

OT Logistics

Transport, spedycja, logistyka | Polska

Cena docelowa: PLN 275

Aktualizacja raportu

- 1Q16 znorm. EBITDA PLN 15.4m, 7% powyżej naszych prognoz
- Utrzymujemy prognozę znorm. EBITDA na 2016-2017p bez zmian
- 2016-17p EV/EBITDA na poziomie 7.5x i 6.9x

22 maj 2016

Ambitne plany do 2021r.

W kwietniu nowy zarząd OT Logistics przedstawił założenia strategiczne do 2021r. Spółka wyznaczyła sobie za cel czterokrotny wzrost skali działalności dzięki m.in. osiągnięciu pozycji lidera w przeładunkach agro na Morzu Bałtyckim. Pomimo, iż określamy ten cel jako bardzo ambitny to zwracamy uwagę na dotychczasową aktywność akwizycyjną OTL i inwestycję w terminal portowy w Gdańsku jako czynniki przyspieszające skokowy wzrost. Z uwagi na gorsze wyniki OT Logistics za 2015r., gdzie znorm. EBITDA była niższa o 10% r/r pomimo całorocznej konsolidacji OT Portu Gdynia, zarząd podjął szereg inicjatyw restrukturyzacyjnych, które powinny zacząć przynosić efekty już w 2016p. Dobre wyniki 1Q16p z istotną poprawą rentowności w segmencie portowym, który najbardziej rozczarował w 2015r., pozwalają nam oczekiwać 19% r/r wzrostu znorm. EBITDA w 2016p do PLN 72.2m. Jednocześnie z uwagi na wyższą amortyzację i koszty finansowe związane z przejęciami obniżyliśmy prognozę zysku netto o 8% do PLN 18.8m. Na naszych prognozach na 2016-17p OTL wyceniany jest obecnie na mnożniku P/E 17x i 15.8x oraz EV/EBITDA 7.5x i 6.9x (5.4x i 4.9x uwzględniając 50% wartości księgowej aktywów nieoperacyjnych i rynkową wartość udziałów w Luka Rijeka). Stąd podtrzymujemy 12m cenę docelową dla akcji OT Logistics na poziomie PLN 275.

Ambitna strategia do 2021r. W kwietniu spółka opublikowała nową strategię od 2021r. stawiając sobie za cel m.in. wzrost przychodów do EUR 1mld rocznie, osiągnięcie pozycji lidera w przeładunkach agro w basenie Morza Bałtyckiego i Morza Adriatyckiego, przejęcie kontroli nad portem w Rijecie i podwojenie przeładunków, wejście do pierwszej 10tki spedytorów w Polsce czy rozwój transportu śródlądowego i kolejowego.

Przejęcie Sealand Logistics. OT Logistics poinformował o zakupie 100% udziałów w Sealand Logistics za PLN 51m, przy czym płatności zostały rozłożone na 4 lata. Sealand to firma specjalizująca się przede wszystkim w spedycji morskiej kontenerowej, która w 2015r. wygenerowała EBITDA PLN 6.4m (marża 7.7%) oraz zysk netto PLN 5.1m (marża netto 6.2%), co implikuje wycenę transakcji na P/E 10x.

Zadowolające wyniki 1Q16. W 1Q16 r. znorm. EBITDA wyniosła PLN 15.4m i była 7% wyższa od naszych prognoz. Pozytywnym zaskoczeniem okazał się przede wszystkim segment portowy, gdzie EBITDA wyniosła PLN 7.9m, +3% r/r, +150% kw/kw i 55% powyżej naszych prognoz z rentownością EBITDA najwyższą od 3Q14.

Oczekujemy 19% wzrostu znorm. EBITDA w 2016p. Po słabych wynikach za 2015r. oczekujemy, iż trwająca w spółce restrukturyzacja kosztowa i przegląd umów handlowych zacząć przynosić korzyści już w 2016p. Stąd konserwatywnie zakładamy brak wzrostu przychodów w 2016p i następnie 3% wzrost w 2017p. Jednocześnie optymalizacja kontraktów oraz działania oszczędnościowe powinny według nas przełożyć się na wzrost znorm. EBITDA w 2016p o 19% r/r do PLN 72.2m. Jednocześnie oczekujemy podwojenia znorm. wyniku netto w 2016p do PLN 18.4m (P/E 17x). W naszych prognozach nie ujęliśmy planowanego przejęcia firmy Sealand Logistics.

OT Logistics: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	831.8	752.3	750.6	775.9	803.8
znorm. EBITDA	67.2	60.4	72.2	76.3	80.0
znorm. Zysk netto	17.8	9.1	18.4	19.9	23.2
znorm. P/E	17.7	34.7	17.0	15.8	13.5
znorm. EV/EBITDA	7.6	9.3	7.5	6.9	6.4
znorm. EV/EBITDA*	6.6	5.5	5.4	4.9	4.5
Dług netto/EBITDA	2.1	3.2	2.7	2.4	2.1

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, *z uwzględnieniem 50% wartości księgowej nieruchomości i rynkową wartość udziałów w Luka Rijeka

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	275
Poprzednia cena docelowa	275
Cena bieżąca (PLN)	220
Potencjał wzrostu/spadku	25%
Min (52T)	147
Max (52T)	278
Liczba akcji (m)	1.43
Kapitalizacja (PLNm)	314
Dług netto (PLNm)	210
EV (PLNm)	524
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.146

Akcjonariat

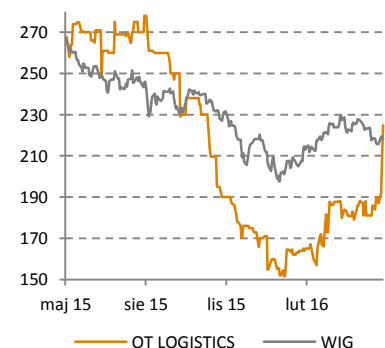
	%
I Fundusz Mistral S.A.	64.0
Amplico PTE	15.3
Allianz PTE	6.7
Pozostali	13.9

Opis spółki

OT Logistics jest jedną z największych w Europie Środkowo-Wschodniej spółek z branży TSL oraz jednym z liderów europejskiego transportu rzecznoego, ponadto świadczy także usługi portowe, głównie poprzez port w Świnoujściu oraz usługi spedycji morskiej, lądowej i lotniczej. Grupa posiada 800 jednostek pływających o łącznej nośności 300 tys. ton. Grupa prowadzi działalność na rynku polskim (głównie na Odrze) oraz w Niemczech i Holandii. OT Logistics powstała z przekształcenia spółki Skarbu Państwa Odratrans.

OTL vs. WIG: relatywny kurs akcji

Źródło: Bloomberg, Vestor DM



Piotr Nawrocki, CFA
Dyrektor Działu Analiz
(+48) 22 378 9214
Piotr.Nawrocki@vestor.pl

OT Logistics: Prognozy finansowe

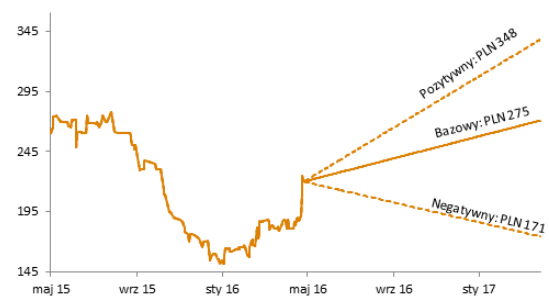
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	17.7	34.7	17.0	15.8	13.5
P/E* (x)	13.8	26.3	8.8	8.2	7.0
EV/EBITDA (x)	7.6	9.3	7.5	6.9	6.4
EV/EBITDA* (x)	6.6	5.5	5.4	4.9	4.5
EV/Sprzedaż (x)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV (x)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
Stopa dywidendy (%)**	3.2%	0.0%	0.0%	3.2%	3.0%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody ze sprzedaży	831.8	752.3	750.6	775.9	803.8
Koszty sprzedaży	-726.6	-663.8	-641.0	-665.2	-690.4
Zysk brutto ze sprzedaży	105.2	88.5	109.5	110.6	113.3
Koszty sprzedaży i zarządu	-70.7	-69.7	-71.3	-69.8	-68.3
EBITDA	82.0	67.9	74.1	76.3	80.0
znorm. EBITDA	67.2	60.4	72.2	76.3	80.0
Amortyzacja	29.1	33.3	34.0	35.5	35.0
EBIT	52.8	34.6	40.2	40.8	45.0
Koszty finansowe netto	-13.0	-11.8	-13.1	-13.3	-13.3
Zysk przed opodatkowaniem	39.6	22.0	25.2	25.8	30.0
Podatek dochodowy	-6.7	-6.4	-5.3	-5.4	-6.3
Udziały mniejszości	3.2	0.4	0.5	0.5	0.5
Zysk netto	29.7	15.1	19.4	19.9	23.2
znorm. zysk netto	17.8	9.1	18.4	19.9	23.2
Dynamiki wzrostu	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	70%	-10%	0%	3%	4%
Wzrost znorm.EBITDA (%)	12%	-10%	19%	6%	5%
Wzrost znorm. zysku netto	-1%	-49%	103%	8%	17%
Marże	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża EBITDA (%)	8.1%	8.0%	9.6%	9.8%	10.0%
Marża EBIT (%)	6.4%	4.6%	5.3%	5.3%	5.6%
Marża zysku netto (%)	2.1%	1.2%	2.5%	2.6%	2.9%
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Rzeczowe aktywa trwałe	262.8	254.7	248.3	250.4	245.9
Wartości niematerialne i prawne	50.1	52.8	50.2	47.7	45.2
Nieruchomości inwestycyjne	138.4	150.9	150.9	150.9	150.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	73.8	31.1	43.3	54.2	62.5
Należności handlowe	122.5	102.5	113.1	116.9	121.1
Zapasy	4.1	3.5	3.4	3.5	3.6
Pozostałe aktywa	60.1	120.2	120.2	120.2	120.2
Aktywa razem	711.7	715.7	729.4	743.8	749.4
Dług	243.1	251.4	245.4	239.4	233.4
Zobowiązania handlowe	110.3	96.4	96.6	96.6	94.6
Inne zobowiązania	86.9	88.0	88.0	88.0	88.0
Zobowiązania razem	440.3	435.9	430.0	424.0	416.0
Kapitały własne	271.4	279.9	299.4	319.8	333.4
Udziały mniejszości	26.6	26.2	26.3	26.8	27.3
Pasywa	711.7	715.7	729.4	743.8	749.4
Kapitał obrotowy	16.2	9.6	19.9	23.8	30.2
Dług netto	169.4	220.4	202.2	185.3	170.9
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Zysk brutto	39.6	22.0	25.2	25.8	30.0
Podatek dochodowy	-4.4	-4.5	-5.3	-5.4	-6.3
Amortyzacja	29.1	33.3	34.0	35.5	35.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-9.8	8.0	-10.3	-3.9	-6.3
Inne zmiany	-8.1	-4.5	15.0	15.0	15.0
Przepływy z dział. operacyjnej	46.4	54.3	58.5	66.9	67.3
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-72.0	-82.2	-25.0	-35.0	-28.0
Inne przepływy inwestycyjne	10.6	7.9	1.0	1.0	1.0
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-61.3	-74.3	-24.0	-34.0	-27.0
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	63.3	1.7	-6.0	-6.0	-6.0
Odsetki zapłacone	-10.6	-13.3	-16.0	-16.0	-16.0
Dywidendy	-10.5	-10.4	0.0	0.0	-10.0
Przepływy z dział. finansowej	40.8	-22.7	-22.0	-22.0	-32.0
Zmiana gotówki	25.8	-42.7	12.5	10.9	8.3
Dźwignia i stopy zwrotu	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług netto/EBITDA (x)	2.1	3.2	2.7	2.4	2.1
Dług netto/aktywa	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Dług netto/kapitały własne (x)	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	5.0	2.6	2.5	2.6	2.8
ROE (%)	12.1%	5.6%	6.6%	6.4%	7.1%
ROA (%)	4.2%	2.1%	2.7%	2.7%	3.1%

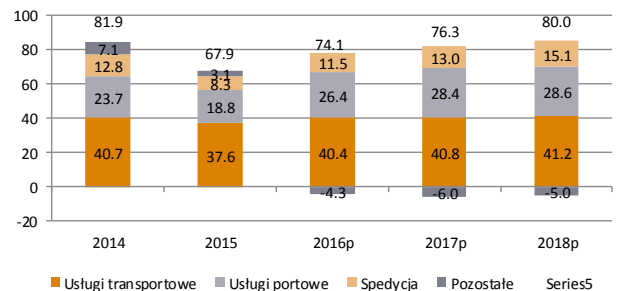
Podstawowe dane					
Cena akcji (PLN)	220				
Min (52W, PLN)	166				
Max (52W, PLN)	278				
Kapitalizacja (PLN m)	314				
Dług netto (PLNm, 1Q16)	210				
EV (PLN m)	551				

Podstawowe dane	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Śr. liczba akcji (m)	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43
EPS (PLN)	20.8	10.6	13.6	13.9	16.2
BVPS (PLN)	190.1	196.0	209.7	224.0	233.6
DPS (PLN)**	7.0	0.0	0.0	7.0	6.5

Analiza scenariuszowa	EBITDA		Zysk netto		12m CD
	2016p	2017p	2016p	2017p	
Pozytywny	78.0	84.8	24.0	29.4	348
Bazowy	72.2	76.3	18.4	19.9	275
Negatywny	63.5	59.9	12.6	9.8	171



Segmety	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLN m)	832	752	751	776	804
Transport	370	288	297	300	303
Usługi portowe	134	154	160	167	174
Spedycja	513	471	460	480	503
Pozostałe	22	26	20	22	24
Wylączenia	-207	-187	-187	-193	-200

OT Logistics: EBITDA wg segmentów w latach 2014-18


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Model DuPonta	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża netto	4.0%	2.1%	2.6%	2.6%	2.9%
Obrotowość aktywów	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1
Dźwignia finansowa	2.6	2.6	2.4	2.3	2.2
ROE	12%	6%	7%	6%	7%

Główne ryzyka do naszej rekomendacji

Przy ambitnych planach inwestycyjnych spółki i wysokiej dźwigni operacyjnej prowadzonego biznesu największego ryzyka upatrujemy w pogorszeniu sytuacji makroekonomicznej i spadku EBITDA spółki, co z kolei w obliczu prowadzonych inwestycji mogłoby doprowadzić do złamania kowenantów na dług OTL i ratunkowej wyprzedaży aktywów spółki.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, *Dywidenda z zysku za dany rok finansowy **Wskaźniki skorygowane o 50% wart. księg. nieruchomości i rynkową wartość udziałów w Luka Rijeka

Nowa strategia

Zarząd wskazał na dobrą sytuację makroekonomiczną Polski i Niemiec, która powinna determinować rozwój sektora transportowego.

Działania optymalizacyjne wewnątrz Grupy

Zarząd OT Logistics wskazał na szereg działań podjętych przez spółkę celem poprawy wyników finansowych w tym m.in.:

- Przegląd kadrowy w spółkach zależnych i wymiana kadr
- Konsolidacja działań operacyjnych między spółkami
- Łączenie biur celem uzyskania efektu synergii kosztowych
- Przegląd umów podwykonawczych w spółkach kolejowych (spedycja)
- Porządkowanie struktury sprzedażowej
- Zwiększenie kompetencji Key Account Managementu i zarządzanie kontaktami na poziomie całej Grupy
- Powiązanie budżetu na 2016p z systemem motywacyjnym dla handlowców i KAM

Dobre perspektywy dla odbudowy żeglugi śródlądowej

Spółka zwraca uwagę, iż zgodnie z polską strategią rozwoju transportu do 2020r. popyt na przewozy wodne śródlądowe powinien rosnąć w szybszym tempie niż kolej i transport samochodowy – CAGR 6.1%. Zarząd wskazał rządowe plany wsparcia dla żeglugi śródlądowej takie jak:

- Planowane inwestycje w ramach rządowego planu rozwoju wodnych dróg śródlądowych w ciągu kolejnych 15 lat – PLN 60mld
- Inwestycja w modernizację środkowego i dolnego odcinka Wisły od Warszawy do Gdańska – PLN 31.5mld
- Inwestycje na rzecz aktywizacji Odrzańskiej Drogi Wodnej- PLN 16.5-22.5mld
- Polsko-niemiecki projekt pogłębiania Odry i związanych z tym budowli hydrotechnicznych – PLN 3mld
- Inwestycja przekopu przez Mierzę Wiślaną – PLN 800m
- Akcesja Polski w 2016r. do konwencji AGN- Europejskiego Porozumienia w Sprawie Głównych Śródlądowych Dróg Wodnych o Międzynarodowym Znaczeniu umożliwi Polsce pozyskanie dodatkowych środków na modernizację szlaków wodnych

Cele strategiczne

Zarząd podkreślił, że celem strategicznym jest zajęcie fotela lidera w zakresie obsługi transportowo-logistycznej w Europie Centralnej i Wschodniej z przychodami na poziomie EUR 1mld rocznie (w 2015r. PLN 752m). Spółka zamierza osiągnąć cel przychodowy poprzez:

1. Zdobyć pozycji nr.1 w zakresie obsługi produktów agro w basenie Morza Bałtyckiego (bez Rosji) oraz Morza Adriatyckiego (cel 50% udział na polskim rynku w 2021r. wobec 23% w 2015r.)
Zdobyć powyższej pozycji ma być możliwe m.in. dzięki a) budowie portu w Gdańsku, 2) powołaniu nowego zespołu wraz ze stworzeniem strategii sprzedażowej i wsparcia marketingowego dla modelu agro, 3) budowie trzeciego magazynu w OT Port Świnoujście.
2. Podwojenie przetadunków w porcie Rijeka i przejęcie kontroli nad portem w Rijecie. Uruchomienie usług spedycyjnych na Bałkanach oraz linii kolejowej Polska – Chorwacja, a

także stałego połączenia morskiego z portami na Morzu Śródziemnym (Turcja, Izrael, Algieria).

3. Rozwijanie terminali portowych m.in. poprzez inwestycje w OT Port Świnoujście (pogłębienie podejścia), uruchomienie nowej linii Gdynia –Szwecja dla produktów ro-ro.
4. Rozwój transportu śródlądowego i kolejowego poprzez zmianę profilu usług poprzez m.in. odtworzenie floty specjalistycznej i zwiększenie nakładów na remonty, zwiększenie zaangażowania w wysokomarżowe usługi specjalistyczne.
5. Spedycja – wejście do 10ki spedytatorów w Polsce (5% udziału w kontenerowej spedycji morskiej), obecność na rynku TSL w krajach korytarza Północ- Południe.
6. Budowanie aliansów strategicznych i wzrost organiczny operatora kolejowo- logistycznego

Przejęcie Sealand Logistics

Transakcja. OT Logistics poinformowało 6 maja o podpisaniu warunkowej umowy zakupu przez C.Hartwig Gdynia 100% udziałów firmy Sealand Logistics od trzech osób prywatnych. Cena nabycia wynosi PLN 51m i może zostać zwiększona w wyniku osiągnięcia przez spółkę określonych wyników finansowych oraz kontynuacji zatrudnienia przez osoby sprzedające w firmie do 2021r. Płatność 51m została podzielona na dwa etapy: PLN 30m w 2016p oraz PLN 7m rocznie w latach 2017-2019 (powiększone o odsetki WIBOR3M+1%).

Opis firmy. Sealand Logistics to firma powstała w 2009r. specjalizująca się przede wszystkim w spedycji morskiej kontenerowej zatrudniająca specjalistów z wieloletnim doświadczeniem w transporcie morskim. Spółka działa na wszelkich kierunkach geograficznych w tym obsługuje fracht morski do/z Dalekiego Wschodu, Bliskiego Wschodu, Afryki, Ameryki Północnej i Południowej, Australii oraz współpracuje z wiodącymi światowymi armatorami. Poza spedycją morską Sealand świadczy także usługi z zakresu transportu lotniczego, kolejowego, drogowego, a także jest agentem producenta i operatora Flexi Tanków dedykowanych do ładunków płynnych, w tym żywności i chemii naturalnej.

Wycena. OT Logistics poinformowało, iż w 2015r. Sealand wygenerowało PNL 82.9m przychodów przy EBITDA PLN 6.4m (marża 7.7%) oraz zysku netto PLN 5.1m (marża netto 6.2%). W 2015p cały segment spedycyjny OT Logistics zanotował przychody PLN 470m przy EBITDA 8.3m (marża 1.8%) oraz zysku netto PLN 4.7m (marża 1%). Wyniki Sealand implikują mnożnik P/E 2015 dla transakcji na poziomie 10x. Zakładając brak długu netto (choć wysoka konwersja EBITDA na wynik netto sugeruje nawet dodatnią pozycję gotówkową) mnożnik EV/EBITDA wynosiłby 8x (mediana dla międzynarodowych spedytatorów na 2015 wynosi 10.8x).

Komentarz Vestor DM. . Sealand wydaje się pasować do struktury grupy kapitałowej i wnieść nowe kompetencje które powinny mieć pozytywny wpływ na rozwój segmentu portowego oraz nowotworzonego segmentu przewozów kolejowych (po zakupie). Choć nie mamy pełnych danych o zadłużeniu spółki czy jej historycznych wynikach, cena zapłacona za Sealand wydaje się atrakcyjna zwłaszcza w kontekście potencjalnych synergii. Zwracamy uwagę na warunki transakcji w kontekście rozłożenia płatności w czasie oraz prawidłowego zmotywowania dotychczasowych właścicieli spółki, co naszym zdaniem ogranicza ryzyko dla akcjonariuszy OT Logistics.

Ocena wyników 1Q16

OT Logistics: Ocena wyników 1Q16

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	%rdr	%k/k	1Q16p	%
Przychody	186.0	184.4	183.6	198.2	176.3	-5%	-11%	174.2	1%
Usługi transportowe	67.1	72.1	73.3	75.6	59.2	-12%	-22%	67.0	-12%
Usługi portowe	45.6	38.0	36.6	34.0	42.7	-6%	25%	39.0	10%
Spedycja	109.9	111.4	116.9	132.3	117.5	7%	-11%	105.0	12%
EBITDA	17.6	12.2	13.4	24.7	17.3	-2%	-30%	14.4	20%
znorm. EBITDA	17.6	14.7	13.4	14.8	15.4	-13%	4%	14.4	7%
EBIT	9.7	4.0	5.3	15.6	8.5	-13%	-46%	6.2	37%
Zysk netto	5.9	-0.3	1.0	8.5	2.4	-58%	-71%	2.4	3%
Znorm. zysk netto	5.9	1.8	1.0	0.4	1.5	-75%	242%	2.4	-37%

Źródło: Spółka, Vestor DM

OT Logistics: Wynik EBITDA wg segmentów

EBITDA	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	%rdr	%k/k	1Q16	%
OT Logistics	17.6	12.2	13.4	24.7	17.3	-2%	-30%	14.4	20%
Usługi transportowe	8.4	10.0	8.1	11.0	6.8	-19%	-38%	8.4	-19%
Usługi portowe	7.6	2.8	5.3	3.1	7.9	3%	150%	5.1	55%
Spedycja	2.8	2.5	2.2	0.8	4.2	52%	409%	2.3	84%

Źródło: Spółka, Vestor DM

OT Logistics: Marża EBITDA według segmentów

Marża EBITDA	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
OT Logistics	9.5%	6.6%	7.3%	12.5%	9.8%
Usługi transportowe	12.5%	13.9%	11.1%	14.5%	11.5%
Usługi portowe	16.7%	7.4%	14.5%	9.2%	18.4%
Spedycja	2.5%	2.3%	1.9%	0.6%	3.6%

Źródło: Spółka, Vestor DM

Przychody. W 1Q16 OT Logistics wypracowało przychody na poziomie PLN 176.3m zgodnie z naszą prognozą i były 5% niższe w ujęciu r/r. Pozytywnie zaskoczył segment portowy, gdzie przychody wyniosły PLN 42.7m i były 10% wyższe od naszych prognoz. Co prawda przychody tego segmentu były o 6% niższe niż w 1Q15r. ale zwracamy uwagę na na wysoką bazę 1Q15 spowodowaną strajkiem w JSW i przymusem ściągania większych wolumenów węgla koksowniczego. Spółka poinformowała, że wolumeny przeladunków były szczególnie zadowalające w OT Port Gdynia dzięki towarom agro i wyższym wolumenom koksu, a w OT Port Świnoujście spadły o 5% r/r. Wyższą sprzedaż od oczekiwanej zanotował także segment spedycyjny – PLN 117.5m, 12% powyżej naszych prognoz. Gorszą sprzedaż zanotował natomiast segment transportowy, gdzie przychody były o 12% niższe od naszych szacunków.

Rentowność. EBITDA w 3Q15 wyniosła PLN 17.3m (-2%r/r). Pozytywny wpływ na EBITDA miało zdarzenie jednorazowe: aktualizacja wartości portu rzecznoego w Opolu: PLN +2.9m. Z drugiej strony spółka wskazała na ponoszone koszty reorganizacyjne, jednak nie podała ich wartości- nasz szacunek PLN 1.1m. Podsumowując założyliśmy, że zdarzenia jednorazowe miały netto pozytywny wpływ na EBITDA OTL o PLN 1.8m. Pozytywnym zaskoczeniem okazał się segment portowy, gdzie EBITDA wyniosła PLN 7.9m, +3% r/r i +150% kw/kw i 55% powyżej naszych prognoz. Marża EBITDA segmentu usług portowych wyniosła 18.4%- najwyższy poziom od 3Q14. EBITDA segmentu spedycyjnego wyniosła PLN 4.2m, +52% r/r i 84% powyżej naszych prognoz. Z uwagi na niższe przychody EBITDA segmentu usług transportowych spadła o 19% r/r i była o 13% poniżej naszych

oczekiwań. Ze względu na wyższą amortyzację oraz efektywną stopę podatkową na poziomie 39% oraz PLN 0.5m zysku dla akcjonariuszy mniejszościowych, zysk netto dla akcjonariuszy dominujących wyniósł PLN 2.4m, -58% r/r. Według naszych szacunków znorm. zysk netto dla akcjonariuszy jedn. Dominującej wyniósł PLN 1.5m. W komunikacie prasowym spółka wskazała na swój szacunek znormalizowanego zysku netto (z udziałem akcjonariuszy mniejszościowych) na poziomie PLN 3.3m wobec raportowanego PLN 3.0m.

Komentarz Vestor DM. Wyniki oceniamy pozytywnie głównie ze względu na dużo lepsze od oczekiwanych wyniki segmentu portowego, który najbardziej rozczarował w 2015r oraz segmentu spedycyjnego. Są to dwa obszary w których zarząd zapowiedział największe działania restrukturyzacyjne. Jeżeli poprawa marż w tych segmentach nie okaże się jednorazowa i będzie kontynuowana to nowy zarząd odniesie sukces i spodziewalibyśmy się w tedy istotnej poprawy wyników finansowych w 2016p. Zwracamy także uwagę na mocne przepływy z działalności operacyjnej- PLN 20.9m Poza wynikami kluczową kwestią dla inwestorów powinna być akwizycja Sealand Logistics oraz dwa flagowe projekty w segmencie portowym: Rijeka i Gdańsk.

Zmiana prognoz finansowych

Po słabych wynikach za 2015r. oczekujemy, iż trwająca w spółce restrukturyzacja kosztowa i przegląd umów handlowych, który ma na celu wyeliminować nierentowne kontrakty zaczną przynosić korzyści już w 2016p. Stąd konserwatywnie zakładamy brak wzrostu przychodów w 2016p i następnie 3% wzrost w 2017p. Jednocześnie optymalizacja kontraktów oraz działalność oszczędnościowa powinny według nas przełożyć się na wzrost znorm. EBITDA w 2016p o 18%/r do PLN 71.2m. Pomimo, iż zmiana w oczekiwanej EBITDA na 2016p jest bardzo niewielka to z uwagi na wyższą amortyzację oraz wyższe koszty finansowe obniżyliśmy prognozę zysku netto na 2016p o 15%. W naszych prognozach nie ujęliśmy planowanego przejęcia firmy Sealand Logistics.

Tabela 3. OT Logistics: Zmiana prognoz finansowych na lata 2015-17p (PLNm)

	2015p			2016p			2017p		
	Poprzedn.	Aktualne	zmiana	Poprzedn.	Aktualne	zmiana	Poprzedn.	Aktualne	zmiana
Przychody	756.7	752.3	-1%	801.8	750.6	-6%	842.1	775.9	-8%
EBIT	32.1	34.6	8%	40.7	40.2	-1%	45.2	40.8	-10%
znorm. EBITDA	66.6	60.4	-9%	73.0	72.2	-1%	77.6	76.3	-2%
znorm. zysk netto	15.3	9.1	-41%	20.0	18.4	-8%	23.6	19.9	-16%

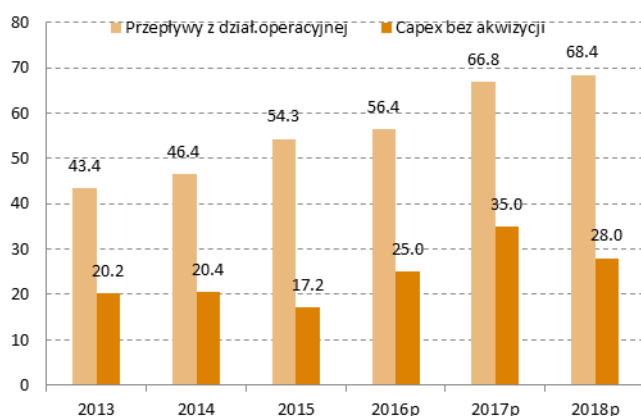
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przepływy pieniężne i zadłużenie

Pomimo gorszych od oczekiwanych wyników w 2015r. zwracamy uwagę na fakt, że OT Logistics wygenerowała w tym roku dodatnie operacyjne przepływy pieniężne w wysokości PLN 56.4m wobec PLN 54.3m w 2015r. i PLN 46.4m w 2014r. oraz wobec naszej prognozy na poziomie PLN 45m co należy ocenić pozytywnie. Zwłaszcza, iż nakłady inwestycyjne firmy – poza akwizycjami wyniosły PLN 17m. Dług netto na koniec 2015r. wyniósł PLN 220.4m wobec oczekiwanego przez nas PLN 233m. Przypominamy, iż kowenant zadłużenia wynosi 4.0x dług netto/EBITDA. W naszych prognozach nie uwzględniamy jeszcze nakładów na inwestycję w port w Gdańsku oraz akwizycji firmy Sealand. Jeśli założyci PLN 6m inwestycji w port w Gdańsku w 2016p oraz akwizycję, która w II połowie roku wygenerowałaby PLN 3.4m EBITDA to dług netto na koniec roku wyniósłby PLN 238m wobec PLN 202m w scenariuszu bazowym a wskaźnik dług netto/EBITDA ukształtowałby się na poziomie 3.1x vs 2.8x.

Wykres 1. OT Logistics: Prognoza nakładów inwestycyjnych i operacyjnych przepływów pieniężnych

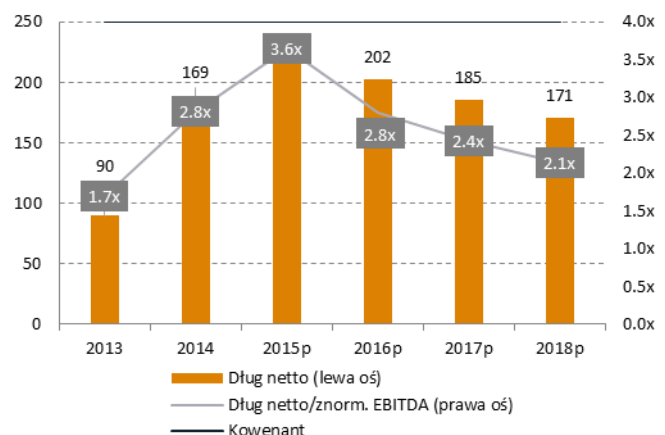
Dane w PLN m



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 2. OT Logistics: Dług netto i wskaźnik dług netto/EBITDA

Dane w PLN m



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena: Cena docelowa PLN 275 na akcję

Wyceniamy OT Logistics przy użyciu dwóch metod: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Wycenę porównawczą oparliśmy o 3 grupy spółek: operatorów portowych, przewoźników logistycznych oraz o firmy spedycyjne. Dodatkowo w obydwu wycenach uwzględniamy 1) wartość nieruchomości inwestycyjnych, jako aktywów nieoperacyjnych z 50% dyskontem do ich wartości księgowej tj. PLN 75m lub PLN 52 na akcję oraz 2) bieżącą wartość rynkową posiadanych przez OTL akcji Luka Rijeka – PLN 76m lub PLN 53 na akcję. Przypisując obydwu wycenom równe wagi oszacowaliśmy wartość godziwą akcji OT Logistics na PLN 252/akcję i na jej podstawie wyznaczyliśmy 12miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 275/akcję.

Tabela 4. OT Logistics: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLNm	PLN/akcję	Waga	Komentarz
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2016-2020	337	236	50%	WACC 8.9-9.8%, stopa wzrostu 1 %
Wycena porównawcza	Mnożniki 2016-2017 P/E i EV/EBITDA	383	269	50%	Równe wagi dla 4 mnożników
Wycena akcji OT Logistics	Średnia ważona	360	252		
12m cena docelowa		393	275		
Obecna wycena rynkowa		314	220		

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą opieramy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2016-17p z przypisanymi równymi wagami dla wszystkich 4 mnożników. Z uwagi na prowadzony przez OT Logistics model działalności wycenę porównawczą oparliśmy o 3 grupy spółek porównywalnych:

- Operatorzy portowi
- Przewoźnicy
- Firmy spedycyjne oraz firmy zapewniające kompleksowe usługi logistyczne.

Wycenę porównawczą oparliśmy o 3 grupy spółek, które odpowiadają trzem głównym segmentom działalności OT Logistics: usługom portowym, usługom transportowym oraz spedycji. Każdej grupie przypisaliśmy wagę odpowiadającą średniej kontrybucji danego segmentu do EBITDA grupy OT Logistics w latach 2016-18. W efekcie mnożnikom operatorów portowych przypisaliśmy wagę 34%, przewoźnikom 50% oraz 16% firmom spedycyjnym i kompleksowym operatorom logistycznym. Wycenę opieramy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2015-16p i wszystkim czterem mnożnikom przypisujemy równe wagi. Wycena porównawcza wskazuje wartość prowadzonej przez OT Logistics działalności na PLN 181 na akcję. Zwracamy uwagę, iż przy wycenie w oparciu o mnożniki EV/EBITDA skorygowaliśmy prognozowany dług netto. Dodatkowo po uwzględnieniu wartości aktywów nieoperacyjnych przy 50% dyskoncie do wartości bilansowej oraz wartość rynkowej zakupionych udziałów w porcie w Rijecie tj. PLN 64m wyceniamy wartość kapitałów własnych OT Logistics na PLN 275 na akcję.

Tabela 5. OT Logistics: Wycena porównawcza – podsumowanie

Wycena wskaźnikowa	Waga (%)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Porty	50%	10.8	9.2	8.3	6.2	5.7	5.9
Przewoźnicy/operatorzy	34%	11.3	9.3	9.2	7.0	6.1	4.9
Spedytorzy	16%	18.6	16.6	15.8	9.5	8.4	7.4
Średnia ważona	x	12.3	10.5	10.0	7.1	6.3	5.6
OTL wyniki (znormalizowane)	PLN m	18.4	19.9	23.2	72.2	76.3	80.0
Dług netto	PLN m				202	185	171
OTL: Wycena implikowana	PLN m	227	208	232	284	270	253
OTL: Wycena na akcję	PLN/akcja	159	146	162	199	189	177
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
OTL: Średnia wycena na akcję	PLN/akcja	173					
Nieruchomości inwestycyjne*	PLN/akcja	53					
Akcje w Luka Rijeka	PLN/akcja	43					
OTL: Wycena na akcję	PLN/akcja	269					

Źródło: Szacunki Vestor DM, *wartości nieruchomości inwestycyjnych odnoszą się do wartości księgowej z 50% dyskontem

Wycena metodą DCF

Wyznaczamy wartość działalności OT Logistics metodą DCF na PLN 338m lub PLN 236 na akcję.

Nasz model wyceny został zbudowany w oparciu o następujące główne założenia:

- 5 letnią szczegółową prognozę finansową na lata 2016-20p (szczegółowy opis prognoz finansowych w rozdziale „Prognozy finansowe”).
- Kalkulację wartości rezydualnej opieramy o znormalizowane przepływy pieniężne na bazie prognozy na rok 2020.
- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu wysokości 1%.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC) wynoszący 8.9%-9.8% na lata 2016-20p w zależności od struktury kapitału prognozowanej na kolejne lata.
- Używamy stopy wolnej od ryzyka na poziomie 3.3% (prognoza rentowności polskich

obligacji 10-letnich na koniec 2016 r.) oraz 4.5% dla wartości rezydualnej oraz premię za ryzyko w wysokości 4.5%.

Tabela 7. OT Logistics: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2015-19p	TV
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.3%	4.5%
Beta (x)	1.7x	1.53x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	11.1%	11.4%
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.3%	4.5%
Premia za ryzyko kredytowe (%)	5.0%	5.0%
Stopa podatkowa (%)	21.0%	21.0%
Koszt kapitału obcego	6.6%	7.5%
% D	47.3%	41.2%
% E	52.7%	58.8%
WACC (%)	8.9%	9.8%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 7. OT Logistics: Wycena DCF

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	Jednostka	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
EBIT	PLN m	40	41	45	47	47	
Podatek od EBIT	PLN m	-8	-9	-9	-10	-10	
NOPAT	PLN m	32	32	36	37	37	37
Amortyzacja	PLN m	34	35	35	35	36	25
Zmiany w kapitale obrotowym WC	PLN m	-10	-4	-6	-1	-2	0
Wydatki inwestycyjne	PLN m	-25	-35	-28	-28	-28	-25
Wolne przepływy finansowe	PLN m	30	29	36	43	43	37
Czynnik dyskontowy	%	92%	84%	77%	71%	65%	
Wartość bieżąca FCF	PLN m	28	24	28	31	28	
Wartość bieżąca FCF 2015-2018	PLN m	139					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	%	1%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	PLN m	278					
Wartość przedsiębiorstwa	PLN m	418					
Dług netto	PLN m	220					
Mniejszości	PLN m	26					
Wartość aktywów nieoperacyjnych	PLN m	152					
Wartość kapitału własnego	PLN m	323					
Liczba akcji	mln	1.43					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2014	PLN/akcję	226					
Miesiąc	X	5					
Wycena działalności OTL	PLN/akcję	236					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

Tabela 8. OT Logistics: Wrażliwość modelu DCF (wartość godziwa w PLN/akcję)

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)				
		-1%	0%	1%	2%	3%
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.5%	191	212	238	271	314
	3.0%	187	208	233	266	307
	3.3%	183	203	229	260	301
	4.0%	179	199	224	255	296
	4.5%	175	195	219	250	290

Źródło: Szacunki Vestor DM

		Beta (x)				
		0.6x	0.8x	1.0x	1.2x	1.4x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	3.5%	333	296	265	239	216
	4.0%	316	278	246	219	196
	4.5%	301	261	229	202	179
	5.0%	286	246	213	186	164
	5.5%	273	232	199	172	150

Źródło: Szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**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 znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

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

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINNI BYĆ ROZPOWSZECHNIANI 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 ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

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

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

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

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

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

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

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

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

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc 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, zając długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

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

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

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

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

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

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 0 rekomendacji kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 7 rekomendacji Neutralnie, 7 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 12 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 wynosiła 60% (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 25 czerwca 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 341PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 265PLN, w dniu 10 września 2015 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 337PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 260PLN oraz w dniu 29 grudnia 2015 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 275PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 166PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

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

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

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO 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, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

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

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

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

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest

relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

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

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgowa

BV - wartość księgowa

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

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

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE - zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE - koszt kapitału własnego

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

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

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

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

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

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

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