

- Podwyższamy cenę docelową do PLN 17.0/akcję
- Prognozujemy zysk netto PLN 64.9m w 2017p oraz PLN 70.6m w 2018p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E na poziomie 8.5x w 2017p oraz 7.8x w 2018p.

## Potencjał jeszcze niewyczerpany

W ciągu ostatnich 12-miesięcy kurs akcji spółki Marvipol wzrósł o blisko 90%. Mimo to uważamy, że potencjał wzrostu nie został wciąż w pełni wyczerpany. Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową z PLN 14.0/akcję do PLN 17.0/akcję. Jako główne czynniki wzrostu w najbliższych kwartałach wskazujemy: 1) wysokie poziomy sprzedaży aut JLR (oczekiwany przez spółkę dwucyfrowy wzrost r/r sprzedaży w 2017r.), 2) rozwój segmentu logistyczno-magazynowego, 3) potencjał do zwiększania przedsprzedaży dzięki posiadanemu bankowi ziemi oraz uzupełnianiu oferty (180 lokali sprzedane w 1Q17; +7% r/r), 4) politykę dywidendową (oczekujemy DPS PLN 0.45/akcję w 2017p i PLN 0.58/akcję w 2018p, DY odpowiednio 3.4% i 4.4%), 5) postęp prac na procesem spin-offu (spółka oczekuje zamknięcia procesu w 3Q17). W oparciu o podwyższone prognozy sprzedaży aut JLR, uwzględnienie realizacji kolejnych projektów logistyczno-magazynowych oraz aktualny harmonogram realizowanych projektów mieszkaniowych podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 51.4m do PLN 64.9m w 2017p oraz z PLN 57.1m do PLN 70.6m w 2018p. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 8.5x w 2017p i 7.8x w 2018p.

Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR o 12% w 2017p oraz w 2018p. Oczekujemy, że wsparcie dla sprzedaży aut będą stanowić premiery nowego Discovery, Range Rover Coupe oraz Jaguar XF Sportbrake. Przy wzroście sprzedaży o 35% r/r w 1Q17 prognozujemy wzrost wolumenu sprzedawanych aut o 11% r/r do 2,393 aut oraz o 5% r/r do 2,512 aut w 2017-18p.

Podtrzymujemy prognozę przedsprzedaży i przekazania w 2017p obniżając prognozę przekazania o 11% w 2018p (ze względu na późniejsze planowane zakończenie realizacji projektu CPU IVA). W oparciu o posiadaną ofertę i bank ziemi (odpowiednio 533 i 1,630 na koniec 1Q17) oczekujemy, że spółka będzie w stanie zwiększyć poziom przedsprzedaży o 11% r/r do 694 lokali w 2017p oraz o 21% r/r do 837 w 2018p.

Prognozujemy zysk z projektów logistyczno-magazynowych na poziomie PLN 18.4m i 13.8m odpowiednio w 2017-18p. Obecnie spółka jest w trakcie realizacji trzech inwestycji logistyczno-magazynowych. Oczekujemy, że wraz z realizacją oraz komercjalizacją projektów spółka rozpozna zysk w wysokości PLN 18.4m w 2017p i PLN 13.8m w 2018p.

W oparciu o wyższe wolumeny sprzedaży aut JLR oraz realizację kolejnych projektów logistyczno-magazynowych podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 64.9m w 2017p (z PLN 51.4m wcześniej) oraz do PLN 70.6m w 2018p (z PLN 57.1m wcześniej).

Podwyższamy wycenę do PLN 17.0/akcję. Mając na uwadze dynamiczny rozwój segmentu motoryzacyjnego oraz realizację kolejnych inwestycji we współpracy z Panattoni podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 17.0/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na wskaźniku P/E na poziomie 8.5x w 2017p oraz 7.8x w 2018p. Szacujemy DPS na poziomie PLN 0.58 w 2018p (DY 4.4%).

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	892.4	867.5	919.4	1018.1
EBIT (PLNm)	74.1	47.1	98.2	94.5	100.7	104.9
Zysk netto (PLNm)	47.9	33.0	69.0	64.9	70.6	74.8
P/E (x)	11.5	16.7	8.0	8.5	7.8	7.4
EV/EBITDA (x)	9.8	13.2	5.0	6.3	6.5	6.2
P/BV (x)	1.9	1.7	1.4	1.3	1.3	1.2
DY (%)	0.0%	0.0%	0.8%	3.4%	4.4%	5.1%

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

### Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	17.0
Poprzednia cena docelowa (PLN)	14.0
Cena bieżąca (PLN)	13.3
Potencjał wzrostu/spadku	28%
Min (52T)	6.1
Max (52T)	13.5
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitałizacja (PLNm)	548.5
Dług netto (4Q16, PLNm)	-46.8
EV (PLNm)	501.7
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	233

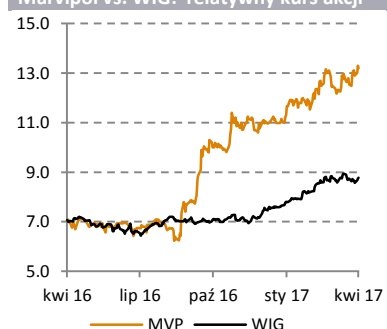
### Akcjonariat

	%
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 (wyłączny przedstawiciel w Polsce takich marek jak: Land Rover, Jaguar, Aston Martin) oraz segment logistyczno-magazynowy.

### Marvipol vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analitik akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

**Marvipol – Wybrane dane, 2014-2019p (dane uwzględniają działalność deweloperską oraz motoryzacyjną)**

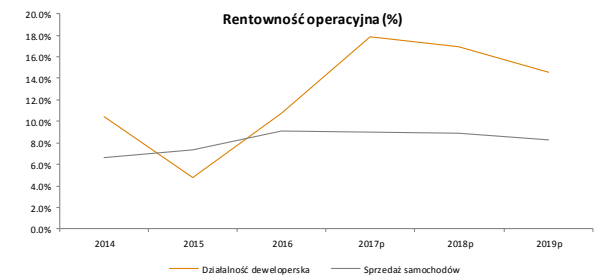
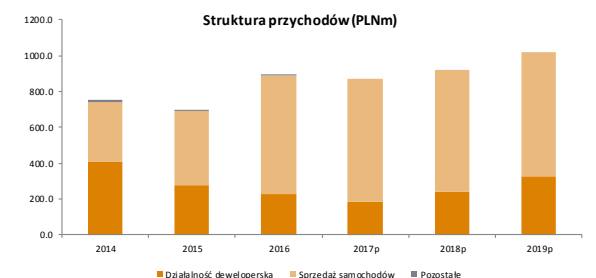
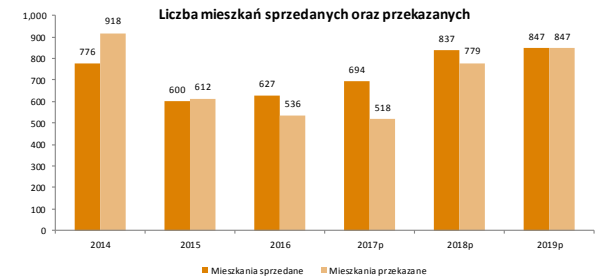
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
<b>Przychody</b>	<b>750.2</b>	<b>694.2</b>	<b>892.4</b>	<b>867.5</b>	<b>919.4</b>	<b>1,018.1</b>
Działalność deweloperska	407.0	275.1	229.9	185.7	239.3	324.4
Sprzedaż samochodów	335.1	413.8	657.6	681.8	680.1	693.7
Pozostałe	8.1	5.3	4.9	0.0	0.0	0.0
Koszty operacyjne netto	676.4	640.7	782.1	754.6	805.0	912.4
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	-0.2	6.4	12.2	18.4	13.8	0.8
<b>EBITDA</b>	<b>76.3</b>	<b>49.3</b>	<b>100.5</b>	<b>99.0</b>	<b>106.7</b>	<b>110.9</b>
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	4.5	6.0	6.0
<b>EBIT</b>	<b>74.1</b>	<b>47.1</b>	<b>98.2</b>	<b>94.5</b>	<b>100.7</b>	<b>104.9</b>
Działalność deweloperska	42.5	13.1	24.0	33.1	40.5	47.3
Sprzedaż samochodów	27.5	30.3	60.1	61.4	60.2	57.6
Pozostałe	4.3	3.0	14.1	0.0	0.0	0.0
EBIT skoryg.	74.3	40.6	86.0	76.1	86.9	104.2
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	18.2	14.3	13.5	12.6
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>56.6</b>	<b>32.7</b>	<b>80.0</b>	<b>80.1</b>	<b>87.2</b>	<b>92.4</b>
Podatek dochodowy	10.4	4.3	11.0	15.2	16.6	17.5
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>47.9</b>	<b>33.0</b>	<b>69.0</b>	<b>64.9</b>	<b>70.6</b>	<b>74.8</b>
Zysk netto skoryg.	48.2	26.6	58.5	50.0	59.5	74.2
<b>Dynamiki wzrostu (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>	<b>2019p</b>
Wzrost przychodów (%)	48%	-7%	29%	-3%	6%	11%
Wzrost EBIT (%)	103%	-36%	109%	-4%	7%	4%
Wzrost zysku netto (%)	251%	-31%	109%	-6%	9%	6%
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>	<b>2019p</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>152.5</b>	<b>199.0</b>	<b>162.2</b>	<b>162.6</b>	<b>142.9</b>	<b>143.0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	35.6	68.5	90.6	90.7
Wartości niematerialne i prawne	0.8	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3
Nieruchomości inwestycyjne	76.1	78.7	2.8	7.5	7.5	7.5
Inne aktywa trwałe	18.7	66.3	122.6	85.4	43.5	43.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>679.8</b>	<b>664.2</b>	<b>805.6</b>	<b>799.4</b>	<b>908.3</b>	<b>933.7</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	297.7	147.9	78.0	56.2
Należności	67.0	48.0	88.8	90.1	94.7	103.9
Zapasy	522.7	445.4	410.9	552.9	727.0	764.9
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	8.3	8.6	8.5	8.7
<b>Aktywa razem</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>967.9</b>	<b>962.0</b>	<b>1,051.2</b>	<b>1,076.7</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>292.9</b>	<b>326.1</b>	<b>390.5</b>	<b>418.0</b>	<b>440.3</b>	<b>458.2</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>225.7</b>	<b>254.8</b>	<b>261.0</b>	<b>229.2</b>	<b>232.2</b>	<b>200.2</b>
Dług długoterminowy	187.7	199.0	222.3	190.4	193.4	161.4
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	38.8	38.8	38.8	38.8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>313.7</b>	<b>282.3</b>	<b>316.3</b>	<b>314.8</b>	<b>378.7</b>	<b>418.3</b>
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	28.6	28.6	28.6	28.6
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	203.4	186.9	194.5	211.3
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	84.3	99.3	155.5	178.4
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>832.3</b>	<b>863.2</b>	<b>967.9</b>	<b>962.0</b>	<b>1,051.2</b>	<b>1,076.7</b>
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>	<b>2019p</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>148.4</b>	<b>133.0</b>	<b>99.4</b>	<b>-61.6</b>	<b>-24.7</b>	<b>85.7</b>
Zysk netto	47.9	33.0	69.0	64.9	70.6	74.8
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	4.5	6.0	6.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	70.9	-130.5	-101.4	5.2
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	35.1	-127.7	-160.6	-25.3
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-40.0	-1.3	-4.7	-9.1
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	75.8	-1.5	63.9	39.6
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-6.5	-42.9	-0.5	0.0	-0.3
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0.1</b>	<b>-20.0</b>	<b>66.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>13.7</b>	<b>-6.1</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-5.8	0.0	13.7	-6.1
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	72.1	-4.7	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-98.4</b>	<b>-41.3</b>	<b>-23.3</b>	<b>-83.6</b>	<b>-58.8</b>	<b>-101.5</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.1	-4.6	-18.7	-24.2	-28.4
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-8.1	-31.8	3.0	-32.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-18.7	-24.2	-28.4
Pozostałe	-19.0	-13.1	-6.1	-14.3	-13.5	-12.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	297.7	147.9	78.0
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	142.3	-149.8	-69.9	-21.8
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>83.6</b>	<b>155.4</b>	<b>297.7</b>	<b>147.9</b>	<b>78.0</b>	<b>56.2</b>
<b>Wskaźniki kredytowe (PLNm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>	<b>2019p</b>
Dług brutto	279.7	254.0	250.9	219.0	222.0	190.0
Dług netto	196.1	98.7	-46.8	71.1	144.0	133.8
Dług netto/EBITDA (x)	2.6	2.0	-0.5	0.7	1.3	1.2
Dług netto/aktywa (x)	0.24	0.11	-0.05	0.07	0.14	0.12
Dług netto/kapitały własne (x)	0.67	0.30	-0.12	0.17	0.33	0.29
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.4	3.3	5.4	6.6	7.5	8.3

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
P/E (x)	11.5	16.7	8.0	8.5	7.8	7.4
EV/EBITDA (x)	9.8	13.2	5.0	6.3	6.5	6.2
P/BV (x)	1.89	1.69	1.42	1.32	1.26	1.21
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.8%	3.4%	4.4%	5.1%

Dane spółki	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Liczba akcji (mln)	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6
Zysk na akcję (PLN)	1.15	0.80	1.66	1.56	1.70	1.80
Wartość księgową na akcję (PLN)	7.0	7.85	9.4	10.1	10.6	11.0
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.11	0.45	0.58	0.68

Główne założenia	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Mieszkania sprzedane	776	600	627	694	837	847
Mieszkania przekazane	918	612	536	518	779	847
Liczba sprzedanych aut	1,118	1,268	2,148	2,393	2,512	2,563
<b>Marża operacyjna (%)</b>	<b>9.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.3%</b>
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	10.7%	17.8%	16.9%	14.6%
Sprzedaż samochodów	6.7%	7.3%	9.1%	9.0%	8.8%	8.3%
Najem	52.9%	56.8%	288.6%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Marża netto (%)</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.8%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.3%</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	2016	2017p	2018p	2019p
Marża zysku netto	6.4%	4.8%	7.7%	7.5%	7.7%	7.3%
Wskaźnik rotacji majątku	0.90	0.80	0.92	0.90	0.87	0.95
Dźwignia finansowa	2.84	2.65	2.48	2.30	2.39	2.35
ROE	16.4%	10.1%	17.7%	15.5%	16.0%	16.3%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

## Podsumowanie inwestycyjne

W ciągu ostatnich 12-miesięcy kurs akcji spółki Marvipol wzrósł o blisko 90%. Jednak mimo to uważamy, że potencjał wzrostu nie został wciąż w pełni wyczerpany. Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową z PLN 14.0/akcję do PLN 17.0/akcję, co implikuje 28% potencjał wzrostu. Jako główne czynniki wzrostu w najbliższych kwartałach wskazujemy: 1) wysokie poziomy sprzedaży aut JLR (+36% r/r w 1Q17; oczekiwany przez spółkę dwucyfrowy wzrost r/r sprzedaży w całym 2017r.), 2) rozwój segmentu logistyczno-magazynowego (potencjalne zamknięcie transakcji sprzedaży projektu Konotopa oraz realizacja kolejnych trzech inwestycji we współpracy z Panattoni), 3) potencjał do zwiększania przedsprzedaży dzięki posiadanemu bankowi ziemi oraz uzupełnianiu oferty (180 lokali sprzedanych w 1Q17; +7% r/r), 4) politykę dywidendową (oczekujemy DPS PLN 0.45/akcję w 2017p i PLN 0.58/akcję w 2018p, DY odpowiednio 3.4% i 4.4%), 5) postęp prac na procesem spin-offu (spółka oczekuje zamknięcia procesu w 3Q17). W oparciu o podwyższone prognozy sprzedaży aut JLR, uwzględnienie realizacji kolejnych projektów logistyczno-magazynowych oraz zaktualizowany harmonogram realizowanych projektów mieszkaniowych podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 51.4m do PLN 64.9m w 2017p oraz z PLN 57.1m do PLN 70.6m w 2018p. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 8.5x w 2017p i 7.8x w 2018p.

**Podtrzymujemy prognozę przedsprzedaży na poziomie 694 i 837 lokali w 2017-18p...** Na koniec lutego b.r. spółka posiadała ofertę na 589 lokali oraz dysponowała bankiem ziemi pozwalającym na wybudowanie ok. 1,630 lokali. W oparciu o zaktualizowany harmonogram realizowanych projektów oraz posiadany bank ziemi oczekujemy, że spółka wprowadzi do oferty 1,126 lokale w 2017r. oraz 1,210 lokale w 2018r. W rezultacie prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 694 lokali w 2017p (obniżenie prognozy o 3%) oraz 837 w 2018p (obniżenie prognozy o 6%).

**...oraz podtrzymujemy prognozę przekazania 518 lokali w 2017p oraz obniżamy prognozę przekazania o 11% do 779 lokali w 2018p.** Zgodnie z aktualnym harmonogramem realizowanych projektów mieszkaniowych podtrzymujemy prognozę przekazania 518 lokali w 2017p, co powinno pozwolić spółce na wygenerowanie przychodu na poziomie PLN 186m. Z kolei w 2018p ze względu na późniejsze planowane zakończenie realizacji inwestycji CPU IV4 obniżamy prognozę przekazania o 11% do 779 lokali oraz prognozę przychodów segmentu deweloperskiego o 12% do PLN 239m.

**Rozwój działalności logistyczno-magazynowej – prognozujemy zysk na poziomie PLN 18.4m w 2017p oraz PLN 13.8m w 2018p.** Obecnie portfel inwestycji logistyczno-magazynowych Marvipolu składa się z czterech projektów. Pierwszy z nich zlokalizowany w pobliżu węzła Konotopa (48.6tys. mkw., projekt zakończony) jest skomercjalizowany w blisko 88%, zaś w najbliższych miesiącach spółka oczekuje podpisania przedwstępnej umowy sprzedaży tego projektu. Jednocześnie spółka realizuje trzy kolejne inwestycje: w Grodzisku Mazowieckim (69.8tys. mkw.), w Rudzie Śląskiej (35tys. mkw.) oraz w okolicy Krakowa (35tys. mkw.). W rezultacie wraz ze zwiększaniem stopnia zaawansowania budowy oraz komercjalizacją powyższych projektów oczekujemy rozpoznania zysku z inwestycji, łącznie na poziomie PLN 18.4m w 2017p oraz PLN 13.8m w 2018p.

**Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR o 12% w 2017-18p.** W 1Q17 sprzedaż wyniosła 593 auta JLR (+35% r/r). Oczekujemy, że wsparcie dla sprzedaży w 2017r. stanowiąc będą premiery: nowy Discovery (marzec), Range Rover Velar (sierpień) oraz Jaguar XF Sportbrake (4Q17). Dodatkowo spółka planuje rozwój sieci salonów o salony typu 3S w Warszawie przy

ulicy Puławskiej oraz w Szczecinie (otwarcie obu salonów do końca 2018r.). W oparciu o wysokie poziomy sprzedaży raportowane przez spółkę podwyższamy naszą prognozę sprzedaży o 12% do 2,393 aut w 2017r. (+11% r/r, cel spółki to dwucyfrowy wzrost) oraz o 12% do 2,512 aut w 2018r. (+5% r/r).

**Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 64.9m w 2017p oraz do PLN 70.6m w 2018p.** W oparciu o wyższe prognozy sprzedaży aut JLR, aktualny harmonogram realizowanych projektów mieszkaniowych oraz uwzględnienie w prognozach realizacji kolejnych projektów logistyczno-magazynowych podwyższamy prognozę zysku netto z PLN 51.4m do PLN 64.9m w 2017p (w tym PLN 16.5m działalność deweloperska oraz PLN 48.4m działalność motoryzacyjna) oraz z PLN 57.1m do PLN 70.6m w 2018p (w tym PLN 23.2m działalność deweloperska oraz PLN 47.4m działalność motoryzacyjna).

**Oczekujemy DPS w wysokości PLN 0.45/akcję w 2017p oraz PLN 0.58/akcję w 2018p.** Zgodnie z polityką dywidendową zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 40% i 50% zysku netto segmentu motoryzacyjnego w latach 2016-17p, co przełoży się na DPS na poziomie PLN 0.45/akcję w 2017p (DY 3.4%) oraz PLN 0.58/akcję w 2018p (4.4%).

**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 3Q17.

**Negocjacje dotyczące nabycia 33% udziałów w spółce Soho Development.** Pod koniec 1Q16 spółka poinformowała, że spółka zależna Marvipolu prowadzi negocjacje dotyczące nabycia 33% udziałów w spółce Soho Development (wyłączność negocjacyjna do 30.04.2017). Na dzień 09.02.2017 Soho Development dysponowało ofertą na 510 lokali oraz bankiem ziemi pozwalającym na realizację ok.2,300 lokali zlokalizowane w Warszawie oraz w Krakowie. Nasze prognozy nie uwzględniają potencjalnej transakcji.

**Podwyższamy wycenę do PLN 17.0/akcję.** Mając na uwadze dynamiczny rozwój segmentu motoryzacyjnego oraz realizację kolejnych inwestycji we współpracy z Panattoni podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 17.0/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na wskaźniku P/E na poziomie 8.5x w 2017p oraz 7.8x w 2018p. Szacujemy DPS na poziomie PLN 0.58 w 2018p (DY 4.4%).

## Zmiana prognoz na lata 2017-18p

Tabela 2. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2017p			2018p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana, %	Obecne	Poprzednie	Zmiana, %
Przedsprzedaż	694	719	-3%	837	887	-6%
Przekazania	518	518	0%	779	877	-11%
Sprzedaż aut	2,393	2,139	12%	2,512	2,246	12%
Przychody	867.5	786.9	10%	919.4	911.4	1%
Działalność deweloperska	185.7	178.0	4%	239.3	272.0	-12%
Sprzedaż samochodów	681.8	609.0	12%	680.1	639.4	6%
<b>EBITDA</b>	<b>99.0</b>	<b>77.4</b>	<b>28%</b>	<b>106.7</b>	<b>82.1</b>	<b>30%</b>
<b>EBIT</b>	<b>94.5</b>	<b>75.8</b>	<b>25%</b>	<b>100.7</b>	<b>80.1</b>	<b>26%</b>
Działalność deweloperska	33.1	27.9	19%	40.5	32.0	27%
Sprzedaż samochodów	61.4	47.9	28%	60.2	48.1	25%
<b>Zysk netto</b>	<b>64.9</b>	<b>51.4</b>	<b>26%</b>	<b>70.6</b>	<b>57.1</b>	<b>24%</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

## Podsumowanie po konferencji po wynikach za 4Q16

---

- **Segment mieszkaniowy.** Na koniec 1Q17 spółka posiadała ofertę mieszkaniową na 533 lokale oraz bank ziemi na realizację blisko 1,630 lokali. Dodatkowo na koniec marca spółka podpisała przedwstępną umowę zakupu gruntu przy ul. Grzybowskiej, na której planuje realizację ok. 25.5tys. mkw. PUM (plan rozpoczęcia realizacji w 4Q17). W oparciu o posiadaną ofertę oraz planowane wprowadzenie do oferty ponad 1,100 lokali spółka oczekuje dwucyfrowego wzrostu sprzedaży w 2017r. (vs. 627 lokale sprzedane w 2016r.). Jednocześnie zgodnie z harmonogramem realizowanych inwestycji mieszkaniowych spółka oczekuje przekazania ponad 500 lokali w 2017r. (w 2017r. planowane jest zakończenie realizacji inwestycji CPU 2 na łącznie 344 lokale).
- **Segment logistyczny.** Spółka oczekuje podpisania umowy przedwstępnej sprzedaży projektu Panattoni Park Warsaw w 1H17 (dwie inwestycje). Jednocześnie spółka jest w trakcie realizacji dwóch kolejnych projektów: w Grodzisku Mazowieckim (trzy projekty na łącznie 69.8tys. mkw GLA, 60% wynajęte, planowane zakończenie realizacji w 2017r.) oraz w aglomeracji śląskiej (jeden projekt na 35tys. mkw. GLA, 71% wynajęte, planowane zakończenie w 2017r). Dodatkowo spółka podpisała list intencyjny z Panattoni ws. realizacji projektu pod Krakowem (podpisanie umowy możliwe w kwietniu/maju).
- **Segment motoryzacyjny.** W 1Q17 spółka odnotowała wzrost sprzedaży aut JLR o 35% r/r. W całym 2017r. spółka oczekuje dwucyfrowego wzrostu sprzedaży aut JLR. Wsparcie dla sprzedaży w 2017r. stanowią będą premiery: nowy Discovery (marzec), Range Rover Velar (sierpień) oraz Jaguar XF Sportbrake (4Q17). Dodatkowo spółka planuje rozwój sieci salonów o salony typu 3S w Warszawie przy ul. Puławskiej oraz w Szczecinie (otwarcie obu salonów do końca 2018r.) oraz projektu British Motor Club (showroom w Warszawie). Dodatkowo w 1Q17 spółka podpisała umowę zakupu gruntu w Gdańsku pod realizację dilerstwa.

# Wycena

## Marvipol – Wycena wartości działalności motoryzacyjnej

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Podsumowanie wyceny Marvipol		Podsumowanie wyceny działalności motoryzacyjnej		Waga (%)	EV (PLNm)
Wartość bieżąca działalności motoryzacyjnej (EV)	295	Metoda DCF		50%	288
Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej (EV)	260	Metoda porównawcza		50%	302
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej (EV)	38	<b>Wartość bieżąca segmentu</b>			<b>295</b>
Dług netto (na koniec 4Q16)	-47				
Wartość kapitałów własnych	640				
Liczba akcji (m)	41.6				
Wartość bieżąca akcji (PLN)	15.4				
<b>12 cena docelowa (PLN)</b>	<b>17.0</b>				
Cena rynkowa (PLN)	13.3				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	28%				

### Wycena działalności motoryzacyjnej metodą DCF

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Przychody	681.8	680.1	693.7	705.6	712.7	719.8	719.8	719.8	719.8	719.8
- Zmiana r/r		0%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Znorm. EBITDA	62.0	60.9	58.4	55.4	55.3	55.2	54.3	53.2	52.2	51.0
- Zmiana r/r		-2%	-4%	-5%	0%	0%	-2%	-2%	-2%	-2%
Znorm. EBIT	61.4	60.2	57.6	54.7	54.6	54.5	53.5	52.5	51.4	50.3
Podatek od EBIT	-11.7	-11.4	-10.9	-10.4	-10.4	-10.3	-10.2	-10.0	-9.8	-9.6
NOPAT	49.7	48.8	46.7	44.3	44.2	44.1	43.3	42.5	41.6	40.7
- Zmiana r/r		-2%	-4%	-5%	0%	0%	-2%	-2%	-2%	-2%
Amortyzacja	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Zmiany w kapitale obrotowym	0.2	-22.6	-1.1	-1.5	-3.3	-3.4	-4.5	-4.7	-4.9	-5.1
Capex	-33.5	-22.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>17.1</b>	<b>3.9</b>	<b>45.5</b>	<b>42.7</b>	<b>40.9</b>	<b>40.6</b>	<b>38.7</b>	<b>37.7</b>	<b>36.7</b>	<b>35.6</b>
Czynnik dyskontowy (%)	92%	82%	73%	65%	58%	51%	46%	41%	36%	32%
Wartość bieżąca FCF	15.7	3.2	33.1	27.7	23.6	20.9	17.7	15.3	13.3	11.5
Wartość bieżąca FCF 2017-2026p	182									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	107									
<b>Wartość segmentu (dz. motoryzacyjna)</b>	<b>288</b>									

WACC	2017-2026p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Beta	3.9	2.3
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>20.9%</b>	<b>13.8%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	8.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>
% D	61.0%	30.3%
% E	39.0%	69.7%
<b>WACC</b>	<b>12.3%</b>	<b>11.7%</b>

		Średni ważony koszt kapitału (%)				
		11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	306	293	280	269	258
	-0.5%	311	297	284	272	261
	0.0%	317	302	288	276	264
	0.5%	323	307	293	280	268
	1.0%	329	313	298	284	272

### Wycena działalności motoryzacyjnej metodą porównawczą

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Carmax Inc	55.8	41,588	17.0	15.8	14.5	17.9	17.2	n.a.
Autonation Inc	40.3	16,182	10.0	9.1	8.5	6.9	6.5	n.a.
Inchcape Plc	840.0	17,467	13.1	12.2	11.7	7.66	7.19	6.87
Penske Automotive Group Inc	45.5	15,478	10.6	9.8	9.1	7.5	n.a.	n.a.
Asbury Automotive Group	56.8	4,778	8.8	8.3	8.2	n.a.	n.a.	n.a.
Group 1 Automotive Inc	66.5	5,664	8.6	8.1	9.0	n.a.	n.a.	n.a.
D'Ieteren Sa/Nv	44.0	10,328	11.8	11.2	9.5	6.8	6.2	5.8
Lithia Motors Inc-Cl A	82.0	8,220	9.9	9.0	9.0	6.3	5.9	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	18.8	3,360	9.2	8.3	7.6	5.3	5.5	4.9
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	8.5	2,020	8.2	6.4	5.1	9.2	7.9	7.1
Lookers Plc	127.5	2,504	8.6	8.2	7.5	5.1	4.7	4.0
Bilia Ab-A Shs	190.0	4,328	13.2	12.7	11.8	7.1	7.0	6.0
Pendragon Plc	34.0	2,410	8.7	8.1	7.2	4.2	4.0	3.5
Mediana			9.9	9.0	9.0	6.9	6.4	5.8
Marvipol Sa	13.3	553	11.4	11.7	12.2	8.5	9.0	9.1
Implikowana wartość segmentu			454	425	387	425	387	338
Dyskonto*	25%							
<b>Wartość bieżąca segmentu</b>			<b>302</b>					

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM, \*dyskonto ze względu na mniejszą skalę działalności oraz mniej zdywersyfikowany model biznesu

**Marvipol – Wycena wartości działalności deweloperskiej**

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Podsumowanie wyceny Marvipol		Podsumowanie wyceny działalności deweloperskiej		Waga (%)	EV (PLNm)
Wartość bieżąca działalności motoryzacyjnej (EV)	295	Metoda DCF		50%	189
Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej (EV)	260	Metoda porównawcza		50%	330
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej (EV)	38	<b>Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej</b>			<b>260</b>
Dług netto (na koniec 4Q16)	-47				
Wartość kapitałów własnych	640				
Liczba akcji (m)	41.6				
Wartość bieżąca akcji (PLN)	15.4				
<b>12 cena docelowa (PLN)</b>	<b>17.0</b>				
Cena rynkowa (PLN)	13.3				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	28%				

**Wycena działalności mieszkaniowej metodą DCF**

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
Przychody	185.7	239.3	324.4	352.3	284.7
- Zmiana r/r	-19%	29%	36%	9%	-19%
Znorm. EBITDA	34.0	41.4	48.3	54.2	31.3
- Zmiana r/r	37%	22%	17%	12%	-42%
Znorm. EBIT	33.1	40.5	47.3	53.3	30.3
Podatek od EBIT	-6.3	-7.7	-9.0	-10.1	-5.8
NOPAT	26.8	32.8	38.3	43.1	24.6
- Zmiana r/r	38%	22%	17%	13%	-43%
Amortyzacja	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-144.9	-92.2	-6.3	45.8	9.6
Capex	36.6	41.0	-0.9	-1.0	-1.0
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>-80.6</b>	<b>-17.5</b>	<b>32.1</b>	<b>88.9</b>	<b>34.2</b>
Czynnik dyskontowy (%)	93%	85%	78%	71%	64%
Wartość bieżąca FCF	-75.3	-14.9	24.9	62.9	22.1
Wartość bieżąca FCF 2017-2021p	20				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	169				
<b>Wartość segmentu (dz. mieszkaniowa)</b>	<b>189</b>				

WACC	2017-2021p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Beta	1.7	1.4
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.9%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	8.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.9%</b>
% D	33.7%	19.0%
% E	66.3%	81.0%
<b>WACC</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.3%</b>

		Średni ważony koszt kapitału (%)				
		8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	183	178	173	168	163
	-0.5%	191	186	181	176	171
	0.0%	200	194	189	184	179
	0.5%	210	204	199	193	188
	1.0%	221	215	209	204	199

**Wycena działalności mieszkaniowej metodą porównawczą**

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		
			2017E	2018E	2019E
Dom Development Sa	69.9	1,737	1.78	1.75	1.83
Lc Corp Sa	1.9	855	0.56	0.50	0.45
Robyg Sa	3.3	860	1.49	1.35	1.25
Ronson Europe Nv	1.5	253	0.73	0.57	0.70
Vantage	3.7	229	0.62	0.57	0.53
JW. Construction	5.0	444	0.62	0.56	n.a.
Mediana			0.67	0.57	0.70
Marvipol Sa	13.3	553	1.54	1.45	1.35
Premia/Dyskonto			129%	154%	92%
Implikowana wycena			241.1	217.7	287.4
Dług netto			72.1	96.8	75.9
EV			313	314	363
<b>Wartość segmentu (dz. mieszkaniowa)</b>	<b>330</b>				

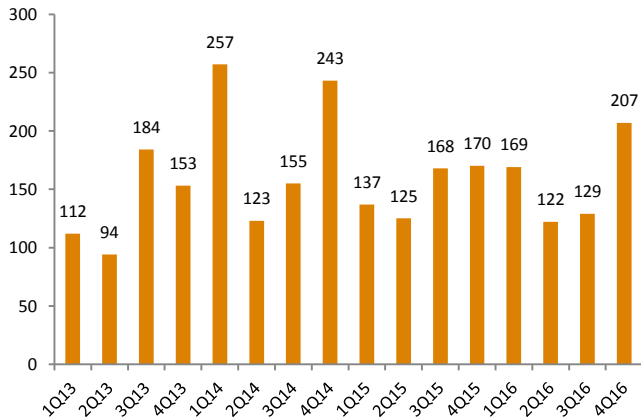
**Wycena działalności logistyczno magazynowej**

Projekt	Powierzchn	Stawka	Yield	Wartość	Nakłady	Zysk	Udział MVP	Zysk MVP	PV zysku
Konotopa	48,581	3.5	6.75%	124.3	99.9	24.4	68%	16.6	16.6
Grodzisk Mazowiecki	69,765	3.0	7.00%	150.8	142.7	8.0	58%	4.7	4.4
Śląsk	34,998	3.1	7.00%	78.1	65.3	12.8	68%	8.7	8.1
Kraków	35,000	3.2	7.00%	80.6	65.5	15.1	68%	10.3	9.1
<b>Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej</b>									<b>38.2</b>

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

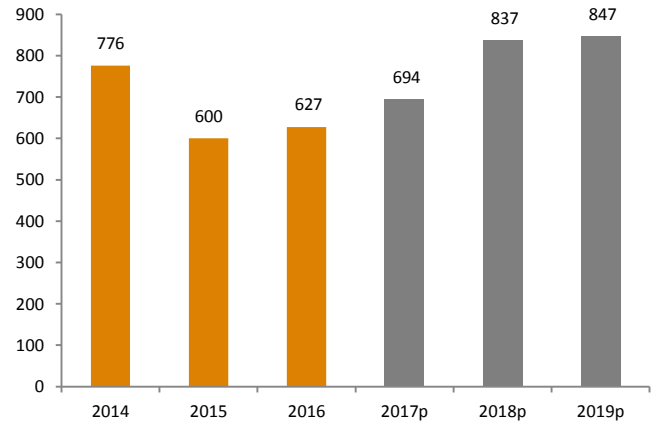
# Załącznik 1: Założenia i prognozy

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



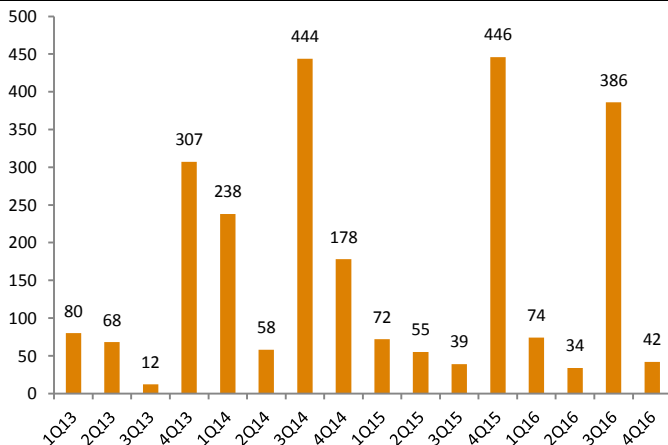
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

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



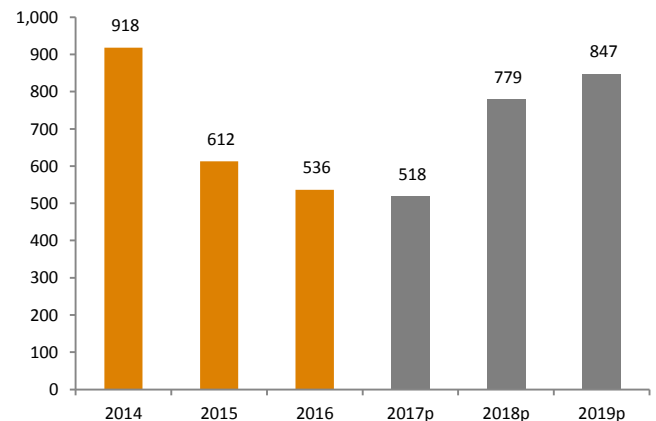
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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



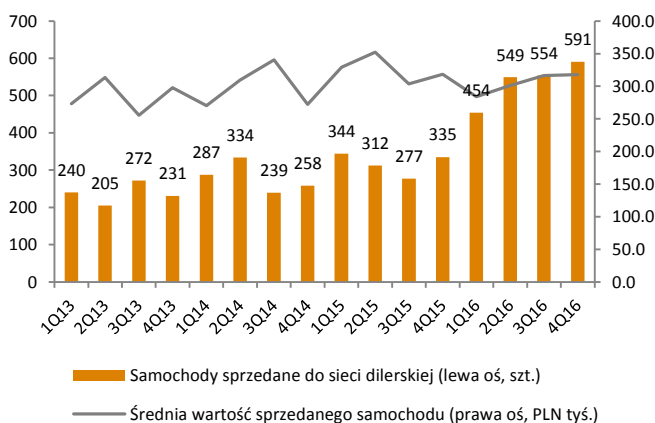
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

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



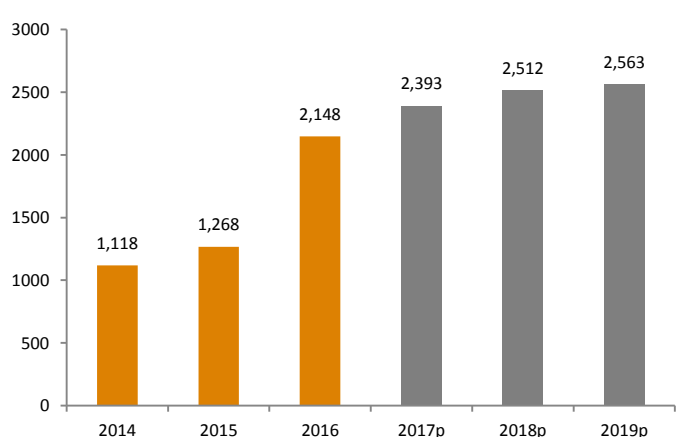
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
<b>Przychody</b>	<b>694.2</b>	<b>892.4</b>	<b>867.5</b>	<b>919.4</b>	<b>1,018.1</b>
Działalność deweloperska	275.1	229.9	185.7	239.3	324.4
Sprzedaż samochodów	413.8	657.6	681.8	680.1	693.7
Pozostałe	5.3	4.9	0.0	0.0	0.0
Koszty operacyjne netto	640.7	782.1	754.6	805.0	912.4
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	6.4	12.2	18.4	13.8	0.8
<b>EBITDA</b>	<b>49.3</b>	<b>100.5</b>	<b>99.0</b>	<b>106.7</b>	<b>110.9</b>
Amortyzacja	2.2	2.4	4.5	6.0	6.0
<b>EBIT</b>	<b>47.1</b>	<b>98.2</b>	<b>94.5</b>	<b>100.7</b>	<b>104.9</b>
Działalność deweloperska	13.1	24.0	33.1	40.5	47.3
Sprzedaż samochodów	30.3	60.1	61.4	60.2	57.6
Pozostałe	3.0	14.1	0.0	0.0	0.0
EBIT skoryg.*	40.6	86.0	76.1	86.9	104.2
Koszty finansowe netto	14.4	18.2	14.3	13.5	12.6
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>32.7</b>	<b>80.0</b>	<b>80.1</b>	<b>87.2</b>	<b>92.4</b>
Podatek dochodowy	4.3	11.0	15.2	16.6	17.5
Działalność zaniechana	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>33.0</b>	<b>69.0</b>	<b>64.9</b>	<b>70.6</b>	<b>74.8</b>
Zysk netto skoryg.	26.6	58.5	50.0	59.5	74.2

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM, \* wynik skorygowany o udziały w zyskach spółek powiązanych

**Tabela 4. Marvipol: Rachunek zysków i strat działalności deweloperskiej (PLNm)**

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody	275.1	229.9	185.7	239.3	324.4
Koszty operacyjne	262.0	218.0	168.4	211.3	277.0
Zyski z inw. oraz udziały w zyskach sp. powiązanych	0.0	12.2	15.8	12.5	0.0
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>13.1</b>	<b>24.0</b>	<b>33.1</b>	<b>40.5</b>	<b>47.3</b>
Koszty finansowe	9.5	10.2	12.7	11.8	10.9
Zysk przed opodatkowaniem	3.5	13.8	20.4	28.7	36.4
Podatek dochodowy	1.1	-2.9	3.9	5.4	6.9
<b>Zysk netto</b>	<b>2.4</b>	<b>16.7</b>	<b>16.5</b>	<b>23.2</b>	<b>29.5</b>

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Tabela 5. Marvipol: Rachunek zysków i strat działalności motoryzacyjnej (PLNm)**

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody	413.8	657.6	681.8	680.1	693.7
Koszty operacyjne	383.5	597.5	620.5	619.9	636.1
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>30.3</b>	<b>60.1</b>	<b>61.4</b>	<b>60.2</b>	<b>57.6</b>
Koszty finansowe	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
Zysk przed opodatkowaniem	28.2	58.4	59.7	58.5	55.9
Podatek dochodowy	3.2	11.7	11.3	11.1	10.6
<b>Zysk netto</b>	<b>25.0</b>	<b>46.7</b>	<b>48.4</b>	<b>47.4</b>	<b>45.3</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, al. Jana Pawła II 22, 00-133 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Zarządzie 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 2016 r., poz. 1636 – 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 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

**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.**

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

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 jakakolwiek 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 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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 znajdują 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 podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, 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 TYCH 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 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 nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

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

**INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYECEN/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 PROWADZENIEM EWIDENCJI OBLIGACJI SERII O I P. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY I BĘDZIE OTRZYMYWAĆ W PRZYSZŁOŚCI 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 SPOBÓD POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA, 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 ZARZĄDANIU 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 S.A. dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor DM nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. 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, 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 dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („Instrumenty finansowe”).

Vestor 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.

Analizy sporządzające niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę. Analizy Vestor DM działały 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 jakikolwiek 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: 7 rekomendacji kupuj, 6 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 6 rekomendacji Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 1 rekomendację, która nie wskazywała 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 23% (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 UPWAŻNIANYCH 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 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 © 2017 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 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;
- 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 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 wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor 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, 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 prawdopodobieństwie 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 dobrze mierzy prawdopodobieństwa są wysoco subiektywne, a analiza wysoco 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 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 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	Rekomendacja
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga		Brak
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus		Redukuj
Marvipol	2016-04-12	Marek Szymański		Brak
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus		Neutralnie
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus		Redukuj
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus		Neutralnie
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus		Redukuj
ING	2016-04-21	Michał Fidelus		Akumuluj
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus		Sprzedaj
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus		Redukuj
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus		Neutralnie
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus		Neutralnie
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki		Redukuj
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga		Neutralnie
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga		Akumuluj
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański		Brak
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański		Brak
Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus		Neutralnie
Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański		Brak
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki		Brak
Altus	2016-05-24	Michał Fidelus		Kupuj
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski		Brak
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki		Brak
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus		Neutralnie
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański		Brak
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus		Sprzedaj
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki		Neutralnie
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus		Kupuj
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel		Brak
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga		Redukuj
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga		Neutralnie
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański		Kupuj
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański		Kupuj
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański		Akumuluj
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus		Redukuj
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki		Brak
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus		Neutralnie
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał		Redukuj
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus		Kupuj
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał		Redukuj
Marvipol	2016-08-26	Marek Szymański		Brak
K2 Internet	2016-09-09	Adam Siniarski		Brak
Vantage Developmer	2016-09-14	Marek Szymański		Brak
Archicom	2016-09-15	Marek Szymański		Brak
PKO BP	2016-09-19	Michał Fidelus		Neutralnie
BZ WBK	2016-09-19	Michał Fidelus		Neutralnie
mBank	2016-09-19	Michał Fidelus		Redukuj
Millennium	2016-09-19	Michał Fidelus		Redukuj
Getin Noble Bank	2016-09-19	Michał Fidelus		Redukuj
Warimpex	2016-09-21	Marek Szymański		Brak
Mex Polska	2016-09-26	Michał Mordel		Brak
Mercator Medical	2016-10-07	Piotr Nawrocki		Brak
OT Logistics	2016-10-14	Piotr Nawrocki		Brak
PRÓCHNIK	2016-10-26	Marek Szymański		Brak
MARVIPOL	2016-12-05	Marek Szymański		Brak
Mercator Medical	2016-12-09	Aleksandra Jakubows		Brak
Eurocash	2017-01-11	Jakub Rafał		Trzymaj
Pekao	2017-01-13	Michał Fidelus		Kupuj
Mex Polska	2017-02-02	Aleksandra Jakubows		Brak
ING BSK	2017-02-03	Michał Fidelus		Redukuj
GTC	2017-02-06	Marek Szymański		Neutralnie
PKN	2017-02-15	Beata Szparaga		Akumuluj
Lotos	2017-02-15	Beata Szparaga		Akumuluj
PKO BP	2017-02-22	Michał Fidelus		Redukuj
Pekao	2017-02-22	Michał Fidelus		Neutralnie
BZ WBK	2017-02-22	Michał Fidelus		Neutralnie
mBank	2017-02-22	Michał Fidelus		Sprzedaj
ING BSK	2017-02-22	Michał Fidelus		Redukuj
Handlowy	2017-02-22	Michał Fidelus		Redukuj
Millennium	2017-02-22	Michał Fidelus		Redukuj
Alior	2017-02-22	Michał Fidelus		Kupuj
Getin Noble Bank	2017-02-22	Michał Fidelus		Kupuj
Dom Development	2017-02-23	Marek Szymański		Akumuluj
LC Corp	2017-02-23	Marek Szymański		Kupuj
Robyg	2017-02-23	Marek Szymański		Kupuj
Eurocash	2017-02-24	Jakub Rafał		Trzymaj
KGHM	2017-03-02	Marcin Stebakow		Kupuj
Emperia	2017-03-09	Jakub Rafał		Akumuluj
PKN	2017-03-23	Beata Szparaga		Neutralnie
Lotos	2017-03-23	Beata Szparaga		Redukuj
Eurocash	2017-03-28	Jakub Rafał		Akumuluj
Altus	2017-04-05	Michał Fidelus		Kupuj
Quercus	2017-04-05	Michał Fidelus		Akumuluj

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