

Marvipol

Deweloperzy | Polska

Cena docelowa: PLN 10.5

Aktualizacja raportu analitycznego

- Prognozujemy zysk netto PLN 34.6m w 2016p oraz PLN 29.2m w 2017p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/BV na poziomie 0.82x oraz P/E w wysokości 8.3x w 2016p.
- Zakładamy DPS PLN 0.11 w 2016p (DY 1.6%).

16 czerwca 2016

Blżej podziału segmentów

W 1Q16 spółka zaraportowała wyniki powyżej naszych oczekiwań: przychody na poziomie PLN 170.8m oraz zysk netto PLN 8.5m. Jednak pod względem wyników istotne pozostają kolejne kwartały (spółka oczekuje pozwolenia na użytkowanie CPU 1B pod koniec czerwca b.r.). Prognozujemy przychody PLN 761m oraz zysk netto PLN 34.6m w 2016p. Oczekujemy, że wsparcie dla kursu w najbliższych miesiącach będą stanowić: 1) postęp prac nad podziałem segmentów (plan wprowadzenia obu spółek na GPW w 4Q16), 2) wzrost sprzedaży mieszkań (bank ziemi na ponad 2,200 lokali) oraz aut JLR (premiery modeli Jaguar XE i F-Pace oraz uruchomienie programu sprzedaży aut używanych), 3) potencjalna sprzedaż biurowca Prosta Tower, 4) ogłoszenie polityki dywidendowej w 3Q16. Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję. Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E 8.3x oraz P/BV 0.82x w 2016p. Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

Podtrzymujemy pozytywne podejście do segmentu deweloperskiego... Na koniec maja spółka posiadała ofertę mieszkaniową na 703 lokale oraz bank ziemi pozwalający na realizację 2,231 lokali. W okresie styczeń-maj spółka przed sprzedażą 262 mieszkania (+ 22% r/r). W oparciu o posiadany potencjał oraz osiągnięte wyniki podtrzymujemy prognozę przed sprzedażą na poziomie 725 oraz 811 w latach 2016-17p (odpowiednio +21% i +12%) oraz przekazanie 591 lokali w 2016p i 593 w 2017p.

...oraz motoryzacyjnego. Dnia 31 maja spółka otrzymała od Jaguar Land Rover Limited podpisaną umowę dotyczącą przedłużenia współpracy w zakresie importu i dystrybucji aut JLR na terenie Polski. W okresie styczeń-maj spółka sprzedała 802 auta JLR (+50% r/r). Również w kolejnych kwartałach oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki sprzedaży aut (wsparciem sprzedaży będą nowe modele: Jaguar XE, Jaguar F-Pace oraz Land Rover Discovery Sport, jak również plan uruchomienia do końca 2016r. programu sprzedaży aut używanych). Podtrzymujemy prognozę sprzedaży 1,618 aut w 2016p oraz 1,830 w 2017p.

Prognozujemy zysk netto PLN 34.6m i PLN 29.2m w latach 2016-17p. W oparciu o powyższe założenia oraz wyniki wygenerowane przez spółkę w 1Q16 nieznacznie zmieniamy prognozę zysku netto na lata 2016-17p do odpowiednio PLN 34.6m oraz PLN 29.2m.

Pozostawiamy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2016p P/BV na 0.82x oraz na 2016p P/E na 8.3x. Zgodnie z rekomendacją zarządu spółki zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie PLN 0.11/akcję w 2016p oraz prognozujemy PLN 0.18/akcję w 2017p (stopa dywidendy w wysokości odpowiednio 1.6% i 2.5%). Oczekujemy, że wsparciem dla kursu w nadchodzących miesiącach powinien być postęp prac nad wydzieleniem segmentu motoryzacyjnego i deweloperskiego oraz potencjalna sprzedaż biurowca Prosta Tower. Pozostawiamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	761.1	745.9	848.4
EBITDA (PLNm)	76.3	48.6	55.3	48.2	63.4
EBIT (PLNm)	74.1	46.4	52.9	44.9	60.1
Zysk netto (PLNm)	47.9	32.3	34.6	29.2	42.7
P/E (x)	6.0	8.9	8.3	9.9	6.8
EV/EBITDA (x)	6.4	8.0	5.6	6.6	5.1
P/BV (x)	0.98	0.88	0.82	0.79	0.74

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	10.5
Cena bieżąca (PLN)	6.9
Potencjał wzrostu/spadku	51%
Min (52T)	5.1
Max (52T)	7.7
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	288.4
Dług netto (1Q16, PLNm)	44.0
EV (PLNm)	332.4
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	72.2

Akcjonariat	%
Książek Holding	70.7
Mariusz Książek	5.0
Pioneer Pekao IM	6.9
PZU TFI	5.2
Pozostali	12.3

Opis spółki
Marvipol prowadzi działalność w trzech segmentach: działalność deweloperska (obecnie spółka posiada w ofercie sześć projektów mieszkaniowych, w tym kluczowy projekt Central Park Ursynów), sprzedaż samochodów (wyłącznie przedstawiciel w Polsce takich marek jak: Land Rover, Jaguar, Aston Martin) oraz segment najmu (biurowiec Prosta Tower w Warszawie).



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański
Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

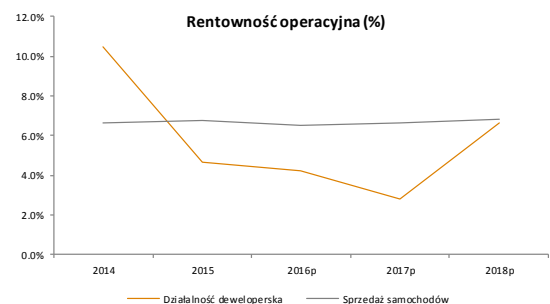
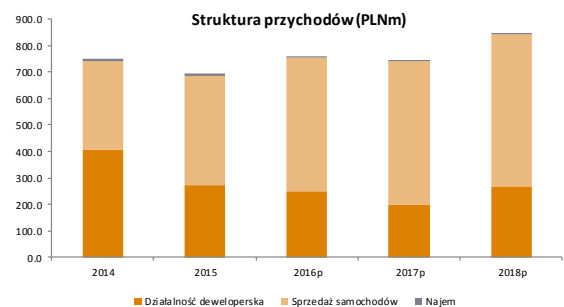
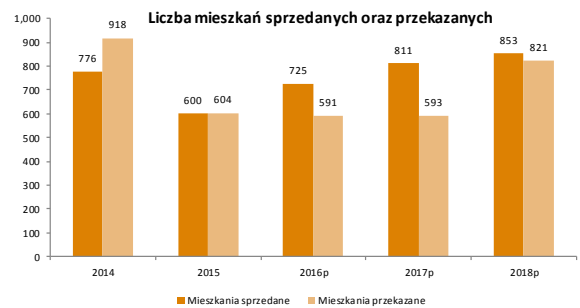
Marvipol

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	750.2	694.2	761.1	745.9	848.4
Działalność deweloperska	407.0	272.1	251.1	199.7	266.5
Sprzedaż samochodów	335.1	414.0	502.0	539.2	574.9
Najem	8.1	8.0	8.0	7.0	7.0
Usługi obce	353.7	254.7	236.2	189.1	239.5
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	425.2	456.7	486.9
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.5	47.3	46.8	55.2	61.9
EBITDA	76.3	48.6	55.3	48.2	63.4
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
EBIT	74.1	46.4	52.9	44.9	60.1
Działalność deweloperska	42.5	12.7	10.6	5.6	17.6
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	32.7	35.8	39.0
Najem	4.3	4.0	4.0	3.5	3.5
Pozostałe	-0.2	2.7	5.6	0.0	0.0
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	10.1	8.9	7.5
Zysk przed opodatkowaniem	56.6	32.0	42.7	36.0	52.7
Podatek dochodowy	10.4	4.3	8.1	6.8	10.0
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	47.9	32.3	34.6	29.2	42.7
Dynamiki wzrostu (%)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	48%	-7%	10%	-2%	14%
Wzrost EBIT (%)	103%	-37%	14%	-15%	34%
Wzrost zysku netto (%)	251%	-33%	7%	-16%	46%
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	152.5	199.0	202.5	185.7	186.1
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	58.2	78.2	78.3
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Nieruchomości inwestycyjne	76.1	78.7	78.7	78.7	78.7
Inne aktywa trwałe	18.7	66.3	64.8	27.9	28.3
Aktywa obrotowe	679.8	664.2	655.9	681.6	727.2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	223.9	163.6	140.3
Należności	67.0	48.0	51.0	48.4	56.5
Zapasy	522.7	445.4	364.9	453.1	513.4
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	16.1	16.6	17.0
Aktywa razem	832.3	863.2	858.4	867.4	913.4
Kapitały własne	292.9	326.1	351.5	366.1	387.2
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	225.7	254.8	287.5	235.6	218.6
Dług długoterminowy	187.7	199.0	231.9	180.1	163.1
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	55.6	55.6	55.6
Zobowiązania krótkoterminowe	313.7	282.3	219.4	265.7	307.5
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	10.9	10.9	10.9
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	142.5	140.0	157.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	66.0	114.8	139.5
Zobowiązania i kapitały własne	832.3	863.2	858.4	867.4	913.4
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	148.4	133.0	107.2	1.1	26.1
Zysk netto	47.9	32.3	34.6	29.2	42.7
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	67.8	-30.5	-19.0
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	90.7	-79.3	-52.8
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-3.0	2.6	-8.1
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-19.9	46.2	41.9
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	2.4	-0.9	-0.8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.1	-20.0	-8.2	13.9	-3.3
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-8.2	13.9	-3.3
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-98.4	-41.3	-30.6	-75.3	-46.0
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-4.6	-7.3	-10.8
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-11.3	-51.8	-17.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-7.3	-10.8
Pozostałe	-19.0	-13.8	-10.1	-8.9	-7.5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	223.9	163.6
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	68.5	-60.3	-23.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	83.6	155.4	223.9	163.6	140.3
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług brutto	279.7	254.0	242.8	190.9	173.9
Dług netto	196.1	98.7	18.9	27.4	33.6
Dług netto/EBITDA (x)	2.6	2.0	0.3	0.6	0.5
Dług netto/aktywa (x)	0.24	0.11	0.02	0.03	0.04
Dług netto/kapitały własne (x)	0.67	0.30	0.05	0.07	0.09
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.4	3.2	5.2	5.1	8.1

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	6.0	8.9	8.3	9.9	6.8
EV/EBITDA (x)	6.4	8.0	5.6	6.6	5.1
P/BV (x)	0.98	0.88	0.82	0.79	0.74
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	1.6%	2.5%	3.7%

Dane spółki	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (mln)	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6
Zysk na akcję (PLN)	1.15	0.78	0.83	0.70	1.03
Wartość księgową na akcję (PLN)	7.0	7.85	8.5	8.8	9.3
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.11	0.18	0.26

Główne założenia	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Mieszkania sprzedane	776	600	725	811	853
Mieszkania przekazane	918	604	591	593	821
Liczba sprzedanych aut	1,118	1,268	1,618	1,830	1,951
Marża operacyjna (%)	9.9%	6.7%	6.9%	6.0%	7.1%
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	4.2%	2.8%	6.6%
Sprzedaż samochodów	6.6%	6.8%	6.5%	6.6%	6.8%
Najem	52.9%	49.7%	49.7%	49.7%	49.7%
Marża netto (%)	6.4%	4.7%	4.5%	3.9%	5.0%


Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Ryzyko wzrostu cen gruntów, (2) Ryzyko opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych, (3) Ryzyko związane z działalnością w nowym segmencie nieruchomości logistycznych, (4) Ryzyko związane z pozyskiwaniem finansowania na realizację projektów, (5) Ryzyko utraty umowy z JLR

Analiza DuPont	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża zysku netto	6.4%	4.7%	4.5%	3.9%	5.0%
Wskaźnik rotacji majątku	0.90	0.80	0.89	0.86	0.93
Dźwignia finansowa	2.84	2.65	2.44	2.37	2.36
ROE	16.4%	9.9%	9.8%	8.0%	11.0%

Podsumowanie inwestycyjne

Grupa Marvipol prowadzi działalność w trzech segmentach: segment mieszkaniowy (38% przychodów i 27% zysku operacyjnego w 2015r.), segment motoryzacyjny (59% przychodów i 59% zysku operacyjnego w 2015r.) oraz segment najmu (1% przychodów i 9% zysku operacyjnego w 2015r.). Obecnie spółka jest w trakcie procesu wydzielenia segmentów motoryzacyjnego i deweloperskiego. Zgodnie z obecnym harmonogramem pracy oba wydzielone segmenty powinny być notowane na GPW w 4Q16. Jednocześnie do końca 2016r. spółka planuje zakończyć proces sprzedaży nieruchomości biurowej Prosta Tower (w maju b.r. spółka rozpoczęła negocjacje z jednym z oferentów). Mając na uwadze dane sprzedażowe za okres styczeń-maj (262 lokale przedsprzedane oraz 802 auta JLR), podtrzymujemy nasze prognozy przedsprzedaży 725 lokali oraz sprzedaży 1,618 aut w 2016r. (odpowiednio +21% r/r oraz +28% r/r). W krótkim terminie oczekujemy, że wsparcie dla kursu stanowić powinien postęp prac nad procesem wydzielenia segmentów motoryzacyjnego i deweloperskiego oraz planowane ogłoszenie polityki dywidendowej w 3Q16.

Podtrzymujemy prognozę sprzedaży mieszkań i aut JLR w 2016r. W okresie styczeń-maj 2016r. spółka zaraportowała przedsprzedaż 262 lokali oraz sprzedaż 802 aut JLR. Jednocześnie na koniec maja spółka dysponowała ofertą na 703 lokale oraz bankiem ziemi pozwalającym na realizację dodatkowych 2,231 mieszkań. W oparciu o posiadany potencjał prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 725 lokali w 2016p oraz 811 w 2017p (wsparcie dla sprzedaży w roku bieżącym powinno mieć planowane na 3Q16 wprowadzenie do oferty kolejnych etapów CPU oraz Riviera Park). Z kolei w segmencie motoryzacyjnym czynnikiem wzrostu sprzedaży będą modele Jaguar XE i F-Pace, oraz Land Rover Discovery Sport. Dodatkowo do końca 2016r. spółka planuje uruchomienie programu sprzedaży samochodów używanych. Prognozujemy sprzedaż aut JLR na poziomie 1,618 i 1,830 w latach 2016-17p.

Prognozujemy zysk netto PLN 34.6m i PLN 29.2m w latach 2016-17p. W oparciu o powyższe założenia oraz wyniki wygenerowane przez spółkę w 1Q16 nieznacznie zmieniamy prognozę zysku netto na lata 2016-17p do odpowiednio PLN 34.6m oraz PLN 29.2m.

Potencjalny wpływ środków pieniężnych ze sprzedaży biurowca Prosta Tower. W maju 2016r. spółka rozpoczęła negocjacje w sprawie zbycia nieruchomości biurowej Prosta Tower w Warszawie. Na koniec 1Q16 wartość nieruchomości kształtowała się na poziomie PLN 96m, przy zadłużeniu w wysokości PLN 55m (potencjalny wpływ PLN 41m gotówki netto). Spółka oczekuje zamknięcia procesu sprzedaży nieruchomości jeszcze w 2016r.

Planowane zamknięcie procesu spin-off w 4Q16. Zgodnie z harmonogramem spółka oczekuje zamknięcia procesu spin-off oraz rozpoczęcie notowania spółek motoryzacyjnej i deweloperskiej na GPW w 4Q16. Spółka dotychczas uzyskała interpretacje podatkowe MF, zaś w czerwcu planuje przyjąć plan podziału Marvipolu oraz rozpocząć negocjacje z kredytodawcami i obligatariuszami. Natomiast prospekt emisyjny oraz memorandum informacyjne mają być złożone w KNF najpóźniej w lipcu b.r.

Pozostawiamy cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na mnożniku 2016p P/BV na 0.82x oraz na 2016p P/E na 8.3x. Zgodnie z rekomendacją zarządu spółki zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie PLN 0.11/akcję w 2016p oraz prognozujemy PLN 0.18/akcję w 2017p (stopa dywidendy w wysokości odpowiednio 1.6% i 2.5%). Oczekujemy, że wsparciem dla kursu w nadchodzących miesiącach powinien być postęp prac nad wydzieleniem segmentu motoryzacyjnego i deweloperskiego oraz potencjalna sprzedaż biurowca Prosta Tower. Pozostawiamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 10.5/akcję.

Wycena

Szacujemy wartość Marvipolu oddzielnie wyceniając segment mieszkaniowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą) oraz segment samochodowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą). Wartość segmentu najmu ustalamy w oparciu o jego wartość księgową. Pozostawiamy cenę docelową Marvipolu na poziomie PLN 10.5/akcję.

Tabela 2. Marvipol: Podsumowanie wyceny spółki

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	234
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	156
+ Wartość bieżąca segmentu najmu (EV, PLNm)	96
- Dług netto (na koniec 4Q15, PLNm)	99
= Wartość kapitałów własnych (PLNm)	388
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	9.3
12M cena docelowa (PLN)	10.5
Cena rynkowa (PLN)	6.9
Potencjał wzrostu/spadku (%)	51%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena segmentu mieszkaniowego

Wyceniamy segment mieszkaniowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą. Szacujemy wartość segmentu (EV) na poziomie PLN 234m.

Tabela 3. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu mieszkaniowego

Metoda DCF (PLNm)	230
Metoda porównawcza (PLNm)	238
Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	234

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 4. Marvipol: Wycena DCF segmentu mieszkaniowego (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	251.1	199.7	266.5	299.2	298.4
Znorm. EBITDA	11.5	6.5	18.5	24.0	19.3
Znorm. EBIT	10.6	5.6	17.6	23.1	18.3
Podatek od EBIT	-2.0	-1.1	-3.3	-4.4	-3.5
NOPAT	8.6	4.5	14.3	18.7	14.9
Amortyzacja	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Zmiany w kapitale obrotowym	47.6	-3.5	-25.1	17.3	41.0
Capex	-10.8	36.3	-0.9	-0.9	-1.0
Wolne przepływy finansowe	46.4	38.2	-10.9	36.0	55.8
Czynnik dyskontowy (%)	95%	87%	79%	72%	65%
Wartość bieżąca FCF	44.1	33.1	-8.6	25.9	36.5
Wartość bieżąca FCF 2016-2020p	131				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	99				
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	230				

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. Marvipol: WACC segmentu mieszkaniowego

	2016-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Beta	2.0	1.4
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	12.2%	10.5%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.3%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.7%	7.3%
% D	44.5%	20.3%
% E	55.5%	79.7%
WACC	9.8%	9.9%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 6. Marvipoł: Wrażliwość modelu DCF

	WACC 2016-20p (%)					
		8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	227	224	221	217	214
	-0.5%	232	228	225	222	218
	0.0%	237	233	230	226	223
	0.5%	242	238	235	231	228
	1.0%	248	244	241	237	234

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 7. Marvipoł: Wycena porównawcza segmentu mieszkaniowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)	
			2016p	2017p
Dom Development	52.0	1,289	1.43	1.43
Lc Corp	1.8	783	0.54	0.49
Robyg	2.8	737	1.41	1.32
Ronson	1.4	392	0.83	0.80
Vantage Development	2.8	177	0.49	0.46
JHM Development	1.3	87	0.28	0.27
Mediana			0.68	0.65
Marvipoł (segment mieszkaniowy)	6.9	288.4	0.96	0.96
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			261	216
Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)	238			

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena segmentu samochodowego

Wyceniamy segment samochodowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą (przyjmując 50% dyskonto do spółek porównywalnych, ze względu na mniejszą skalę oraz mniej zdywersyfikowany model biznesu). Wyceniamy wartość segmentu (EV) na PLN 156m.

Tabela 8. Marvipoł: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu samochodowego

Metoda DCF (PLNm)	200
Metoda porównawcza (PLNm)	112
Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	156

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 9. Marvipoł: Wycena DCF segmentu samochodowego (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Przychody	502.0	539.2	574.9	586.4	596.1	602.1	608.1	614.2	620.3	626.5
Znorm. EBITDA	34.4	37.9	41.0	40.5	39.7	37.8	37.7	37.5	37.4	37.2
Znorm. EBIT	33.6	36.7	39.9	39.4	38.5	36.7	36.5	36.4	36.3	36.1
Podatek od EBIT	-6.4	-7.0	-7.6	-7.5	-7.3	-7.0	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9
NOPAT	27.2	29.8	32.3	31.9	31.2	29.7	29.6	29.5	29.4	29.2
Amortyzacja	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Zmiany w kapitale obrotowym	10.3	-35.8	-1.4	-5.4	-6.1	-6.6	-7.5	-8.0	-8.6	-9.1
Capex	-5.8	-21.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
Wolne przepływy finansowe	32.5	-26.1	30.9	26.5	25.1	23.0	22.0	21.4	20.7	20.1
Czynnik dyskontowy (%)	94%	84%	76%	68%	61%	54%	49%	44%	39%	35%
Wartość bieżąca FCF	30.6	-22.0	23.4	17.9	15.2	12.5	10.7	9.3	8.1	7.0
Wartość bieżąca FCF 2016-2025p	113									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	87									
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	200									

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 10. Marvipoł: WACC segmentu samochodowego

	2016-25p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Beta	2.4	1.8
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	14.2%	12.1%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.3%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.7%	7.3%
% D	34.6%	6.4%
% E	65.4%	93.6%
WACC	11.6%	11.8%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 11. Marvipol: Wrażliwość modelu DCF

		WACC 2016-25p (%)				
		11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	205	199	193	187	182
	-0.5%	208	202	196	190	185
	0.0%	212	206	200	194	188
	0.5%	217	210	204	197	192
	1.0%	221	214	208	201	195

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 12. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu samochodowego

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)	
			2016p	2017p	2016p	2017p
Carmax Inc	48.5	37,110	16.0	14.6	9.2	12.7
Autonation Inc	46.3	18,898	10.9	9.8	7.1	6.7
Inchcape Plc	644.5	15,416	11.7	11.0	6.69	6.15
Penske Automotive Group Inc	34.9	11,788	8.9	8.2	6.4	5.8
Asbury Automotive Group	53.2	4,661	8.7	8.0	6.6	6.3
Group 1 Automotive Inc	55.2	4,827	7.3	6.8	6.0	5.8
D'leteren Sa/Nv	40.9	10,025	13.9	12.6	7.8	7.3
Lithia Motors Inc-Cl A	74.0	7,495	9.7	9.1	n.a.	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	16.6	3,014	7.8	7.1	4.8	4.2
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	10.6	3,136	7.9	6.5	8.3	7.2
Lookers Plc	122.8	2,716	7.5	7.1	5.4	4.9
Bilia Ab-A Shs	178.0	4,361	13.9	13.5	7.7	7.5
Pendragon Plc	35.7	2,905	9.4	8.9	4.5	4.3
Mediana			9.4	8.9	6.6	6.2
Marvipol (segment samochodowy)	6.9	288	11.8	10.7	7.7	8.0
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			199	247	222	229
Dyskonto do wyceny	50%					
Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)	112					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena segmentu najmu

Wyceniamy segmentu najmu w oparciu o wartość projektu Prosta Tower, dla którego zakładamy NOI na poziomie PLN 6.3m oraz stopę kapitalizacji w wysokości 6.5%.

Tabela 13. Marvipol: Wycena projektu Prosta Tower

Projekt	Powierzchnia (mkw.)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	Wycena Vestor DM (PLNm)
Prosta Tower	6,084	6.3	6.5%	96.3

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 1Q16

W 1Q16 spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 170.8m (+7% r/r). Przy przekazaniu 72 lokali, przychody segmentu mieszkaniowego wyniosły PLN 39.0m. Z kolei segment motoryzacyjny wygenerował przychody w wysokości PLN 128.5m (+14% r/r), przy sprzedaży 454 aut (+32% r/r). Marża brutto ze sprzedaży segmentu mieszkaniowego wyniosła 13% m.in. ze względu na ujemną rentowność projektu Hill Park. Marża operacyjna segmentu mieszkaniowego wniosła 10% (pozytywny wpływ miał zysk z aktualizacji wartości projektu magazynowego w wysokości PLN 2.3m), zaś marża segmentu motoryzacyjnego wyniosła 5.9% (wpływ na rentowność miała struktura sprzedawanych aut oraz osłabienie PLN do EUR i GBP). Na poziomie zysku netto spółka zaraportowała PLN 8.5m (vs. PLN 5.2m rok wcześniej). Dzięki dodatnim przepływom pieniężnym z działalności operacyjnej w wysokości PLN 57.8m spółka zmniejszyła zadłużenie netto do PLN 44m (z czego ok. PLN 90m w segmencie deweloperskim).

Podpisanie umowy z JLRL

Dnia 31.05.2016r. spółka otrzymała od Jaguar Land Rover Limited podpisaną umowę regulującą zasady świadczenia przez British Automotive Polska (spółka zależna od Marvipolu) usług autoryzowanego importera, dystrybutora i sprzedawcy aut JLR oraz autoryzowanej stacji obsługi na terenie Polski. Obecna umowa obowiązuje od 1 czerwca b.r. oraz została zawarta na czas nieokreślony z 24-miesięcznym okresem wypowiedzenia (JLRL ma możliwość wypowiedzieć umowę z zachowaniem 12-miesięcznego okresu wypowiedzenia, gdy wystąpi konieczność reorganizacji całości lub znacznej części należącej do JLR sieci dystrybucji).

Podpisanie listu intencyjnego w sprawie sprzedaży Prosta Tower

W maju 2016r. spółka rozpoczęła negocjacje w sprawie zbycia nieruchomości biurowej Prosta Tower w Warszawie. Powierzchnia biurowca przeznaczona na wynajem wynosi 6,084mkw., przy czym powierzchnia ta jest w 100% skomercjalizowana. Na koniec 1Q16 wartość nieruchomości kształtowała się na poziomie PLN 96m, przy zadłużeniu w wysokości PLN 55m. Spółka oczekuje zamknięcia procesu sprzedaży nieruchomości jeszcze w 2016r. Przy założeniu wartości transakcji na poziomie wartości księgowej biurowca, sprzedaż pozwoliłaby na generację PLN 41m gotówki netto.

Zarząd spółki podtrzymuje plan dwucyfrowego zwiększania sprzedaży mieszkań i aut JLR w 2016r.

Na koniec maja 2016r. spółka posiadała ofertę mieszkaniową na 703 lokali oraz dysponowała bankiem ziemi pozwalającym na realizację dodatkowych 2,231 mieszkań. Dotychczas w 2016r. spółka wprowadziła do oferty pierwszy etap inwestycji Riviera Park (190 lokali), CPU 2B (285 lokali) oraz Bemowo Residence (104 mieszkania). Dodatkowo planowane jest wprowadzenie do oferty kolejnych etapów inwestycji CPU i Riviera Park (odpowiednio na 212 i 374 mieszkania). W rezultacie spółka oczekuje wzrostu przedsprzedaży z 600 mieszkań w 2015r. do ok. 720 w 2016r. (262 mieszkania sprzedane w okresie sty-maj 2016) oraz ponad 800 w 2017r. Z kolei w przypadku segmentu motoryzacyjnego spółka oczekuje średniorocznego tempa wzrostu (CAGR) sprzedaży aut w latach 2016-18 na poziomie 17%. Wsparcie dla sprzedaży w nadchodzących kwartałach stanowić powinny: 1) sprzedaż nowych modeli Jaguar XE i F-Pace oraz Land Rover Discovery Sport, 2) planowane uruchomienie programu sprzedaży samochodów używanych. W rezultacie spółka oczekuje sprzedaży ok. 1,650 aut JLR w 2016r. oraz ok. 1,800 w 2017r.

Realizacja projektu z Panattoni

Spółka podtrzymuje harmonogram wspólnego przedsięwzięcia z Panattoni zakładający zakończenie prac budowlanych oraz komercjalizację projektu w 3Q16 oraz dezinwestycję w 2017r. Na koniec 1Q16 zaawansowanie obu etapów wynosiło odpowiednio 94% i 84%, zaś powierzchnia obu budynków była wynajęta w 65% na dzień 16.05.2016. Jednocześnie spółka zamierza kontynuować działalność w segmencie magazynowo-logistycznym oraz współpracę z Panattoni.

Polityka dywidendowa

Zarząd spółki zarekomendował wypłatę DPS z zysku za 2015r. w wysokości PLN 0.11 (w porównaniu do PLN 0.07 wcześniej deklarowanych), co implikuje stopę dywidendy na poziomie 1.6%. Jednak wypłata dywidendy uzależniona jest od uzyskania zgody obligatariuszy serii R i S (walne zgromadzenie obligatariuszy zostało zwołane na 21 czerwca 2016r.). Jednocześnie zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, w 3Q16 spółka planuje przedstawić politykę dywidendową.

Proces spin-off

Zgodnie z harmonogramem spółka oczekuje zamknięcie procesu spin-off oraz rozpoczęcie notowania spółek motoryzacyjnej i deweloperskiej na GPW w 4Q16. Spółka dotychczas uzyskała interpretacje podatkowe MF, zaś w czerwcu planuje przyjąć plan podziału Marvipolu oraz rozpocząć negocjacje w kredytodawcami i obligatariuszami. Natomiast prospekt emisyjny oraz memorandum informacyjne mają zostać złożone w KNF najpóźniej w lipcu b.r. W rezultacie podziału powstają dwa podmioty notowane na GPW: Marvipol S.A. (segment deweloperski i nieruchomości) oraz M Automotive Holding S.A. (segment motoryzacyjny).

Zmiana prognoz

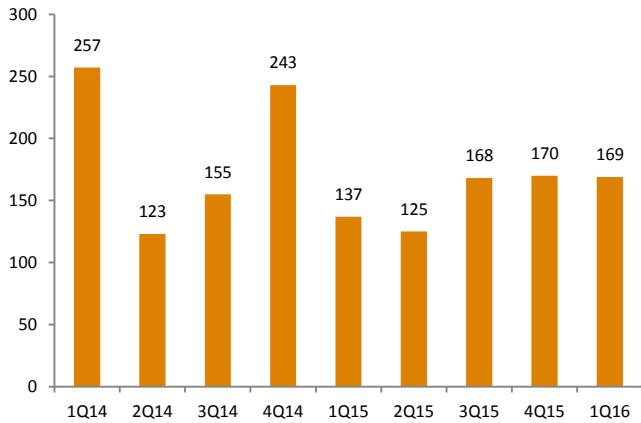
Tabela 14. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2016p			2017p			2018p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %
Przedsprzedaż	725	726	0%	811	810	0%	853	829	3%
Przekazania	591	588	1%	593	596	0%	821	804	2%
Sprzedaż aut	1,618	1,618	0%	1,830	1,830	0%	1,951	1,951	0%
Przychody	761.1	757.1	1%	745.9	742.1	1%	848.4	843.5	1%
Działalność deweloperska	251.1	247.6	1%	199.7	196.4	2%	266.5	262.1	2%
Sprzedaż samochodów	502.0	502.0	0%	539.2	539.2	0%	574.9	574.9	0%
Najem	8.0	7.5	7%	7.0	6.5	8%	7.0	6.5	8%
EBITDA	55.3	56.4	-2%	48.2	46.5	4%	63.4	61.8	3%
EBIT	52.9	54.0	-2%	44.9	43.2	4%	60.1	58.5	3%
Działalność deweloperska	10.6	11.7	-9%	5.6	4.6	20%	17.6	17.5	1%
Sprzedaż samochodów	32.7	32.7	0%	35.8	35.1	2%	39.0	37.5	4%
Najem	4.0	4.0	0%	3.5	3.5	1%	3.5	3.5	1%
Pozostałe	5.6	5.6	0%	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Zysk netto	34.6	35.7	-3%	29.2	28.3	3%	42.7	41.8	2%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

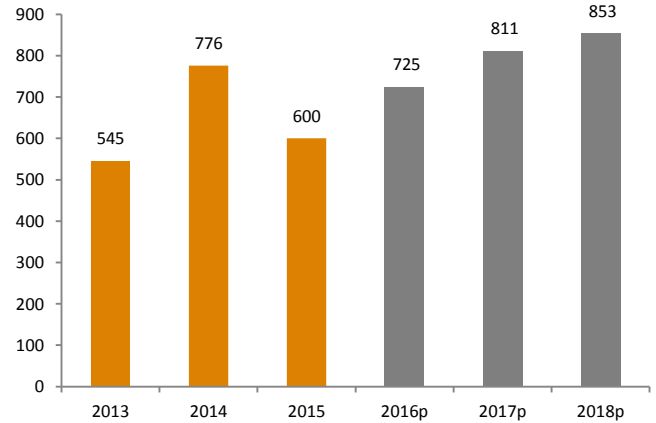
Załącznik 1: Założenia i prognozy

Wykres 1. Marvipol: Przesprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym



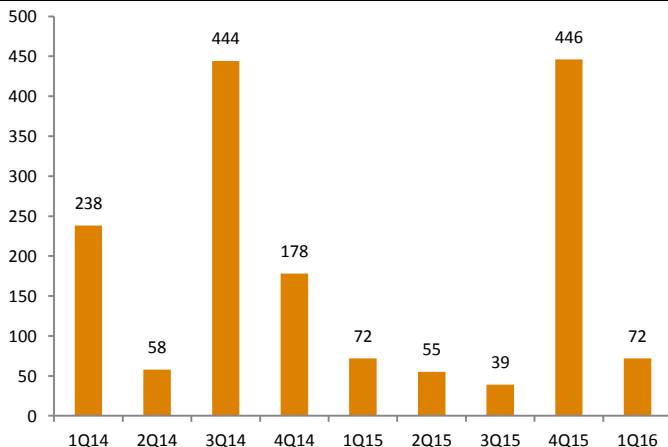
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Marvipol: Prognoza przesprzedaży mieszkań



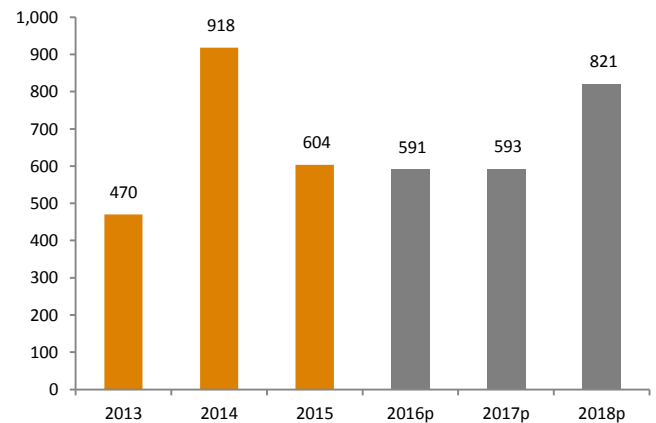
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 3. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym



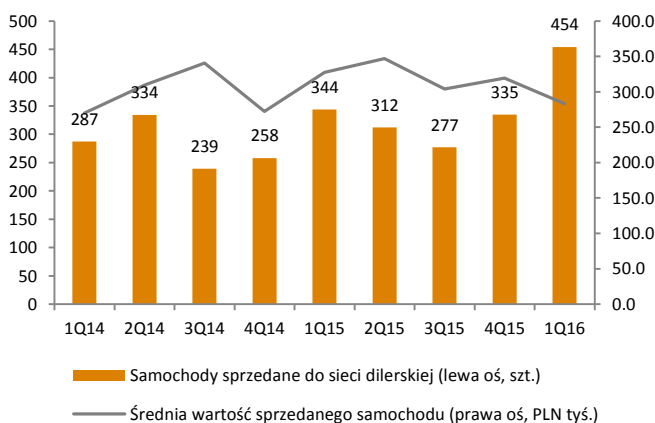
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Marvipol: Prognoza przekazania mieszkań



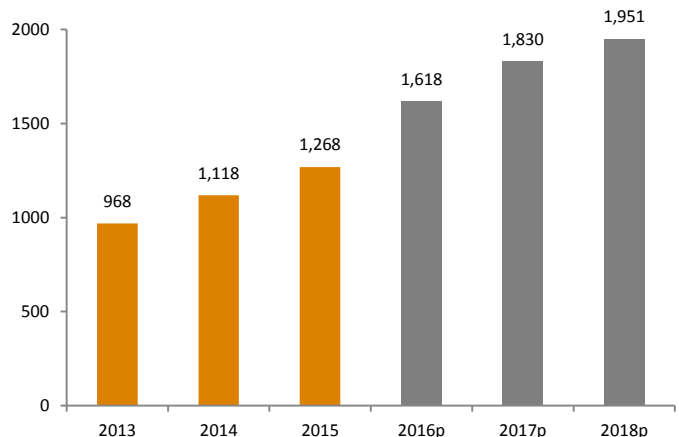
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 5. Marvipol: Sprzedaż samochodów JLR w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 6. Marvipol: Prognoza sprzedaży samochodów JLR



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Tabela 15. Marvipol: Rachunek zysków i strat (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	750.2	694.2	761.1	745.9	848.4
Działalność deweloperska	407.0	272.1	251.1	199.7	266.5
Sprzedaż samochodów	335.1	414.0	502.0	539.2	574.9
Najem	8.1	8.0	8.0	7.0	7.0
Usługi obce	353.7	254.7	236.2	189.1	239.5
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	425.2	456.7	486.9
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.5	47.3	46.8	55.2	61.9
EBITDA	76.3	48.6	55.3	48.2	63.4
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
EBIT	74.1	46.4	52.9	44.9	60.1
Działalność deweloperska	42.5	12.7	10.6	5.6	17.6
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	32.7	35.8	39.0
Najem	4.3	4.0	4.0	3.5	3.5
Pozostałe	-0.2	2.7	5.6	0.0	0.0
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	10.1	8.9	7.5
Zysk przed opodatkowaniem	56.6	32.0	42.7	36.0	52.7
Podatek dochodowy	10.4	4.3	8.1	6.8	10.0
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	47.9	32.3	34.6	29.2	42.7
Rentowność operacyjna (%)					
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	4.2%	2.8%	6.6%
Sprzedaż samochodów	6.6%	6.8%	6.5%	6.6%	6.8%
Najem	52.9%	49.7%	49.7%	49.7%	49.7%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 16. Marvipol: Bilans (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	152.5	199.0	202.5	185.7	186.1
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	58.2	78.2	78.3
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Nieruchomości inwestycyjne	76.1	78.7	78.7	78.7	78.7
Inne aktywa trwałe	18.7	66.3	64.8	27.9	28.3
Aktywa obrotowe	679.8	664.2	655.9	681.6	727.2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	223.9	163.6	140.3
Należności	67.0	48.0	51.0	48.4	56.5
Zapasy	522.7	445.4	364.9	453.1	513.4
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	16.1	16.6	17.0
Aktywa razem	832.3	863.2	858.4	867.4	913.4
Kapitały własne	292.9	326.1	351.5	366.1	387.2
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	225.7	254.8	287.5	235.6	218.6
Dług długoterminowy	187.7	199.0	231.9	180.1	163.1
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	55.6	55.6	55.6
Zobowiązania krótkoterminowe	313.7	282.3	219.4	265.7	307.5
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	10.9	10.9	10.9
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	142.5	140.0	157.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	66.0	114.8	139.5
Zobowiązania i kapitały własne	832.3	863.2	858.4	867.4	913.4
Dług brutto	279.7	254.0	242.8	190.9	173.9
Dług netto	196.1	98.7	18.9	27.4	33.6

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 17. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	148.4	133.0	107.2	1.1	26.1
Zysk netto	47.9	32.3	34.6	29.2	42.7
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	67.8	-30.5	-19.0
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	90.7	-79.3	-52.8
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-3.0	2.6	-8.1
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-19.9	46.2	41.9
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	2.4	-0.9	-0.8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.1	-20.0	-8.2	13.9	-3.3
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-8.2	13.9	-3.3
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-98.4	-41.3	-30.6	-75.3	-46.0
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-4.6	-7.3	-10.8
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-11.3	-51.8	-17.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-7.3	-10.8
Pozostałe	-19.0	-13.8	-10.1	-8.9	-7.5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	223.9	163.6
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	68.5	-60.3	-23.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	83.6	155.4	223.9	163.6	140.3

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 18. Marvipol: Założenia segmentu motoryzacyjnego (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Sprzedaż (Jaguar)	189	291	495	594	653
wzrost r/r (%)	13%	54%	70%	20%	10%
Sprzedaż (Land Rover)	929	977	1,124	1,236	1,298
wzrost r/r (%)	19%	5%	15%	10%	5%
Razem (liczba sztuk)	1,118	1,268	1,618	1,830	1,951
wzrost r/r (%)	15%	13%	28%	13%	7%
Przychody (PLNm), w tym	333	412	500	537	572
Przychody ze sprzedaży samochodów	293	311	377	405	432
Przychody z tytułu usług,	40	101	123	132	140
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów	14%	32%	32%	32%	32%
Średnia cena samochodu (PLN)	261,789	245,268	233,005	221,354	221,354
Zmiana średniej ceny r/r (%)	-6%	-6%	-5%	-5%	0%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Załącznik 2: Portfel projektów mieszkaniowych

Tabela 19. Marvipol: Portfel projektów mieszkaniowych

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja			Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
						2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	
Projekty zakończone															
Apartamenty Mokotów Park	432	32,492	2009	-	2013	10	0	0	10	0	0	6.0	0.0	0.0	12%
Bielany Residence	396	24,000	2011	-	2013	5	0	0	9	0	0	4.0	0.0	0.0	24%
Hill Park Apartments I	52	9,300	2011	-	2014	20	5	0	27	5	0	33.1	5.8	0.0	-15%
Osiedle Zielona Italia	891	54,823	2010	-	2013	9	0	0	18	0	0	6.2	0.0	0.0	13%
Art Eco Rezydencja	315	19,800	2012	-	2014	10	0	0	25	0	0	11.3	0.0	0.0	6%
Central Park IA	471	25,700	2014	-	2015	33	0	0	86	0	0	29.2	0.0	0.0	21%
Projekty w realizacji															
Central Park IB	439	25,000	2014	-	2016	102	0	0	417	22	0	152.0	8.0	0.0	24%
Central Park IIA	247	13,500	2015	-	2017	129	62	0	0	222	25	0.0	76.5	8.5	23%
Central Park IIB	285	13,700	2016	-	2017	137	130	18	0	227	58	0.0	68.7	17.6	23%
Kanał Żerański I	190	9,000	2016	-	2017	100	80	10	0	117	73	0.0	32.1	20.1	23%
Bemowo Residence	104	4,752	2016	-	2018	60	44	0	0	0	104	0.0	0.0	29.9	21%
Projekty planowane															
Central Park III	374	17,924	2016	-	2018	90	160	110	0	0	324	0.0	0.0	96.3	22%
Kanał Żerański II	212	10,600	2016	-	2018	20	80	60	0	0	144	0.0	0.0	43.2	26%
Modzelewskiego Okęcie	60	3,500	2017	-	2018	0	30	30	0	0	60	0.0	0.0	31.5	18%
Nowy projekt	75	3,750	2017	-	2018	0	20	35	0	0	33	0.0	0.0	9.9	26%
Nowy projekt	100	5,000	2017	-	2019	0	40	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Central Park IV	405	20,682	2017	-	2019	0	80	130	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Kanał Żerański III	241	12,050	2017	-	2019	0	80	100	0	0	0	0.0	0.0	0.0	26%
Nowy projekt	80	5,143	2018	-	2019	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Nowy projekt	60	3,857	2018	-	2020	0	0	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Central Park V	231	11,681	2018	-	2020	0	0	90	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Kanał Żerański IV	290	14,500	2018	-	2020	0	0	90	0	0	0	0.0	0.0	0.0	26%
Nowy projekt	150	8,250	2018	-	2020	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Razem						725	811	853	591	593	821	241.8	191.2	257.0	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

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

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

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

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

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

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

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU 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 AUTORYZUJĄCYCH 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 tym oferowania instrumentów finansowych dwóch serii.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zając 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 rekomendację kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 7 rekomendacji Neutralnie, 5 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 13 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 63 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy, w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 17 września 2015 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,50PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,00PLN, w dniu 9 grudnia 2015 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,50PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 5,80PLN oraz w dniu 12 kwietnia 2016 r. kolejną aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 10,5PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 7,0PLN. 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 powinni skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

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

Vestor jest autorem tego dokumentu.

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

Copyright © 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 wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywna pozaoperacyjna, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

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

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

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

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

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

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

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

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

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

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

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

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

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

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