

- 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

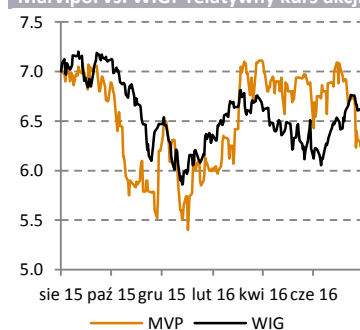
| Podstawowe informacje | |
|--------------------------------|-------|
| Cena docelowa (PLN) | 11.4 |
| Poprzednia cena docelowa (PLN) | 10.5 |
| Cena bieżąca (PLN) | 6.5 |
| Potencjał wzrostu/spadku | 75% |
| Min (52T) | 5.1 |
| Max (52T) | 7.7 |
| Liczba akcji (m) | 41.6 |
| Kapitalizacja (PLNm) | 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

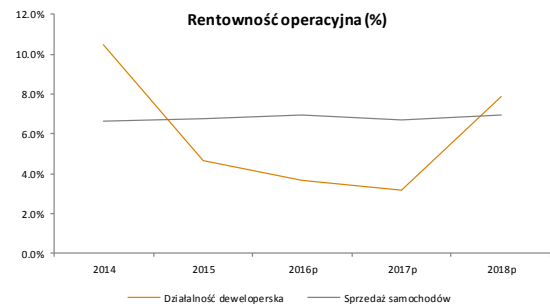
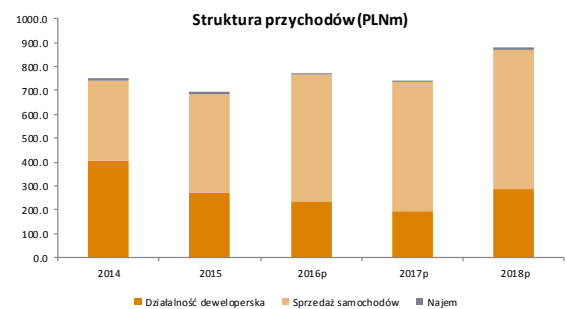
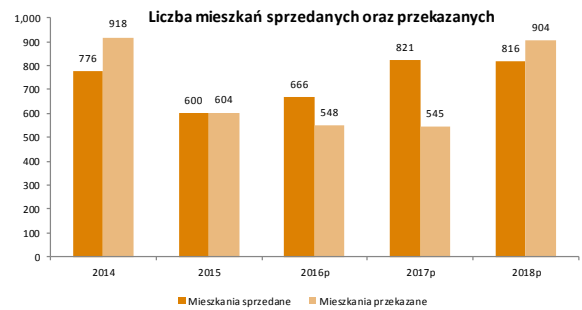
Marvipol

| Rachunek zysków i strat (PLNm) | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 750.2 | 694.2 | 772.1 | 742.3 | 877.2 |
| 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 |
| EBITDA | 76.3 | 48.6 | 57.3 | 49.3 | 69.7 |
| Amortyzacja | 2.2 | 2.2 | 2.4 | 3.3 | 3.3 |
| EBIT | 74.1 | 46.4 | 54.9 | 46.0 | 66.5 |
| 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 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 56.6 | 32.0 | 43.6 | 36.1 | 58.1 |
| Podatek dochodowy | 10.4 | 4.3 | 8.3 | 6.9 | 11.0 |
| Działalność zaniechana | 1.7 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zysk netto | 47.9 | 32.3 | 35.3 | 29.3 | 47.1 |
| Dynamiki wzrostu (%) | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
| Wzrost przychodów (%) | 48% | -7% | 11% | -4% | 18% |
| Wzrost EBIT (%) | 103% | -37% | 18% | -16% | 44% |
| Wzrost zysku netto (%) | 251% | -33% | 9% | -17% | 61% |
| Bilans (PLNm) | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
| Aktywa trwałe | 152.5 | 199.0 | 202.8 | 185.8 | 186.2 |
| 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 |
| Aktywa obrotowe | 679.8 | 664.2 | 667.4 | 680.8 | 710.9 |
| 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 |
| Aktywa razem | 832.3 | 863.2 | 870.2 | 866.6 | 897.1 |
| Kapitały własne | 292.9 | 326.1 | 352.2 | 364.2 | 388.5 |
| 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 | 230.5 | 266.7 | 289.9 |
| 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 |
| Zobowiązania i kapitały własne | 832.3 | 863.2 | 870.2 | 866.6 | 897.1 |
| Przepływy pieniężne (PLNm) | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 148.4 | 133.0 | 101.5 | -0.1 | 39.8 |
| 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 |
| 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 | -31.7 | -78.9 | -48.1 |
| 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 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec | 83.6 | 155.4 | 217.0 | 151.8 | 140.2 |
| 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 | 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 |
| Marża operacyjna (%) | 9.9% | 6.7% | 7.1% | 6.2% | 7.6% |
| 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% |
| Marża netto (%) | 6.4% | 4.7% | 4.6% | 3.9% | 5.4% |


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 |
| 12M cena docelowa (PLN) | 11.4 |
| 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 |
| Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm) | 236 |

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 |
| Wolne przepływy finansowe | 33.7 | 37.0 | -1.7 | 13.7 | 58.1 |
| 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 rezydualnym (%) | 0.0% | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 103 | | | | |
| Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm) | 214 | | | | |

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% |
| Koszt kapitału własnego | 13.4% | 11.2% |
| 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% |
| Koszt długu po podatku | 6.9% | 7.3% |
| % D | 44.5% | 19.9% |
| % E | 55.5% | 80.1% |
| WACC | 10.5% | 10.4% |

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 |
| Wartość bieżąca segment (EV, PLNm) | 258 | | | | |

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 |
| Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm) | 192 |

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 |
| Wolne przepływy finansowe | 39.9 | -27.0 | 35.4 | 30.3 | 29.2 | 27.3 | 26.6 | 26.3 | 26.0 | 25.7 |
| 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 | | | | | | | | | |
| Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm) | 216 | | | | | | | | | |

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% |
| Koszt kapitału własnego | 15.6% | 13.0% |
| 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% |
| Koszt długu po podatku | 6.9% | 7.3% |
| % D | 34.6% | 6.3% |
| % E | 65.4% | 93.7% |
| WACC | 12.6% | 12.6% |

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% | | | | | | | |
| Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm) | 168 | | | | | | | |

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 powstać mają 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).

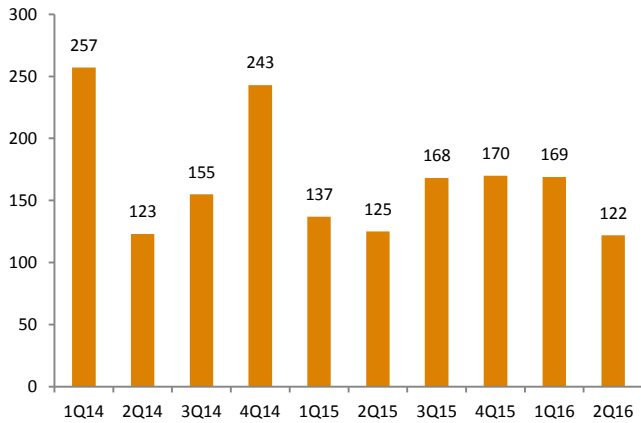
Tabela 15. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

| | 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

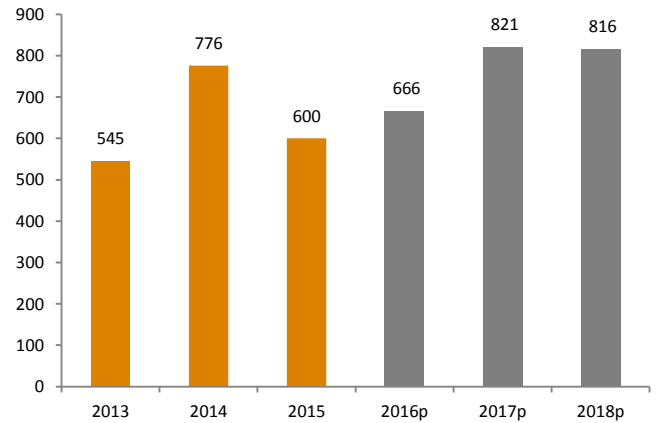
Załącznik 1: Założenia i prognozy

Wykres 1. Marvipol: Przesprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym



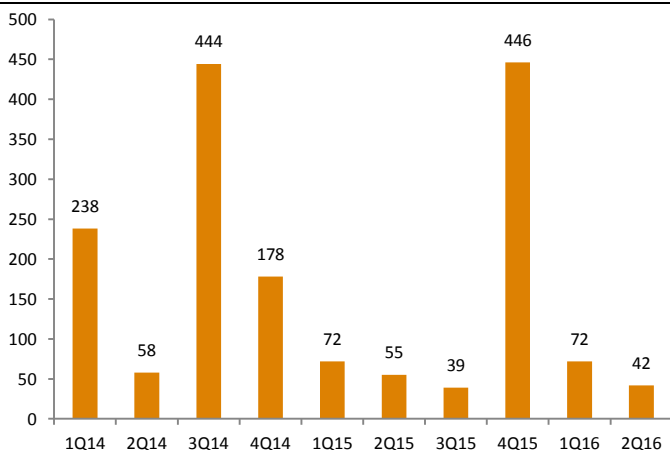
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Marvipol: Prognoza przesprzedaży mieszkań



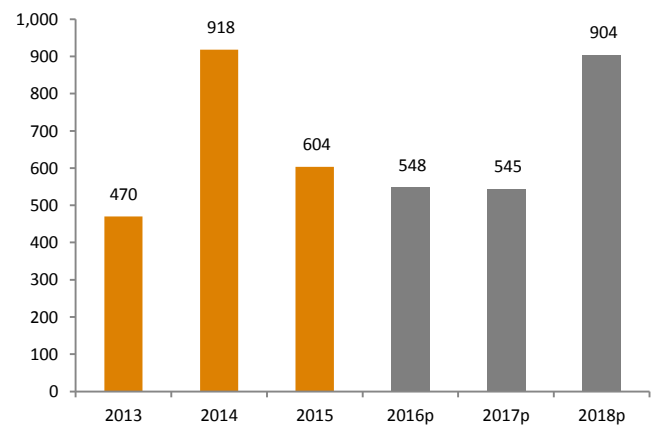
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 3. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym



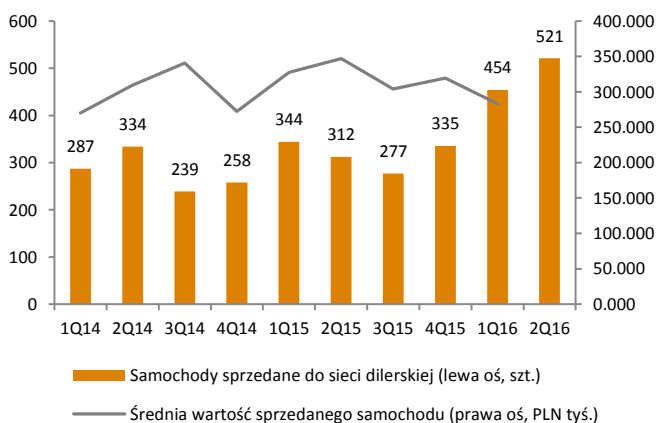
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Marvipol: Prognoza przekazania mieszkań



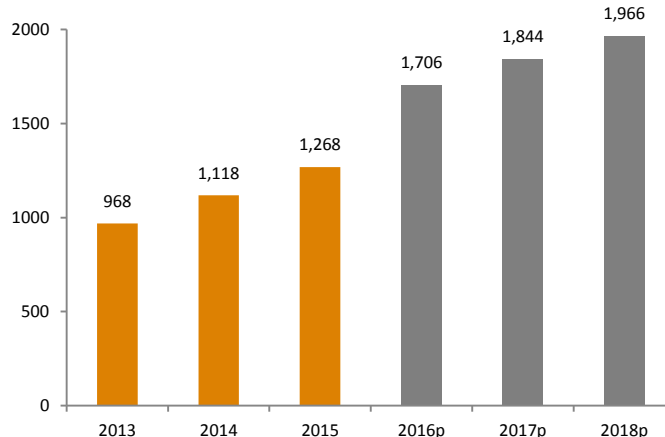
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 750.2 | 694.2 | 772.1 | 742.3 | 877.2 |
| 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 |
| EBITDA | 76.3 | 48.6 | 57.3 | 49.3 | 69.7 |
| Amortyzacja | 2.2 | 2.2 | 2.4 | 3.3 | 3.3 |
| EBIT | 74.1 | 46.4 | 54.9 | 46.0 | 66.5 |
| 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 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 56.6 | 32.0 | 43.6 | 36.1 | 58.1 |
| Podatek dochodowy | 10.4 | 4.3 | 8.3 | 6.9 | 11.0 |
| Działalność zaniechana | 1.7 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zysk netto | 47.9 | 32.3 | 35.3 | 29.3 | 47.1 |
| Rentowność operacyjna (%) | | | | | |
| 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 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 152.5 | 199.0 | 202.8 | 185.8 | 186.2 |
| 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 |
| Aktywa obrotowe | 679.8 | 664.2 | 667.4 | 680.8 | 710.9 |
| 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 |
| Aktywa razem | 832.3 | 863.2 | 870.2 | 866.6 | 897.1 |
| Kapitały własne | 292.9 | 326.1 | 352.2 | 364.2 | 388.5 |
| 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 | 230.5 | 266.7 | 289.9 |
| 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 |
| Zobowiązania i kapitały własne | 832.3 | 863.2 | 870.2 | 866.6 | 897.1 |
| 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 |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 148.4 | 133.0 | 101.5 | -0.1 | 39.8 |
| 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 |
| 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 | -31.7 | -78.9 | -48.1 |
| 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 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec | 83.6 | 155.4 | 217.0 | 151.8 | 140.2 |

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% |
| Razem (liczba sztuk) | 1,118 | 1,268 | 1,706 | 1,844 | 1,966 |
| wzrost r/r (%) | 15% | 13% | 35% | 8% | 7% |
| Przychody (PLNm), w tym | 333 | 412 | 527 | 541 | 582 |
| 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 | | |
| 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 | 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% |
| Projekty planowane | | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 odsyła 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 znajdującymi się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor 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.