

Vantage Development

Deweloperzy | Polska

Cena docelowa: PLN 3.68

Aktualizacja raportu analitycznego

- Oczekujemy wzrostu liczby przekazania z 249 w 2014r. do 335 w 2015p oraz 589 w 2016p.
- Prognozujemy CAGR zysku netto skoryg. o rewaluacji na poziomie 62% w 2014-17p
- Spółka obecnie wyceniana jest na 0.5x P/BV w 2015p

4 września 2015

Podwyższenie prognoz i ceny docelowej

Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową do PLN 3.68/akcję z PLN 3.61/akcję. Ze względu na wyższą oczekiwaną rewaluację projektów biurowych Zita C i D+A oraz zawartą z FSMnW umowę na realizację projektu Dąbrowskiego 40 na 133 mieszkania (planowane zakończenie na 2H16) podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 11.2m z PLN 7.8m w 2015p oraz do PLN 24.9m z PLN 17.8m w 2016p. W 1H15 Vantage Development odnotował dynamiczny wzrost sprzedaży mieszkań do 202 lokali (+107% r/r). Dzięki bogatemu bankowi ziemi oraz rosnącej dywersyfikacji oferty mieszkaniowej prognozujemy przedsprzedaż 578 i 461 mieszkań oraz przekazanie 335 i 589 mieszkań, odpowiednio w latach 2015-16p. Z kolei planowana realizacja kolejnych etapów biurowca Zita pozwoli na zwiększenie przychodów segmentu najmu z PLN 8.2m w 2014r. do PLN 12.6m w 2015p oraz PLN 17.4m w 2016p.

Potencjał do dalszego rozwoju segmentu mieszkaniowego. Na koniec 2Q15 oferta mieszkaniowa Vantage Development obejmowała 312 mieszkań, natomiast w 2H15 planowane jest wprowadzenie do sprzedaży trzech kolejnych projektów na łącznie 536 mieszkań. Dodatkowo w 1H15 spółka dokonała zakupu gruntów we Wrocławiu przy ulicy Żegiestowskiej, gdzie planuje realizację ok. 270 mieszkań (wprowadzenie pierwszego etapu do oferty jest planowane na 1Q16). W oparciu o posiadany przez spółkę bank ziemi prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 578 oraz 461 mieszkań, odpowiednio w latach 2015-16p (w porównaniu do poprzedniej prognozy 436 i 485 mieszkań).

Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 11.2m w 2015p oraz do PLN 24.9m w 2016p.

Dzięki przekazaniu kolejnych projektów mieszkaniowych oraz rozwojowi portfela nieruchomości inwestycyjnych oczekujemy, że spółka będzie w stanie wygenerować przychody na poziomie PLN 84.2m w 2015p oraz zysk netto w wysokości PLN 11.2m (podwyższenie prognozy z PLN 7.8m głównie ze względu na wyższy oczekiwany zysk z aktualizacji wyceny projektu Zita C w 4Q15). Ze względu na transakcję sprzedaży projektu Dąbrowskiego 40 Funduszowi Sektora Mieszkań na Wynajem podwyższamy naszą prognozę przychodów w 2016p o 19% do PLN 147.0m oraz zysku netto do PLN 24.9m (z PLN 17.8m poprzednio). Oczekujemy CAGR zysku netto skoryg. o rewaluacji na poziomie 62% w latach 2014-17p.

Podwyższamy cenę docelową Vantage Development do PLN 3.68/akcję. Wyceniamy spółkę Vantage Development w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 2.85/akcję), metodę SOTP (PLN 4.72/akcję) oraz metodę porównawczą (PLN 3.46/akcję). Średnia ważona z wyżej wymienionych metod implikuje 12-miesięczną cenę docelową Vantage Development na poziomie PLN 3.68/akcję (podniesienie z PLN 3.61/akcję).

Tabela 1. Vantage Development: Prognozy i wskaźniki.

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody (PLNm)	14.3	44.8	61.8	84.2	147.0	168.5
EBIT (PLNm)	-7.8	3.7	11.3	17.4	34.1	27.6
EBIT skoryg.* (PLNm)	-3.0	-0.8	4.2	9.4	20.1	27.6
Zysk netto (PLNm)	-4.5	4.7	10.0	11.2	24.9	17.9
P/BV (x)	0.52	0.53	0.52	0.50	0.47	0.45
P/E skoryg.* (x)	-217.2	165.2	39.8	36.1	12.4	9.4
Dług netto (PLNm)	52.8	49.9	156.4	201.8	238.5	203.8
Dług netto/kapitały własne (x)	0.18	0.16	0.48	0.60	0.66	0.54

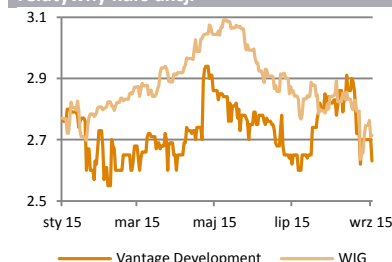
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, *skoryg. o zysk z rewaluacji

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	3.68
Poprzednia cena docelowa (PLN)	3.61
Cena bieżąca (PLN)	2.70
Potencjał wzrostu/spadku	36%
Min (52T)	2.34
Max (52T)	2.99
Liczba akcji (m)	62.4
Kapitalizacja (PLNm)	168.6
Dług netto (2Q15, PLNm)	183.5
EV (PLNm)	352.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.06

Akcjonariat	%
Nutit A.S.	47.3%
Trade Bridge Czechy A.S.	22.4%
ING OFE	9.1%
Noble Funds TFI	5.4%
Pozostali	16.0%

Opis spółki

Vantage Development jest deweloperem działającym głównie na wrocławskim rynku. Spółka w swojej ofercie posiada zarówno projekty mieszkaniowe (Centauris, Promenady Wrocławskie, WUWA 2, Patio House oraz warszawski projekt Living Point Mokotów), jak również obiekty komercyjne biurowe (Epsilon, Delta 44, Zita) oraz handlowe (Grona Park, Galaktyka).

Vantage Development vs. WIG: relatywny kurs akcji

Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

Vantage Development

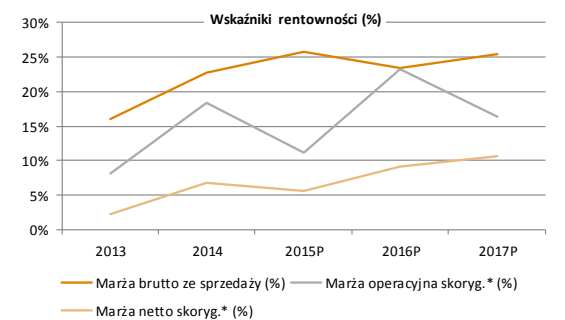
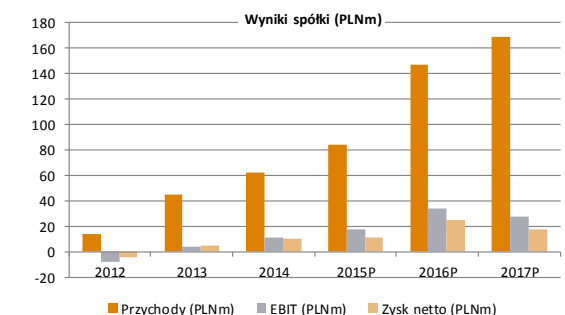
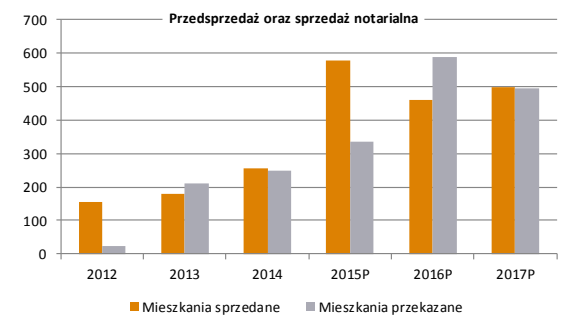
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	14.3	44.8	61.8	84.2	147.0	168.5
Sprzedaż mieszkań	9.2	35.4	50.7	68.9	127.0	144.0
Przychody z najmu	2.1	6.0	8.2	12.6	17.4	22.0
Pozostałe	3.0	3.3	2.8	2.7	2.6	2.4
Koszty sprzedaży	11.0	37.6	47.8	62.4	112.5	125.5
Zysk brutto ze sprzedaży	3.3	7.2	14.0	21.8	34.5	43.0
SG&A	6.4	7.0	10.1	12.9	14.4	15.4
Zysk z rewaluacji	-4.7	4.5	7.1	8.0	14.1	0.0
Pozostałe przychody operacyjne netto	0.1	-1.1	0.3	0.5	0.0	0.0
EBITDA	-7.5	3.9	11.5	17.6	34.4	27.8
EBIT skoryg.*	-3.0	-0.8	4.2	9.4	20.1	27.6
EBIT	-7.8	3.7	11.3	17.4	34.1	27.6
Koszty finansowe netto	3.6	3.9	5.0	4.6	5.7	5.7
Udziały w zyskach JV	0.0	-0.2	-0.1	1.0	2.4	0.2
Zysk przed opodatkowaniem	-11.3	-0.4	6.2	13.8	30.8	22.1
Podatek dochodowy	-6.6	-5.1	-3.8	2.6	5.9	4.2
Zysk netto	-4.5	4.7	10.0	11.2	24.9	17.9
Zysk netto skoryg.*	-0.7	1.0	4.2	4.7	13.6	17.9
Wskaźniki rentowności (%)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Marża brutto ze sprzedaży (%)	23.2%	16.1%	22.7%	25.8%	23.5%	25.5%
Marża operacyjna skoryg.* (%)	-21.3%	-1.8%	6.9%	11.1%	13.7%	16.4%
Marża netto skoryg.* (%)	-4.9%	2.3%	6.9%	5.5%	9.2%	10.6%
Dynamiki wzrostu (%)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Wzrost przychodów (%)	-41%	213%	38%	36%	75%	15%
Wzrost EBIT (%)	-166%	-147%	208%	54%	96%	-19%
Wzrost zysku netto (%)	-117%	-203%	114%	12%	123%	-28%
Bilans (PLNm)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Aktywa trwałe	311.7	330.4	391.0	391.4	433.4	420.2
Rzeczowe aktywa trwałe	0.2	0.2	1.5	1.5	1.5	1.5
Wartości niematerialne i prawne	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Nieruchomości inwestycyjne	305.2	304.8	362.9	365.4	411.5	402.5
Udziały w jedn. wycenianych met. praw własności	0.0	17.0	16.7	12.5	8.3	4.2
Inne aktywa trwałe	5.9	8.1	9.6	11.5	11.5	11.5
Aktywa obrotowe	78.2	142.3	158.2	225.9	257.7	270.7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	11.7	51.4	35.2	29.9	12.4	19.6
Należności	6.1	21.5	21.5	29.4	51.3	58.7
Zapasy	60.0	66.4	101.0	164.9	192.3	190.7
Inne aktywa obrotowe	0.4	3.0	0.5	1.6	1.6	1.6
Aktywa razem	389.9	472.7	549.2	617.2	691.0	690.8
Kapitały własne	294.5	316.0	323.4	334.6	359.5	377.5
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	51.1	95.8	180.7	220.5	239.6	212.1
Dług długoterminowy	39.4	90.6	176.4	216.6	235.7	208.2
Inne zobowiązania długoterminowe	11.7	5.2	4.3	3.9	3.9	3.9
Zobowiązania krótkoterminowe	44.3	60.9	45.1	62.2	91.8	101.2
Dług krótkoterminowy	25.1	10.7	15.1	15.1	15.1	15.1
Zobowiązania handlowe	19.2	34.9	20.1	26.2	47.2	52.7
Inne zobowiązania krótkoterminowe	0.0	15.3	9.9	20.8	29.4	33.4
Zobowiązania i kapitały własne	389.9	472.7	549.2	617.2	691.0	690.8
NAV	313.0	338.8	326.0	343.0	375.7	395.5
Przepływy pieniężne (PLNm)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5.5	13.9	-56.3	-5.7	2.9	30.7
Zysk netto	-4.5	4.7	10.0	11.2	24.9	17.9
Amortyzacja	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	0.9	14.3	-55.3	-8.9	-8.6	12.6
zmiana stanu zapasów	-5.2	-1.6	-32.9	-17.2	-16.0	10.6
zmiana stanu należności	-1.2	-16.3	-0.8	-7.8	-21.9	-7.5
zmiana stanu zobowiązań	7.3	32.2	-21.6	16.1	29.3	9.4
Inne zmiany niepieniężne	-2.1	-5.2	-11.2	-8.2	-13.6	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11.2	-19.9	-41.0	-39.7	-39.6	3.9
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-11.5	-18.5	-44.4	-37.3	-39.6	3.9
Inne przepływy inwestycyjne	0.3	-1.4	3.3	-2.4	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	23.1	46.0	81.2	40.1	19.2	-27.5
Zmiany netto w kapitale własnym	46.5	16.8	-2.5	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-64.3	36.8	90.3	40.1	19.2	-27.5
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	5.3	11.7	51.4	35.2	29.9	12.4
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	6.4	39.9	-16.2	-5.2	-17.5	7.2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	11.7	51.4	35.2	29.9	12.4	19.6
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Dług brutto	64.4	101.3	191.6	231.7	250.9	223.4
Dług netto	52.8	49.9	156.4	201.8	238.5	203.8
Dług netto/EBITDA (x)	-7.0	12.9	13.6	11.4	6.9	7.3
Dług netto/aktywa (x)	0.14	0.11	0.28	0.33	0.35	0.29
Dług netto/kapitały własne (x)	0.18	0.16	0.48	0.60	0.66	0.54
Kapitały własne/aktywa (x)	0.76	0.67	0.59	0.54	0.52	0.55
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	-2.3	1.2	3.2	3.4	5.7	4.7

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, * po uwzględnieniu wyniku z rewaluacji

Wskaźniki wyceny	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
P/E skoryg.*(x)	-217.2	165.2	39.8	36.1	12.4	9.4
EV/EBITDA skoryg.*(x)	-19.6	-86.7	35.6	21.3	11.9	7.4
P/BV (x)	0.52	0.53	0.52	0.50	0.47	0.45
P/NAV (x)	0.49	0.50	0.52	0.49	0.45	0.43
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Dane spółki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Liczba akcji (m)	56.8	62.4	62.4	62.4	62.4	62.4
EPS skoryg.*(PLN)	-0.01	0.02	0.07	0.07	0.22	0.29
BVPS (PLN)	5.19	5.06	5.18	5.36	5.76	6.05
NAV/akcję (PLN)	5.51	5.43	5.22	5.49	6.02	6.33
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Główne założenia	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Mieszkania sprzedane	156	181	255	578	461	497
Mieszkania przekazane	23	210	249	335	589	496
Marża brutto	23.2%	16.1%	22.7%	25.8%	23.5%	25.5%
Segment mieszkaniowy	17.5%	9.0%	16.6%	17.9%	16.9%	18.4%
Segment najmu	76.5%	66.4%	75.2%	75.0%	75.0%	75.0%


Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) konieczność uzupełniania oferty mieszkaniowej o nowe projekty, (2) ryzyko wzrostu cen gruntów oraz kosztów generalnego wykonawstwa, (3) opóźnienia w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych, (4) trudności w pozyskaniu finansowania na realizację nowych inwestycji.

Analiza DuPont	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Marża zysku netto	-31.6%	10.4%	16.1%	13.3%	17.0%	10.6%
Wskaźnik rotacji majątku	0.04	0.09	0.11	0.14	0.21	0.24
Dźwignia finansowa	1.32	1.50	1.70	1.84	1.92	1.83
ROE	-1.5%	1.5%	3.1%	3.3%	6.9%	4.8%

Podsumowanie inwestycyjne

Dynamiczny rozwój segmentu mieszkaniowego... W pierwszej połowie 2015r. Vantage Development przed sprzedaż 202 mieszkania (+107% r/r). Dodatkowo spółka zawarła umowę z Funduszem Sektora Mieszkań na Wynajem, w ramach którego spółka zobowiązała się zrealizować w pełni wyposażony projekt mieszkaniowy we Wrocławiu (Dąbrowskiego 40). Po zakończeniu prac cały projekt trafi do funduszu (planowana finalizacja transakcji w 4Q16). Pomimo niższej rentowności brutto ze sprzedaży projektu (wzrost kosztów generalnego wykonawstwa związany z wykończeniem), oczekujemy wyższej rentowności netto z inwestycji dzięki niższym kosztom finansowym i kosztom sprzedaży.

...z potencjałem do dalszych wzrostów. Na koniec 2Q15 spółka posiadała w swojej ofercie ponad 300 mieszkań. Oczekujemy, że w 2H15 oferta zostanie wzbogacona o dodatkowe trzy projekty o łącznej liczbie 536 mieszkań. W 1H15 spółka dokonała również zakupu gruntu we Wrocławiu przy ulicy Żegiestowskiej, na której planowana jest realizacja dwóch etapów na łącznie 270 mieszkań, przy czym pierwszy etap może być wprowadzony do oferty na początku przyszłego roku. W oparciu o posiadany przez spółkę bank ziemi oczekujemy przed sprzedaż na poziomie 578 mieszkań w 2015p oraz 461 w 2016p. Pozwoli to naszym zdaniem na rozpoznanie w wynikach przekazania 335 lokali w 2015p oraz 589 w 2016p oraz przychodów odpowiednio na poziomie PLN 68.9m oraz PLN 127.0m.

Wzrost wyników segmentu najmu dzięki rozwojowi portfela. W 1H15 spółka powiększyła portfel nieruchomości inwestycyjnych pracujących o dwa projekty handlowe: Grona Park w Zielonej Górze (powierzchnia handlowa wynajęta w 42% na koniec 2Q15) oraz Galaktyka we Wrocławiu (komercjalizacja na poziomie 65%). Dodatkowo w 4Q15 oczekujemy przekazania do użytkowania drugiego etapu biurowca Zita o powierzchni NRA 6,343mkw. W rezultacie prognozujemy wzrost przychodów segmentu najmu z PLN 8.2m w 2014 do PLN 12.6m w 2015p oraz PLN 17.4m w 2016p (wzrost odpowiednio o 54% r/r oraz 38% r/r).

Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 11.2m w 2015p oraz do PLN 24.9m w 2016p. Dzięki przekazaniom kolejnych projektów mieszkaniowych oraz rozwojowi portfela nieruchomości inwestycyjnych, oczekujemy, że spółka będzie w stanie wygenerować przychody na poziomie PLN 84.2m w 2015p oraz zysk netto w wysokości PLN 11.2m (podwyższenie prognozy z PLN 7.8m głównie ze względu na wyższy oczekiwany zysk z aktualizacji wyceny projektu Zita C w 4Q15). Ze względu na transakcję sprzedaży projektu Dąbrowskiego 40 Funduszowi Sektora Mieszkań na Wynajem podwyższamy naszą prognozę przychodów w 2016p o 19% do PLN 147.0m oraz zysku netto do PLN 24.9m (z PLN 17.8m poprzednio). Oczekujemy CAGR zysku netto skoryg. o rewaluacje na poziomie 62% w latach 2014-17p.

Wzrost zadłużenia związany z rozwojem działalności. Na koniec 2Q15 zadłużenie brutto spółki wynosiło PLN 241.7m (+21% k/k), co przy stanie środków pieniężnych w wysokości PLN 58.1m implikowało dług netto na poziomie PLN 183.5m (+10% k/k) oraz wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.57x. Ze względu na rozpoczynanie kolejnych inwestycji zarówno mieszkaniowych, jak i komercyjnych, oczekujemy wzrostu zadłużenia netto na koniec 2015p do PLN 196.6m (dług netto/kapitały własne na poziomie 0.59x).

Potencjał generacji gotówki przy sprzedaży nieruchomości komercyjnych. Na koniec 2Q15 spółka posiadała w swoim portfelu nieruchomości inwestycyjnych pracujących pięć projektów komercyjnych o łącznej wartości księgowej PLN 172m. Przy całkowitym zadłużeniu na tych projektach na poziomie PLN 103m, ewentualna sprzedaż projektów pozwoliłaby spółce na uwolnienie ok. PLN 69m środków pieniężnych.

Wycena. Wyceniamy spółkę Vantage Development w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 2.85/akcję), metodę SOTP (PLN 4.72/akcję) oraz metodę porównawczą (PLN 3.46/akcję). Średnia ważona z wyżej wymienionych metod implikuje 12-miesięczną cenę docelową Vantage Development na poziomie PLN 3.68/akcję (podwyższenie z PLN 3.61/akcję).

Wycena

Wyceniamy Vantage Development w oparciu o 5-cio letni model DCF, wycenę SOTP oraz metodę porównawczą. Szacując metodą DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 2.85/akcję, wycenę SOTP na PLN 4.72/akcję, natomiast z metody porównawczej otrzymujemy wycenę w wysokości PLN 3.46/akcję. Średnią ważoną z zastosowanych metod implikuje wycenę Vantage Development na poziomie PLN 3.68/akcję.

Tabela 2. Vantage Development: Podsumowanie wyceny

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	33%	2.85
Metoda SOTP	33%	4.72
Metoda porównawcza	33%	3.46
Cena docelowa		3.68
Cena rynkowa		2.70
Potencjał wzrostu/spadku (%)		+36%

Źródło: Szacunki Vestor DM

DCF

Tabela 3. Vantage Development: Wycena DCF (PLNm)

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Przychody	84.2	147.0	168.5	203.1	206.7
Znormalizowana EBITDA	9.6	20.3	27.8	34.1	34.4
Znormalizowany EBIT	9.4	20.1	27.6	33.9	34.1
Podatek od EBIT	-1.8	-3.8	-5.2	-6.4	-6.5
NOPAT	7.6	16.3	22.4	27.4	27.7
Amortyzacja	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Zmiany w kapitale obrotowym	-8.9	-8.6	12.6	39.9	51.3
Capex	-41.5	-43.7	-0.2	-0.2	-0.2
Wolne przepływy finansowe	-42.5	-35.9	35.0	67.3	78.9
Czynnik dyskontowy (%)	97%	90%	83%	77%	71%
Wartość bieżąca FCF	-41.4	-32.2	29.0	51.5	55.7
Wartość bieżąca FCF 2015-2019	91				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	227				
Wartość przedsiębiorstwa	317				
Kapitały mniejszości	0				
Dług netto (koniec 4Q14)	156				
Wartość kapitału własnego	161				
Liczba akcji (m)	62.4				
Wartość godziwa na akcję	2.6				
12M cena docelowa	2.85				

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 4. Vantage Development: WACC

	2015-2019p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	1.6	1.0
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	10.5%	8.7%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%
Kosztu długu	6.5%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	5.3%	5.7%
% Dług/(dług+kapitały własne)	40.9%	22.1%
% Kapitały własne/(dług+kapitały własne)	59.1%	77.9%
WACC	8.4%	8.0%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. Vantage Development: Analiza wrażliwości wyceny DCF (PLNm)

		WACC (%)				
		7.4%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%	2.56	2.45	2.34	2.24	2.14
	0.5%	2.80	2.69	2.58	2.47	2.36
	1.0%	3.08	2.96	2.85	2.73	2.62
	1.5%	3.40	3.28	3.15	3.03	2.92
	2.0%	3.78	3.65	3.52	3.39	3.26

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena SOTP

Tabela 6. Vantage Development: Wycena SOTP (PLNm)

Nieruchomość	Wartość na koniec 2015P (PLNm)	Dyskonto (%)	Wycena Vestor DM (PLNm)
Nieruchomości inwestycyjne pracujące			230.1
Promenady Epsilon	53.4	0%	53.4
Delta 44	26.1	0%	26.1
Zita B	39.6	0%	39.6
Zita C	44.2	0%	44.2
Zita D+A	13.4	0%	13.4
Grona Park	20.4	0%	20.4
Galaktyka Park	33.0	0%	33.0
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące			67.5
Promenady Wrocławskie	105.9	50%	53.0
Nieruchomość Serock k. Warszawy	1.5	75%	0.4
Gamma Office	9.6	0%	9.6
Słoneczne Sady	11.6	75%	2.9
Działka inwestycyjna z bud. magazynowo-biurowym	6.6	75%	1.7
Akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności			12.5
Zapasy			164.9
Dług netto (na koniec 2015p)			201.8
SOTP			273.3
Liczba akcji			62.4
SOTP/akcję			4.38
Cena docelowa			4.72

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena porównawcza

Vantage Development wyceniamy również metodą porównawczą w oparciu o mnożniki P/E i P/BV na lata 2015-17p oraz modelem regresji ROE-P/BV. Wycena P/E implikuje wartość bieżącą na poziomie PLN 1.92/akcję, zaś wycena P/BV implikuje PLN 4.18/akcję. Jednocześnie nasz model ROE-P/BV na lata 2015-17P implikuje następujące równania:

$$2015p \text{ P/BV} = 8.8615 * 2015p \text{ ROE} + 0.2581$$

$$2016p \text{ P/BV} = 7.2722 * 2016p \text{ ROE} + 0.2338$$

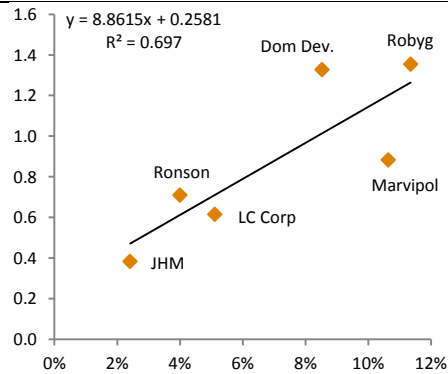
$$2017p \text{ P/BV} = 8.6840 * 2017p \text{ ROE} + 0.0541.$$

W oparciu o powyższe wyceniamy Vantage Development metodą regresji ROE-P/BV na PLN 3.35/akcję. Wyznaczamy cenę docelową przy użyciu metody porównawczej na podstawie średniej ważonej z powyższych wycen na poziomie PLN 3.46/akcję.

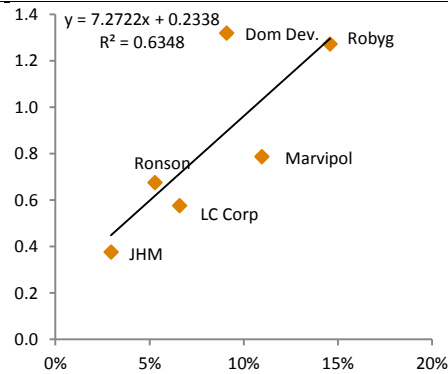
Tabela 7. Vantage Development: Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE-P/BV (%)		
			2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
Dom Development	47.0	1,164	15.5	14.5	13.5	1.33	1.32	1.31	9%	9%	10%
LC Corp	1.9	828	12.1	8.7	8.6	0.62	0.58	0.53	5%	7%	6%
Robyg	2.4	618	11.9	8.7	9.0	1.35	1.27	1.24	11%	15%	14%
Ronson	1.2	330	13.4	10.9	9.5	0.71	0.67	0.64	4%	5%	7%
Marvipol	7.0	290	8.3	7.2	6.4	0.88	0.79	0.70	11%	11%	11%
JHM Dev.	1.7	117	15.9	12.7	9.8	0.38	0.38	0.36	2.4%	3.0%	3.7%
Mediana			12.7	9.8	9.3	0.80	0.73	0.67	7%	8%	8%
Vantage Dev.	2.7	169	36.1	12.4	9.4	0.50	0.47	0.45	3%	7%	5%
Premia/Dyskonto			184%	27%	1%	-37%	-36%	-33%	-51%	-12%	-44%
Implikowana wycena			0.95	2.13	2.67	4.3	4.2	4.1	2.97	4.25	2.82
Waga (%)			11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Średnia				1.92			4.18		3.35		
Implikowana cena akcji (PLN)	3.15										
Cena docelowa 12m (PLN)	3.46										

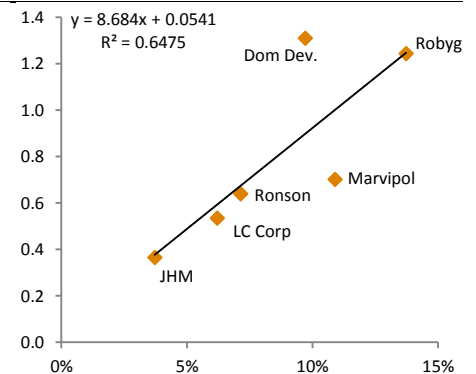
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

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


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

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


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

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


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Omówienie wyników za 2Q15

W skonsolidowanych wynikach za drugi kwartał 2015r. spółka rozpoznała przekazanie klientom 20 lokali inwestycji Promenady Wrocławskie. Średnia wartość przekazanego mieszkania wzrosła o 23% r/r do PLN 321tys. W rezultacie przychody segmentu mieszkaniowego wyniosły PLN 6.4m. Jednocześnie przychody segmentu najmu powierzchni komercyjnych wzrosły o 62% r/r do PLN 3.0m, na co wpływ miało zakończenie realizacji projektu biurowego Zita B we Wrocławiu (5,693mkw. powierzchni najmu) oraz dwóch inwestycji handlowych: Grona Park w Zielonej Górze (na koniec 2Q15 powierzchnia handlowa obiektu była wynajęta w 42%) oraz Galaktyka we Wrocławiu (komercjalizacja na poziomie 65% na koniec 2Q15). Skonsolidowane przychody Vantage Development 2Q15 wyniosły PLN 10.1m, w porównaniu do PLN 5.5m w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Rentowność brutto ze sprzedaży działalności deweloperskiej wyniosła 13.7%, w porównaniu do 0.9% w drugim kwartale 2014r. Z kolei segment komercyjny wygenerował marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 71.9% (porównywalną do osiągniętej w 1Q15). W rezultacie spółka zaraportowała zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 3.0m (vs. PLN 1.2m rok wcześniej). Wskutek zwiększania skali działalności przez spółkę w ostatnich kwartałach, koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 52% r/r do PLN 3.4m.

Drugi kwartał 2015 r. zakończył się skonsolidowanym zyskiem operacyjnym w wysokości PLN 1.5m, w porównaniu do straty operacyjnej na poziomie PLN 2.3m w 2Q14. Pozytywny wpływ na wynik Vantage Development miał zysk z tytułu przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych pracujących do wartości godziwej (o wartości PLN 1.2m) dotyczący głównie projektu biurowego Delta 44 (pozytywna rewaluacja na poziomie PLN 0.6m). Zysk operacyjny skorygowany o zysk z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych wyniósł w 2Q15 PLN 0.3m (w porównaniu do straty PLN 2.6m rok wcześniej).

Skonsolidowany zysk netto w drugim kwartale 2015 r. wyniósł PLN 0.1m, w porównaniu do straty netto PLN 2.6m rok wcześniej.

Na koniec 2Q15 spółka posiadała zadłużenie netto na poziomie PLN 183.5m (+10% r/r), co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne w wysokości 0.57x. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 2Q15 wyniosły PLN 0.5m, w porównaniu do ujemnych PLN 8.3m w 2Q14.

Tabela 8. Vantage Development: Wyniki kwartalne (PLNm)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15A	r/r, %
Przedsprzedaż	53	44	51	107	92	243	450%
Sprzedaż notarialna	102	27	18	102	25	20	-26%
Przychody	22.9	5.5	4.8	28.6	10.4	10.1	84%
Sprzedaż mieszkań	20.4	3.1	1.9	25.3	6.9	6.4	104%
Przychody z najmu	1.9	1.9	1.9	2.6	3.0	3.0	62%
Pozostałe	0.6	0.5	1.1	0.7	0.6	0.6	31%
Koszt własny sprzedaży	18.3	4.3	2.5	22.7	7.7	7.0	64%
Zysk brutto ze sprzedaży	4.5	1.2	2.3	6.0	2.7	3.0	153%
Sprzedaż mieszkań	3.4	0.0	0.5	4.5	1.0	0.9	3159%
Przychody z najmu	1.3	1.4	1.5	2.0	2.2	2.2	55%
Pozostałe	-0.1	-0.2	0.4	-0.6	-0.5	0.0	-97%
SG&A	1.9	2.2	2.1	3.9	2.7	3.4	52%
Aktualizacja wartości nieruchomości inw.	0.1	-1.1	0.0	8.1	-0.4	1.2	n.m.
EBITDA	2.7	-2.3	0.3	10.9	-0.4	1.6	n.m.
EBIT	2.6	-2.3	0.3	10.8	-0.5	1.5	n.m.
Koszty finansowe netto	1.3	1.0	0.9	1.8	1.2	1.5	54%
Udziały w zyskach JV	0.1	0.1	-0.3	0.0	-0.1	0.0	-124%
Podatek dochodowy	-0.1	-0.6	-0.2	-2.8	-0.1	-0.1	n.m.
Zysk netto	1.4	-2.6	-0.7	11.8	-1.7	0.1	n.m.

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Zmiana prognoz na lata 2015-17p

Ze względu na zawartą z Funduszem Sektora Mieszkań na Wynajem umowę na realizację projektu Dąbrowskiego 40, powiększenie banku ziemi o grunty we Wrocławiu przy ulicy Żegiestowskiej oraz oczekiwaną wyższą rewaluację projektów Zita C oraz D+A, dokonaliśmy następujących zmian w naszych prognozach:

- W 2Q15 spółka oddała do użytku dwie nieruchomości handlowe (Grona Park oraz Galaktyka), natomiast w 4Q15 planuje zakończenie realizacji projektu biurowego Zita C. Oczekujemy, że pozwoli to wygenerowanie zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości na poziomie PLN 8.0m (vs. poprzednia prognoza PLN 4.3m). W rezultacie podwyższamy prognozę zysku operacyjnego z PLN 13.1m do PLN 17.4m w 2015p (zmiana prognozy EBIT skoryg. o wpływ rewaluacji o +2%).
- Ze względu na planowane przekazanie w 2016p całości projektu Dąbrowskiego 40 Funduszowi Mieszkań na Wynajem, podwyższamy prognozę sprzedaży notarialnej w 2016p z 458 mieszkań do 589 oraz podwyższamy prognozę przychodów o 19% do PLN 147m. Jednocześnie oczekujemy, że pakietowa sprzedaż pakietu do FSMnW wpłynie na niższą marżę brutto ze sprzedaży (obniżenie rentowności segmentu mieszkaniowego o 1pp) oraz wyższą marżę netto projektu. Jednocześnie oczekujemy, że zakończenie realizacji projektu Zita D+A w 4Q16 pozwoli na rozpoznanie zysku z aktualizacji wartości nieruchomości na poziomie PLN 14.1m (vs. poprzednia prognoza PLN 8.6m). W efekcie podwyższamy prognozę zysku netto w 2016p z PLN 17.8m do PLN 24.9m.

Tabela 9. Vantage Development: Zmiana prognoz (PLNm)

	2015p			2016p			2017p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana %	Obecne	Poprzednie	Zmiana %	Obecne	Poprzednie	Zmiana %
Przychody	84.2	82.5	2%	147.0	123.9	19%	168.5	159.9	5%
EBITDA	17.6	13.4	32%	34.4	26.3	31%	27.8	26.1	7%
EBIT	17.4	13.1	33%	34.1	26.1	31%	27.6	25.9	7%
EBIT skoryg.*	9.4	9.2	2%	20.1	17.5	15%	27.6	25.9	7%
Zysk netto	11.2	7.8	43%	24.9	17.8	40%	17.9	17.2	4%
Zysk netto skoryg.*	4.7	4.7	0%	13.6	10.9	25%	17.9	17.2	4%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM, * pozycja skorygowana o zyski z rewaluacji

Tabela 10. Vantage Development: Prognoza wyników (PLNm)

	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Liczba mieszkań sprzedanych	156	181	255	578	461	497
Liczba mieszkań przekazanych	23	210	249	335	589	496
Przychody, w tym	14.3	44.8	61.8	84.2	147.0	168.5
Segment mieszkaniowy	9.2	35.4	50.7	68.9	127.0	144.0
Segment najmu	2.1	6.0	8.2	12.6	17.4	22.0
Pozostałe	3.0	3.3	2.8	2.7	2.6	2.4
Koszty sprzedanych produktów	11.0	37.6	47.8	62.4	112.5	125.5
Zysk brutto ze sprzedaży	3.3	7.2	14.0	21.8	34.5	43.0
SG&A	6.4	7.0	10.1	12.9	14.4	15.4
Zysk z rewaluacji	-4.7	4.5	7.1	8.0	14.1	0.0
Pozostałe przychody operacyjne	0.1	-1.1	0.3	0.5	0.0	0.0
EBITDA	-7.5	3.9	11.5	17.6	34.4	27.8
EBIT	-7.8	3.7	11.3	17.4	34.1	27.6
EBIT skoryg.	-3.0	-0.8	4.2	9.4	20.1	27.6
Koszty odsetkowe netto	3.6	3.9	5.0	4.6	5.7	5.7
Udział w zyskach JV	0.0	-0.2	-0.1	1.0	2.4	0.2
Zysk przed opodatkowaniem	-11.3	-0.4	6.2	13.8	30.8	22.1
Podatek dochodowy	-6.6	-5.1	-3.8	2.6	5.9	4.2
Mniejszości	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-4.5	4.7	10.0	11.2	24.9	17.9
Zysk netto skoryg.	-0.7	1.0	4.2	4.7	13.6	17.9

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Prognozy finansowe

Segment mieszkaniowy

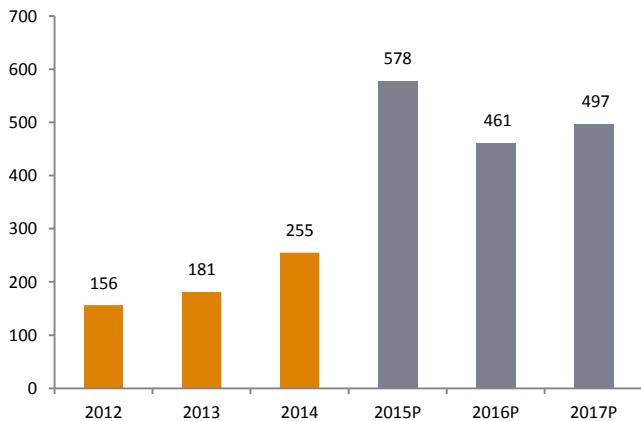
W 1H15 przedsprzedaż Vantage Development wyniosła 335 mieszkania (w porównaniu do 97 w 1H14), z czego 133 lokale stanowiła pakietowa sprzedaż projektu Dąbrowskiego 40. W maju 2015r. spółka podpisała z Funduszem Sektora Mieszkań na Wynajem (FSMnW) przedwstępny umowę sprzedaży projektu Dąbrowskiego 40 za cenę nie niższą niż PLN 41.6m. W rezultacie w momencie zakończenia realizacji projektu (4Q16) spółka rozpozna przychody z całości projektu. W ramach umowy z FSMnW Vantage Development jest zobowiązany również wykończyć przekazywane mieszkania, co naszym zdaniem spowoduje wzrost kosztu wytworzenia o ok. PLN 500/mkw. PUM. Jednocześnie zgodnie z zawartą umową FSMnW sfinansuje realizację projektu. W rezultacie oczekujemy pogorszenia rentowności brutto ze sprzedaży na realizowanym projekcie Dąbrowskiego 40 (wyższe koszty generalnego wykonawstwa związane z wykończeniem lokali) oraz poprawy marży netto (brak kosztów związanych ze sprzedażą oraz marketingiem, jak również niższe koszty finansowania realizacji projektu).

Na koniec 2Q15 oferta mieszkaniowa obejmowała 312 mieszkań w ramach realizowanych projektów Centauris, Promenady Wrocławskie oraz Patio House. Przy przedsprzedaży na poziomie 202 mieszkań w 1H15 (nie uwzględniając transakcji pakietowej z FSMnW), nieznacznie podwyższamy naszą prognozę przedsprzedaży do 445 mieszkań (578 lokali przy uwzględnieniu sprzedaży projektu Dąbrowskiego 40). Wsparciem dla sprzedaży w drugim półroczu 2015r. będzie wprowadzenie do oferty pierwszego etapu warszawskiego projektu Living Point Mokotów, czwartego etapu Promenady Wrocławskie oraz WUWA2 (projekty łącznie na 536 mieszkań). Z kolei w 2016r. oczekujemy rozpoczęcia sprzedaży drugiego etapu Living Point Mokotów, Promenady Wrocławskie V oraz dwóch etapów projektu przy Żegiestowskiej we Wrocławiu. W 2Q15 Vantage Development zakupił grunty przy ulicy Żegiestowskiej za PLN 14.5m. Na gruntach tych planowana jest realizacja 270 mieszkań w dwóch etapach, przy czym pierwszy etap może zostać wprowadzony do oferty w 1Q16. Prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 461 oraz 497 mieszkań, odpowiednio w latach 2016-17p. Jednocześnie zarząd spółki podtrzymuje zamiar zakupu kolejnych gruntów pod realizację nowych projektów mieszkaniowych zarówno we Wrocławiu, jak również w Warszawie.

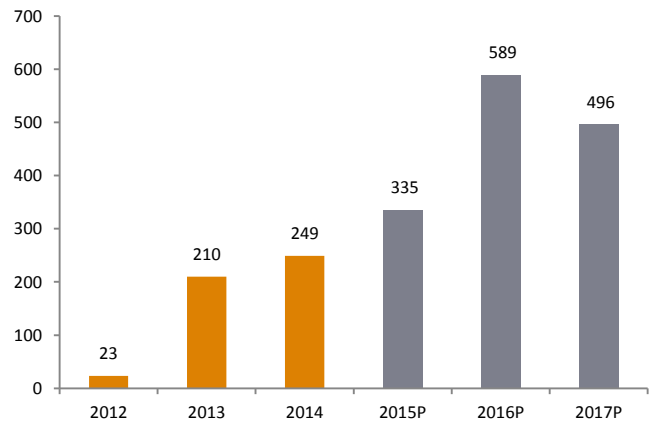
W 1H15 spółka przekazała 45 mieszkań w ramach inwestycji już zakończonych (przede wszystkim w ramach Promenad Wrocławskich). Kluczowe dla wyników spółki pozostaje jednak drugie półroczu 2015r. W 3Q15 spółka planuje rozpoczęcie przekazania mieszkań w trzecim etapie Promenad Wrocławskich (205 mieszkań, z czego na koniec 2Q15 sprzedane było 141 z 205 mieszkań), natomiast na 4Q15 zaplanowane jest zakończenie realizacji projektu Centauris III (na koniec 2Q15 sprzedane 69 z 103 mieszkań). Prognozujemy, że w skali całego 2015r. Vantage Development przekaże 335 mieszkań (+34% r/r), co pozwoli na wygenerowanie PLN 68.9m przychodu z segmentu mieszkaniowego.

Z kolei w 2016r. oczekujemy, że spółka rozpozna w przychodach przekazanie 589 mieszkań (+76% r/r), w tym przekazanie projektu Dąbrowskiego 40 realizowanego dla FSMnW oraz zakończenie realizacji pierwszego etapu projektu na warszawskim Mokotowie. W efekcie oczekujemy wzrostu przeciętnej wartości przekazywanego mieszkania. Przy wzroście przekazania o 61% r/r (nie uwzględniając projektu Centauris realizowanego w formule JV) prognozujemy wzrost przychodów segmentu mieszkaniowego o 84% r/r w 2016p. Jednocześnie oczekujemy poprawy rentowności brutto ze sprzedaży segmentu

mieszaniowego do 17.9% w 2015r (+1.3pp r/r) oraz osłabienia do 16.9% w 2016r. (efekt rozpoznania w wynikach projektu Dąbrowskiego 40).

Wykres 4. Vantage Development: Przedsprzedaż mieszkań


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 5. Vantage Development: Sprzedaż notarialna


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Tabela 11. Vantage Development – Portfel nieruchomości mieszkaniowych

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja	Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
Inwestycje zakończone													
Promenady Wrocławskie II	222	11,381	2013 - 2014	71	23	0	106	23	0	29	6	0	19%
Inwestycje realizowane													
Centauris III	103	6,050	2014 - 2015	57	9	0	66	37	0	13	7	0	16%
Promenady Wrocławskie III	205	9,199	2014 - 2015	131	24	0	163	42	0	39	10	0	17%
Patio House	65	3,385	2014 - 2016	20	25	20	0	45	20	0	13	6	22%
Centauris IV	134	7,725	2015 - 2016	78	40	16	0	118	16	0	22	3	16%
Inwestycje planowane													
Promenady Wrocławskie IV	307	15,400	2015 - 2016	40	120	80	0	96	144	0	26	39	17%
Mokotów I	169	7,560	2015 - 2016	30	80	59	0	66	103	0	22	35	20%
WUWA 2	60	2,981	2015 - 2016	18	30	12	0	29	31	0	7	7	16%
Dąbrowskiego 40	133	6,550	2015 - 2016	133	0	0	0	133	0	0	43	0	14%
Promenady Wrocławskie V	190	9,500	2016 - 2017	0	30	60	0	0	54	0	0	15	17%
Mokotów II	175	7,496	2016 - 2017	0	30	55	0	0	68	0	0	22	20%
Żegiestowska I	135	7,750	2016 - 2017	0	40	60	0	0	60	0	0	21	18%
Żegiestowska II	135	7,750	2016 - 2018	0	10	60	0	0	0	0	0	0	18%
Promenady Wrocławskie VI	150	7,500	2017 - 2018	0	0	25	0	0	0	0	0	0	17%
Nowy projekt	150	7,500	2017 - 2018	0	0	25	0	0	0	0	0	0	19%
Nowy projekt	100	5,000	2017 - 2018	0	0	25	0	0	0	0	0	0	18%
Razem				578	461	497	335	589	496	81*	156*	147*	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, *wartości uwzględniają przychody projektu Centauris realizowanego w JV

Segment najmu

Na koniec 2Q15 spółka posiadała w swoim portfelu nieruchomości inwestycyjnych pięć zakończonych projektów komercyjnych o łącznej powierzchni najmu 26,144mkw. W 2Q15 spółka zakończyła realizację dwóch projektów handlowych: Grona Park w Zielonej Górze (3,932mkw. NRA, stopień komercjalizacji części handlowej na poziomie 42% na koniec 2Q15) oraz Galaktyka we Wrocławiu (5,174mkw. NRA, z czego wynajęte 65% na koniec 2Q15). Oczekujemy, że do końca 2015r. projekty te zostaną skomercjalizowane w 70%. Dodatkowo zakładamy, że drugi etap biurowca Zita (6,343mkw. powierzchni najmu) zostanie ukończony w 4Q15, zaś kolejny (10,189mkw. powierzchni najmu) w 4Q16.

Segment najmu wygenerował w 2014r. przychody na poziomie PLN 8.2m, przy czym pierwszy etap projektu Zita został oddany do użytku dopiero w 4Q14. Oczekujemy, że projekty handlowe wygenerują łącznie przychody na poziomie PLN 2.8m w 2015p oraz PLN 4.0m w 2016p. W oparciu o powyższe założenia prognozujemy przychody segmentu najmu na poziomie PLN 12.6m w 2015p oraz PLN 17.4m w 2016p. (wzrost odpowiednio o 54% r/r oraz 38% r/r). Na poziomie rentowności brutto ze sprzedaży oczekujemy stabilizacji na poziomie ok. 75% (porównywalnie do 2014r.).

Tabela 12. Vantage Development – portfel nieruchomości komercyjnych

Projekt	Miasto	Powierzchnia najmu	Średni czynsz	Stopa kapitalizacji	Wartość docelowa Vestor DM	Aktualne zadłużenie
		(mkw.)	(EUR/mkw.)	(%)	(PLNm)	(PLNm)
Inwestycje zakończone						
Promenady Epsilon	Wrocław	7,132	12.0	8.00%	53.4	41.7
Delta 44	Wrocław	4,213	11.0	8.50%	26.1	20.0
Promenady Zita B	Wrocław	5,693	12.0	8.25%	39.6	19.6
Grona Park (cz. biurowa)	Zielona Góra	1,000	6.0	8.50%	3.4	6.0
Grona Park (cz. handlowa)	Zielona Góra	2,932	10.0	8.25%	17.0	
Galaktyka	Wrocław	5,174	11.0	8.25%	33.0	15.3
Inwestycje w realizacji						
Promenady Zita C	Wrocław	6,343	12.0	8.25%	44.2	b.d.
Inwestycje planowane						
Promenady Zita D+A	Wrocław	10,189	12.0	8.25%	13.4	b.d.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Prognoza wyników finansowych

Prognozujemy, że w 2015r. przychody spółki wyniosą PLN 84.2m (+36% r/r, podwyższenie prognozy o 2%), natomiast w 2016r. wzrosną o 75% r/r do PLN 147.0m (podwyższenie prognozy o 19%) głównie za sprawą rozwoju segmentu mieszkaniowego oraz przekazania w transakcji pakietowej projektu Dąbrowskiego 40 do FSMnW. Oczekujemy, że rentowność brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego w 2015r. wyniesie 17.9% (+1.3pp r/r), zaś w 2016r. zmaleje do 16.9%, na co wpływ będzie mieć niższa rentowność projektu Dąbrowskiego 40 (wyższe koszty generalnego wykonawstwa związane z wykończeniem projektu). Przy utrzymaniu rentowności segmentu najmu w wysokości ok. 75% oczekujemy zysku brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 21.8m w 2015r. (+55% r/r) oraz PLN 34.5m w 2016r. (+59% r/r).

Wraz ze wzrostem skali działalności oczekujemy wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o 28% r/r do PLN 12.9m w 2015r. oraz o 12% r/r do PLN 14.4m w 2016r. Wpływ na wyniki spółki w latach 2015-16p będzie mieć również aktualizacja wartości nieruchomości inwestycyjnych. W 2Q15 spółka zakończyła realizację dwóch projektów handlowych, jednak szacujemy wartość obu tych projektów na poziomie zbliżonym do kosztu ich wytworzenia. Z kolei w 4Q15 spółka planuje zakończenie realizacji drugiego etapu biurowca Zita C, w przypadku którego oczekujemy pozytywnej rewaluacji na poziomie PLN 6.9m. Zakończenie realizacji Zita D+A (planowane rozpoczęcie w 3Q15, zakończenie w 4Q16) powinno naszym zdaniem pozwolić spółce na rozpoznanie pozytywnej aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych w wysokości PLN 14.1m.

Prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 17.4m w 2015p, PLN 34.1m w 2016p oraz PLN 27.6m w 2017p. Oczekujemy EBIT skorygowanego o zyski z rewaluacji w wysokości PLN 9.4m, PLN 20.1m oraz PLN 27.6m, odpowiednio w latach 2015-17p (zmiana prognoz odpowiednio o +2%, +15% oraz +4%).

Podwyższamy naszą prognozę zysku netto na 2015r. do PLN 11.2m, przede wszystkim ze względu na zwiększenie prognozowanego zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych (zwiększenie o PLN 4.1m). Z kolei prognozę zysku netto na 2016r. podwyższamy do PLN 24.9m, co spowodowane jest zwiększeniem prognozy liczby przekazanych mieszkań, wyższą rentownością operacyjną (przekazanie Dąbrowskiego 40 do FSMnW) oraz wyższą oczekiwaną rewaluacją na projekcie Zita D+A.

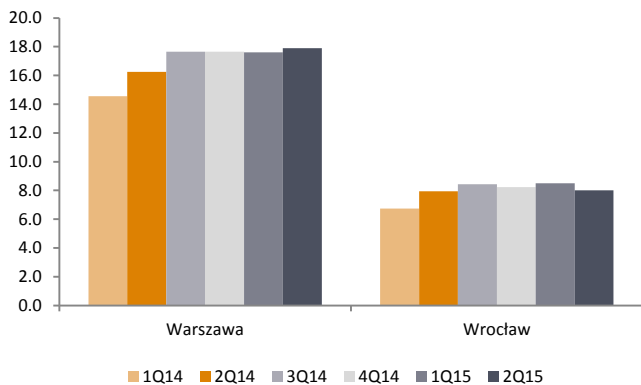
W 1H15 spółka poniosła nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 21m na zakończenie realizacji dwóch projektów handlowych (we Wrocławiu oraz w Zielonej Górze) oraz realizację drugiego etapu biurowca Zita we Wrocławiu. Szacujemy, że nakłady inwestycyjne wyniosą PLN 41.3m w całym 2015p oraz PLN 43.5m w 2016p (realizacja kolejnego etapu biurowca Zita).

Załącznik: Otoczenie rynkowe

Głównym obszarem działalności spółki pozostaje rynek wrocławski. W 2Q15 we Wrocławiu sprzedane zostało blisko 1,800 mieszkań (według szacunków Emmerson). Według danych opublikowanych przez REAS, oferta mieszkaniowa we Wrocławiu na koniec 2Q15 kształtowała się na poziomie ok. 8tys. mieszkań (płasko r/r, spadek o 6% k/k), co implikuje średni czas sprzedaży mieszkań na poziomie ok. 14 miesięcy (skrócenie z 15 miesięcy w 2Q14 oraz blisko 16 miesięcy w 1Q15).

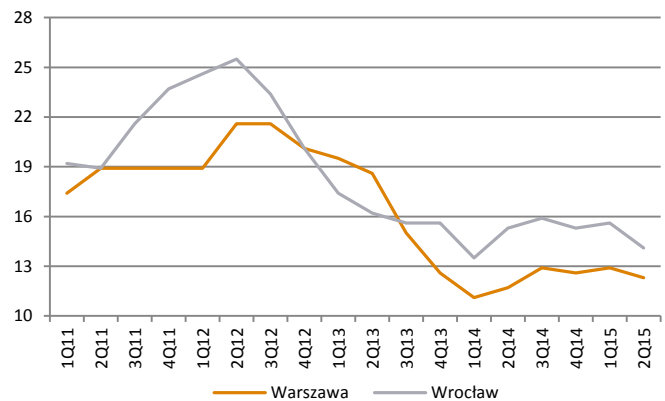
Z kolei w przypadku rynku warszawskiego oferta mieszkaniowa wynosiła blisko 18tys. mieszkań na koniec 2Q15 (+9% r/r, płasko k/k). Przy utrzymującej się sprzedaży mieszkań na wysokim poziomie, średni czas sprzedaży mieszkań wyniósł ponad 12 miesięcy w porównaniu do blisko 13 miesięcy w 1Q15 oraz niecałych 12 miesięcy w 2Q15. W przypadku dzielnicy Mokotów, gdzie Vantage Development realizuje swój projekt Living Point sprzedaż w 2Q15 wyniosła 552 mieszkania (według danych Emmerson), w porównaniu do 296 w 2Q14.

Wykres 6. Oferta mieszkaniowa na rynku warszawskim oraz wrocławskim (tys. mieszkań).



Źródło: REAS, Vestor DM

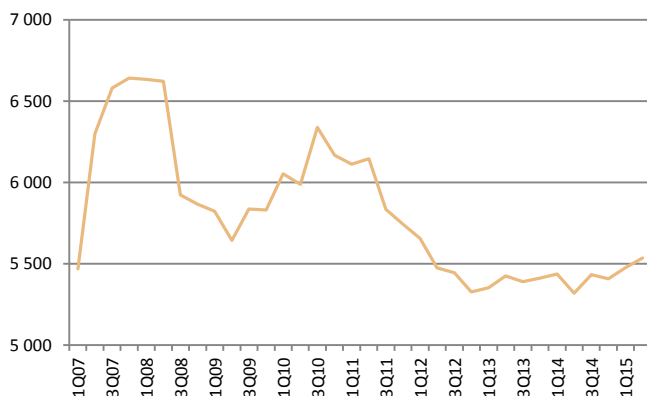
Wykres 7. Przeciętny czas wyprzedaży oferty mieszkaniowej w Warszawie oraz we Wrocławiu (miesiące).



Źródło: REAS, Vestor DM

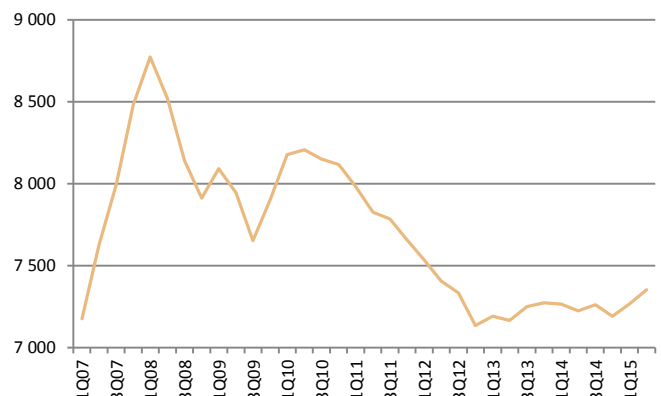
Przy utrzymujących się wysokich poziomach sprzedaży mieszkań oraz stabilizacji poziomów oferty mieszkaniowej, w ostatnich kwartałach średnie ceny transakcyjne mieszkań wzrosły nieznacznie zarówno na rynku warszawskim (+1.2% k/k do PLN 7,354/mkw.), jak również wrocławskim (+1.1% k/k do PLN 5,534/mkw.). W nadchodzących kwartałach oczekujemy dalszej stabilizacji cen mieszkań na tych obu rynkach mieszkaniowych.

Wykres 8. Średnia cena transakcyjna na wrocławskim rynku mieszkaniowym (PLN/mkw).



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

Wykres 9. Średnia cena transakcyjna na warszawskim rynku mieszkaniowym (PLN/mkw).



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

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

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ, W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIĘ VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego 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 przedstawiane 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 znajdującymi się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

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

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZIDENTOM 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 JAKIKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW O PUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

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

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

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

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

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta i na dzień publikacji niniejszego raportu świadczą usługi z zakresu prowadzenia ich ewidencji. Vestor był również stroną o wprowadzenie do obrotu zorganizowanego instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta za pośrednictwem Vestor. Z tytułu świadczenia tak opisanych usług z zakresu bankowości inwestycyjnej Vestor otrzymał w przeszłości i otrzymuje nadal wynagrodzenie od Emitenta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

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

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

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

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

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

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

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

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 1 rekomendacji kupuj, 3 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 11 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 58 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed dniem publikacji niniejszego raportu, Vestor w ramach świadczenia usług z zakresu Equity Research Partner w dniu 1 grudnia 2014 r. inicjacyjny raport analityczny z ceną docelową równą 3,89PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,73PLN oraz w dniu 11 marca 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 3,61PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,65PLN. Vestor nie wyklucza publikacji kolejnych aktualizacji raportów analitycznych w okresie kolejnych 12 miesięcy w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner.

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

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

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor opiera się na 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 pozaoperacyjną, 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) i scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

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

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

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

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

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

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

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

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

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

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

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

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