

- Podwyższamy cenę docelową do PLN 14.0/akcję
- Prognozujemy zysk netto PLN 49.0m w 2016p oraz PLN 51.4m w 2017p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E na poziomie 9.1x w 2016p oraz 8.7x w 2017p.

## Dalsze perspektywy rozwoju segmentów

Pomimo ostatnich wzrostów kursu akcji (+66% YTD oraz +38% w ciągu ostatnich trzech miesięcy), wciąż dostrzegamy potencjał wzrostu dla kursu akcji Marvipolu. Do głównych czynników wzrostu w nadchodzących kwartałach zaliczamy: 1) wysoką dynamikę sprzedaży aut JLR (+65% r/r w 10M16) przy utrzymaniu wysokich rentowności, 2) potencjał segmentu mieszkaniowego związany ze zwiększaniem oferty (plan uruchomienia sprzedaży ok. 700 lokali w 2017p), 3) kontynuacja współpracy z Panattoni (możliwa sprzedaż Panattoni Park Warsaw oraz realizacja inwestycji w Grodzisku Maz. i w aglomeracji śląskiej), 4) zamknięcie transakcji sprzedaży Prosta Tower (szacujemy ok. PLN 13m zysku oraz ok. PLN 55m wpływu gotówki netto), 5) ogłoszenie polityki dywidendowej (oczekujemy DY 3.5% w 2017p), 6) postępy prac nad procesem wydzielenia (spółka oczekuje zamknięcia procesu w połowie 2017r.). W oparciu o wyniki zaraportowane za 9M16 oraz perspektywy rozwoju działalności obu segmentów podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 35.3m do PLN 49.0m w 2016p oraz z PLN 29.3m do PLN 51.4m w 2017p. Podnosimy wycenę segmentu deweloperskiego do PLN 203m (PLN 4.9/akcję, +4%), segmentu motoryzacyjnego do PLN 257m (PLN 6.2/akcję, +37%) oraz segmentu najmu do PLN 64m (PLN 1.5/akcję, +52%). Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową z PLN 11.4/akcję do PLN 14.0/akcję.

**Dynamiczny wzrost sprzedaży aut JLR.** W okresie 10M16 spółka zaraportowała sprzedaż 1,723 aut JLR (+65% r/r), w tym 1,210 Land Rover oraz 513 Jaguar. W rezultacie prognozujemy sprzedaż 1,970 aut w 2016p. Z kolei w 2017p oczekujemy wzrostu sprzedaży o 9% r/r do 2,139 aut m.in. dzięki premierom Discovery 5 oraz Range Rover Coupe.

**Perspektywy działalności deweloperskiej.** Na koniec 3Q16 spółka posiadała ofertę na blisko 500 lokali oraz bank ziemi pozwalający na realizację blisko 2,300 lokali. W rezultacie prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 603 lokali w 2016p oraz 719 lokali w 2017p. Dodatkowo zwracamy uwagę na potencjał generacji zysku ze sprzedaży biurowca Prosta Tower (szacujemy zysk na poziomie ok. PLN 13m przy założeniu ceny transakcji PLN 118m) oraz realizacji projektów logistyczno-magazynowych we współpracy z Panattoni (prognozujemy zysk z inwestycji na poziomie PLN 3.6m w 2016p i PLN 8.3m w 2017p).

**Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 49.0m w 2016p oraz PLN 51.4m w 2017p.** Dzięki wyższej prognozie sprzedaży aut JLR oraz uwzględnieniu zysku ze sprzedaży Prosta Tower i zysku na inwestycjach z Panattoni podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 49.0m w 2016p oraz PLN 51.4m w 2017p (vs. odpowiednio PLN 35.3m i PLN 29.3m poprzednio).

**Podwyższamy wycenę do PLN 14.0/akcję.** Mając na uwadze dynamiczny rozwój segmentu motoryzacyjnego, potencjalną sprzedaż Prosta Tower oraz realizację kolejnych inwestycji we współpracy z Panattoni podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 14.0/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na wskaźniku P/E na poziomie 9.1x w 2016p oraz 8.7x w 2017p. Szacujemy DPS na poziomie PLN 0.37 w 2017p (DY 3.5%).

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	826.0	786.9	911.4
EBIT (PLNm)	74.1	46.4	75.8	75.8	80.1
Zysk netto (PLNm)	47.9	32.3	49.0	51.4	57.1
P/E (x)	9.3	13.8	9.1	8.7	7.8
EV/EBITDA (x)	8.4	11.2	7.1	5.9	5.3
P/BV (x)	1.5	1.4	1.2	1.2	1.1
DY (%)	0.0%	0.0%	1.0%	3.5%	4.2%

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

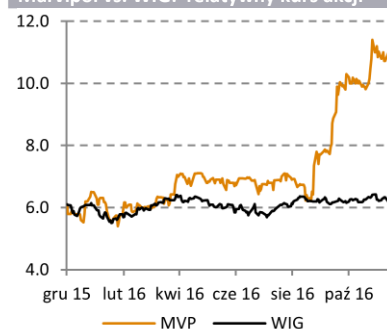
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	14.0
Poprzednia cena docelowa (PLN)	11.4
Cena bieżąca (PLN)	10.7
Potencjał wzrostu/spadku	31%
Min (52T)	5.1
Max (52T)	11.5
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitałizacja (PLNm)	445.0
Dług netto (2Q16, PLNm)	105.7
EV (PLNm)	550.7
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	299.8

Akcjonariat	%
Książek Holding	66.0
Mariusz Książek	5.0
Pioneer Pekao IM	5.6
PZU TFI	5.2
NN OFE	5.0
Pozostali	13.3

### 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

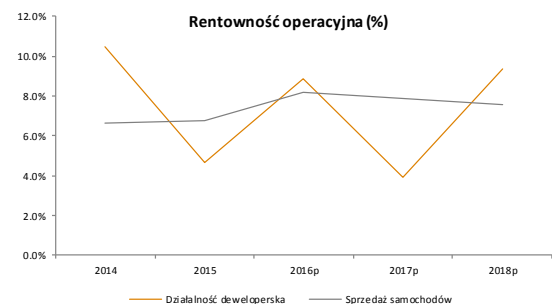
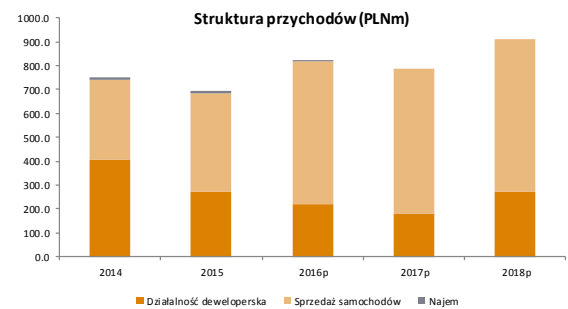
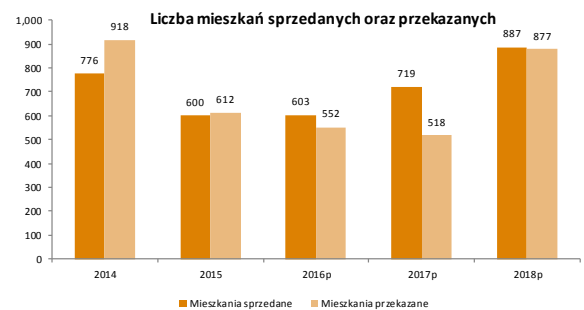
## Marvipol

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody</b>	<b>750.2</b>	<b>694.2</b>	<b>826.0</b>	<b>786.9</b>	<b>911.4</b>
Działalność deweloperska	407.0	272.1	222.5	178.0	272.0
Sprzedaż samochodów	335.1	414.0	594.2	609.0	639.4
Najem	8.1	8.0	6.0	0.0	0.0
Usługi obce	353.7	254.7	209.0	154.1	226.1
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	496.5	517.6	546.7
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.3	53.0	51.8	62.0	66.9
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	-0.2	5.7	7.0	22.5	8.3
<b>EBITDA</b>	<b>76.3</b>	<b>48.6</b>	<b>78.0</b>	<b>77.4</b>	<b>82.1</b>
Amortyzacja	2.2	2.2	2.2	1.7	2.0
<b>EBIT</b>	<b>74.1</b>	<b>46.4</b>	<b>75.8</b>	<b>75.8</b>	<b>80.1</b>
Działalność deweloperska	42.5	12.7	19.6	7.0	25.4
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	49.1	47.9	48.1
Najem	4.3	4.0	1.5	0.0	0.0
Pozostałe	-0.2	2.7	5.6	20.9	6.6
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	15.4	12.3	9.6
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>56.6</b>	<b>32.0</b>	<b>60.4</b>	<b>63.5</b>	<b>70.5</b>
Podatek dochodowy	10.4	4.3	11.4	12.1	13.4
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>49.0</b>	<b>51.4</b>	<b>57.1</b>
<b>Dynamiki wzrostu (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Wzrost przychodów (%)	48%	-7%	19%	-5%	16%
Wzrost EBIT (%)	103%	-37%	64%	0%	6%
Wzrost zysku netto (%)	251%	-33%	51%	5%	11%
<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>246.6</b>	<b>125.9</b>	<b>95.8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	64.2	49.4	59.5
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	1.3	1.3	1.3
Nieruchomości i inwestycyjne	76.1	78.7	81.0	7.5	7.5
Inne aktywa trwałe	18.7	66.3	100.1	67.6	27.5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>679.8</b>	<b>664.2</b>	<b>631.9</b>	<b>708.0</b>	<b>796.8</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	132.1	139.1	166.8
Należności	67.0	48.0	53.9	50.4	60.7
Zapasy	522.7	445.4	432.2	504.7	555.1
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	13.7	13.9	14.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>878.5</b>	<b>833.9</b>	<b>892.6</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>292.9</b>	<b>326.1</b>	<b>365.9</b>	<b>386.3</b>	<b>405.6</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>274.7</b>	<b>185.6</b>	<b>188.6</b>
Dług długoterminowy	187.7	199.0	231.9	142.8	145.8
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	42.8	42.8	42.8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>313.7</b>	<b>282.3</b>	<b>237.9</b>	<b>262.0</b>	<b>298.3</b>
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	10.9	10.9	10.9
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	155.2	151.8	173.0
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	71.8	99.3	114.5
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>878.5</b>	<b>833.9</b>	<b>892.6</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>67.5</b>	<b>20.2</b>	<b>43.7</b>
Zysk netto	47.9	32.3	49.0	51.4	57.1
Amortyzacja	2.2	2.2	2.2	1.7	2.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	17.6	-32.5	-14.7
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	28.6	-60.2	-40.8
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-5.8	3.5	-10.3
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-5.2	24.1	36.3
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	-1.3	-0.3	-0.7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0.1</b>	<b>-20.0</b>	<b>-54.9</b>	<b>119.2</b>	<b>28.4</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-55.8	45.7	28.4
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	0.9	73.5	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-98.4</b>	<b>-41.3</b>	<b>-35.8</b>	<b>-132.4</b>	<b>-44.4</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-4.6	-15.5	-18.9
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-11.2	-89.1	3.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-15.5	-18.9
Pozostałe	-19.0	-13.8	-15.4	12.3	-9.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	132.1	139.1
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	-23.2	7.0	27.7
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>83.6</b>	<b>155.4</b>	<b>132.1</b>	<b>139.1</b>	<b>166.8</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	153.7	156.7
Dług netto	196.1	98.7	110.7	14.6	-10.1
Dług netto/EBITDA (x)	2.6	2.0	1.4	0.2	-0.1
Dług netto/aktywa (x)	0.24	0.11	0.13	0.02	-0.01
Dług netto/kapitały własne (x)	0.67	0.30	0.30	0.04	-0.02
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.4	3.2	4.9	6.2	8.3

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	9.3	13.8	9.1	8.7	7.8
EV/EBITDA (x)	8.4	11.2	7.1	5.9	5.3
P/BV (x)	1.52	1.36	1.22	1.15	1.10
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	1.0%	3.5%	4.2%

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	1.18	1.24	1.37
Wartość księgowa na akcję (PLN)	7.0	7.85	8.8	9.3	9.8
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.11	0.37	0.45

Główne założenia	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Mieszkania sprzedane	776	600	603	719	887
Mieszkania przekazane	918	612	552	518	877
Liczba sprzedanych aut	1,118	1,268	1,970	2,139	2,246
<b>Marża operacyjna (%)</b>	<b>9.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.6%</b>	<b>8.8%</b>
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	8.8%	3.9%	9.3%
Sprzedaż samochodów	6.6%	6.8%	8.2%	7.9%	7.5%
Najem	52.9%	49.7%	25.4%	0.0%	0.0%
<b>Marża netto (%)</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.3%</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%	5.9%	6.5%	6.3%
Wskaźnik rotacji majątku	0.90	0.80	0.94	0.94	1.02
Dźwignia finansowa	2.84	2.65	2.40	2.16	2.20
ROE	16.4%	9.9%	13.4%	13.3%	14.1%

## Podsumowanie inwestycyjne

Od początku roku kurs akcji spółki Marvipol wzrósł o 66%, podczas gdy w ciągu ostatnich trzech miesięcy wzrost ten wyniósł 38%. Mimo to wciąż dostrzegamy potencjał wzrostu dla spółki zwracając szczególną uwagę na: 1) wysoką dynamikę sprzedaży aut JLR (+65% r/r w 10M16) przy utrzymaniu wysokich rentowności, 2) potencjał segmentu mieszkaniowego związany z wprowadzaniem do oferty kolejnych inwestycji (plan uruchomienia sprzedaży blisko 700 lokali w 2017p), 3) kontynuacja współpracy z Panattoni (możliwa sprzedaż Panattoni Park Warsaw oraz realizacja inwestycji w Grodzisku Mazowieckim i w aglomeracji śląskiej), 4) zamknięcie transakcji sprzedaży biurowca Prosta Tower (szacujemy ok. PLN 13m zysku oraz ok. PLN 55m wpływu gotówki netto), 5) ogłoszenie polityki dywidendowej (oczekujemy DY 3.5% w 2017p), 6) postępy prac nad procesem wydzielenia (spółka oczekuje zamknięcia procesu w połowie 2017r.). W oparciu o wyniki zaraportowane za 9M16 oraz perspektywy rozwoju działalności obu segmentów podwyższamy naszą prognozę zysku netto z PLN 35.3m do PLN 49.0m w 2016p oraz z PLN 29.3m do PLN 51.4m w 2017p. Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową z PLN 11.4/akcję do PLN 14.0/akcję.

**Obniżamy prognozę przedsprzedaży o 9% w 2016p oraz o 12% w 2017p...** Ze względu na opóźnienia w rozpoczęciu realizacji projektów Bemowo Residence oraz Riviera Park oraz aktualizując harmonogram realizacji kolejnych inwestycji mieszkaniowych obniżamy naszą prognozę przedsprzedaży na 2016p o 9% do 603 lokali (w okresie 10M16 spółka odnotowała przedsprzedaż na poziomie 475 lokali). Wsparcie dla przedsprzedaży w kolejnych kwartałach będzie stanowić bank ziemi pozwalający na realizację blisko 2,300 lokali (stan na koniec października br.), przy czym w naszych prognozach zakładamy wprowadzenie do oferty czterech inwestycji na łącznie blisko 700 mieszkań w 2017p, co pozwoli naszym zdaniem na zwiększenie przedsprzedaży do 719 lokali (obniżenie prognozy o 12%).

**...pozostawiając prognozy przekazania bez zmian.** W okresie 9M16 spółka przekazała 494 lokale, przy czym znaczącą część przekazania (74%) stanowił projekt Central Park Ursynów IB, w którym przekazania spółka rozpoczęła w 3Q16. W rezultacie prognozuje przekazanie 552 lokali w 2016p. Zgodnie z harmonogramem realizowanych inwestycji, w 2017p zakładamy zakończenie realizacji etapów CPU IIA oraz IIB (łącznie 532 lokale), co powinno przełożyć się na przekazanie 518 lokali w 2017p (obniżenie prognozy o 5%). Jednocześnie zwracamy uwagę, że w oparciu o przyjęte przez nas założenia dotyczące terminów realizacji projektów mieszkaniowych, oczekujemy że w 2018r. spółka zakończy realizację 6 inwestycji na łącznie blisko 1,200 lokali, co powinno skutkować skokowym wzrostem przekazania do 877 lokali.

**Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR do 1,970 aut w 2016p oraz 2,139 w 2017p.** W okresie 10M16 spółka sprzedała 1,723 auta JLR (+65% r/r), z czego 1,210 aut Land Rover oraz 513 aut Jaguar. W oparciu o dane sprzedażowe za okres 10M16 prognozujemy, że w skali całego 2016r. spółka zaraportuje sprzedaż 1,970 aut JLR (podwyższenie prognozy o 15% z 1,706 aut), w tym 1,417 aut Land Rover (+45% r/r) oraz 553 auta Jaguar (+90% r/r). Z kolei w 2017r. podwyższamy prognozę sprzedaży aut z 1,844 do 2,139 (+9% r/r, podwyższenie prognozy o 16%). Oczekujemy, że wsparcie dla sprzedaży w 2017r. będą mieć przede wszystkim premiery modeli Discovery 5 (premiera marzec 2017) oraz Range Rover Coupe (sierpień 2017), jak również dalsze wzrosty sprzedaży modeli Jaguara XE oraz F-Pace. Zwracamy uwagę, że spółka obecnie zakłada sprzedaż ok. 1,900 -2,000 aut w 2016r. oraz dwucyfrowy wzrost r/r sprzedaży w 2017r. W rezultacie podwyższamy prognozę przychodów segmentu motoryzacyjnego o 12% do PLN 594.2m w 2016p oraz o 12% do PLN 609.0m w 2017p.

**Rozwój segmentu nieruchomości magazynowo-logistycznych.** Dnia 14.11.2016 spółka podpisała list intencyjny dotyczący transakcji sprzedaży projektu magazynowo-logistycznego Panattoni Park Warsaw w pobliżu węzła Konotopa. Spółka oczekuje podpisania przedwstępnej umowy sprzedaży w 1H17. Dotychczas z tytułu inwestycji spółka rozpoznała PLN 6.7m zysku (nasza prognoza zakłada PLN 13.6m zysku z inwestycji). Jednocześnie spółka jest w trakcie realizacji kolejnej inwestycji we współpracy z Panattoni w gminie Grodzisk Mazowiecki (całkowita powierzchnia użytkowa ponad 70tys. mkw.) oraz podpisała list intencyjny dotyczący wspólnej realizacji projektu magazynowo-logistycznego na terenie aglomeracji śląskiej.

**Potencjalna sprzedaż biurowca Prosta Tower.** Dnia 16.11.2016 spółka podpisała umowę przedwstępną dotyczącą sprzedaży projektu biurowego Prosta Tower po wartości ok. EUR 26.7m (ok. PLN 118m). Przy wartości księgowej na koniec 3Q16 na poziomie blisko PLN 100m, oczekujemy zysku ze sprzedaży na poziomie ok. PLN 13m oraz wpływ gotówki netto w wysokości ok. PLN 55m.

**Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 49.0m i PLN 51.4m odpowiednio w latach 2016-17p.** W okresie 9M16 spółka zaraportowała przychody w wysokości PLN 675.6m (+63% r/r), EBIT PLN 70.2m (vs. PLN 21.9m rok wcześniej) oraz zysk netto PLN 47.3m (vs. PLN 9.7m rok wcześniej). Ze względu na podwyższenie prognozy sprzedaży aut JLR, wyższą oczekiwaną rentowność operacyjną obu segmentów oraz uwzględnienie w prognozach transakcji sprzedaży biurowca Prosta Tower oraz realizacji projektu magazynowo-logistycznego w gminie Grodzisk Mazowiecki podwyższamy naszą prognozę zysku netto z PLN 35.3m do PLN 49.0m w 2016p oraz z PLN 29.3m do PLN 51.4m w 2017p.

**Oczekujemy stopy dywidendy na poziomie 3.5% w 2017p.** Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, dnia 21.11.2016 spółka przedstawiła politykę dywidendową do 2020r. Według jej założeń spółka planuje wypłatę 40% skonsolidowanego zysku netto segmentu motoryzacyjnego za 2016r. oraz zwiększanie wskaźnika wypłaty dywidendy o 10pp do roku do 80% zysku za rok 2020r. Z kolei w segmencie deweloperskim spółka oczekuje reinwestowania zysków za lata 2016-17 m.in. w realizację projektów oraz powiększanie banku ziemi. Jednocześnie po zamknięciu roku obrotowego 2018r, planowana jest analiza polityki dywidendowej części deweloperskiej. W oparciu o nasze prognozy, oczekujemy DPS na poziomie PLN 0.37/akcję w 2017p oraz PLN 0.45/akcję w 2018p, co implikuje DY odpowiednio w wysokości 3.5% i 4.2%.

**Proces spin-off.** Obecna strategia Marvipolu zakłada wydzielenie segmentów: deweloperskiego oraz motoryzacyjnego, które docelowo będą notowane na GPW. Spółka oczekuje zamknięcia procesu spin-off w połowie 2017r.

**Podwyższamy wycenę do PLN 14.0/akcję.** Mając na uwadze dynamiczny rozwój segmentu motoryzacyjnego, potencjalną sprzedaż Prosta Tower oraz realizację kolejnych inwestycji we współpracy z Panattoni podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 14.0/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na wskaźniku P/E na poziomie 9.1x w 2016p oraz 8.7x w 2017p.

## Wycena

Szacujemy wartość Marvipołu oddzielnie wyceniając segment mieszkaniowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą) oraz segment samochodowy (wycena metodą DCF oraz porównawczą). Wartość segmentu najmu ustalamy w oparciu o wartość potencjalnej sprzedaży biurowca zgodnie z przedwstępną umową. Podwyższamy cenę docelową Marvipołu z PLN 11.4/akcję do PLN 14.0/akcję.

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

+ Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)	242
+ Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)	261
+ Wartość bieżąca segmentu najmu (EV, PLNm)	118
- Dług netto (na koniec 4Q15, PLNm)	99
= Wartość kapitałów własnych (PLNm)	523
Liczba akcji (m)	41.6
Wartość bieżąca akcji (PLN)	12.6
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>14.0</b>
Cena rynkowa (PLN)	10.7
Potencjał wzrostu/spadku (%)	31%

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 242m.

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

Metoda DCF (50%, PLNm)	195
Metoda porównawcza (50%, PLNm)	289
<b>Wartość bieżąca segmentu mieszkaniowego (EV, PLNm)</b>	<b>242</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	222.5	178.0	272.0	325.2	390.4
Znorm. EBITDA	20.5	7.9	26.3	38.8	45.8
Znorm. EBIT	19.6	7.0	25.4	37.9	44.8
Podatek od EBIT	-3.7	-1.3	-4.8	-7.2	-8.5
NOPAT	15.9	5.7	20.6	30.7	36.3
Amortyzacja	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-22.4	-43.9	-7.8	-57.6	-12.9
Capex	-46.9	12.7	39.6	-0.9	-1.0
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>-52.6</b>	<b>-24.6</b>	<b>53.2</b>	<b>-26.9</b>	<b>23.5</b>
Czynnik dyskontowy (%)	99%	90%	81%	74%	67%
Wartość bieżąca FCF	-52.1	-22.1	43.2	-19.8	15.6
Wartość bieżąca FCF 2016-2020p	-35				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	230				
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>195</b>				

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	2016-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	2.0	1.5
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>13.4%</b>	<b>11.4%</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%	22.8%
% E	55.5%	77.2%
<b>WACC</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.5%</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%	184	179	175	171	167
	-0.5%	194	189	185	180	176
	0.0%	205	200	195	191	186
	0.5%	217	212	207	202	197
	1.0%	230	225	220	215	210

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		
			2016p	2017p	2018p
Dom Development	56.0	1,388	1.49	1.48	1.48
LC Corp	2.0	895	0.64	0.58	0.52
Robyg	3.0	779	1.44	1.37	1.30
Ronson	1.4	370	0.78	0.75	0.71
Vantage Development	3.0	185	0.53	0.50	0.47
JHM Development	1.2	84	0.27	0.26	0.26
Mediana			0.71	0.67	0.61
Marvipol (segment mieszkaniowy)	10.7	445.0	1.47	1.49	1.42
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			374	274	221
<b>Wartość bieżąca segment (EV, PLNm)</b>	<b>289</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. Wyceniamy wartość segmentu (EV) na PLN 261m.

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

Metoda DCF (50%, PLNm)	312
Metoda porównawcza (50%, PLNm)	210
<b>Wartość bieżąca segmentu samochodowego (EV, PLNm)</b>	<b>261</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Przychody	599.5	609.0	639.4	652.2	663.5	670.1	676.8	683.6	690.4	697.3
Znorm. EBITDA	49.8	48.6	49.1	50.0	47.5	47.5	47.6	47.6	47.6	47.7
Znorm. EBIT	49.1	47.9	48.1	49.1	46.5	46.6	46.6	46.7	46.7	46.7
Podatek od EBIT	-9.3	-9.1	-9.1	-9.3	-8.8	-8.9	-8.9	-8.9	-8.9	-8.9
NOPAT	39.8	38.8	39.0	39.8	37.7	37.7	37.8	37.8	37.8	37.9
Amortyzacja	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Zmiany w kapitale obrotowym	24.9	-0.9	-16.5	-1.9	-1.4	-3.1	-3.2	-3.4	-3.6	-3.7
Capex	-11.8	-11.8	-11.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>53.6</b>	<b>26.8</b>	<b>12.4</b>	<b>37.9</b>	<b>36.2</b>	<b>34.6</b>	<b>34.5</b>	<b>34.4</b>	<b>34.2</b>	<b>34.1</b>
Czynnik dyskontowy (%)	99%	88%	78%	69%	62%	55%	49%	43%	38%	34%
Wartość bieżąca FCF	53.1	23.6	9.7	26.3	22.3	18.9	16.8	14.8	13.1	11.6
Wartość bieżąca FCF 2016-2025p	210									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	102									
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>312</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>13.1%</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%	8.0%
% E	65.4%	92.0%
<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%	319	312	305	298	291
	-0.5%	323	316	308	301	294
	0.0%	327	320	312	305	298
	0.5%	332	324	316	309	302
	1.0%	337	329	321	313	306

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 12. Marvipol: Wycena porównawcza segmentu samochodowego**

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Carmax Inc	58.7	47,014	22.5	19.4	18.0	16.6	10.8	18.8
Autonation Inc	45.4	19,296	11.2	11.3	10.6	9.9	7.3	7.1
Inchcape Plc	590.5	13,259	11.7	10.6	9.9	9.4	5.93	5.55
Penske Automotive Group Inc	51.5	18,461	14.1	13.1	12.2	11.8	8.5	9.1
Asbury Automotive Group	58.1	5,418	10.4	9.7	9.2	8.8	7.1	6.9
Group 1 Automotive Inc	74.2	6,669	10.4	10.1	9.7	9.7	4.3	7.4
D'leteren Sa/Nv	36.7	9,116	13.6	11.4	11.0	10.1	6.6	6.0
Lithia Motors Inc-Cl A	92.7	9,823	13.4	12.5	11.2	10.3	7.5	6.8
Sonic Automotive Inc-Class A	21.4	4,031	11.0	10.8	9.9	9.2	6.5	5.8
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	8.5	2,238	5.7	7.9	6.6	5.7	8.7	7.5
Lookers Plc	107.8	2,293	7.5	7.1	6.9	6.6	4.3	4.1
Bilia Ab-A Shs	197.5	4,651	17.6	14.5	13.7	13.3	7.7	6.8
Pendragon Plc	31.3	2,398	8.9	8.0	7.8	7.4	3.8	3.7
Mediana			11.2	10.8	9.9	9.7	7.1	6.8
Marvipol (segment samochodowy)	10.7	445	24.0	11.5	11.8	11.7	7.9	7.9
Implikowana wartość segmentu (PLNm)			212	365	311	312	356	333
Dyskonto do wyceny	25%							
<b>Wartość bieżąca segmentu (EV, PLNm)</b>	<b>210</b>							

Źródło: Szacunki Vestor DM

### Wycena segmentu najmu

Dnia 15.11.2016 spółka podpisała przedwstępną umowę sprzedaży projektu biurowego Prosta Tower. Wartość transakcji została ustalona na EUR 26.7m (ok. PLN 118m przy kursie EUR/PLN 4.4). Spółka oczekujemy finalizacji transakcji najpóźniej do 24.01.2017, jednak spółka nie wyklucza zamknięcia transakcji jeszcze w 2016r. W następstwie podpisanej przedwstępnej umowy podwyższamy wycenę projektu Prosta Tower do wartości transakcyjnej tj. PLN 118m z PLN 96m wcześniej.

## Ostatnie wydarzenia

---

### **Podpisanie umowy przedwstępnej dotyczącej sprzedaży Prosta Tower**

Dnia 16.11.2016 spółka podpisała umowę przedwstępną dotyczącą sprzedaży projektu biurowego Prosta Tower. Zgodnie z założeniami, najpóźniejszy termin zawarcia transakcji został ustalony na 24.01.2017 (przy założeniu spełnienia wszystkich warunków umownych). Łączna cena netto zostanie określona w umowie ostatecznej na podstawie wzoru, zgodnie z którym na dzień zawarcia umowy przedwstępnej wartość transakcji wyniosłaby EUR 26.7m (ok. PLN 118m). Zarząd spółki szacuje, że po spłacie kredytu oraz rozliczeniu zobowiązań związanych ze sprzedażą nieruchomości, wpływ środków pieniężnych netto wyniesie nie mniej niż PLN 49m. Przypominamy, że powierzchnia użytkowa biurowca obejmuje 6,084mkw., z czego 95% jest obecnie wynajęte. Wartość księgową na koniec 3Q16 wynosiła PLN 99.8m.

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

Dnia 14.11.2016 spółka podpisała list intencyjny dotyczący transakcji sprzedaży projektu magazynowo-logistycznego Panattoni Park Warsaw w pobliżu węzła Konotopa. Przypominamy, że kompleks obejmuje dwa budynki o łącznej powierzchni 48tys. mkw., który na dzień 14.11.2016 był wynajęty w 82%. Spółka oczekuje podpisania przedwstępnej umowy sprzedaży w 1H17. Dotychczas z tytułu inwestycji spółka rozpoznała PLN 6.7m zysku.

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

Dnia 24.11.2016 spółka podpisała list intencyjny dotyczący wspólnej realizacji projektu magazynowo logistycznego na terenie aglomeracji śląskiej. Przypominamy, że jest to trzeci projekt (po projektach realizowanych przy węźle Konotopa oraz w Grodzisku Mazowieckim) realizowany przez Marvipol we współpracy z Panattoni. Ze względu na brak szczegółowych danych dotyczących tego projektu, na chwilę obecną nie uwzględniamy go w naszych prognozach.

### **Ogłoszenie polityki dywidendowej**

Dnia 21.11.2016 spółka przyjęła politykę dywidendową na lata 2016-2020 odrębną dla segmentu motoryzacyjnego oraz deweloperskiego, zgodnie z planem podziału (obecnie spółka oczekuje formalnego podziału w połowie 2017r.). Zgodnie z przyjętą polityką dywidendową spółka planuje wypłatę 40% skonsolidowanego zysku netto segmentu motoryzacyjnego za 2016r. oraz zwiększanie wskaźnika wypłaty dywidendy o 10pp do roku do 80% zysku za rok 2020r. Z kolei w segmencie deweloperskim spółka oczekuje reinwestowania zysków za lata 2016-17 m.in. w realizację projektów oraz powiększanie banku ziemi. Jednocześnie po zamknięciu roku obrotowego 2018r, planowana jest analiza polityki dywidendowej części deweloperskiej. Jednocześnie Książek Holding Sp. z o.o. deklaruje, że podczas ZWZ Marvipol S.A. wstrzyma się od udziału w głosowaniu nad uchwałami dotyczącymi podziału zysku Marvipol S.A. za rok obrotowy 2016.



## Zmiana prognoz na lata 2016-17p

W oparciu o zaraportowane przez spółkę wyniki za 9M16, miesięczne dane operacyjne, oraz planowane realizacje inwestycji mieszkaniowych dokonujemy następujących zmian naszych prognoz na lata 2016-17p:

- **Obniżamy prognozę przedsprzedaży do 603 lokali w 2016p oraz do 719 w 2017p.** W okresie 10M16 spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 475 lokali (-7% r/r). Wpływ na osłabienie r/r liczby sprzedawanych mieszkań miało przede wszystkim ograniczenie oferty w 2Q16 wynikające z przesunięcia terminu rozpoczęcia projektów Riviera Park oraz Bemowo Residence. Obecnie oczekujemy, że w skali całego 2016r. spółka zaraportuje przedsprzedaż na poziomie 603 lokale (obniżenie prognozy z 666 lokali). Z kolei w 2017r. zakładamy rozpoczęcie realizacji czterech nowych inwestycji na łącznie blisko 700 lokali (Riviera Park II, Modzelewskiego oraz CPU IVA i IVB). Pozwoli to naszym zdaniem na wygenerowanie przedsprzedaży na poziomie 719 lokali w 2017p (obniżenie prognozy z 821 lokali).
- **Podtrzymujemy prognozę przekazania w wysokości 552 i 518 odpowiednio w latach 2016-17p.** W okresie 9M16 spółka przekazała 494 lokale (w porównaniu do 166 lokali rok wcześniej). Najistotniejszy wpływ na poziom przekazania w roku bieżącym miało zakończenie realizacji projektu CPU 1B (łącznie 440 lokali, z czego 407 było sprzedane na koniec 3Q16). W rezultacie podtrzymujemy prognozę przekazania 552 lokali w 2016p. Z kolei w 2017r. zakładamy zakończenie realizacji dwóch etapów projektu CPU IIA oraz IIB na łącznie 532 lokale. Pozwoli to naszym zdaniem na przekazanie 518 lokali w 2017p (obniżenie prognozy o 5%).
- **Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR o 15% w 2016p oraz o 16% w 2017p.** W okresie styczeń-październik b.r. spółka sprzedała 1,723 aut JLR (+65% r/r). Pozytywny wpływ na wysokie poziomy sprzedaży w roku bieżącym miały między innymi premiery modeli Jaguar XE oraz Jaguar F-Pace (223 sztuki sprzedane w okresie IV-IX 2016r.). W rezultacie podwyższamy prognozę sprzedaży aut w 2016r. o 15% do 1,970 sztuk (+55% r/r). Z kolei w 2017r. oczekujemy dalszego wzrostu sprzedaży aut, m.in. dzięki premierze Discovery 5 (premiery zaplanowana na marzec 2017r.) oraz Range Rover Coupe (sierpień 2017r.). Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR o 16% do 2,139 aut w 2017p (+9% r/r).
- **Zakładamy sprzedaż biurowca Prosta Tower w 2017r.** W listopadzie spółka podpisała przedwstępną umowę sprzedaży projektu biurowego Prosta Tower. Wartość transakcji została ustalona na EUR 26.7m, tj. ok. PLN 118m. Obecnie nieruchomość wyceniana jest w bilansie spółki na PLN 99.3m (PLN 25.8m ujmowane w rzeczowych aktywach trwałych, zaś PLN 73.5m w nieruchomościach inwestycyjnych). Na koniec 3Q16 zadłużenie projektu wynosiło EUR 12.9m (ok. PLN 57m). Zakładając koszty transakcji na poziomie ok. PLN 6m oczekujemy zysku ze sprzedaży nieruchomości na poziomie blisko PLN 13m oraz wpływ ok. PLN 55m gotówki netto. W naszych prognozach zakładamy zamknięcie transakcji w 2017r. (transakcja ma zostać sfinalizowana do 26.01.2017), jednak zarząd spółki nie wyklucza zamknięcia transakcji jeszcze w tym roku.
- **W naszych prognozach uwzględniamy rozpoznanie zysku z projektów Panattoni w Konotopie oraz w Grodzisku Mazowieckim.** W listopadzie b.r. spółka podpisała list intencyjny z międzynarodowym funduszem inwestycyjnym dotyczący sprzedaży projektu Panattoni Park Warsaw (48tys. mkw powierzchni najmu wynajęte w 82%). Spółka oczekuje podpisania przedwstępnej umowy jeszcze w 2016r. W naszych prognozach zakładamy rozpoznanie łącznie PLN 13.6m zysku z projektu (dotychczas

rozpoznane niecałe PLN 7m). Jednocześnie w naszych prognozach zakładamy realizację kolejnej inwestycji magazynowo-logistycznej w Grodzisku Mazowieckim. Przy koszcie gruntu EUR 8.6m, zakładamy nakłady inwestycyjne w wysokości ok. PLN 116m oraz potencjalny zysk z inwestycji na poziomie ok. PLN 10m.

- **W oparciu o powyższe założenia podwyższamy prognozę przychodów o 7% i 6% odpowiednio w latach 2016-17p...** Ze względu na wyższe oczekiwania dotyczące sprzedaży aut JLR podwyższamy prognozę przychodów segmentu motoryzacyjnego o 12% w 2016p oraz o 12% w 2017p. Z kolei w segmencie mieszkowym pomimo pozostawienia prognozy przekazania na porównywalnym poziomie, obniżamy prognozę przychodów o 5% do PLN 223m w 2016p oraz o 7% do PLN 178m w 2017p (efekt niższej przeciętnej wartości przekazywanego mieszkania m.in. w inwestycji Hill Park).
- **...zysku operacyjnego do PLN 75.8m w 2016p i PLN 75.8m w 2017p...** W oparciu o wyniki spółki za 9M16 podwyższamy nasze oczekiwania dotyczące rentowności obu segmentów działalności. Szacujemy, że segment motoryzacyjny zaraportuje rentowność operacyjną na poziomie 8.2% w 2016p oraz 7.9% w 2017p (odpowiednio PLN 49.1m i PLN 47.9m). Z kolei w segmencie mieszkaniowym oczekujemy zysku operacyjnego na poziomie PLN 19.6m (vs. PLN 8.6m poprzednio). Natomiast w 2017p oczekujemy obniżenia EBIT do PLN 7.0m (niższa średnia wartość przekazywanego mieszkania przy porównywalnym wolumenie). Dodatkowo zakładamy pozostałe zyski operacyjne związane ze sprzedażą Prosta Tower (zysk na poziomie ok. PLN 13m) oraz realizacją projektów logistyczno-magazynowych (ok. PLN 8.3m).
- **...oraz zysku netto do PLN 49.0m i PLN 51.4m w latach 2016-17p.** W oparciu o powyższe założenia oraz wyższe oczekiwane koszty finansowe (PLN 15.4m i PLN 12.3m w 2016-17p w porównaniu do PLN 11.3 i PLN 9.9m odpowiednio poprzednio), podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 49.0m z PLN 35.3m w 2016p oraz do PLN 51.4m z PLN 29.3m w 2017p.

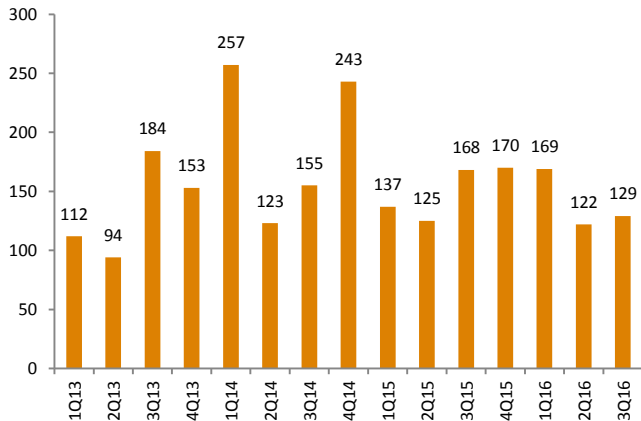
**Tabela 13. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)**

	2016p			2017p			2018p		
	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %	Obecne	Poprz.	Zmiana, %
Przedsprzedaż	603	666	-9%	719	821	-12%	887	816	9%
Przekazania	552	548	1%	518	545	-5%	877	904	-3%
Sprzedaż aut	1,970	1,706	15%	2,139	1,844	16%	2,246	1,966	14%
Przychody	826.0	772.1	7%	786.9	742.3	6%	911.4	877.2	4%
Działalność deweloperska	222.5	234.8	-5%	178.0	191.9	-7%	272.0	285.0	-5%
Sprzedaż samochodów	594.2	529.2	12%	609.0	543.3	12%	639.4	585.2	9%
Najem	6.0	8.0	-25%	0.0	7.0	-100%	0.0	7.0	-100%
<b>EBITDA</b>	78.0	57.3	36%	77.4	49.3	57%	82.1	69.7	18%
<b>EBIT</b>	75.8	54.9	38%	75.8	46.0	65%	80.1	66.5	21%
Działalność deweloperska	19.6	8.6	129%	7.0	6.0	16%	25.4	22.4	13%
Sprzedaż samochodów	49.1	36.7	34%	47.9	36.4	31%	48.1	40.5	19%
Najem	1.5	4.0	-62%	0.0	3.5	n.m.	0.0	3.5	n.m.
Pozostałe	5.6	5.6	0%	20.9	0.0	n.m.	6.6	0.0	n.m.
<b>Zysk netto</b>	49.0	35.3	39%	51.4	29.3	76%	57.1	47.1	21%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

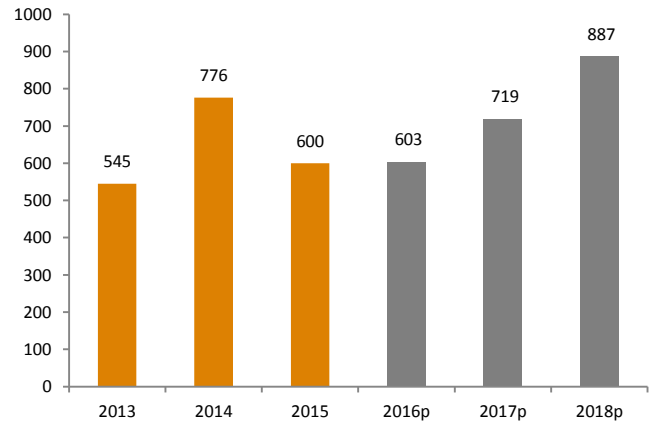
# Załącznik 1: Założenia i prognozy

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



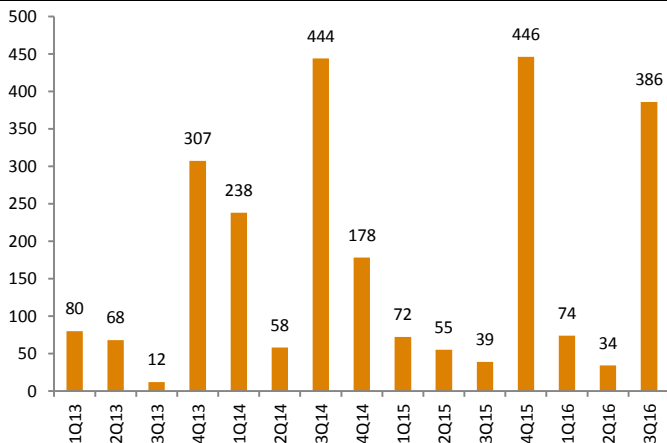
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

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



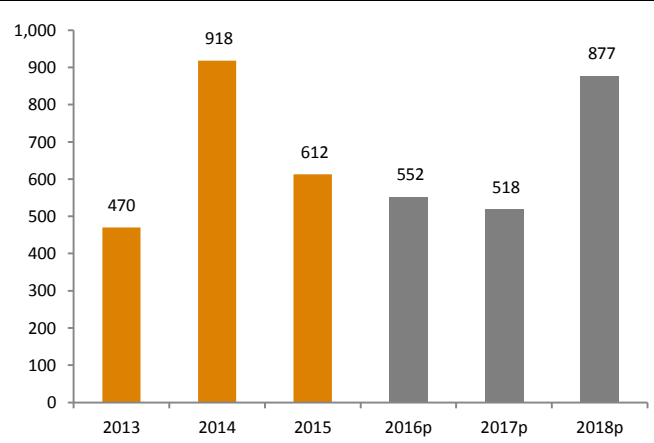
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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



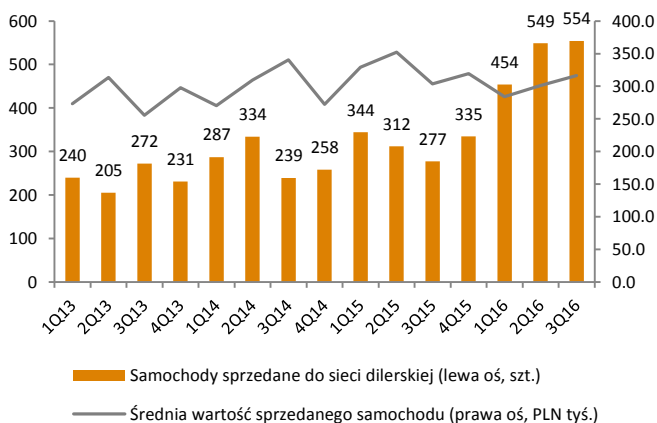
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

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



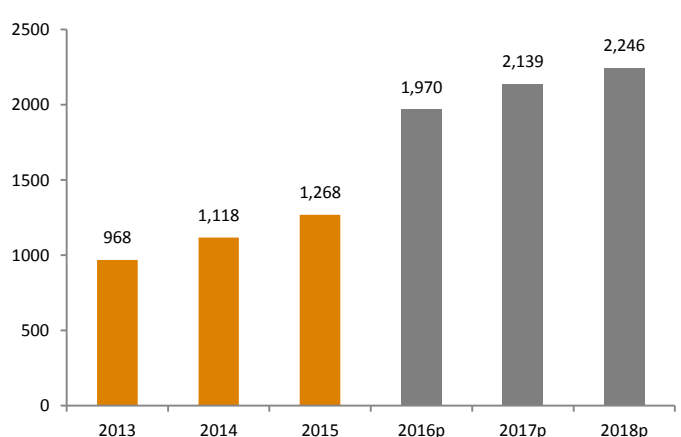
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody</b>	<b>750.2</b>	<b>694.2</b>	<b>826.0</b>	<b>786.9</b>	<b>911.4</b>
Działalność deweloperska	407.0	272.1	222.5	178.0	272.0
Sprzedaż samochodów	335.1	414.0	594.2	609.0	639.4
Najem	8.1	8.0	6.0	0.0	0.0
Usługi obce	353.7	254.7	209.0	154.1	226.1
Wartość sprzedanych towarów i usług	273.9	345.9	496.5	517.6	546.7
Pozostałe koszty operacyjne netto	48.3	53.0	51.8	62.0	66.9
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	-0.2	5.7	7.0	22.5	8.3
<b>EBITDA</b>	<b>76.3</b>	<b>48.6</b>	<b>78.0</b>	<b>77.4</b>	<b>82.1</b>
Amortyzacja	2.2	2.2	2.2	1.7	2.0
<b>EBIT</b>	<b>74.1</b>	<b>46.4</b>	<b>75.8</b>	<b>75.8</b>	<b>80.1</b>
Działalność deweloperska	42.5	12.7	19.6	7.0	25.4
Sprzedaż samochodów	27.5	27.3	49.1	47.9	48.1
Najem	4.3	4.0	1.5	0.0	0.0
Pozostałe	-0.2	2.7	5.6	20.9	6.6
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	15.4	12.3	9.6
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>56.6</b>	<b>32.0</b>	<b>60.4</b>	<b>63.5</b>	<b>70.5</b>
Podatek dochodowy	10.4	4.3	11.4	12.1	13.4
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>49.0</b>	<b>51.4</b>	<b>57.1</b>
<b>Rentowność operacyjna (%)</b>					
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	8.8%	3.9%	9.3%
Sprzedaż samochodów	6.6%	6.8%	8.2%	7.9%	7.5%
Najem	52.9%	49.7%	25.4%	0.0%	0.0%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 15. Marvipol: Bilans (PLNm)**

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>152.5</b>	<b>199.0</b>	<b>246.6</b>	<b>125.9</b>	<b>95.8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	64.2	49.4	59.5
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	1.3	1.3	1.3
Nieruchomości inwestycyjne	76.1	78.7	81.0	7.5	7.5
Inne aktywa trwałe	18.7	66.3	100.1	67.6	27.5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>679.8</b>	<b>664.2</b>	<b>631.9</b>	<b>708.0</b>	<b>796.8</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	132.1	139.1	166.8
Należności	67.0	48.0	53.9	50.4	60.7
Zapasy	522.7	445.4	432.2	504.7	555.1
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	13.7	13.9	14.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>878.5</b>	<b>833.9</b>	<b>892.6</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>292.9</b>	<b>326.1</b>	<b>365.9</b>	<b>386.3</b>	<b>405.6</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>274.7</b>	<b>185.6</b>	<b>188.6</b>
Dług długoterminowy	187.7	199.0	231.9	142.8	145.8
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	42.8	42.8	42.8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>313.7</b>	<b>282.3</b>	<b>237.9</b>	<b>262.0</b>	<b>298.3</b>
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	10.9	10.9	10.9
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	155.2	151.8	173.0
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	71.8	99.3	114.5
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>878.5</b>	<b>833.9</b>	<b>892.6</b>
Dług brutto	279.7	254.0	242.8	153.7	156.7
Dług netto	196.1	98.7	110.7	14.6	-10.1

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 16. Marvipol: Przepływy pieniężne (PLNm)**

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>148.4</b>	<b>133.0</b>	<b>67.5</b>	<b>20.2</b>	<b>43.7</b>
Zysk netto	47.9	32.3	49.0	51.4	57.1
Amortyzacja	2.2	2.2	2.2	1.7	2.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	17.6	-32.5	-14.7
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	28.6	-60.2	-40.8
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-5.8	3.5	-10.3
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	-5.2	24.1	36.3
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-5.8	-1.3	-0.3	-0.7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0.1</b>	<b>-20.0</b>	<b>-54.9</b>	<b>119.2</b>	<b>28.4</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-55.8	45.7	28.4
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	0.9	73.5	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-98.4</b>	<b>-41.3</b>	<b>-35.8</b>	<b>-132.4</b>	<b>-44.4</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.8	-4.6	-15.5	-18.9
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-11.2	-89.1	3.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-15.5	-18.9
Pozostałe	-19.0	-13.8	-15.4	-12.3	-9.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	132.1	139.1
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	-23.2	7.0	27.7
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>83.6</b>	<b>155.4</b>	<b>132.1</b>	<b>139.1</b>	<b>166.8</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 17. Marvipol: Założenia segmentu motoryzacyjnego (PLNm)**

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Sprzedaż (Jaguar)	189	291	553	581	610
wzrost r/r (%)	13%	54%	90%	5%	5%
Sprzedaż (Land Rover)	929	977	1,417	1,558	1,636
wzrost r/r (%)	19%	5%	45%	10%	5%
<b>Razem (liczba sztuk)</b>	<b>1,118</b>	<b>1,268</b>	<b>1,970</b>	<b>2,139</b>	<b>2,246</b>
wzrost r/r (%)	15%	13%	55%	9%	5%
<b>Przychody (PLNm), w tym</b>	<b>333</b>	<b>412</b>	<b>597</b>	<b>606</b>	<b>636</b>
Przychody ze sprzedaży samochodów	293	311	459	473	497
Przychody z tytułu usług,	40	101	138	133	139
jako % przychodów ze sprzedaży samochodów	14%	32%	30%	28%	28%
Średnia cena samochodu (PLN)	261,789	245,268	233,005	221,354	221,354
Zmiana średniej ceny r/r (%)	-6%	-6%	-5%	-5%	0%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

## Załącznik 2: Portfel projektów mieszkaniowych

**Tabela 18. Marvipol: Portfel projektów mieszkaniowych**

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja	Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	
<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	22	3	0	22	3	0	23.6	3.2	0.0	-30%
Osiedle Zielona Italia	889	54,823	2010 - 2013	7	0	0	16	0	0	5.7	0.0	0.0	16%
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	29	4	0	82	4	0	27.8	1.4	0.0	21%
<b>Projekty w realizacji</b>													
Central Park IB	440	25,000	2014 - 2016	95	8	0	389	51	0	140.3	18.5	0.0	25%
Central Park IIA	247	13,500	2015 - 2017	141	50	0	0	247	0	0.0	85.7	0.0	24%
Central Park IIB	285	13,700	2016 - 2017	134	90	41	0	213	52	0.0	65.0	15.9	24%
Riviera Park I	191	9,113	2016 - 2018	52	100	39	0	0	191	0.0	0.0	51.0	21%
Bemowo Residence	104	4,856	2016 - 2018	34	64	6	0	0	104	0.0	0.0	30.6	22%
Central Park III	374	17,824	2016 - 2018	64	140	130	0	0	334	0.0	0.0	100.3	23%
<b>Projekty planowane</b>													
Riviera Park II	212	10,600	2017 - 2019	0	50	80	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Modzelewskiego	56	3,093	2017 - 2018	0	30	26	0	0	28	0.0	0.0	15.5	23%
Central Park IVA	248	12,400	2017 - 2018	0	100	110	0	0	168	0.0	0.0	52.9	23%
Central Park IVB	157	7,850	2017 - 2019	0	80	70	0	0	0	0.0	0.0	0.0	23%
Riviera Park III	242	12,100	2018 - 2019	0	0	80	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Topiel	60	2,800	2018 - 2019	0	0	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	23%
Central Park V	231	11,681	2018 - 2019	0	0	60	0	0	0	0.0	0.0	0.0	23%
Central Park VI	92	4,600	2018 - 2019	0	0	30	0	0	0	0.0	0.0	0.0	23%
Riviera Park IV	290	14,500	2018 - 2020	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Okęcie	72	3,400	2018 - 2020	0	0	35	0	0	0	0.0	0.0	0.0	28%
Nowy projekt	198	9,900	2018 - 2019	0	0	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	26%
Nowy projekt	290	14,500	2019 - 2020	0	0	20	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%
<b>RAZEM</b>				<b>603</b>	<b>719</b>	<b>887</b>	<b>552</b>	<b>518</b>	<b>877</b>	<b>218.7</b>	<b>173.7</b>	<b>266.2</b>	

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 STANOWIĄ OPINIĘ VESTOR DM, W SZCZEGÓLNOŚCI OPINIĘ DOTYCZĄCĄ PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁEK.

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 zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

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

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

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

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM 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 wyгоды 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 ROZPOWSZECHNIANA BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI U DOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZIDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OŚWIADCZAMY NINIEJSZY DOKUMENT POWINIEN 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 WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.I.N. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

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

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

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE.

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

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI POPRZEK PROWADZENIE EWIDENCJI OBLIGACJI SERII O I P. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY OTRZYMYWAŁ 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 SPOŚÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI 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 zbyszał 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 następujących dwunastu miesięcy, łącznie 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, 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 53 % (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 UPOWAŻNIANYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPLOWANY 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 powinni skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor 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 loga 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 jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej 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;

- i. 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;
- ii. 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;
- iii. 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;
- iv. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośredniego lub pośredniego 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;
- v. 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 zapewnia 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/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 można uwzględnić wszystkie strumienie gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

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

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

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (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 różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uważać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraczonych 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 koszt 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 godz. u	Rekomendacja	Time
Vigo	2015-12-04	Piotr Nawrocki			Brak	12M
Marvipol	2015-12-09	Marek Szymański			Brak	12M
PKO BP	2015-12-11	Michał Fidelus			Akumuluj	12M
BZWBK	2015-12-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
mBank	2015-12-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Millennium	2015-12-11	Michał Fidelus			Kupuj	12M
Getin Noble	2015-12-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
PGNIG	2015-12-16	Beata Szparaga			Redukuj	12M
Sfinks	2015-12-18	Piotr Raciborski			Brak	12M
The Farm 51	2015-12-21	Michał Mordel			Brak	12M
OT Logistics	2015-12-29	Piotr Nawrocki			Brak	12M
PKO BP	2016-01-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Pekao	2016-01-11	Michał Fidelus			Akumuluj	12M
BZWBK	2016-01-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
mBank	2016-01-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
ING	2016-01-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Handlowy	2016-01-11	Michał Fidelus			Akumuluj	12M
Millennium	2016-01-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Getin Noble	2016-01-11	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-01-11	Michał Fidelus			Kupuj	12M
KGHM	2016-01-12	Piotr Nawrocki			Akumuluj	12M
Vigo	2016-01-12	Piotr Nawrocki			Brak	12M
Serinus	2016-01-14	Beata Szparaga			Kupuj	12M
Pekabex	2016-01-14	Piotr Nawrocki			Kupuj	12M
KGHM	2016-02-08	Piotr Nawrocki			Neutralnie	12M
Handlowy	2016-02-09	Michał Fidelus			Redukuj	12M
Kredyt Inkaso	2016-02-16	Michał Fidelus			Kupuj	12M
PGNIG	2016-02-18	Beata Szparaga			Sprzedaj	12M
Sfinks	2016-03-01	Piotr Raciborski			Brak	12M
PGNIG	2016-03-07	Beata Szparaga			Redukuj	12M
Kruk	2016-03-08	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
KGHM	2016-03-09	Piotr Nawrocki			Redukuj	12M
Selvita	2016-03-10	Beata Szparaga			Brak	12M
Bumech	2016-03-16	Wojciech Wozniak			Brak	12M
mBank	2016-03-17	Michał Fidelus			Sprzedaj	12M
Polwax	2016-03-23	Wojciech Wozniak			Brak	12M
Impel	2016-03-31	Piotr Raciborski			Brak	12M
JHM	2016-03-31	Marek Szymański			Brak	12M
Vantage	2016-04-01	Marek Szymański			Brak	12M
K2 Internet	2016-04-01	Adam Siniarski			Brak	12M
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga			Brak	12M
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus			Redukuj	12M
Marvipol	2016-04-12	Marek Szymański			Brak	12M
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus			Redukuj	12M
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus			Redukuj	12M
ING	2016-04-21	Michał Fidelus			Akumuluj	12M
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus			Sprzedaj	12M
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus			Redukuj	12M
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki			Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga			Neutralnie	12M
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga			Akumuluj	12M
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański			Brak	12M
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański			Brak	12M
Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański			Brak	12M
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki			Brak	12M
Altus	2016-05-24	Michał Fidelus			Kupuj	12M
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski			Brak	12M
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki			Brak	12M
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański			Brak	12M
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus			Sprzedaj	12M
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki			Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus			Kupuj	12M
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel			Brak	12M
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga			Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga			Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański			Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański			Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański			Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus			Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki			Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał			Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus			Kupuj	12M
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał			Redukuj	12M
Marvipol	2016-08-26	Marek Szymański			Brak	12M
K2 Internet	2016-09-09	Adam Siniarski			Brak	12M
Vantage Development	2016-09-14	Marek Szymański			Brak	12M
Archicom	2016-09-15	Marek Szymański			Brak	12M
PKO BP	2016-09-19	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
BZ WBK	2016-09-19	Michał Fidelus			Neutralnie	12M
mBank	2016-09-19	Michał Fidelus			Redukuj	12M
Millennium	2016-09-19	Michał Fidelus			Redukuj	12M
Getin Noble Bank	2016-09-19	Michał Fidelus			Redukuj	12M
Warimpex	2016-09-21	Marek Szymański			Brak	12M
Mex Polska	2016-09-26	Michał Mordel			Brak	12M
Mercator Medical	2016-10-07	Piotr Nawrocki			Brak	12M
OT Logistics	2016-10-14	Piotr Nawrocki			Brak	12M
Próchnik	2016-10-26	Marek Szymański			Brak	12M

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