

- Podwyższamy cenę docelową do PLN 11.4/akcję
- Prognozujemy zysk netto PLN 35.3m w 2016p oraz PLN 29.3m w 2017p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/BV na poziomie 0.77x oraz P/E w wysokości 7.7x w 2016p.

## Podział mniejszy dyskonto do fair value

Zbliżający się podział Marvipolu powinien zmniejszyć powiększające się dyskonto do naszej wyceny wartości godziwej spółki. Ze względu na poprawę wyników w segmencie motoryzacyjnym oraz korzystniejsze perspektywy w segmencie deweloperskim podnosimy wycenę segmentu motoryzacyjnego do PLN 188m (PLN 4.5/akcję), segmentu mieszkaniowego do PLN 196m (PLN 4.7/akcję), oraz segmentu najmu do PLN 42m (PLN 1.0/akcję). Podnosimy naszą cenę docelową do PLN 11.4 (poprzednio PLN 10.5). W segmencie deweloperskim pozytywnie oceniamy: 1) zakup działek w ciągu ostatnich 12 miesięcy pozwalających na wybudowanie ok. 750 mieszkań, 2) możliwą transakcję sprzedaży biurowca Prosta Tower (potencjalny wpływ gotówki netto ok. PLN 45m), 3) możliwą sprzedaż Panattoni Park Warsaw oraz realizację kolejnego projektu magazynowo-logistycznego. W segmencie motoryzacyjnym z kolei zwracamy uwagę na wysoką dynamikę sprzedaży w 7M16: 1,119 aut, +47% r/r. Wsparcie dla kursu powinno stanowić również planowane ogłoszenie polityki dywidendowej dla obu segmentów.

**Potencjał zwiększania oferty mieszkaniowej.** Na koniec lipca 2016r. spółka posiadała ofertę na 639 lokale oraz dysponowała bankiem ziemi pozwalającym na wybudowanie blisko 3tys. mieszkań. W ciągu ostatnich 12 miesięcy spółka dokonała zakupu gruntów pod ok. 750 lokali. W oparciu o posiadany bank ziemi prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 666 i 821 lokali w latach 2016-17p oraz przekazanie 548 i 545 lokali w latach 2016-17p.

**Rozwój segmentu logistycznego.** Spółka obecnie jest w trakcie negocjacji sprzedaży centrum logistyczno-magazynowego Panattoni Park Warsaw w pobliżu węzła Konotopa (ponad 45tys. mkw., wynajęte w 65% na dzień 16.05.2016r), zaś w sierpniu spółka podpisała list intencyjny z Panattoni w sprawie kolejnego projektu magazynowo-logistycznego pod Warszawą.

**Wysoka dynamika wzrostu sprzedaży aut JLR.** W okresie styczeń-lipiec 2016r. spółka zaraportowała sprzedaż 1,119 aut JLR (+47% r/r), w tym 801 Land Rover oraz 318 Jaguar. Mając na uwadze wsparcie nowych modeli Jaguara XE i F-Pace oczekujemy utrzymania wysokich wolumenów sprzedaży również w kolejnych miesiącach. Podwyższamy naszą prognozę sprzedaży aut o 5% do 1,706 sztuk w 2016p oraz wzrostu do 1,844 aut w 2017p.

**Prognozujemy zysk netto PLN 35.3m w 2016p oraz PLN 29.3m w 2017p.** W oparciu o zmianę prognoz przedsprzedaży i przekazania mieszkań oraz wolumenów sprzedaży aut dokonujemy nieznacznej zmiany prognoz finansowych spółki. Prognozujemy zysk netto w latach 2016-17p odpowiednio na poziomie PLN 35.3m i PLN 29.3m (vs. PLN 34.6m i PLN 29.2m poprzednio).

**Podwyższamy wycenę do PLN 11.4/akcję.** Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na 2016p P/BV na 0.77x oraz na 2016p P/E na 7.7x. Oczekujemy, że wsparciem dla kursu w nadchodzących miesiącach powinien być postęp prac nad wydzieleniem segmentów, potencjalna sprzedaż biurowca Prosta Tower oraz dalsza współpraca z Panattoni. Podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 11.4/akcję.

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	772.1	742.3	877.2
EBIT (PLNm)	74.1	46.4	54.9	46.0	66.5
Zysk netto (PLNm)	47.9	32.3	35.3	29.3	47.1
P/E (x)	5.7	8.4	7.7	9.3	5.8
EV/EBITDA (x)	6.1	7.6	5.2	6.3	4.4
P/BV (x)	0.92	0.83	0.77	0.74	0.70

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

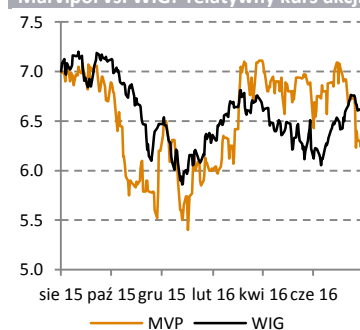
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	11.4
Poprzednia cena docelowa (PLN)	10.5
Cena bieżąca (PLN)	6.5
Potencjał wzrostu/spadku	75%
Min (52T)	5.1
Max (52T)	7.7
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	288.4
Dług netto (2Q16, PLNm)	44.0
EV (PLNm)	332.4
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	72.2

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).

Marvipol vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analitik akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

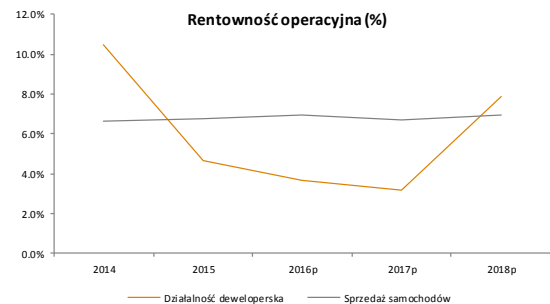
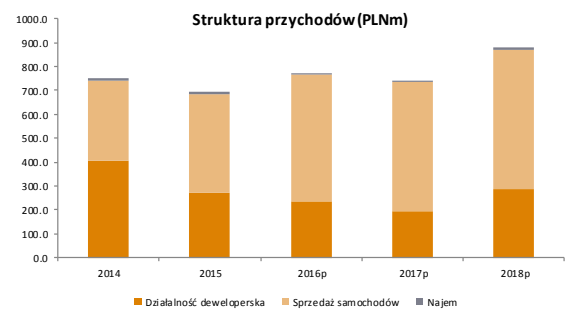
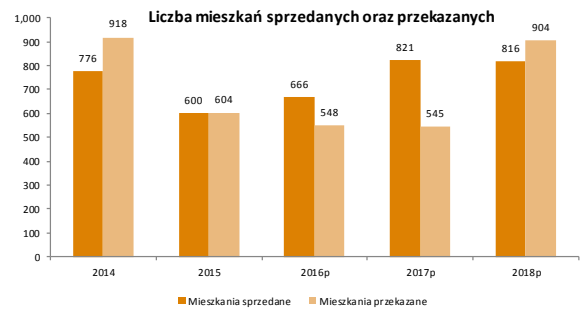
**Marvipol**

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody</b>	<b>750.2</b>	<b>694.2</b>	<b>772.1</b>	<b>742.3</b>	<b>877.2</b>
Działalność deweloperska	407.0	272.1	234.8	191.9	285.0
Sprzedaż samochodów	335.1	414.0	529.2	543.3	585.2
Najem	8.1	8.0	8.0	7.0	7.0
Usługi obce	353.7	254.7	222.0	182.8	255.3
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	448.2	460.2	495.6
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.5	47.3	46.9	53.3	59.9
<b>EBITDA</b>	<b>76.3</b>	<b>48.6</b>	<b>57.3</b>	<b>49.3</b>	<b>69.7</b>
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
<b>EBIT</b>	<b>74.1</b>	<b>46.4</b>	<b>54.9</b>	<b>46.0</b>	<b>66.5</b>
Działalność deweloperska	42.5	12.7	8.6	6.0	22.4
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	36.7	36.4	40.5
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	11.3	9.9	8.3
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>56.6</b>	<b>32.0</b>	<b>43.6</b>	<b>36.1</b>	<b>58.1</b>
Podatek dochodowy	10.4	4.3	8.3	6.9	11.0
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>47.9</b>	<b>32.3</b>	<b>35.3</b>	<b>29.3</b>	<b>47.1</b>
<b>Dynamiki wzrostu (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Wzrost przychodów (%)	48%	-7%	11%	-4%	18%
Wzrost EBIT (%)	103%	-37%	18%	-16%	44%
Wzrost zysku netto (%)	251%	-33%	9%	-17%	61%
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>152.5</b>	<b>199.0</b>	<b>202.8</b>	<b>185.8</b>	<b>186.2</b>
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	65.0	28.0	28.4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>679.8</b>	<b>664.2</b>	<b>667.4</b>	<b>680.8</b>	<b>710.9</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	217.0	151.8	140.2
Należności	67.0	48.0	51.1	48.0	58.8
Zapasy	522.7	445.4	382.9	464.4	494.7
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	16.4	16.6	17.2
<b>Aktywa razem</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>870.2</b>	<b>866.6</b>	<b>897.1</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>292.9</b>	<b>326.1</b>	<b>352.2</b>	<b>364.2</b>	<b>388.5</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>225.7</b>	<b>254.8</b>	<b>287.5</b>	<b>235.6</b>	<b>218.6</b>
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
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>313.7</b>	<b>282.3</b>	<b>230.5</b>	<b>266.7</b>	<b>289.9</b>
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	10.9	10.9	10.9
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	145.3	139.6	162.4
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	74.3	116.3	116.7
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>870.2</b>	<b>866.6</b>	<b>897.1</b>
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>148.4</b>	<b>133.0</b>	<b>101.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>39.8</b>
Zysk netto	47.9	32.3	35.3	29.3	47.1
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	62.1	-32.3	-9.6
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	73.9	-71.6	-22.0
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-3.0	3.1	-10.9
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-8.7	36.2	23.2
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	1.8	-0.3	-1.0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0.1</b>	<b>-20.0</b>	<b>-8.2</b>	<b>13.9</b>	<b>-3.3</b>
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
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-98.4</b>	<b>-41.3</b>	<b>-31.7</b>	<b>-78.9</b>	<b>-48.1</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-4.6	-8.6	-11.4
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-11.3	-51.8	-17.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-8.6	-11.4
Pozostałe	-19.0	-13.8	-11.3	-9.9	-8.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	217.0	151.8
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	61.6	-65.2	-11.6
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>83.6</b>	<b>155.4</b>	<b>217.0</b>	<b>151.8</b>	<b>140.2</b>
<b>Wskaźniki kredytowe (PLNm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Dług brutto	279.7	254.0	242.8	190.9	173.9
Dług netto	196.1	98.7	25.7	39.1	33.8
Dług netto/EBITDA (x)	2.6	2.0	0.4	0.8	0.5
Dług netto/aktywa (x)	0.24	0.11	0.03	0.05	0.04
Dług netto/kapitały własne (x)	0.67	0.30	0.07	0.11	0.09
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.4	3.2	4.9	4.7	8.0

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	5.8	8.6	7.9	9.5	5.9
EV/EBITDA (x)	6.2	7.8	5.3	6.4	4.5
P/BV (x)	0.95	0.85	0.79	0.76	0.72
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	1.6%	3.1%	4.1%

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	0.85	0.70	1.13
Wartość księgowa na akcję (PLN)	7.0	7.85	8.5	8.8	9.4
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.11	0.21	0.27

Główne założenia	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Mieszkania sprzedane	776	600	666	821	816
Mieszkania przekazane	918	604	548	545	904
Liczba sprzedanych aut	1,118	1,268	1,706	1,844	1,966
<b>Marża operacyjna (%)</b>	<b>9.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.6%</b>
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	3.7%	3.2%	7.9%
Sprzedaż samochodów	6.6%	6.8%	6.9%	6.7%	6.9%
Najem	52.9%	49.7%	49.7%	49.7%	49.7%
<b>Marża netto (%)</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.4%</b>


**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%	4.6%	3.9%	5.4%
Wskaźnik rotacji majątku	0.90	0.80	0.89	0.86	0.98
Dźwignia finansowa	2.84	2.65	2.47	2.38	2.31
ROE	16.4%	9.9%	10.0%	8.0%	12.1%

## Podsumowanie inwestycyjne

---

Grupa Marvipol jest obecnie w trakcie przeprowadzania procesu wydzielenia segmentów motoryzacyjnego oraz deweloperskiego. W naszej ocenie zakończenie procesu spin-offu powinno pozwolić na zwiększenie przejrzystości działalności obu segmentów oraz na zmniejszenie dyskonta do naszej wyceny wartości godziwej spółki. Ze względu na poprawę wyników w segmencie motoryzacyjnym oraz korzystniejsze perspektywy w segmencie deweloperskim podnosimy wycenę segmentu motoryzacyjnego do PLN 188m (PLN 4.5/akcję), segmentu mieszkaniowego do PLN 196m (PLN 4.7/akcję), oraz segmentu najmu do PLN 42m (PLN 1.0/akcję).

Obecnie działalność deweloperska obejmuje segment mieszkaniowy, segment najmu oraz segment logistyczny. W przypadku segmentu mieszkaniowego zwracamy przede wszystkim uwagę na bogaty bank ziemi (blisko 3tys. mieszkań na koniec lipca) dzięki ostatnim zakupom gruntów pozwalający na systematyczne zwiększanie poziomów przedsprzedaży w kolejnych latach (spółka zakupiła 6 gruntów pod ok. 750 mieszkań w ciągu ostatnich 12 miesięcy). W segmencie najmu zwracamy uwagę na potencjalną transakcję sprzedaży projektu Prosta Tower, która pozwoliłaby na generację ok. PLN 45m gotówki netto (zakładając sprzedaż nieruchomości po obecnej wartości księgowej na poziomie ok. PLN 100m). Pozytywnie oceniamy również segment logistyczny: oczekiwana sprzedaż pierwszego realizowanego projektu Panattoni Warsaw Park oraz podpisanie listu intencyjnego z Panattoni dotyczącego realizacji kolejnego projektu w okolicy Warszawy. Z kolei w przypadku działalności motoryzacyjnej zwracamy uwagę na wysokie wolumeny sprzedaży aut Jaguar Land Rover (sprzedaż 1,119 aut w 7M16, +47% r/r, w porównaniu do celu zarządu na 2016r. na poziomie 1,650 aut). Dzięki ostatnim zakupom gruntów pod projekty mieszkaniowe oraz znaczącemu wzrostowi sprzedaży aut JLR pozytywnie oceniamy perspektywy obu działalności oraz podwyższamy naszą cenę docelową do PLN 11.4/akcję.

**Obniżamy prognozę przedsprzedaży o 8% w 2016p...** W okresie styczeń-lipiec 2016r. spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 326 lokali (vs. 297 w analogicznym okresie 2015r.). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach spółka będzie w stanie zwiększyć tempo sprzedaży mieszkań, przede wszystkim dzięki uruchomieniu realizacji pierwszego etapu Riviera Park oraz Bemowo Residence. Dodatkowo zwracamy uwagę, że od początku roku spółka uzupełniła bank ziemi o następujące grunty: Modzelewskiego (47 lokali, średnia wartość gruntu ok. PLN 3,200/mkw. PUM), Topiel (56, PLN 4,900/mkw. PUM), 17 Stycznia (72 lokale, PLN 590/mkw. PUM), Lizbońska (290 lokali, PLN 1,140/mkw. PUM). W rezultacie na koniec lipca 2016r. spółka dysponowała ofertą mieszkaniową na 639 lokali oraz bankiem ziemi na blisko 3tys. lokali. W oparciu o posiadany już bank ziemi, oczekujemy że spółka będzie w stanie zaraportować przedsprzedaż na poziomie 666 lokali w 2016r. (obniżenie prognozy o 8% ze względu na opóźnienie realizacji inwestycji Riviera Park i Bemowo Residence) oraz 821 lokale w 2017r.

**...oraz prognozę przekazania o 7% w 2016p.** W pierwszym półroczu 2016r. spółka zaraportowała sprzedaż notarialną na poziomie 114 lokali, przy czym przekazania obejmowały wyłącznie inwestycje zakończone w poprzednich kwartałach. Kluczowe dla wyników segmentu deweloperskiego pozostaje 2H16, kiedy oczekujemy przekazania większości lokali w projekcie CPU 1B (obecnie sprzedane ponad 400 mieszkań z 440 łącznie). W rezultacie prognozujemy przekazanie 548 lokali w 2016p (obniżenie prognozy z 591) oraz 545 lokali w 2017p (obniżenie prognozy o 8% ze względu na przesunięcie terminu rozpoczęcia przekazania inwestycji Riviera Park na początek 2018r.).

**...oraz podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR.** W okresie styczeń-lipiec 2016r. spółka zaraportowała sprzedaż 1,119 aut JLR (wzrost o 47% r/r). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach wsparcie dla utrzymania wysokich poziomów sprzedaży aut będą miały modele Jaguar XE i F-Pace, jak również sprzedaż aut do firm rent-a-car. Zakładamy, że w 2016p spółka sprzeda 1,706 aut JLR (+35% r/r), w tym 524 auta Jaguar (+80% r/r) oraz 1,182 auta Land Rover (+21% r/r). Z kolei na 2017r. podtrzymujemy prognozę sprzedaży na poziomie 1,844 auta.

**Prognozujemy zysk netto w wysokości PLN 35.3m i PLN 29.3m w latach 2016-17p.** W oparciu o powyższe założenia nieznacznie zmieniamy prognozy wyników spółki na lata 2016-17p. Oczekujemy, że niższa prognoza przekazania mieszkań w 2016p zostanie skompensowana wyższym wolumenem sprzedaży aut JLR, dzięki czemu spółka wygeneruje przychody w wysokości PLN 772m oraz zysk netto PLN 35.3m (vs. poprzednio odpowiednio PLN 761m i PLN 34.6m). Z kolei niższa liczba przekazania w 2017p oraz wyższa oczekiwana rentowność projektu Central Park Ursynów 1B pozwolą na wygenerowanie PLN 742m przychodów i PLN 29.3m zysku netto (poprzednio odpowiednio PLN 746m i PLN 29.2m).

**Perspektywa dalszej współpracy z Panattoni.** Na początku sierpnia b.r. spółka podpisała list intencyjny z Panattoni w sprawie projektu magazynowego pod Warszawą. Przypominamy, że spółka obecnie jest w trakcie realizacji projektu magazynowo-logistycznego Panattoni Park Warsaw. Na 16.05.2016 ok. 65% powierzchni obu budynków (łącznie 45tys. mkw) było wynajęte. Szacujemy, że realizacja projektu pozwoli spółce na osiągnięcie zysku z inwestycji na poziomie blisko PLN 10m, co przy kapitale zainwestowanym w zakup gruntu (PLN 25m), implikuje wskaźnik ROE projektu na poziomie ok. 40%.

**Potencjalny wpływ środków pieniężnych ze sprzedaży biurowca Prosta Tower.** W maju b.r. spółka rozpoczęła negocjacje w sprawie zbycia nieruchomości biurowej Prosta Tower w Warszawie. Obecnie wartość księgowa nieruchomości kształtuje się na poziomie ok. PLN 100m. Zwracamy uwagę, że przy zadłużeniu projektu w wysokości PLN 55m potencjalna sprzedaż nieruchomości po wartości księgowej skutkowałaby wpływem ok. PLN 45m gotówki netto. Spółka oczekuje zamknięcia transakcji sprzedaży projektu powyżej wartości księgowej najpóźniej w 4Q16.

**Polityka dywidendowa.** W 2016r. spółka po raz pierwszy dokonała wypłaty dywidendy z zysku za 2015r. (DPS na poziomie PLN 0.11/akcję). Jednocześnie w 3Q16 spółka planuje ogłoszenie polityki dywidendowej dotyczącej zarówno działalności deweloperskiej, jak również działalności motoryzacyjnej, przy czym w naszych prognozach zakładamy wypłatę dywidendy przede wszystkim z zysków generowanych przez działalność motoryzacyjną.

**Proces spin-off.** Obecna strategia Marvipolu zakłada wydzielenie segmentów: deweloperskiego oraz motoryzacyjnego, które docelowo będą notowane na GPW. Spółka planuje jeszcze w tym kwartale opublikować plan podziału, natomiast prospekty, które są obecnie w przygotowaniu spółka planuje złożyć najpóźniej we wrześniu b.r.

**Podwyższamy wycenę do PLN 11.4/akcję.** Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na 2016p P/BV na 0.77x oraz na 2016p P/E na 7.7x. Oczekujemy, że wsparciem dla kursu w nadchodzących miesiącach powinien być postęp prac nad wydzieleniem segmentów, potencjalna sprzedaż biurowca Prosta Tower oraz dalsza współpraca z Panattoni. Podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 11.4/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 11.4/akcję.

**Tabela 2. Marvipol: Podsumowanie wyceny spółki**

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	236
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	192
+ Wartość bieżąca segmentu najmu (EV, PLNm)	96
- Dług netto (na koniec 4Q15, PLNm)	99
= Wartość kapitałów własnych (PLNm)	425
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	10.2
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>11.4</b>
Cena rynkowa (PLN)	6.5
Potencjał wzrostu/spadku (%)	75%

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 236m.

**Tabela 3. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu mieszkaniowego**

Metoda DCF (PLNm)	214
Metoda porównawcza (PLNm)	258
<b>Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)</b>	<b>236</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	234.8	191.9	285.0	357.9	328.6
Znorm. EBITDA	9.5	6.9	23.3	39.9	21.4
Znorm. EBIT	8.6	6.0	22.4	39.0	20.4
Podatek od EBIT	-1.6	-1.1	-4.3	-7.4	-3.9
NOPAT	7.0	4.9	18.2	31.6	16.5
Amortyzacja	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Zmiany w kapitale obrotowym	36.7	-5.1	-19.8	-17.9	41.5
Capex	-10.8	36.3	-0.9	-0.9	-1.0
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>33.7</b>	<b>37.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>13.7</b>	<b>58.1</b>
Czynnik dyskontowy (%)	97%	87%	79%	72%	65%
Wartość bieżąca FCF	32.6	32.4	-1.3	9.8	37.6
Wartość bieżąca FCF 2016-2020p	111				
Stopa wzrostu w okresie rezidualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezidualna	103				
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>214</b>				

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 5. Marvipol: WACC segmentu mieszkaniowego**

	2016-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	2.0	1.4
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>13.4%</b>	<b>11.2%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.3%</b>
% D	44.5%	19.9%
% E	55.5%	80.1%
<b>WACC</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.4%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 6. Marvipol: Wrażliwość modelu DCF**

		WACC 2016-20p (%)				
		9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	211	208	205	202	199
	-0.5%	215	212	209	206	203
	0.0%	220	217	214	211	207
	0.5%	225	222	219	216	212
	1.0%	231	228	225	221	218

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 7. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu mieszkaniowego**

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		2018p
			2016p	2017p	
Dom Development	53.5	1,326	1.43	1.41	1.41
Lc Corp	2.1	958	0.69	0.62	0.55
Robyg	3.1	805	1.49	1.42	1.35
Ronson	1.4	389	0.79	0.75	0.72
Vantage Development	2.5	157	0.44	0.41	0.37
JHM Development	1.1	78	0.25	0.24	0.24
Mediana			0.74	0.69	0.63
Marvipol (segment mieszkaniowy)	6.5	270.9	0.91	0.92	0.88
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			289	242	242
<b>Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)</b>	<b>258</b>				

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena segmentu samochodowego

Wyceniamy segment samochodowy w oparciu o metodę DCF oraz metodę porównawczą, przyjmując 25% dyskonto do spółek porównywalnych, ze względu na mniejszą skalę oraz mniej zdywersyfikowany model biznesu (zmniejszamy dyskonto z 50% ze względu na przedłużenie umowy z JLR). Wyceniamy wartość segmentu (EV) na PLN 192m.

**Tabela 8. Marvipol: Podsumowanie wyceny bieżącej segmentu samochodowego**

Metoda DCF (PLNm)	216
Metoda porównawcza (PLNm)	168
<b>Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)</b>	<b>192</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 9. Marvipol: Wycena DCF segmentu samochodowego (PLNm)**

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Przychody	529.2	543.3	585.2	596.9	606.8	612.9	619.0	625.2	631.4	637.7
Znorm. EBITDA	38.4	38.5	42.6	42.1	41.3	39.3	39.2	39.1	39.0	38.9
Znorm. EBIT	37.6	37.3	41.4	41.0	40.1	38.2	38.1	38.0	37.9	37.7
Podatek od EBIT	-7.2	-7.1	-7.9	-7.8	-7.6	-7.3	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
NOPAT	30.5	30.3	33.6	33.2	32.5	31.0	30.9	30.8	30.7	30.6
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	14.4	-37.2	1.9	-2.8	-3.3	-3.6	-4.2	-4.4	-4.6	-4.8
Capex	-5.8	-21.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>39.9</b>	<b>-27.0</b>	<b>35.4</b>	<b>30.3</b>	<b>29.2</b>	<b>27.3</b>	<b>26.6</b>	<b>26.3</b>	<b>26.0</b>	<b>25.7</b>
Czynnik dyskontowy (%)	96%	85%	76%	67%	60%	53%	47%	42%	37%	33%
Wartość bieżąca FCF	38.2	-23.0	26.8	20.4	17.4	14.5	12.5	11.0	9.6	8.5
Wartość bieżąca FCF 2016-2025p	136									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	80									
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>216</b>									

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 10. Marvipol: WACC segmentu samochodowego**

	2016-25p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	2.4	1.8
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>15.6%</b>	<b>13.0%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.3%</b>
% D	34.6%	6.3%
% E	65.4%	93.7%
<b>WACC</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.6%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM



**Tabela 11. Marvipol: Wrażliwość modelu DCF**

		WACC 2016-25p (%)				
		11.6%	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	222	216	210	204	199
	-0.5%	225	219	213	207	202
	0.0%	228	222	216	210	204
	0.5%	232	225	219	213	207
	1.0%	236	229	223	217	211

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	2016p	2017p		
Carmax Inc	58.6	42,924	19.4	17.9	16.5	10.8	13.2	12.9
Autonation Inc	48.2	18,824	11.3	10.2	10.0	7.3	6.9	6.5
Inchcape Plc	721.0	15,574	13.1	12.1	11.3	7.47	6.97	6.48
Penske Automotive Group Inc	43.9	14,317	11.3	10.4	9.7	8.3	7.7	n.a.
Asbury Automotive Group	53.6	4,544	8.8	8.1	7.9	6.6	6.3	n.a.
Group 1 Automotive Inc	57.3	4,681	7.6	7.1	6.9	4.6	6.0	n.a.
D'leteren Sa/Nv	39.6	9,425	13.8	12.5	11.4	7.2	6.7	5.9
Lithia Motors Inc-Cl A	81.8	7,870	10.7	9.9	9.4	6.6	6.1	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	16.9	2,937	8.0	7.4	6.8	5.5	4.6	5.1
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	10.1	2,889	7.8	6.9	5.6	8.3	7.1	6.6
Lookers Plc	138.5	2,779	8.5	8.1	7.7	6.0	5.5	5.0
Bilia Ab-A Shs	220.5	5,160	16.5	15.8	15.3	9.3	8.7	8.4
Pendragon Plc	33.5	2,458	8.8	8.4	7.8	4.1	4.0	3.9
Mediana			10.7	9.9	9.4	7.2	6.7	6.5
Marvipol (segment samochodowy)	6.5	271	9.4	9.5	8.5	6.2	7.2	5.9
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			269	281	274	271	252	270
Dyskonto do wyceny	25%							
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>168</b>							

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

---

### **Zakup nieruchomości gruntowych pod realizację inwestycji mieszkaniowych**

W ciągu ostatnich 12 miesięcy spółka dokonała zakupu 6 gruntów pod realizację projektów mieszkaniowych w Warszawie pozwalających na realizację blisko 750 mieszkań za blisko PLN 60m (średni koszt gruntu na poziomie PLN 1,500/mkw. PUM, przy czym projekty są zdywersyfikowane pod względem planowanego standardu). W rezultacie na koniec lipca 2016r. spółka dysponowała ofertą na 639 mieszkań oraz bankiem ziemi pozwalającym na wybudowanie dodatkowo blisko 3 tys. mieszkań. Jednocześnie spółka jest w trakcie negocjacji zakupu kolejnych działek.

### **Rozpoczęcie negocjacji w sprawie zbycia projektu Panattoni Park Warsaw...**

Dnia 15 lipca b.r. spółka podpisała list intencyjny, którego przedmiotem jest określenie ogólnych warunków transakcji sprzedaży centrum logistyczno-magazynowego Panattoni Park Warsaw w pobliżu węzła Konotopa. Przypominamy, że kompleks obejmuje dwa budynki o powierzchni ponad 45tys. mkw., która na dzień 16.05.2016 była wynajęta w 65%.

### **... oraz podpisanie listu intencyjnego dotyczącego dalszej współpracy z Panattoni**

Dnia 3 sierpnia b.r. spółka podpisała z Panattoni Development Europe Sp. z o.o. list intencyjny dotyczący wspólnej realizacji budowy projektu magazynowo-logistycznego w okolicy Warszawy. Jednocześnie spółka podjęła decyzję o rozwoju segmentu logistycznego, jednak realizacja kolejnych projektów uzależniona jest od podaży atrakcyjnych projektów.

### **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 ok. PLN 100m, 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.

### **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.

### **Polityka dywidendowa**

W lipcu b.r. spółka po raz pierwszy wypłaciła dywidendę (PLN 0.11/akcję z zysku za 2015r.). Jednocześnie do końca 2016r. spółka przedstawić politykę dywidendową dla obu segmentów działalności. Zgodnie z zapowiedziami Pana Prezesa oczekujemy, że spółka motoryzacyjna będzie w kolejnych latach dzielić się zyskiem w formie dywidendy.

### **Proces spin-off**

Obecna strategia Marvipolu zakłada wydzielenie segmentów: deweloperskiego oraz motoryzacyjnego, które docelowo będą notowane na GPW. Spółka planuje złożyć prospekty w KNF najpóźniej we wrześniu b.r. oraz w tym kwartale opublikować plan podziału. W rezultacie podziału powstają dwa podmioty notowane na GPW: Marvipol S.A. (segment deweloperski i nieruchomości) oraz M Automotive Holding S.A. (segment motoryzacyjny).



## Prognoza wyników za 2Q16

W 2Q16 spółka zaraportowała sprzedaż notarialną w wysokości 42 lokali (vs. 55 lokali rok wcześniej), które zlokalizowane były w projektach zakończonych we wcześniejszych kwartałach. W rezultacie prognozujemy przychody segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 29.4m (vs. PLN 35.3m w 2Q15). Jednocześnie zwracamy uwagę na oczekiwaną ujemną rentowność projektów Hill Park oraz Apartamenty Mokotów Park, w związku z czym prognozujemy stratę operacyjną segmentu mieszkaniowego na poziomie PLN 3.9m (vs. strata operacyjna PLN 2.3m rok wcześniej).

Z kolei w segmencie motoryzacyjnym oczekujemy przychodów na poziomie PLN 161.5m (vs. PLN 108.3m rok wcześniej). Zgodnie z publikowanymi miesięcznymi danymi, spółka zaraportowała sprzedaż 521 aut JLR (+67% r/r), z czego ok. 65% stanowiły auta Land Rover, natomiast ok. 35% auta marki Jaguar. W naszych prognozach zakładamy rentowność operacyjną na poziomie 7.6% oraz zysk operacyjny segmentu motoryzacyjnego w wysokości PLN 12.2m (vs. PLN 10.7m rok wcześniej).

Prognozujemy całkowite przychody na poziomie PLN 194.2m (+30% r/r) oraz zysk operacyjny w wysokości PLN 11.9m (+25% r/r). W naszych prognozach zakładamy PLN 1.4m przychodów z segmentu najmu przy zysku operacyjnym PLN 0.5m. Jednocześnie wraz z postępowaniem prac nad realizacją projektu magazynowo-logistycznego Panattoni Park Warsaw zakładamy zyski z inwestycji w wysokości PLN 1.5m.

Przy założeniu kosztów finansowych netto na poziomie PLN 3.6m oraz efektywnej stopie opodatkowania 19% prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 4.3m (vs. PLN 5.8m rok wcześniej).

**Tabela 14. Marvipol: Prognoza wyników za 2Q16 (PLNm)**

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16p	%, r/r
Przedsprzedaż mieszkań	137	125	168	170	169	122	-2%
Przekazania mieszkań	72	55	39	446	72	42	-24%
Sprzedaż samochodów	344	312	277	335	454	521	67%
Przychody	159.1	149.8	112.0	281.0	170.8	194.2	30%
EBITDA	11.5	10.3	3.3	29.3	13.1	12.4	21%
EBIT	10.9	9.5	2.4	28.7	12.6	11.9	25%
Zysk netto	5.2	5.8	0.0	26.0	8.5	4.3	-26%
Marża operacyjna	6.9%	6.4%	2.1%	10.2%	7.4%	6.1%	-
segment mieszkaniowy	2.2%	-6.5%	-20.3%	11.3%	10.4%	-13.3%	-
segment motoryzacyjny	8.1%	9.9%	5.9%	2.4%	5.9%	7.6%	-

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

## Zmiana prognoz na lata 2016-17p

W oparciu o raportowane przez spółkę miesięczne dane operacyjne, dokonane zakupy gruntów pod projekty mieszkaniowe oraz aktualny harmonogram realizowanych inwestycji mieszkaniowych dokonujemy następujących zmian prognoz:

- **Obniżamy prognozę przedsprzedaży do 666 lokali w 2016p oraz podwyższamy do 821 lokali w 2017p.** W okresie styczeń-lipiec 2016r. spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 326 lokali. Wsparcie dla sprzedaży w kolejnych miesiącach powinny naszym zdaniem stanowić projekty Riviera Park oraz Bemowo Residence (ze względu na przesunięcie terminu rozpoczęcia budowy projektów obniżamy prognozę przedsprzedaży w 2016r. o 8%). Z kolei w 2017r. zakładamy wprowadzenie do oferty kolejnych dwóch etapów Riviera Park (łącznie 453 lokale), CPU IV (464 lokale), Modzelewskiego (47 lokali) oraz Topiel (56 lokali), co powinno pozwolić spółce na zwiększenie przedsprzedaży o 23% r/r do 821 lokali.
- **Obniżamy prognozę przekazania o 7% w 2016p i o 8% w 2017p.** Aktualizujemy prognozę przekazania w 2016p do 548 lokali (vs. 591 poprzednio) oraz do 545 w 2017p (z 593 poprzednio, ze względu na przesunięcie terminu realizacji projektu Bemowo Residence).
- **Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR o 5% w 2016p.** W okresie styczeń-lipiec 2016r. spółka sprzedała 1,119 aut JLR (+47% r/r), z czego 801 aut stanowiły auta Land Rover, natomiast 318 auta Jaguar. W rezultacie podwyższamy całoroczną prognozę sprzedaży aut do 1,706 aut w 2016p (+80% r/r aut Jaguar oraz +21% r/r aut Land Rover). Podtrzymujemy prognozę sprzedaży ok. 1,840 aut w 2017p.
- **W oparciu o powyższe założenia prognozujemy przychody na poziomie PLN 772.1m w 2016p** (vs. PLN 761.1m poprzednio) **oraz PLN 742.3m w 2017p** (vs. PLN 745.9m poprzednio).
- **Podwyższamy prognozę zysku operacyjnego o 4% w 2016p oraz o 2% w 2017p.** Ze względu na niższą rentowność przekazywanych ostatnich mieszkań w zakończonych projektach (szczególnie w inwestycji Hill Park) oraz niższą prognozę przekazania obniżamy prognozę zysku operacyjnego segmentu mieszkaniowego w 2016p o 19% do PLN 8.6m. Z kolei w segmencie motoryzacyjnym podwyższamy prognozę zysku operacyjnego o 12% do PLN 36.7m ze względu na wyższy od oczekiwanego poprzednio wolumen sprzedaży. Z kolei w 2017p podwyższamy prognozę zysku operacyjnego ze względu na wyższą oczekiwaną rentowność inwestycji CPU 1B.
- **Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 35.3m w 2016p oraz PLN 29.3m w 2017p** (vs. poprzednio odpowiednio PLN 34.6m i PLN 29.2m).

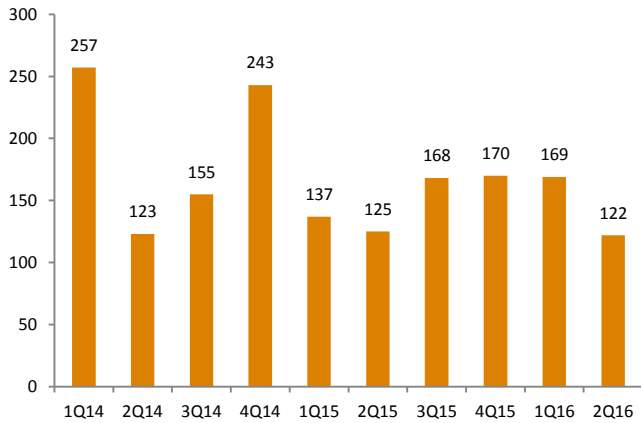
Tabela 15. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2016p			2017p			2018p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %
Predsprzedaż	666	725	-8%	821	811	1%	816	853	-4%
Przekazania	548	591	-7%	545	593	-8%	904	821	10%
Sprzedaż aut	1,706	1,618	5%	1,844	1,830	1%	1,966	1,951	1%
Przychody	772.1	761.1	1%	742.3	745.9	0%	877.2	848.4	3%
Działalność deweloperska	234.8	251.1	-6%	191.9	199.7	-4%	285.0	266.5	7%
Sprzedaż samochodów	529.2	502.0	5%	543.3	539.2	1%	585.2	574.9	2%
Najem	8.0	8.0	0%	7.0	7.0	0%	7.0	7.0	0%
EBITDA	57.3	55.3	4%	49.3	48.2	2%	69.7	63.4	10%
EBIT	54.9	52.9	4%	46.0	44.9	2%	66.5	60.1	11%
Działalność deweloperska	8.6	10.6	-19%	6.0	5.6	9%	22.4	17.6	27%
Sprzedaż samochodów	36.7	32.7	12%	36.4	35.8	2%	40.5	39.0	4%
Najem	4.0	4.0	0%	3.5	3.5	0%	3.5	3.5	0%
Pozostałe	5.6	5.6	0%	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Zysk netto	35.3	34.6	2%	29.3	29.2	0%	47.1	42.7	10%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

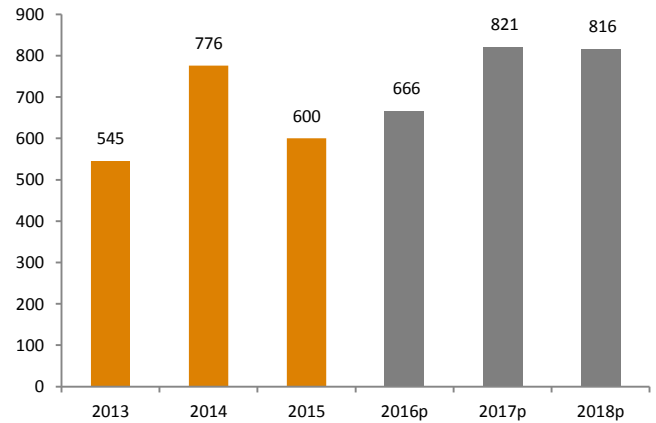
# Załącznik 1: Założenia i prognozy

**Wykres 1. Marvipol: Przesprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym**



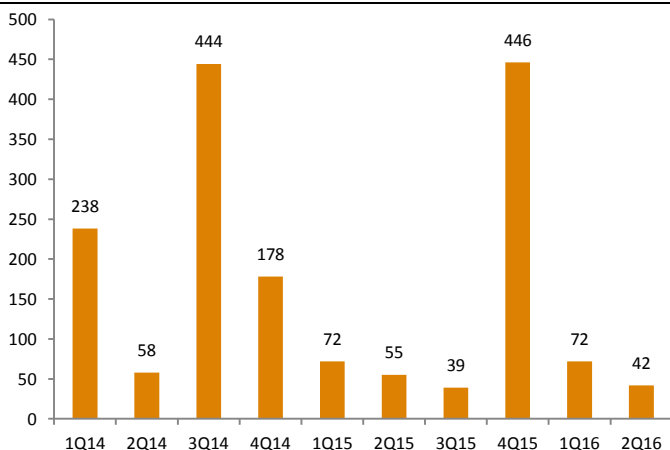
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 2. Marvipol: Prognoza przesprzedaży mieszkań**



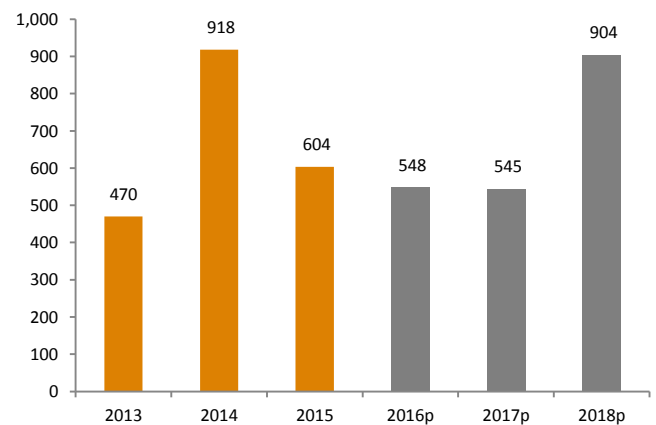
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Wykres 3. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym**



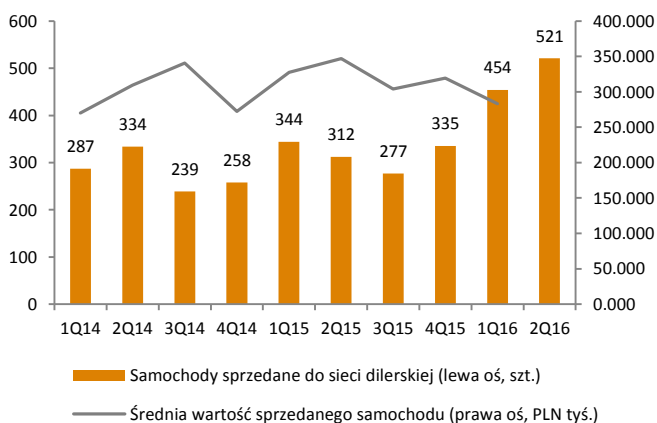
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Wykres 4. Marvipol: Prognoza przekazania mieszkań**



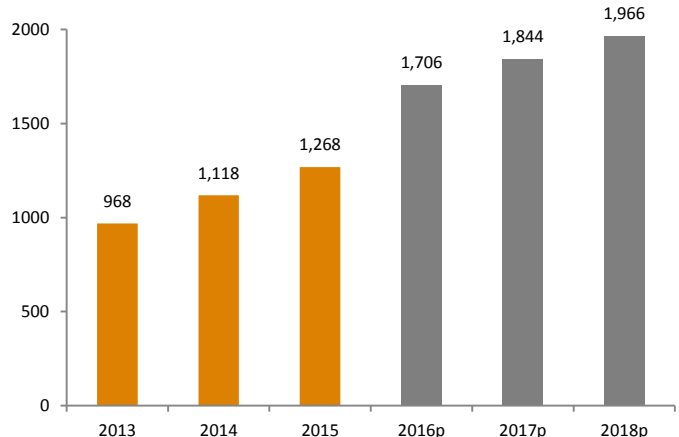
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**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 16. Marvipol: Rachunek zysków i strat (PLNm)**

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody</b>	<b>750.2</b>	<b>694.2</b>	<b>772.1</b>	<b>742.3</b>	<b>877.2</b>
Działalność deweloperska	407.0	272.1	234.8	191.9	285.0
Sprzedaż samochodów	335.1	414.0	529.2	543.3	585.2
Najem	8.1	8.0	8.0	7.0	7.0
Usługi obce	353.7	254.7	222.0	182.8	255.3
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	448.2	460.2	495.6
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.5	47.3	46.9	53.3	59.9
<b>EBITDA</b>	<b>76.3</b>	<b>48.6</b>	<b>57.3</b>	<b>49.3</b>	<b>69.7</b>
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
<b>EBIT</b>	<b>74.1</b>	<b>46.4</b>	<b>54.9</b>	<b>46.0</b>	<b>66.5</b>
Działalność deweloperska	42.5	12.7	8.6	6.0	22.4
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	36.7	36.4	40.5
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	11.3	9.9	8.3
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>56.6</b>	<b>32.0</b>	<b>43.6</b>	<b>36.1</b>	<b>58.1</b>
Podatek dochodowy	10.4	4.3	8.3	6.9	11.0
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>47.9</b>	<b>32.3</b>	<b>35.3</b>	<b>29.3</b>	<b>47.1</b>
<b>Rentowność operacyjna (%)</b>					
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	3.7%	3.2%	7.9%
Sprzedaż samochodów	6.6%	6.8%	6.9%	6.7%	6.9%
Najem	52.9%	49.7%	49.7%	49.7%	49.7%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 17. Marvipol: Bilans (PLNm)**

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>152.5</b>	<b>199.0</b>	<b>202.8</b>	<b>185.8</b>	<b>186.2</b>
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	65.0	28.0	28.4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>679.8</b>	<b>664.2</b>	<b>667.4</b>	<b>680.8</b>	<b>710.9</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	217.0	151.8	140.2
Należności	67.0	48.0	51.1	48.0	58.8
Zapasy	522.7	445.4	382.9	464.4	494.7
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	16.4	16.6	17.2
<b>Aktywa razem</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>870.2</b>	<b>866.6</b>	<b>897.1</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>292.9</b>	<b>326.1</b>	<b>352.2</b>	<b>364.2</b>	<b>388.5</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>225.7</b>	<b>254.8</b>	<b>287.5</b>	<b>235.6</b>	<b>218.6</b>
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
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>313.7</b>	<b>282.3</b>	<b>230.5</b>	<b>266.7</b>	<b>289.9</b>
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	10.9	10.9	10.9
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	145.3	139.6	162.4
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	74.3	116.3	116.7
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>870.2</b>	<b>866.6</b>	<b>897.1</b>
Dług brutto	279.7	254.0	242.8	190.9	173.9
Dług netto	196.1	98.7	25.7	39.1	33.8

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 18. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)**

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>148.4</b>	<b>133.0</b>	<b>101.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>39.8</b>
Zysk netto	47.9	32.3	35.3	29.3	47.1
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	3.3	3.3
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	62.1	-32.3	-9.6
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	73.9	-71.6	-22.0
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-3.0	3.1	-10.9
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-8.7	36.2	23.2
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	1.8	-0.3	-1.0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0.1</b>	<b>-20.0</b>	<b>-8.2</b>	<b>13.9</b>	<b>-3.3</b>
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
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-98.4</b>	<b>-41.3</b>	<b>-31.7</b>	<b>-78.9</b>	<b>-48.1</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-4.6	-8.6	-11.4
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-11.3	-51.8	-17.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-8.6	-11.4
Pozostałe	-19.0	-13.8	-11.3	-9.9	-8.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	217.0	151.8
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	61.6	-65.2	-11.6
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>83.6</b>	<b>155.4</b>	<b>217.0</b>	<b>151.8</b>	<b>140.2</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 19. Marvipol: Założenia segmentu motoryzacyjnego (PLNm)**

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Sprzedaż (Jaguar)	189	291	524	602	663
wzrost r/r (%)	13%	54%	80%	15%	10%
Sprzedaż (Land Rover)	929	977	1,182	1,241	1,303
wzrost r/r (%)	19%	5%	21%	5%	5%
<b>Razem (liczba sztuk)</b>	<b>1,118</b>	<b>1,268</b>	<b>1,706</b>	<b>1,844</b>	<b>1,966</b>
wzrost r/r (%)	15%	13%	35%	8%	7%
<b>Przychody (PLNm), w tym</b>	<b>333</b>	<b>412</b>	<b>527</b>	<b>541</b>	<b>582</b>
Przychody ze sprzedaży samochodów	293	311	397	408	440
Przychody z tytułu usług,	40	101	129	133	143
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów	14%	32%	32%	32%	32%
Średnia cena samochodu (PLN)	261,789	245,268	233,005	221,354	223,568
Zmiana średniej ceny r/r (%)	-6%	-6%	-5%	-5%	1%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

## Załącznik 2: Portfel projektów mieszkaniowych

**Tabela 20. Marvopol: Portfel projektów mieszkaniowych**

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja		Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)	
					2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p		
<b>Projekty zakończone</b>															
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%
<b>Projekty w realizacji</b>															
Central Park IB	440	25,000	2014	-	2016	103	0	0	374	66	0	136.0	24.0	0.0	26%
Central Park IIA	247	13,500	2015	-	2017	129	62	0	0	247	0	0.0	85.1	0.0	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	9,113	2016	-	2018	60	90	40	0	0	190	0.0	0.0	51.0	21%
Bemowo Residence	104	4,856	2016	-	2018	40	64	0	0	0	94	0.0	0.0	27.5	22%
<b>Projekty planowane</b>															
Central Park III	374	17,824	2016	-	2018	90	160	110	0	0	360	0.0	0.0	106.4	22%
Kanał Żerański II	212	10,600	2017	-	2018	20	80	60	0	0	160	0.0	0.0	44.8	21%
Modzelewskiego	47	3,093	2017	-	2018	0	30	17	0	0	42	0.0	0.0	27.8	23%
Topiel	56	2,800	2017	-	2019	0	40	16	0	0	0	0.0	0.0	0.0	23%
Central Park IV	464	25,988	2017	-	2019	0	80	100	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	22%
Central Park V	248	11,681	2018	-	2019	0	0	90	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Kanał Żerański IV	290	14,500	2018	-	2019	0	0	90	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Projekt	198	9,900	2018	-	2019	0	0	80	0	0	0	0.0	0.0	0.0	27%
Okęcie	72	3,400	2018	-	2020	0	0	35	0	0	0	0.0	0.0	0.0	28%
Lizbońska	290	14,500	2018	-	2020	0	0	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Nowy projekt	100	5,500	2018	-	2020	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
					666	821	816	548	545	904	225.8	183.6	275.2		

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM



**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") 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 DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR DM NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR DM 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 DM, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM 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 odesła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM 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 DM) 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 DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM 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 DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW. VESTOR DM 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 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 DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrazonego 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 napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożen, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓLPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ – EMITENT WPROWADZAŁ POPRAWKI/ZMIANY DO CZĘŚCI OPISOWEJ. INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCNEN/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 DM.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI POPRZECZ Prowadzenie ewidencji obligacji serii O I P. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY OTRZYMYWAĆ WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER ORAZ W ZAKRESIE OPISANYM POWYŻEJ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH TRANSAKCYJ Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUżyć ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

Vestor DM nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Vestor DM nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu. Vestor DM nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

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

Vestor DM 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 DM 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 DM 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.

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

Vestor DM 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 DM 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 stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę. Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

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

Vestor DM 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.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 4 rekomendacje kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 4 rekomendacji Redukuj oraz 1 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 5 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 33 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego 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 DM, 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 DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, 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 logo użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor DM lub jego podmiotów powiązanych. Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

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

Copyright © 2016 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;

Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;

Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:

system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;

nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;

Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;

Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;

Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnić nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

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 DM 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 DM korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

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

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

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

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

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (15% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (70% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (15% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

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

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

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

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgową

BV - wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

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

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE - zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE - koszt kapitału własnego

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

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

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

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

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

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

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na g	Rekomendacja	Time
Sfinks	2015-09-01	Piotr Raciborski	5.3	3.8	Brak	12M
DTP	2015-09-02	Michał Fidelus	6.4	4.5	Brak	12M
Impel	2015-09-03	Piotr Raciborski	41.0	29.3	Brak	12M
Vantage	2015-09-04	Marek Szymański	3.7	2.7	Brak	12M
OT Logistics	2015-09-10	Piotr Nawrocki	337.0	260.0	Brak	12M
Pekabex	2015-09-10	Piotr Nawrocki	13.4	10.5	Kupuj	12M
Kredyt Inkaso	2015-09-11	Michał Fidelus	34.0	30.5	Neutralnie	12M
JHM	2015-09-11	Marek Szymański	2.5	1.7	Brak	12M
Polwax	2015-09-14	Wojciech Woźniak	26.1	16.4	Brak	12M
Marvipol	2015-09-17	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
Immobile	2015-09-18	Piotr Raciborski	3.1	2.3	Brak	12M
Pharmena	2015-09-18	Beata Szparaga	20.0	18.7	Brak	12M
Polmed	2015-09-24	Michał Mordel	4.2	3.0	Brak	12M
Warimpex	2015-10-02	Marek Szymański	3.7	2.8	Brak	12M
Altus	2015-10-09	Michał Fidelus	12.6	10.7	Kupuj	12M
Quercus	2015-10-09	Michał Fidelus	6.6	6.5	Neutralnie	12M
Dom Development	2015-10-27	Marek Szymański	53.0	53.0	Neutralnie	12M
LC Corp	2015-10-27	Marek Szymański	2.5	1.9	Kupuj	12M
Robyg	2015-10-27	Marek Szymański	3.0	2.5	Kupuj	12M
PKO BP	2015-10-28	Michał Fidelus	30.0	29.5	Neutralnie	12M
Pekao	2015-10-28	Michał Fidelus	170.0	155.1	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-10-28	Michał Fidelus	302.0	318.0	Redukuj	12M
mBank	2015-10-28	Michał Fidelus	323.0	370.1	Sprzedaj	12M
ING	2015-10-28	Michał Fidelus	138.0	125.3	Akumuluj	12M
Handlowy	2015-10-28	Michał Fidelus	91.0	83.0	Akumuluj	12M
Millennium	2015-10-28	Michał Fidelus	6.3	6.2	Neutralnie	12M
Getin Noble	2015-10-28	Michał Fidelus	0.74	0.85	Sprzedaj	12M
Alior Bank	2015-10-28	Michał Fidelus	85.0	83.3	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2015-11-02	Piotr Nawrocki	60.0	66.4	Redukuj	12M
KGHM	2015-11-04	Piotr Nawrocki	107.0	92.0	Kupuj	12M
Selvita	2015-11-04	Beata Szparaga	24.0	22.5	Brak	12M
AAT Holding	2015-11-06	Wojciech Woźniak	31.3	22.0	Kupuj	12M
Arteria	2015-11-10	Piotr Raciborski	23.3	14.9	Brak	12M
Alior Bank	2015-11-12	Michał Fidelus	83.0	75.5	Akumuluj	12M
Impel	2015-11-17	Piotr Raciborski	38.0	26.0	Brak	12M
DTP	2015-11-19	Michał Fidelus	6.4	4.2	Brak	12M
Polmed	2015-11-23	Michał Mordel	4.1	3.0	Brak	12M
PKN Orlen	2015-11-27	Beata Szparaga	83.0	68.9	Kupuj	12M
Lotos	2015-11-27	Beata Szparaga	34.0	28.9	Akumuluj	12M
Vigo	2015-12-04	Piotr Nawrocki	306.0	249.0	Brak	12M
Marvipol	2015-12-09	Marek Szymański	10.5	5.8	Brak	12M
PKO BP	2015-12-11	Michał Fidelus	28.6	25.8	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-12-11	Michał Fidelus	288.0	268.7	Neutralnie	12M
mBank	2015-12-11	Michał Fidelus	318.0	313.3	Neutralnie	12M
Millennium	2015-12-11	Michał Fidelus	5.8	5.2	Kupuj	12M
Getin Noble	2015-12-11	Michał Fidelus	0.60	0.56	Neutralnie	12M
PGNIG	2015-12-16	Beata Szparaga	4.6	5.0	Redukuj	12M
Sfinks	2015-12-18	Piotr Raciborski	5.3	3.9	Brak	12M
The Farm 51	2015-12-21	Michał Mordel	17.9	12.7	Brak	12M
OT Logistics	2015-12-29	Piotr Nawrocki	275.0	166.0	Brak	12M
PKO BP	2016-01-11	Michał Fidelus	27.0	25.7	Neutralnie	12M
Pekao	2016-01-11	Michał Fidelus	148.0	133.5	Akumuluj	12M
BZWBK	2016-01-11	Michał Fidelus	269.0	260.1	Neutralnie	12M
mBank	2016-01-11	Michał Fidelus	302.0	295.8	Neutralnie	12M
ING	2016-01-11	Michał Fidelus	123.0	116.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-01-11	Michał Fidelus	74.0	67.6	Akumuluj	12M
Millennium	2016-01-11	Michał Fidelus	5.6	5.5	Neutralnie	12M
Getin Noble	2016-01-11	Michał Fidelus	0.60	0.57	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-01-11	Michał Fidelus	71.0	62.5	Kupuj	12M
KGHM	2016-01-12	Piotr Nawrocki	63.0	53.0	Akumuluj	12M
Vigo	2016-01-12	Piotr Nawrocki	279.0	229.0	Brak	12M
Serinus	2016-01-14	Beata Szparaga	2.6	1.6	Kupuj	12M
Pekabex	2016-01-14	Piotr Nawrocki	14.0	10.3	Kupuj	12M
KGHM	2016-02-08	Piotr Nawrocki	64.0	62.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-02-09	Michał Fidelus	75.0	78.0	Redukuj	12M
Kredyt Inkaso	2016-02-16	Michał Fidelus	27.8	21.8	Kupuj	12M
PGNIG	2016-02-18	Beata Szparaga	4.4	5.2	Sprzedaj	12M
Sfinks	2016-03-01	Piotr Raciborski	5.0	4.3	Brak	12M
PGNIG	2016-03-07	Beata Szparaga	4.4	4.8	Redukuj	12M
Kruk	2016-03-08	Michał Fidelus	204.0	189.0	Neutralnie	12M
KGHM	2016-03-09	Piotr Nawrocki	68.0	73.0	Redukuj	12M
Selvita	2016-03-10	Beata Szparaga	26.0	21.2	Brak	12M
Bumech	2016-03-16	Wojciech Woźniak	1.1	0.68	Brak	12M
mBank	2016-03-17	Michał Fidelus	317.0	354.0	Sprzedaj	12M
Polwax	2016-03-23	Wojciech Woźniak	26.1	17.6	Brak	12M
Impel	2016-03-31	Piotr Raciborski	32.5	27.8	Brak	12M
JHM	2016-03-31	Marek Szymański	2.3	1.2	Brak	12M
Vantage	2016-04-01	Marek Szymański	4.1	2.6	Brak	12M
K2 Internet	2016-04-01	Adam Siniarski	29.2	19.7	Brak	12M
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga	27.0	22.9	Brak	12M
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus	148.0	158.0	Redukuj	12M
Marvipol	2016-04-12	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus	28.0	26.3	Neutralnie	12M
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus	147.0	160.6	Redukuj	12M
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus	304.0	288.0	Neutralnie	12M
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus	316.0	331.7	Redukuj	12M
ING	2016-04-21	Michał Fidelus	135.0	121.8	Akumuluj	12M
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus	73.0	82.1	Sprzedaj	12M
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus	5.3	5.5	Redukuj	12M
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus	0.58	0.54	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus	74.0	69.8	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki	37.0	44.0	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga	76.0	70.0	Neutralnie	12M
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga	33.0	28.9	Akumuluj	12M
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański	3.0	1.4	Brak	12M
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański	22.5	15.0	Brak	12M

Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus	73.0	72.0	Neutralnie	12M
Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański	3.8	2.5	Brak	12M
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki	275.0	220.0	Brak	12M
Altus	2016-05-24	Michał Fidelus	17.3	14.0	Kupuj	12M
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski	11.2	5.7	Brak	12M
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki	277.0	226.0	Brak	12M
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus	156.0	146.5	Neutralnie	12M
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański	10.5	6.9	Brak	12M
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus	293.0	333.4	Sprzedaj	12M
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki	36.0	33.0	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus	62.0	52.2	Kupuj	12M
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel	13.8	12.5	Brak	12M
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga	5.1	5.6	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga	72.0	65.7	Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański	3.7	2.9	Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański	59	54.0	Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus	293.0	310.8	Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki	22.9	14.0	Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus	142.0	139.9	Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał	50	54	Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus	6.2	5.2	Kupuj	12M
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał	43	46.3	Redukuj	12M

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