

- Podwyższamy 12M cenę docelową do PLN 19.0/akcję
- Prognozujemy zysk netto PLN 81m w 2017p oraz PLN 79m w 2018p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E na poziomie 6.6x w 2017p oraz 6.8x w 2018p.

Dyskonto przed spin-offem

Podwyższamy 12M cenę docelową dla Marvipolu z PLN 18.0/akcję do PLN 19.0/akcję. Uważamy, że czynnikami wspierającymi wzrost wartości segmentu motoryzacyjnego w najbliższych kwartałach będzie utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży aut JLR (zarówno dzięki rozwojowi oferty modeli, jak również dzięki zwiększaniu liczby salonów JLR), zaś w przypadku segmentu deweloperskiego wskazujemy na: 1) realizację kolejnych inwestycji logistyczno-magazynowych we współpracy z Panattoni (obecne zaangażowanie spółki w realizację 4 projektów na poziomie PLN 103.5m) oraz 2) systematyczne wprowadzanie do oferty mieszkaniowej kolejnych inwestycji oraz zwiększanie poziomów przedsprzedaży. Spółka podtrzymuje plan zakończenia procesu wydzielenia obu segmentów do końca 4Q17 (WZA w sprawie podziału zostało zwołane na 20.11.2017).

W okresie 9M17 spółka odnotowała przedsprzedaż na poziomie 572 lokali (+36% r/r) oraz 1,800 aut JLR (+19% r/r). Podtrzymujemy prognozę przychodów na poziomie PLN 916m w 2017p oraz zysku netto w wysokości PLN 81m. Z kolei w 2018p podwyższając prognozę sprzedaży aut JLR o 5% podwyższamy prognozę przychodów do PLN 1,005m oraz podwyższamy prognozę zysku netto o 5% do PLN 79m (oczekiwany wyższy zysk z inwestycji logistyczno-magazynowych ze względu na rozpoczęcie inwestycji w Łodzi). Obecna kapitalizacja grupy implikuje wycenę segmentu motoryzacyjnego na P/E 6.0x i 5.7x w 2017-18p oraz segmentu deweloperskiego na P/E odpowiednio 7.7x i 9.0x.

- 1) **Segment deweloperski – 12M TP PLN 8.7/akcję.** Dzięki wprowadzaniu do oferty kolejnych inwestycji mieszkaniowych podtrzymujemy przedsprzedaż 724 i 847 lokali w 2017-18p. Zgodnie z harmonogramem realizowanych projektów prognozujemy przekazanie odpowiednio 532 i 727 lokali (obniżenie prognozy o 5% w 2018p). Uważamy, że istotne wsparcie dla wyników segmentu deweloperskiego stanowić będzie działalność logistyczna, która w 1H17 wygenerowała zysk na poziomie PLN 13.8m. W skali całego 2017p prognozujemy zysk w wysokości PLN 15.8m oraz PLN 20.7m w 2018p. Zwracamy uwagę, że w czerwcu spółka podpisała z Panattoni list intencyjny ws. realizacji inwestycji wymagających wkładu własnego na poziomie PLN 150m (obecne zaangażowanie MVP na PLN 103.5m).
- 2) **Segment motoryzacyjny – 12M TP PLN 10.3/akcję.** Prognozujemy, że w 2017p spółka odnotuje sprzedaż blisko 2,500 aut JLR (+15% r/r). W perspektywie kolejnych lat spółka oczekuje utrzymania dwucyfrowej dynamiki sprzedaży aut. Poza planowanymi premierami nowych modeli JLR wsparcie dla sprzedaży aut oraz przychodów generowanych z usług stanowić będzie rozbudowa sieci dilerkiej (plan 17 salonów na koniec 2020r vs. 11 salonów obecnie). Obecna kapitalizacja grupy implikuje P/E segmentu motoryzacyjnego na poziomie 6.0x i 5.7x w latach 2017-18p, zaś zakładana polityka dywidendowa implikuje DY w wysokości 8.3% w 2018p.

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	892.4	916.0	1,005.0	1,141.6
EBIT (PLNm)	74.1	47.1	98.2	93.2	111.6	133.1
Zysk netto (PLNm)	47.9	33.0	69.0	81.0	79.4	97.3
P/E (x)	11.2	16.3	7.8	6.6	6.8	5.5
EV/EBITDA (x)	9.6	12.9	4.9	6.8	6.6	5.9
P/BV (x)	1.8	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2
DY (%)	0.0%	0.0%	0.8%	6.3%	4.7%	5.9%

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	19.0
Poprzednia cena docelowa (PLN)	18.0
Data poprzedniej rekomendacji	13.7.2017
Cena bieżąca (PLN)	13.0
Potencjał wzrostu/spadku	47%
Min (52T)	9.6
Max (52T)	13.5
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	539.8
Dług netto (2Q17, PLNm)	102.1
EV (PLNm)	641.8
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	197

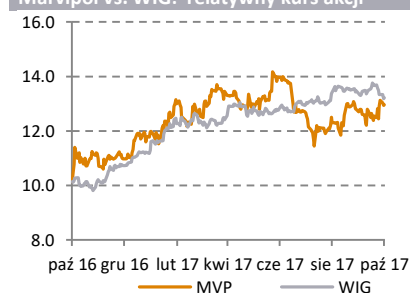
Akcjonariat

	%
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

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

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

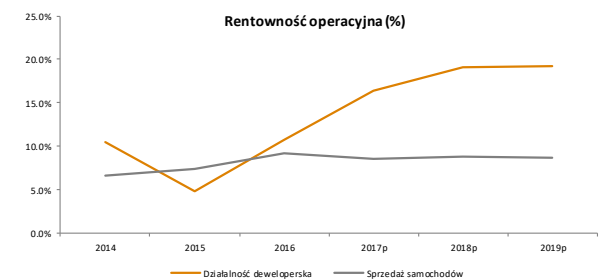
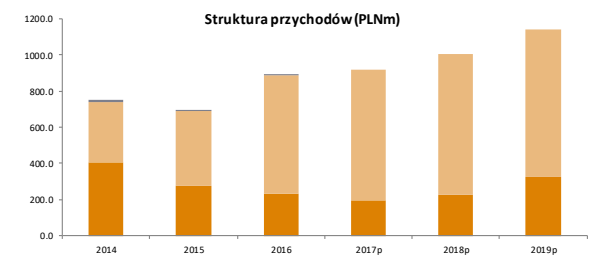
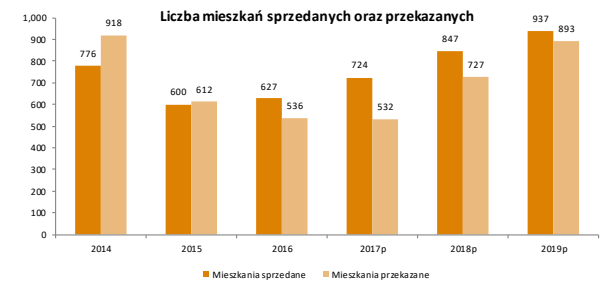
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody	750.2	694.2	892.4	916.0	1005.0	1,141.6
Działalność deweloperska	407.0	275.1	229.9	195.6	228.3	326.1
Sprzedaż samochodów	335.1	413.8	657.6	720.5	776.6	815.5
Pozostałe	8.1	5.3	4.9	0.0	0.0	0.0
Koszty operacyjne netto	675.9	653.5	806.4	839.5	915.8	1025.1
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	-0.2	6.4	12.2	16.7	22.4	16.6
EBITDA	76.3	49.3	100.5	95.2	114.5	136.6
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	1.9	2.9	3.5
EBIT	74.1	47.1	98.2	93.2	111.6	133.1
Działalność deweloperska	42.5	13.1	24.0	32.1	43.6	62.6
Sprzedaż samochodów	27.5	30.3	60.1	61.2	67.9	70.4
Pozostałe	4.3	3.0	14.1	0.0	0.0	0.0
EBIT skoryg.	74.3	40.6	86.0	76.6	89.1	116.5
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	18.2	17.8	13.5	12.9
Zysk przed opodatkowaniem	56.6	32.7	80.0	75.5	98.1	120.2
Podatek dochodowy	10.4	4.3	11.0	-5.6	18.6	22.8
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	47.9	33.0	69.0	81.0	79.4	97.3
Zysk netto skoryg.	48.2	26.6	58.5	63.1	61.3	83.9
Dynamiki wzrostu (%)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Wzrost przychodów (%)	48%	-7%	29%	3%	10%	14%
Wzrost EBIT (%)	103%	-36%	109%	-5%	20%	19%
Wzrost zysku netto (%)	251%	-31%	109%	17%	-2%	23%
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Aktywa trwałe	152.5	199.0	162.2	187.8	244.2	244.7
Rzeczowe aktywa trwałe	56.9	53.1	35.6	62.1	109.7	109.9
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	116.9	125.7	126.1
Aktywa obrotowe	679.8	664.2	805.6	896.0	968.3	1,015.5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	297.7	208.2	89.4	21.3
Należności	67.0	48.0	88.8	95.1	104.1	117.1
Zapasy	522.7	445.4	410.9	583.6	765.1	866.8
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	8.3	9.0	9.7	10.2
Aktywa razem	832.3	863.2	967.9	1,083.8	1,212.5	1,260.2
Kapitały własne	292.9	326.1	390.5	403.3	432.5	466.0
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	225.7	254.8	261.0	346.7	349.7	317.7
Dług długoterminowy	187.7	199.0	222.3	307.9	310.9	278.9
Inne zobowiązania długoterminowe	38.0	55.9	38.8	38.8	38.8	38.8
Zobowiązania krótkoterminowe	313.7	282.3	316.3	333.8	430.4	476.5
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	28.6	28.6	28.6	28.6
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	203.4	201.0	220.0	243.7
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	84.3	104.2	181.8	204.2
Zobowiązania i kapitały własne	832.3	863.2	967.9	1,083.8	1,212.5	1,260.2
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przepływy z działalności operacyjnej	148.4	133.0	99.4	-66.2	0.7	44.3
Zysk netto	47.9	33.0	69.0	81.0	79.4	97.3
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	1.9	2.9	3.5
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	80.7	104.3	70.9	-147.8	-80.4	-55.7
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	35.1	-158.9	-168.0	-88.8
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-40.0	-6.3	-9.0	-13.0
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	75.8	17.5	96.6	46.1
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-6.5	-42.9	-1.4	-1.2	-0.8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.1	-20.0	66.3	-26.9	-58.8	-3.6
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-5.8	-22.2	-58.8	-3.6
Inne przepływy inwestycyjne	3.9	-11.9	72.1	-4.7	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-98.4	-41.3	-23.3	3.6	-60.8	-108.7
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.1	-4.6	-34.1	-25.2	-31.9
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-8.1	85.6	3.0	-32.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-34.1	-25.2	-31.9
Pozostałe	-19.0	-13.1	-6.1	-13.8	-13.5	-12.9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	297.7	208.2	89.4
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	142.3	-89.5	-118.8	-68.1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	83.6	155.4	297.7	208.2	89.4	21.3
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Dług brutto	279.7	254.0	250.9	336.5	339.5	307.5
Dług netto	196.1	98.7	-46.8	128.2	250.1	286.2
Dług netto/EBITDA (x)	2.6	2.0	-0.5	1.3	2.2	2.1
Dług netto/aktywa (x)	0.24	0.11	-0.05	0.12	0.21	0.23
Dług netto/kapitały własne (x)	0.67	0.30	-0.12	0.32	0.58	0.61
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.4	3.3	5.4	5.2	8.3	10.3

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
P/E (x)	11.2	16.3	7.8	6.6	6.8	5.5
EV/EBITDA (x)	9.6	12.9	4.9	7.0	6.9	6.0
P/BV (x)	1.84	1.65	1.38	1.33	1.24	1.15
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.8%	6.3%	4.7%	5.9%

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	1.95	1.91	2.34
Wartość księgowa na akcję (PLN)	7.0	7.85	9.4	9.7	10.4	11.2
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.11	0.82	0.61	0.77

Główne założenia	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Mieszkania sprzedane	776	600	627	724	847	937
Mieszkania przekazane	918	612	536	532	727	893
Liczba sprzedanych aut	1,118	1,268	2,148	2,476	2,724	2,860
Marża operacyjna (%)	9.9%	6.8%	11.0%	10.2%	11.1%	11.7%
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	10.7%	16.4%	19.1%	19.2%
Sprzedaż samochodów	6.7%	7.3%	9.1%	8.5%	8.7%	8.6%
Najem	52.9%	56.8%	288.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Marża netto (%)	6.4%	4.8%	7.7%	8.8%	7.9%	8.5%



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%	8.8%	7.9%	8.5%
Wskaźnik rotacji majątku	0.90	0.80	0.92	0.85	0.83	0.91
Dźwignia finansowa	2.84	2.65	2.48	2.69	2.80	2.70
ROE	16.4%	10.1%	17.7%	20.1%	18.4%	20.9%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podsumowanie inwestycyjne

Podwyższamy 12M cenę docelową dla Marvipolu z PLN 18.0/akcję do PLN 19.0/akcję. Uważamy, że czynnikami wspierającymi wzrost wartości segmentu motoryzacyjnego w najbliższych kwartałach będzie utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży aut JLR (zarówno dzięki rozwojowi oferty modeli, jak również dzięki zwiększaniu liczby salonów JLR), zaś w przypadku segmentu deweloperskiego wskazujemy na: 1) realizację kolejnych inwestycji logistyczno-magazynowych we współpracy z Panattoni (obecne zaangażowanie spółki w realizację 4 projektów na poziomie PLN 103.5m) oraz 2) systematyczne wprowadzanie do oferty mieszkaniowej kolejnych inwestycji oraz zwiększanie poziomów przedsprzedaży. Spółka podtrzymuje plan zakończenia procesu wydzielenia obu segmentów do końca 4Q17 (WZA w sprawie podziału zostało zwołane na 20.11.2017).

W okresie 9M17 spółka odnotowała przedsprzedaż na poziomie 572 lokali (+36% r/r) oraz 1,800 aut JLR (+19% r/r). Podtrzymujemy prognozę przychodów na poziomie PLN 916m w 2017p oraz zysku netto w wysokości PLN 81m. Z kolei w 2018p podwyższając prognozę sprzedaży aut JLR o 5% podwyższamy prognozę przychodów do PLN 1,005m oraz podwyższamy prognozę zysku netto o 5% do PLN 79m (oczekiwany wyższy zysk z inwestycji logistyczno-magazynowych ze względu na rozpoczęcie inwestycji w Łodzi).

Obecna kapitalizacja grupy implikuje wycenę segmentu motoryzacyjnego na P/E 6.0x i 5.7x w 2017-18p oraz segmentu deweloperskiego na P/E odpowiednio 7.7x i 9.0x.

Wyceniamy bieżącą wartość kapitału własnego segmentu deweloperskiego na PLN 328m (12M TP PLN 8.7/akcję):

- **Oferta na 758 lokali oraz bank ziemi na 2,311 lokali na koniec 3Q17.** Na koniec 3Q17 oferta mieszkaniowa Marvipolu obejmowała 758 lokali zlokalizowane w trzech warszawskich inwestycjach. Zakładamy, że w 4Q17 spółka rozszerzy ofertę o 3 nowe inwestycje: Modzelewskiego (44 lokale), Topiel (52 lokale) oraz Grzybowska (413 lokale). Dodatkowo spółka dysponuje bankiem ziemi pozwalającym na realizację ponad 2,300 lokali (blisko trzykrotność obecnej 12M przedsprzedaży spółki) oraz jest w trakcie poszukiwania kolejnych gruntów zarówno w Warszawie, jak również w Gdańsku.
- **Podtrzymujemy prognozę przedsprzedaży 724 lokali w 2017p oraz 847 w 2018p.** W okresie 9M17 spółka odnotowała przedsprzedaż na poziomie 572 lokale (+36% r/r). Dzięki zwiększaniu liczby realizowanych inwestycji oczekujemy, że spółka będzie w stanie zwiększać przedsprzedaż do 724 lokali w 2017p (+14% r/r) oraz 847 w 2018p (+17% r/r). W długim terminie poza zwiększaniem dywersyfikacji ofertowej wsparcie dla zwiększania poziomów przedsprzedaży stanowić powinno rozpoczęcie działalności na rynku trójmiejskim (zakupiony grunt w Gdańsku pozwalający na realizację ok. 4.5tys. mkw. PUM; planowane rozpoczęcie realizacji w 1H18).
- **Systematyczne zwiększanie skali działalności segmentu logistyczno-magazynowego.** Obecnie spółka jest w trakcie realizacji czterech inwestycji logistyczno-magazynowych we współpracy z Panattoni. Obecne zaangażowanie kapitałowe spółki wynosi PLN 103.5m. Dodatkowo w październiku spółka podpisała list intencyjny z Panattoni dotyczący wspólnej realizacji projektu magazynowo-logistycznego w okolicy Warszawy (projekt na chwilę obecną nieuwzględniony w naszych prognozach i wycenie).
- **Prognozujemy zysk netto segmentu deweloperskiego na PLN 30.7m w 2017p oraz PLN 26.3m w 2018p.** Podtrzymujemy naszą prognozę przekazania 532 lokali oraz wygenerowania blisko PLN 200m przychodów i PLN 32m zysku operacyjnego w 2017p (zysk z inwestycji w 2017p na poziomie PLN 15.8m). Z kolei w 2018p pomimo

obniżenia prognozy przekazania o 5% do 727 lokali, podwyższamy prognozę EBIT o 16% do PLN 43.6m, przede wszystkim ze względu na realizację inwestycji logistyczno-magazynowych (zysk z inwestycji w wysokości PLN 20.7m vs. PLN 14.5m wcześniej).

- **Wyceniamy bieżącą wartość kapitału własnego segmentu deweloperskiego na PLN 328m (12M TP PLN 8.7/akcję).** Zgodnie z wyceną spółki (segment deweloperski wyceniony na 44% wartości grupy Marvipol) nasze prognozy implikują wycenę P/BV 0.6x w 2017-18p oraz P/E odpowiednio 7.7x i 9.0x.

Wyceniamy bieżącą wartość kapitału własnego segmentu motoryzacyjnego na PLN 388m (12M TP PLN 10.3/akcję):

- **Podtrzymujemy prognozę sprzedaży ok. 2,500 aut w 2017p (+15% r/r) oraz podwyższamy prognozę o 5% do 2,724 w 2018p (+10% r/r).** W okresie 9M17 spółka zaraportowała sprzedaż 1,807 aut JLR (+19% r/r) o łącznej wartości PLN 436m. W całym 2017p oczekujemy sprzedaży ok. 2,500 aut JLR (wykonanie naszej prognozy w 72% po 9M17. Z kolei w 2018p zakładamy wzrost sprzedaży aut o 10% r/r do ok. 2,724. Zwracamy uwagę, że obecna strategia spółki zakłada osiągnięcie dwucyfrowego średniorocznego wzrostu sprzedaży aut JLR w latach 2017-2020 (nasze prognozy implikują CAGR na poziomie 8%). W oparciu o powyższe założenia podtrzymujemy prognozy przychodów segmentu motoryzacyjnego na poziomie PLN 721m w 2017p oraz podwyższamy o 5% do PLN 777m w 2018p.
- **Potencjał skokowego wzrostu sprzedaży dzięki rozbudowie sieci dilerkiej.** Na chwilę obecną spółka dysponuje siecią 11 salonów, jednak wraz z planowaną budową salonu w Warszawie przy ul. Puławskiej oraz „showroomu” przy ul. Wawelskiej na koniec 2018r. sieć tworzyć będzie 13 salonów (szacujemy capex na poziomie ok. PLN 28m w 2017p oraz ok. PLN 50m w 2018p). Dodatkowo do 2020r. spółka planuje zwiększenie sieci do 17 salonów (m.in. Rzeszów, Lublin, Kielce, Olsztyn).
- **Obniżamy prognozę zysku operacyjnego o 3% do PLN 61.2m w 2017p oraz podwyższamy o 4% PLN 67.9m w 2018p.** Ze względu na obniżenie cennika sprzedaży aut JLR w 1H17 oczekujemy rentowności operacyjnej segmentu na poziomie 8.5% (vs. 9.1% rok wcześniej). W oparciu o powyższe założenia oraz zaraportowane w 1H17 wyniki podtrzymujemy naszą prognozę zysku netto na poziomie PLN 50m w 2017p oraz PLN 53m w 2018p.
- **Zakładamy DPS na poziomie PLN 0.61/akcję.** Zgodnie z przyjętą polityką dywidendową w naszych prognozach zakładamy wypłatę 50% zysku netto segmentu motoryzacyjnego za 2017r., co implikuje DPS w wysokości PLN 0.61/akcję (DY 4.7% dla grupy Marvipol oraz 8.3% dla segmentu motoryzacyjnego).
- **Wyceniamy bieżącą wartość kapitału własnego segmentu motoryzacyjnego na PLN 388m (12M TP PLN 10.3/akcję).** Zgodnie z wyceną spółki (segment motoryzacyjny wyceniony na 56% wartości grupy Marvipol) nasze prognozy implikują wycenę P/E 6.0x i 5.7x, odpowiednio w latach 2017-18p.

Proces spin-off. Spółka podtrzymuje plan wydzielenia obu segmentów działalności do końca 2017r. W ramach porządku obrad na WZA zwołane na 20.11.2017r. znajduje się uchwała w sprawie podziału spółki Marvipol S.A.

Podwyższamy wycenę Marvipolu z PLN 18.0/akcję do PLN 19.0/akcję. Na naszych prognozach grupa Marvipol obecnie wyceniana jest na P/E 6.6x oraz 6.8x w latach 2017-18p.

Zmiana prognoz na lata 2017-18p

Tabela 2. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2017p			2018p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana, %	Obecne	Poprzednie	Zmiana, %
Przedsprzedaż	724	714	1%	847	847	0%
Przekazania	532	544	-2%	727	763	-5%
Sprzedaż aut	2,476	2,476	0%	2,724	2,600	5%
Przychody	916.0	919.0	0%	1,005.0	977.5	3%
Działalność deweloperska	195.6	198.5	-1%	228.3	236.1	-3%
Sprzedaż samochodów	720.5	720.5	0%	776.6	741.3	5%
EBITDA	97.4	101.5	-4%	118.8	109.4	9%
EBIT	93.2	97.0	-4%	111.6	103.4	8%
Działalność deweloperska	32.1	33.7	-5%	43.6	37.7	16%
Sprzedaż samochodów	61.2	63.3	-3%	67.9	65.6	4%
Koszty finansowe netto	17.8	11.0	62%	13.5	10.3	31%
Zysk brutto	75.5	86.0	-12%	98.1	93.0	5%
Podatek dochodowy	(5.6)	4.9	-214%	18.6	17.7	5%
Zysk netto	81.0	81.0	0%	79.4	75.3	5%

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Prognoza wyniku w 3Q17

Tabela 3. Marvipol: Prognoza wyniku w 3Q17 (PLNm)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17p	%, r/r
Przedsprzedaż mieszkań	169	122	129	207	180	184	208	61%
Przekazania mieszkań	74	34	386	42	27	14	99	-74%
Sprzedaż samochodów	454	549	554	591	606	625	589	6%
Przychody	170.8	191.8	312.9	220.6	182.0	202.1	210.5	-33%
segment deweloperski	41.9	26.4	134.2	32.7	15.4	11.3	33.8	-75%
segment motoryzacyjny	129.0	165.4	175.4	187.9	166.6	190.8	176.7	1%
EBITDA	13.1	18.5	40.2	28.0	15.0	20.0	13.8	-66%
EBIT	12.6	17.9	39.6	28.0	14.5	19.4	13.8	-65%
segment deweloperski	5.0	1.4	21.1	14.3	-2.7	6.0	-0.5	-103%
segment motoryzacyjny	7.6	16.5	18.7	17.2	17.1	13.4	14.3	-24%
Zysk netto	8.5	10.9	27.9	5.7	16.9	21.2	11.2	-60%
Marża operacyjna	7.4%	9.4%	12.7%	12.7%	7.9%	9.6%	6.5%	
segment deweloperski	11.9%	5.3%	15.7%	43.8%	-17.5%	53.0%	-1.6%	
segment motoryzacyjny	5.9%	10.0%	10.7%	9.1%	10.3%	7.0%	8.1%	

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Wycena

Marvipol – Wycena wartości działalności motoryzacyjnej

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Podsumowanie wyceny Marvipol		Podsumowanie wyceny działalności motoryzacyjnej		Waga (%)	Wartość (PLNm)
Wartość bieżąca działalności motoryzacyjnej	388	Metoda DCF		50%	390
Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej	291	Metoda porównawcza		50%	386
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej	37	Wartość bieżąca segmentu			388
Wartość kapitałów własnych	717				
Liczba akcji (m)	41.6				
Wartość bieżąca akcji (PLN)	17.3				
12M cena docelowa (PLN)	19.0				
Cena rynkowa (PLN)	13.0				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	47%				

Wycena działalności motoryzacyjnej metodą DCF

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Przychody	720.5	776.6	815.5	823.6	829.6	835.5	841.6	847.7	845.3	843.0
- Zmiana r/r		8%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Znorm. EBITDA	62.2	69.9	73.0	71.5	71.2	71.0	69.8	69.5	68.1	66.6
- Zmiana r/r		12%	4%	-2%	0%	0%	-2%	-1%	-2%	-2%
Znorm. EBIT	61.2	67.9	70.4	68.9	68.6	68.4	67.2	66.9	65.5	64.0
Podatek od EBIT	-11.6	-12.9	-13.4	-13.1	-13.0	-13.0	-12.8	-12.7	-12.4	-12.2
NOPAT	49.6	55.0	57.0	55.8	55.6	55.4	54.5	54.2	53.0	51.8
- Zmiana r/r		11%	4%	-2%	0%	0%	-2%	-1%	-2%	-2%
Amortyzacja	1.0	2.0	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Zmiany w kapitale obrotowym	9.2	-31.8	2.0	-1.9	-2.8	-2.9	-2.8	-4.4	-5.8	-6.0
Capex	-27.6	-49.6	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
Wolne przepływy finansowe	32.2	-24.3	58.9	53.7	52.7	52.3	51.5	49.6	47.1	45.7
Czynnik dyskontowy (%)	98%	88%	78%	70%	63%	56%	50%	45%	40%	36%
Wartość bieżąca FCF	31.6	-21.4	46.2	37.7	33.0	29.3	25.8	22.2	18.9	16.4
Wartość bieżąca FCF 2017-2026p	240									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	157									
Wartość segmentu (dz. motoryzacyjna)	397									
Dług netto (na koniec 4Q16)	-28									
Dywidenda	34									
Wartość kapitału własnego segm. (dz. motoryzacyjna)	390									

WACC	2017-2026p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Beta	3.9	2.3
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	20.9%	13.6%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Marża na zadłużeniu	4.0%	4.0%
Kosztu długu	7.5%	7.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.1%	6.1%
% D	61.0%	28.7%
% E	39.0%	71.3%
WACC	11.8%	11.5%

		Średni ważony koszt kapitału (%)				
		10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	414	395	378	362	348
	-0.5%	422	402	384	368	352
	0.0%	430	409	390	373	357
	0.5%	439	417	397	379	363
	1.0%	449	426	405	386	369

Wycena działalności motoryzacyjnej metodą porównawczą

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Carmax Inc	74.9	50 008	22.8	19.6	18.3	20.5	15.2	15.0
Autonation Inc	47.8	17 579	13.5	12.2	11.8	7.6	7.4	7.2
Inchcape Plc	777.5	15 495	11.8	11.5	11.1	6.90	6.63	6.21
Penske Automotive Group Inc	49.2	15 445	11.4	10.7	9.9	8.6	8.3	7.6
Asbury Automotive Group	61.6	4 698	9.9	9.6	9.6	7.2	7.1	n.a.
Group 1 Automotive Inc	78.7	6 016	11.0	10.5	11.1	7.6	7.0	6.8
D'Ieteren Sa/Nv	37.7	8 882	9.6	9.1	9.0	6.4	5.9	5.1
Lithia Motors Inc-Cl A	110.2	10 103	13.2	12.0	11.0	8.0	7.2	7.0
Sonic Automotive Inc-Class A	20.9	3 300	11.3	10.6	9.9	5.9	6.1	5.4
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	8.1	1 700	8.2	6.5	4.9	9.3	8.0	6.6
Lookers Plc	101.0	1 923	6.9	6.6	6.4	4.2	3.9	3.4
Bilia Ab-A Shs	85.5	3 851	11.4	11.3	11.0	6.1	5.9	5.8
Pendragon Plc	25.0	1 713	7.6	6.9	6.3	3.6	3.4	3.2
Mediana			11.3	10.6	9.9	7.2	7.0	6.4
Marvipol	13.0	538	10.8	10.4	10.8	8.2	8.1	8.1
Implikowana wartość segmentu			566	564	546	477	466	469
Dyskonto*	25%							
Wartość bieżąca segmentu	386							

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 dew.		Waga (%)	Wartość (PLNm)
Wartość bieżąca działalności motoryzacyjnej	388	Metoda DCF		50%	273
Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej	291	Metoda porównawcza		50%	310
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej	37	Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej			291
Wartość kapitałów własnych	717				
Liczba akcji (m)	41.6				
Wartość bieżąca akcji (PLN)	17.3				
12M cena docelowa (PLN)	19.0				
Cena rynkowa (PLN)	13.0				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	47%				

Wycena działalności mieszkaniowej metodą DCF

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
Przychody	195.6	228.3	326.1	411.1	358.0
- Zmiana r/r	-15%	17%	43%	26%	-13%
Znorm. EBITDA	32.9	44.6	63.6	82.2	64.7
- Zmiana r/r	32%	35%	43%	29%	-21%
Znorm. EBIT	32.1	43.6	62.6	81.3	63.7
Podatek od EBIT	-6.1	-8.3	-11.9	-15.4	-12.1
NOPAT	26.0	35.3	50.7	65.8	51.6
- Zmiana r/r	34%	36%	44%	30%	-22%
Amortyzacja	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-170.6	-63.2	-76.8	-24.0	1.7
Capex	-0.9	-0.9	-2.8	-1.0	-1.0
Wolne przepływy finansowe	-144.6	-27.9	-27.9	41.8	53.3
Czynnik dyskontowy (%)	98%	90%	82%	75%	69%
Wartość bieżąca FCF	-142.4	-25.1	-22.9	31.4	36.6
Wartość bieżąca FCF 2017-2021p	-122				
Stopa wzrostu w okresie rezidualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezidualna	377				
Wartość segmentu (dz. mieszkaniowa)	254				
Dług netto (na koniec 4Q16)	-19				
Wartość kapitału własnego segmentu (dz. mieszkaniowa)	273				

WACC	2017-2021p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Beta	1.7	1.7
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	11.1%	11.0%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Marża na zadłużeniu	4.0%	4.0%
Kosztu długu	7.5%	7.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.1%	6.1%
% D	33.7%	32.9%
% E	66.3%	67.1%
WACC	9.4%	9.4%

		Średni ważony koszt kapitału (%)					
Stopa wzrostu w okresie rezidualnym (%)	(-)	8.4%	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%	
		-1.0%	252	244	237	230	223
		-0.5%	270	262	254	247	240
		0.0%	289	281	273	265	258
		0.5%	311	303	294	286	278
		1.0%	336	327	318	309	301

Wycena działalności mieszkaniowej metodą porównawczą

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)		
			2017E	2018E	2019E
Dom Development	78.8	1 960	2.01	1.98	2.06
LC Corp	2.7	1 195	0.78	0.70	0.63
Robyg	3.2	923	1.60	1.45	1.34
Ronson	1.5	244	0.71	0.72	0.69
Archicom	14.8	345	0.87	0.80	0.73
JW. Construction	4.6	405	0.57	0.51	n.a.
Mediana			0.82	0.76	0.73
Marvipol	13.0	538	1.45	1.35	1.22
Premia/Dyskonto			76%	77%	68%
Implikowana wycena			306.5	303.2	319.8
Wartość segmentu (dz. mieszkaniowa)	310				

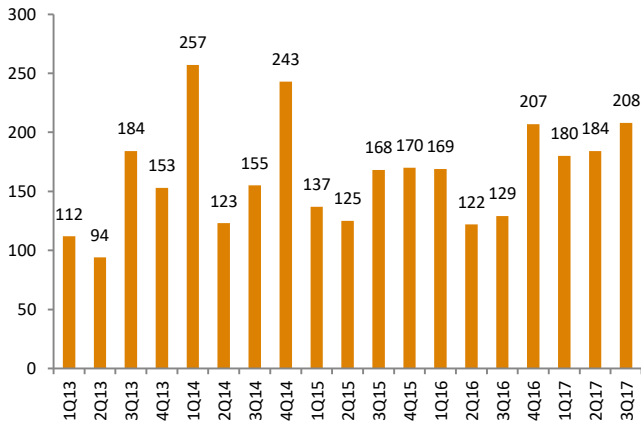
Wycena działalności logistyczno magazynowej

Projekt	Powierzchn	Stawka	Yield	Wartość	Nakłady	Zysk	Udział MVP	Zysk MVP	PV zysku
Grodzisk Mazowiecki	69 765	3.5	7.00%	175.9	146.6	23.7	58%	13.8	13.5
Śląsk	34 998	3.8	7.25%	91.7	71.8	16.1	68%	10.9	10.7
Kraków	33 100	3.8	7.25%	87.4	73.9	11.0	68%	7.5	7.0
Łódź	50 000	3.0	6.75%	112.0	98.1	11.3	58%	6.5	5.8
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej									37.0

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

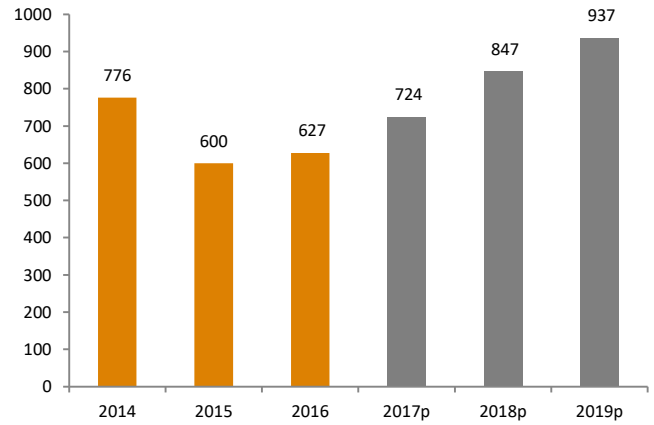
Załącznik 1: Założenia i prognozy

Wykres 1. Marvopol: Przesprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym



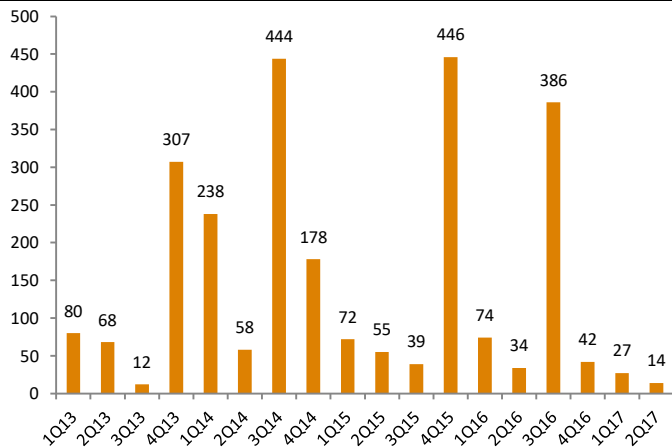
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Marvopol: Prognoza przedsprzedaży mieszkań



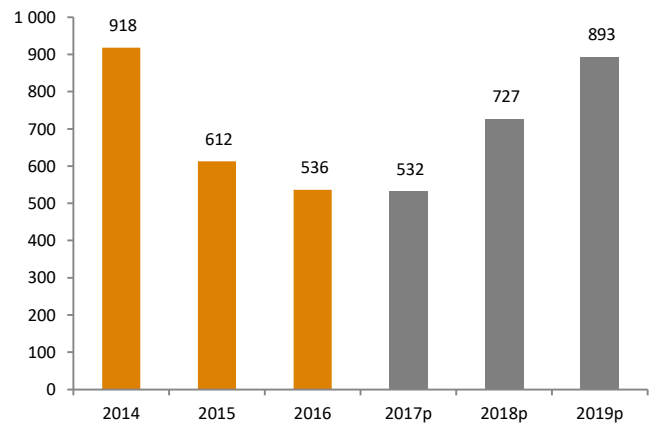
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 3. Marvopol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym



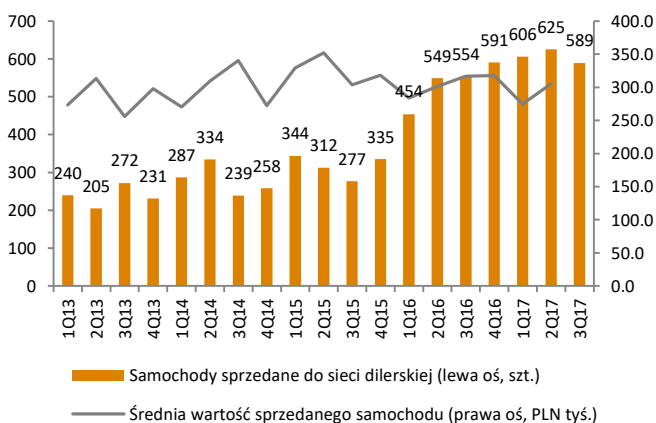
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Marvopol: Prognoza przekazania mieszkań



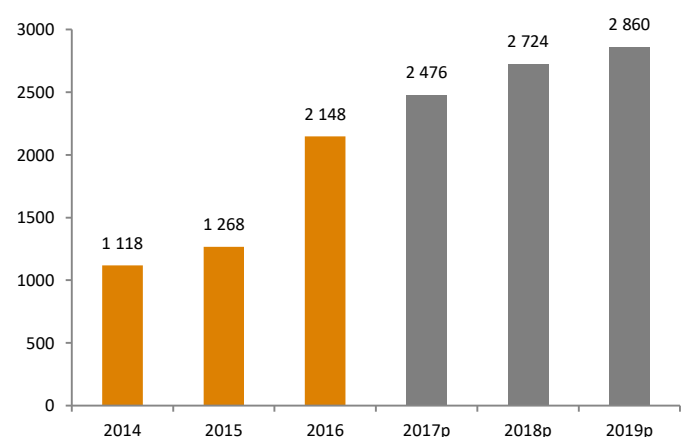
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 5. Marvopol: Sprzedaż samochodów JLR w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 6. Marvopol: Prognoza sprzedaży samochodów JLR



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody	694.2	892.4	916.0	1,005.0	1,141.6
Działalność deweloperska	275.1	229.9	195.6	228.3	326.1
Sprzedaż samochodów	413.8	657.6	720.5	776.6	815.5
Pozostałe	5.3	4.9	0.0	0.0	0.0
Koszty operacyjne netto	653.5	806.4	839.3	915.4	1024.6
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	6.4	12.2	16.5	22.0	16.0
EBITDA	49.3	100.5	95.2	114.5	136.6
Amortyzacja	2.2	2.4	1.9	2.9	3.5
EBIT	47.1	98.2	93.2	111.6	133.1
Działalność deweloperska	13.1	24.0	32.1	43.6	62.6
Sprzedaż samochodów	30.3	60.1	61.2	67.9	70.4
Pozostałe	3.0	14.1	0.0	0.0	0.0
EBIT skoryg.*	40.6	86.0	76.7	89.5	117.1
Koszty finansowe netto	14.4	18.2	17.8	13.5	12.9
Zysk przed opodatkowaniem	32.7	80.0	75.5	98.1	120.2
Podatek dochodowy	4.3	11.0	-5.6	18.6	22.8
Działalność zaniechana	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	33.0	69.0	81.0	79.4	97.3
Zysk netto skoryg.	26.6	58.5	63.3	61.6	84.4

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

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

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody	275.1	229.9	195.6	228.3	326.1
Koszty operacyjne	262.0	218.0	179.3	205.4	279.4
Zyski z inw. oraz udziały w zyskach sp. powiązanych	0.0	12.2	15.8	20.7	15.9
Wynik operacyjny	13.1	24.0	32.1	43.6	62.6
Koszty finansowe	9.5	10.2	15.3	11.2	10.6
Zysk przed opodatkowaniem	3.5	13.8	16.8	32.4	52.0
Podatek dochodowy	1.1	-2.9	-13.9	6.2	9.9
Zysk netto	2.4	16.7	30.7	26.3	42.1

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Tabela 6. Marvipol: Rachunek zysków i strat działalności motoryzacyjnej (PLNm)

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody	413.8	657.6	720.5	776.6	815.5
Koszty operacyjne	383.5	597.5	659.3	708.7	745.1
Wynik operacyjny	30.3	60.1	61.2	67.9	70.4
Koszty finansowe	2.0	1.7	2.5	2.3	2.3
Zysk przed opodatkowaniem	28.2	58.4	58.7	65.7	68.1
Podatek dochodowy	3.2	11.7	8.4	12.5	12.9
Zysk netto	25.0	46.7	50.3	53.2	55.2

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Przedsiębiorstwa XIII 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.).

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.

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 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, w związku z powyższym przy sporządzeniu niniejszego dokumentu Vestor DM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji 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. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

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.

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 instrument finansowy (iii) nie stanowi reklamy jakiegokolwiek instrumentów finansowych

Niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. 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. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

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

Niniejszy 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 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 POWINIENI BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZIEMNOOCZNYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻDZA 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 napotykać 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 PROWADZENIE 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.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOŚÓB 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 ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

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

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

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 nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM lub podmioty powiązane z Vestor DM składać będą oferty 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 na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

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.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcji Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

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.

Wynagrodzenie Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor DM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek 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.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowywali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. 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.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie łącząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 6 rekomendacji Kupuj, 4 rekomendacje Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacje Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 4 rekomendacje, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 17% (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA MARVIPOL S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 13 LIPCA 2017 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji 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 © 2017 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowania 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:

- i. 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;
- ii. 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 określone rodzaje, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- iii. 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;
- iv. 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;
- v. 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;
- vi. 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 rekomendacji kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu rekomendacji Vestor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

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 porównywalnych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczącą wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

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

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są 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 wypłacanych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może 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 wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

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

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

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

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

ROA – zwrot na aktywach

COE – koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

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.

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

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

Spółka	Data rekomendacji	Analitik	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Time
MARVIPOL	2016-12-05	Marek Szymański	14.0	10.7	Brak	12M
Mercator Medical	2016-12-09	Aleksandra Jakubowska	27.2	18.8	Brak	12M
Eurocash	2017-01-11	Jakub Rafał	41	40.6	Trzymaj	12M
Pekao	2017-01-13	Michał Fidelus	147	128	Kupuj	12M
Mex Polska	2017-02-02	Aleksandra Jakubowska	11.9	7.7	Brak	12M
ING BSK	2017-02-03	Michał Fidelus	158.0	167.0	Redukuj	12M
GTC	2017-02-06	Marek Szymański	8.6	8.5	Neutralnie	12M
PKN	2017-02-15	Beata Szparaga	96.0	86.9	Akumuluj	12M
Lotos	2017-02-15	Beata Szparaga	48.0	43.1	Akumuluj	12M
PKO BP	2017-02-22	Michał Fidelus	32.5	35.1	Redukuj	12M
Pekao	2017-02-22	Michał Fidelus	147.0	145.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2017-02-22	Michał Fidelus	357.0	370.6	Neutralnie	12M
mBank	2017-02-22	Michał Fidelus	368.0	419.9	Sprzedaj	12M
ING BSK	2017-02-22	Michał Fidelus	167.0	177.9	Redukuj	12M
Handlowy	2017-02-22	Michał Fidelus	75.0	82.0	Redukuj	12M
Millennium	2017-02-22	Michał Fidelus	6.4	7.0	Redukuj	12M
Alior	2017-02-22	Michał Fidelus	75.0	66.0	Kupuj	12M
Getin Noble Bank	2017-02-22	Michał Fidelus	2.56	2.1	Kupuj	12M
Dom Development	2017-02-23	Marek Szymański	69.0	63.7	Akumuluj	12M
LC Corp	2017-02-23	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2017-02-23	Marek Szymański	4.0	3.0	Kupuj	12M
Eurocash	2017-02-24	Jakub Rafał	36.0	35.0	Trzymaj	12M
KGHM	2017-03-02	Marcin Stebakow	152.0	131.5	Kupuj	12M
Emperia	2017-03-09	Jakub Rafał	79	73	Akumuluj	12M
PKN	2017-03-23	Beata Szparaga	105.0	105.0	Neutralnie	12M
Lotos	2017-03-23	Beata Szparaga	52.0	57.9	Redukuj	12M
Eurocash	2017-03-28	Jakub Rafał	36	32	Akumuluj	12M
Altus	2017-04-05	Michał Fidelus	19.0	14.5	Kupuj	12M
Quercus	2017-04-05	Michał Fidelus	7.2	6.5	Akumuluj	12M
Marvipol	2017-04-06	Marek Szymański	17.0	13.3	Brak	12M
Mex Polska	2017-04-07	Aleksandra Jakubowska	12.1	7.3	Brak	12M
Archicom	2017-04-19	Marek Szymański	22.5	16.2	Brak	12M
Grupa Azoty	2017-04-25	Katarzyna Włodarczyk	62.1	68.9	Sprzedaj	12M
Mercator Medical	2017-04-27	Aleksandra Jakubowska	25.1	18.0	Brak	12M
KGHM	2017-05-11	Marcin Stebakow	121	116	Neutralnie	12M
JSW	2017-05-11	Marcin Stebakow	112	78	Kupuj	12M
11 Bit Studios	2017-05-12	Jakub Rafał	255.8	177.2	Kupuj	12M
Warimpex	2017-05-29	Marek Szymański	5.66	5.11	Brak	12M
Kruk	2017-06-02	Michał Fidelus	316.0	300.9	Neutralnie	12M
Vigo System	2017-06-12	Beata Szparaga-Waśniewska	468	372	Brak	12M
Ciech	2017-06-13	Katarzyna Włodarczyk	72.3	65.4	Neutralnie	12M
Wawel	2017-06-14	Marcin Stebakow	1368.0	1175	Kupuj	12M
Colian	2017-06-30	Marcin Stebakow	3.48	3.50	Brak	12M
Marvipol	2017-07-13	Marek Szymański	18.0	12.7	Brak	12M
PKO BP	2017-07-24	Michał Fidelus	34.0	35.8	Redukuj	12M
Pekao	2017-07-24	Michał Fidelus	140.0	128.0	Akumuluj	12M
BZ WBK	2017-07-24	Michał Fidelus	349.0	362.5	Redukuj	12M
mBank	2017-07-24	Michał Fidelus	380.0	460.0	Sprzedaj	12M
ING BSK	2017-07-24	Michał Fidelus	191.0	189.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2017-07-24	Michał Fidelus	71.0	68.1	Neutralnie	12M
Millennium	2017-07-24	Michał Fidelus	7.1	7.5	Redukuj	12M
Alior	2017-07-24	Michał Fidelus	68.0	60.5	Akumuluj	12M
Getin Noble Bank	2017-07-24	Michał Fidelus	1.58	1.45	Neutralnie	12M
Grupa Azoty	2017-07-28	Katarzyna Włodarczyk	75.0	67.6	Akumuluj	12M
JSW	2017-08-09	Marcin Stebakow	102.0	90.5	Kupuj	12M
Ciech	2017-08-10	Katarzyna Włodarczyk	68.0	62.5	Neutralnie	12M
Lotos	2017-08-21	Beata Szparaga-Waśniewska	56.0	51.0	Neutralnie	12M
Getback	2017-08-25	Michał Fidelus	26.6	21.8	Akumuluj	12M
KGHM	2017-08-28	Marcin Stebakow	153.0	126.0	Kupuj	12M
Wawel	2017-08-30	Marcin Stebakow	1153	990	Kupuj	12M
Mercator Medical	2017-09-07	Aleksandra Jakubowska	23.1	18.0	Brak	12M
Kruk	2017-09-14	Michał Fidelus	340.0	311.0	Akumuluj	12M
Bogdanka	2017-09-21	Marcin Stebakow	95.0	78.0	Kupuj	12M
JSW	2017-09-28	Marcin Stebakow	107	93	Kupuj	12M
MZN Property	2017-10-04	Aleksandra Jakubowska	2.0	1.45	Brak	12M
Warimpex	2017-10-11	Marek Szymański	7.3	6.73	Brak	12M
ATC Cargo	2017-10-13	Marcin Stebakow	3.0	2.0	Brak	12M
LPP	2017-10-19	Marek Szymański	6962.0	7960.0	Sprzedaj	12M
CCC	2017-10-19	Marek Szymański	322.0	265.3	Kupuj	12M
PKO BP	2017-10-24	Michał Fidelus	35.0	36.7	Redukuj	12M
Pekao	2017-10-24	Michał Fidelus	139	125.2	Akumuluj	12M
BZ WBK	2017-10-24	Michał Fidelus	370	356	Neutralnie	12M
mBank	2017-10-24	Michał Fidelus	393	452.5	Redukuj	12M
ING BSK	2017-10-24	Michał Fidelus	193	191.2	Neutralnie	12M
Handlowy	2017-10-24	Michał Fidelus	75.0	70.0	Neutralnie	12M
Millennium	2017-10-24	Michał Fidelus	7.7	7.55	Neutralnie	12M
Alior Bank	2017-10-24	Michał Fidelus	80.0	70.2	Kupuj	12M
Getin Noble	2017-10-24	Michał Fidelus	1.40	1.53	Redukuj	12M