15.7	17.3	-10%
Pozostałe	1.4	1.1	27%	1.3	1.1	27%
SG&A	10.6	9.8	7%	11.2	10.9	3%
EBITDA	12.5	15.0	-17%	17.7	18.5	-4%
EBIT	12.1	14.8	-18%	17.3	18.2	-5%
Koszty finansowe netto	2.6	3.2	-18%	3.2	3.3	-5%
Zysk przed opodatkowaniem	9.5	11.5	-18%	14.2	14.9	-5%
Podatek dochodowy	1.8	2.2	-18%	2.7	2.8	-5%
Zysk netto	7.7	9.4	-18%	11.5	12.0	-5%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Załącznik: Portfele nieruchomości

Tabela 10. JHM Development – Portfel nieruchomości mieszkaniowych

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja	Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	
Inwestycje zakończone													
BEŁCHATÓW ul. Hubala	125	6,550	2012 - 2013	17	0	0	17	0	0	2.9	0.0	0.0	18%
BRZEZINY ul. Głowackiego (etapy I-III)	128	6,933	2012 - 2013	10	8	0	10	8	0	1.7	1.4	0.0	19%
HEL ul. Steyera	106	3,496	2012 - 2013	10	10	10	10	10	10	2.8	2.8	2.8	7%
KONIN ul. Beryłowa Etap I	144	7,384	2012 - 2014	11	0	0	11	0	0	1.9	0.0	0.0	16%
RAWA MAZOWIECKA ul. Katowicka I	73	10,503	2012 - 2013	12	10	6	12	10	6	4.6	3.5	2.1	17%
RAWA MAZOWIECKA ul. Kazimierza Wlk.	34	1,858	2012 - 2013	2	0	0	2	0	0	0.3	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	10	10	10	10	10	10	2.1	2.1	2.1	18%
RUMIA ul. Jagiełły/Bony	3	486	2012 - 2013	2	0	0	2	0	0	1.1	0.0	0.0	18%
SKIERNIEWICE ul. Rawska	172	9,034	2012 - 2013	30	5	0	30	5	0	5.7	0.9	0.0	19%
SKIERNIEWICE ul. Trzcicka	159	8,552	2012 - 2013	6	0	0	6	0	0	1.2	0.0	0.0	18%
ŻYRARDÓW ul. Hulki Laskowskiego	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	20	15	2	20	15	2	4.2	3.2	0.4	19%
Inwestycje realizowane													
KONIN ul. Beryłowa II	144	7,383	2015 - 2016	40	30	30	50	36	30	9.9	7.1	6.0	19%
ŁOWICZ ul. Medyczna/Bonifratska I	50	2,783	2015 - 2016	20	20	8	11	31	8	2.1	6.0	1.6	15%
KATOWICE ul. Pułaskiego Etap I	205	11,154	2015 - 2017	40	40	40	0	92	40	0.0	25.0	10.9	17%
RUMIA ul. Dębogórska Etap II	237	11,804	2015 - 2017	30	30	30	0	61	30	0.0	12.2	6.0	20%
Inwestycje planowane - lata 2016-2018													
BRZEZINY ul. Głowackiego Etap IV	56	2,838	2016 - 2017	5	26	25	0	16	41	0.0	2.5	6.6	19%
ŁOWICZ, Medyczna II	30	1,141	2016 - 2018	5	13	12	0	0	30	0.0	0.0	4.1	18%
SKIERNIEWICE, ul. Reymonta	126	6,300	2016 - 2018	5	30	30	0	0	65	0.0	0.0	11.4	20%
RAWA MAZOWIECKA ul. Katowicka II	9	1,732	2017 - 2018	0	3	2	0	0	4	0.0	0.0	2.3	17%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap II	34	1,888	2017 - 2018	0	10	12	0	0	18	0.0	0.0	4.1	19%
RUMIA ul. Dębogórska III	74	3,514	2017 - 2019	0	5	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	18%
ŁÓDŹ ul. Jugosłowiańska Etap I	15	2,360	2018 - 2019	0	0	4	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%
KONIN ul. Etap III (osiedle Diamentowe)	104	5,962	2018 - 2019	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
KATOWICE ul. Pułaskiego Etap II	116	6,336	2018 - 2019	0	0	10	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
BRZEZINY ul. Głowackiego Etap V	48	2,827	2018 - 2019	0	0	10	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%
ŻYRARDÓW ul. Okrzei Etap III	76	3,851	2018 - 2019	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	19%
Razem				275	265	301	191	293	293	41	67	60	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Tabela 11. JHM Development – portfel nieruchomości komercyjnych

Projekt	Miasto	Powierzchnia najmu (mkw.)	Średni czynsz (EUR/mkw.)	Stopa kapitalizacji (%)	Wartość księgowa na koniec 2015r (PLNm)
Marywilska 44	Warszawa	41,936	16.6	10%	115.5
Centrum Handlowe	Rumia	3,000	7.0	10%	10.1
Nomi	Starachowice	4,500	10.0	10%	20.9
Apartamentowiec "Foka"	Hel	1,881	-	-	15.1
Grunt	Wola Pękoszewska	-	-	-	8.0
Grunt	Rawa Mazowiecka	-	-	-	4.2
Grunt	Skierniewice	-	-	-	3.0

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 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 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 OGRANICZEŃ.

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

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

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

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

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

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

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 OSTATNIICH 12 MIESIĘCY VESTOR ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W TYM 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 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 dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

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

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

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

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

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

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

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

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 4 rekomendacje kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 8 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacje Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 5 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 52 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed publikacją niniejszego raportu, Vestor wydał w dniu 22 maja 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową w wysokości 2,50PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 1,85PLN oraz w dniu 11 września 2015 r. kolejną aktualizację raportu z ceną docelową w wysokości 2,5PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 1,7PLN. 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 © 2016 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 wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

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

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

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

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

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

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

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

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

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

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

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

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