

- Podwyższamy cenę docelową do PLN 18.0/akcję
- Prognozujemy zysk netto PLN 81.0m w 2017p oraz PLN 75.3m w 2018p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E na poziomie 6.5x w 2017p oraz 7.0x w 2018p.

Utrzymanie wysokich dynamik sprzedaży

Po wyższych niż oczekiwane wynikach za 1Q17 oraz wysokiej dynamice przedsprzedaży mieszkań w 2Q17 (+51% r/r) oraz sprzedaży samochodów (+19% r/r), podwyższamy prognozę zysku netto o 25% do PLN 81.0m w 2017p oraz o 7% do PLN 75.3m w 2018p. Podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową z PLN 17.0/akcję (PLN 16.2 ex-div) do PLN 18.0/akcję, czyli o 11% uwzględniając wypłaconą już dywidendę. W kolejnych miesiącach oczekujemy, że głównymi czynnikami wzrostu wartości Marvipolu będą: 1) premiery nowych aut JLR oraz utrzymanie dalszych wysokich dynamik sprzedaży aut, 2) powiększanie banku ziemi oraz wprowadzanie kolejnych inwestycji mieszkaniowych do oferty, 3) realizacja projektów logistycznych we współpracy z Panattoni, 4) postęp prac na wydzieleniu obu segmentów (spółka oczekuje zamknięcia procesu w 4Q17). Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 6.5x w 2017p oraz 7.0x w 2018p. Zakładamy DPS na PLN 0.60/akcję w 2018p (DY 4.7%).

Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR o 3% w 2017p oraz w 2018p. Po 27% r/r wzroście sprzedaży aut JLR w 1H17 oczekujemy, że wsparcie dla sprzedaży aut w kolejnych kwartałach stanowić będą premiery nowych modeli (LR Discovery, Range Rover Velar oraz Jaguar XF Sportbrake) oraz rozwój sieci dilerkiej. Prognozujemy wzrost wolumenu sprzedawanych aut o 15% r/r do 2,476 aut oraz o 5% r/r do 2,600 aut, odpowiednio w 2017-18p.

Podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 3% i przekazania o 5% w 2017p. Wraz z wprowadzaniem do oferty kolejnych inwestycji mieszkaniowych prognozujemy przedsprzedaż w wysokości 714 lokali (wykonanie prognozy w 51% po 1H17) oraz przekazania 544 lokali. Na koniec 2Q17 spółka posiadała ofertę na 966 lokali oraz bank ziemi pozwalający na realizację ok. 2,144 lokali.

Prognozujemy zysk z projektów logistyczno-magazynowych na poziomie PLN 19.2m i PLN 14.5m odpowiednio w 2017-18p, dzięki realizacji trzech inwestycji logistyczno-magazynowych obecnie. Dodatkowo w czerwcu b.r. spółka podpisała z Panattoni list intencyjny w sprawie budowy parków magazynowo-logistycznych wymagających wkładu własnego Marvipolu oraz Panattoni o wartości co najmniej PLN 150m.

W oparciu o powyższe założenia **podwyższamy prognozę zysku netto o 25% do PLN 81.0m w 2017p oraz o 7% do PLN 75.3m w 2018p.**

Podwyższamy wycenę do PLN 18.0/akcję. Przy utrzymujących się wysokich poziomach sprzedaży aut, wprowadzaniu kolejnych inwestycji do oferty mieszkaniowej oraz realizacji kolejnych inwestycji logistycznych podwyższamy 12M cenę docelową do PLN 18.0/akcję z PLN 17.0/akcję (wartość kapitałów własnych segm. deweloperskiego PLN 335m oraz segm. motoryzacyjnego PLN 343m). Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na wskaźniku P/E 6.5x w 2017p oraz 7.0x w 2018p. Zakładamy DPS PLN 0.60 w 2018p (DY 4.7%).

Tabela 1. Marvipol: Prognozy i wskaźniki.

	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody (PLNm)	750.2	694.2	892.4	919.0	977.5	1090.6
EBIT (PLNm)	74.1	47.1	98.2	97.0	103.4	119.2
Zysk netto (PLNm)	47.9	33.0	69.0	81.0	75.3	88.7
P/E (x)	11.0	16.0	7.6	6.5	7.0	5.9
EV/EBITDA (x)	9.5	12.7	4.8	5.9	6.2	5.4
P/BV (x)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2	1.2
DY (%)	0.0%	0.0%	0.9%	6.5%	4.7%	5.9%

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	18.0
Poprzednia cena docelowa (PLN)	17.0
Cena bieżąca (PLN)	12.7
Potencjał wzrostu/spadku	42%
Min (52T)	6.1
Max (52T)	14.4
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	527.7
Dług netto (1Q17, PLNm)	22.4
EV (PLNm)	550.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	197

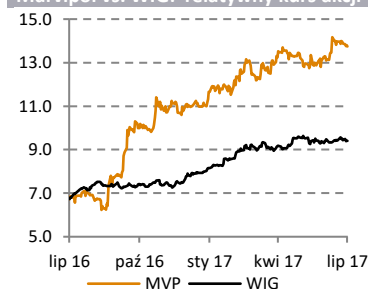
Akcjonariat

	%
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

Analitik akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

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

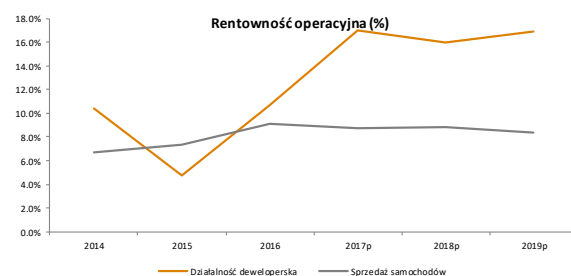
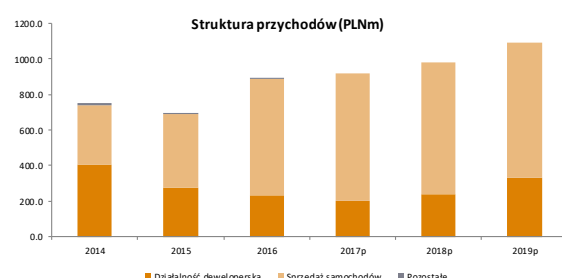
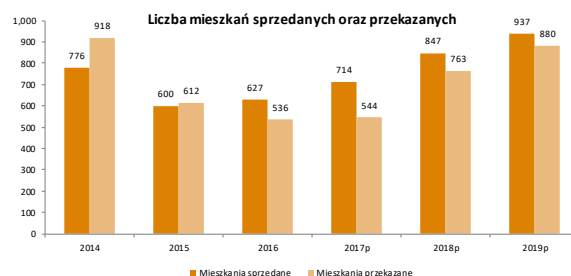
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody	750.2	694.2	892.4	919.0	977.5	1,090.6
Działalność deweloperska	407.0	275.1	229.9	198.5	236.1	329.1
Sprzedaż samochodów	335.1	413.8	657.6	720.5	741.3	761.5
Pozostałe	8.1	5.3	4.9	0.0	0.0	0.0
Koszty operacyjne netto	675.9	653.5	806.4	843.8	889.8	982.9
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	-0.2	6.4	12.2	21.8	15.7	11.5
EBITDA	76.3	49.3	100.5	101.5	109.4	125.2
Amortyzacja	2.2	2.2	2.4	4.5	6.0	6.0
EBIT	74.1	47.1	98.2	97.0	103.4	119.2
Działalność deweloperska	42.5	13.1	24.0	33.7	37.7	55.8
Sprzedaż samochodów	27.5	30.3	60.1	63.3	65.6	63.4
Pozostałe	4.3	3.0	14.1	0.0	0.0	0.0
EBIT skoryg.	74.3	40.6	86.0	75.2	87.6	107.7
Koszty finansowe netto	17.5	14.4	18.2	11.0	10.3	9.7
Zysk przed opodatkowaniem	56.6	32.7	80.0	86.0	93.0	109.5
Podatek dochodowy	10.4	4.3	11.0	4.9	17.7	20.8
Działalność zaniechana	1.7	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	47.9	33.0	69.0	81.0	75.3	88.7
Zysk netto skoryg.	48.2	26.6	58.5	60.5	62.6	79.4
Dynamiki wzrostu (%)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Wzrost przychodów (%)	48%	-7%	29%	3%	6%	12%
Wzrost EBIT (%)	103%	-36%	109%	-1%	7%	15%
Wzrost zysku netto (%)	251%	-31%	109%	17%	-7%	18%
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Aktywa trwałe	152.5	199.0	162.2	164.5	145.3	145.5
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	87.3	45.9	46.1
Aktywa obrotowe	679.8	664.2	805.6	797.0	924.5	968.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	83.6	155.4	297.7	143.5	68.6	46.3
Należności	67.0	48.0	88.8	95.4	101.0	111.6
Zapasy	522.7	445.4	410.9	549.1	745.6	801.5
Inne aktywa obrotowe	6.5	15.3	8.3	9.0	9.3	9.5
Aktywa razem	832.3	863.2	967.9	961.5	1,069.7	1,114.4
Kapitały własne	292.9	326.1	390.5	403.3	428.8	455.3
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	225.7	254.8	261.0	229.2	232.2	200.2
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
Zobowiązania krótkoterminowe	313.7	282.3	316.3	328.9	408.8	458.9
Dług krótkoterminowy	92.0	55.1	28.6	28.6	28.6	28.6
Zobowiązania handlowe	134.9	125.7	203.4	200.1	210.3	229.8
Inne zobowiązania krótkoterminowe	86.8	101.5	84.3	100.2	169.8	200.4
Zobowiązania i kapitały własne	832.3	863.2	967.9	961.5	1,069.7	1,114.4
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przepływy z działalności operacyjnej	148.4	133.0	99.4	-37.0	-31.0	87.6
Zysk netto	47.9	33.0	69.0	81.0	75.3	88.7
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	-121.2	-111.9	-6.7
zmiana stanu zapasów	202.0	80.0	35.1	-127.2	-186.1	-46.3
zmiana stanu należności	5.4	18.2	-40.0	-6.6	-5.6	-10.6
zmiana stanu zobowiązań	-126.7	6.1	75.8	12.6	79.8	50.1
Inne zmiany niepieniężne	17.7	-6.5	-42.9	-1.4	-0.5	-0.4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.1	-20.0	66.3	-6.2	13.4	-6.1
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.0	-8.1	-5.8	-1.5	13.4	-6.1
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	-111.1	-57.2	-103.8
Zmiany netto w kapitale własnym	-2.8	0.1	-4.6	-34.1	-25.0	-31.1
Zmiany netto zadłużenia	-76.6	-28.4	-8.1	-31.8	3.0	-32.0
Dywidendy	0.0	0.0	-4.6	-34.1	-25.0	-31.1
Pozostałe	-19.0	-13.1	-6.1	-11.0	-10.3	-9.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	33.7	83.6	155.4	297.7	143.5	68.6
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	50.0	71.7	142.3	-154.2	-74.9	-22.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	83.6	155.4	297.7	143.5	68.6	46.3
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Dług brutto	279.7	254.0	250.9	219.0	222.0	190.0
Dług netto	196.1	98.7	-46.8	75.5	153.4	143.7
Dług netto/EBITDA (x)	2.6	2.0	-0.5	0.7	1.4	1.1
Dług netto/aktywa (x)	0.24	0.11	-0.05	0.08	0.14	0.13
Dług netto/kapitały własne (x)	0.67	0.30	-0.12	0.19	0.36	0.32
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	3.4	3.3	5.4	8.8	10.0	12.3

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
P/E (x)	11.0	16.0	7.6	6.5	7.0	5.9
EV/EBITDA (x)	9.5	12.7	4.8	5.9	6.2	5.4
P/BV (x)	1.80	1.62	1.35	1.31	1.23	1.16
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.9%	6.5%	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	1.81	2.14
Wartość księgowa na akcję (PLN)	7.0	7.85	9.4	9.7	10.3	11.0
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.11	0.82	0.60	0.75

Główne założenia	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Mieszkania sprzedane	776	600	627	714	847	937
Mieszkania przekazane	918	612	536	544	763	880
Liczba sprzedanych aut	1,118	1,268	2,148	2,476	2,600	2,671
Marża operacyjna (%)	9.9%	6.8%	11.0%	10.6%	10.6%	10.9%
Działalność deweloperska	10.4%	4.7%	10.7%	17.0%	16.0%	16.9%
Sprzedaż samochodów	6.7%	7.3%	9.1%	8.8%	8.8%	8.3%
Najem	52.9%	56.8%	288.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Marża netto (%)	6.4%	4.8%	7.7%	8.8%	7.7%	8.1%



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%	7.7%	8.1%
Wskaźnik rotacji majątku	0.90	0.80	0.92	0.96	0.91	0.98
Dźwignia finansowa	2.84	2.65	2.48	2.38	2.49	2.45
ROE	16.4%	10.1%	17.7%	20.1%	17.6%	19.5%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podsumowanie inwestycyjne

W pierwszym półroczu 2017r. Marvipol odnotował 25% r/r wzrost przedsprzedaży oraz 27% r/r wzrost liczby sprzedawanych aut JLR. Jednocześnie spółka podpisała umowę sprzedaży projektu logistycznego Konotopa za EUR 32.4m (ok. PLN 131m), generując zysk na poziomie ok. PLN 14m. Podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową z PLN 17.0/akcję do PLN 18.0/akcję. W kolejnych miesiącach oczekujemy, że głównymi czynnikami wzrostu wartości Marvipolu będą: 1) premiery nowych aut JLR oraz utrzymanie dalszych wysokich dynamik sprzedaży aut, 2) powiększanie banku ziemi oraz wprowadzanie kolejnych inwestycji mieszkaniowych do oferty, 3) realizacja projektów logistycznych we współpracy z Panattoni, 4) postęp prac nad wydzieleniem obu segmentów. W oparciu o aktualne prognozy obu segmentów oczekujemy przychodów oraz zysku netto segmentu motoryzacyjnego na poziomie PLN 721m i PLN 50m w 2017p oraz PLN 741m i PLN 52m w 2018p. Z kolei w segmencie deweloperskim prognozujemy przychody PLN 199m i PLN 236m oraz zysk netto PLN 31m i PLN 24m odpowiednio w 2017-18p. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 6.5x w 2017p oraz 7.0x w 2018p.

Ekspansja segmentu mieszkaniowego na rynek trójmiejski. W okresie styczeń-czerwiec spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 364 lokali (+25% r/r). Jednocześnie na koniec 2Q17 spółka posiadała ofertę mieszkaniową na 966 lokali oraz bank ziemi pozwalający na realizację dodatkowych 2,144 lokali. Od początku roku spółka dokonała zakupu działek za ok. PLN 100m. Dodatkowo spółka zakupiła pierwszy grunt w Trójmieście pozwalający na realizację ok. 4.5tys. mkw. PUM (planowane rozpoczęcie realizacji inwestycji w 1H18) oraz jest w trakcie poszukiwania kolejnych inwestycji w Trójmieście. Dzięki systematycznemu uzupełnianiu oferty i banku ziemi podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 3% do 714 lokali w 2017p oraz o 1% do 847 lokali w 2018p.

Prognozujemy przekazanie 544 lokali w 2017p oraz 763 lokali w 2018p. Zgodnie z aktualnym harmonogramem realizowanych inwestycji mieszkaniowych podwyższamy prognozę przekazań o 5% do 544 lokali w 2017p (planowane zakończenie jedynie drugiego etapu CPU) oraz przychody segmentu mieszkaniowego o 7% do PLN 198.5m (vs. PLN 230m rok wcześniej). Z kolei w 2018p obniżamy prognozę przekazania do 763 lokali z 779 poprzednio (planowane zakończenie realizacji czterech inwestycji na łącznie blisko 900 lokali) oraz wzrostu przychodów o 19% r/r do PLN 236m.

Potencjał dalszego rozwoju segmentu logistyczno-magazynowego. W 2Q17 spółka podpisała umowę sprzedaży projektu Konotopa. Wartość transakcji została ustalona na EUR 32.4m (ok. PLN 131m), co pozwoliło na wygenerowanie ok. PLN 14m zysku z inwestycji. Mając na uwadze realizowane obecnie trzy projekty logistyczne (Grodzisk Mazowiecki, Ruda Śląska oraz Skawina o łącznej powierzchni użytkowej ok. 140 tys. mkw.) prognozujemy udział w zyskach z inwestycji na poziomie PLN 19m w 2017r. Jednocześnie w czerwcu b.r. spółka podpisała z Panattoni list intencyjny w sprawie budowy parków magazynowo-logistycznych wymagających wkładu własnego Marvipolu oraz Panattoni o wartości co najmniej PLN 150m. W efekcie zakładamy udział w zyskach z inwestycji na poziomie PLN 14m w 2018r.

Podwyższamy prognozę sprzedaży aut JLR o 3% do 2,476 w 2017p i 2,600 w 2018p. W 1H17 spółka odnotowała sprzedaż aut JLR na poziomie 1,213 (+27% r/r). W skali całego 2017r. spółka oczekuje osiągnięcia sprzedaży ponad 2,500 aut JLR w 2017r. oraz utrzymania dwucyfrowej dynamiki wzrostu również w kolejnych latach. Wsparcie dla utrzymania poziomów sprzedaży w kolejnych miesiącach powinny stanowić między innymi premiery nowych modeli: Land Rover Discovery (start aktywnej sprzedaży w Polsce w 2Q17), Range Rover Velar (3Q17) oraz Jaguar

XF Sportbrake (4Q17). Jednocześnie spółka planuje rozbudowę i modernizację sieci dilerkiej. Na 2018r. planowane jest otwarcie nowego salonu typu S3 przy ulicy Puławskiej w Warszawie, nowego salonu w Łodzi oraz budowa showroomu przy ulicy Wawelskiej w Warszawie, jak również modernizacja salonu w Warszawie przy ul. Waszyngtona. Ponadto spółka zakłada dalszą rozbudowę sieci o dilerstwa zewnętrzne m.in. w Szczecinie. Dodatkowo w lipcu br. spółka podpisała dwie umowy ramowe dotyczące sprzedaży łącznie ok. 348 aut JLR o wartości ok. PLN 105.1m w okresie 07.2017-05.2018 firmom prowadzącym działalność w zakresie wynajmu samochodów. W rezultacie podwyższamy naszą prognozę sprzedaży do blisko 2,500 aut w 2017p oraz 2,600 w 2018p. Jednocześnie ze względu na zmiany cenników aut JLR (obniżki cen o kilka %), jak również mając na uwadze planowane premiery nowych modeli zakładamy obniżenie średniej wartości sprzedawanego auta o 3% r/r w 2017p (poprzednio 5%) oraz o 2% w 2018p (poprzednio 5%). Podwyższamy prognozę przychodów segmentu motoryzacyjnego o 6% do PLN 721m w 2017p oraz o 9% do PLN 741m w 2018p.

Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 81.0m w 2017p oraz PLN 75.3m w 2018p. W oparciu o powyższe założenia oraz uwzględniając pozytywny wpływ podatku dochodowego na wyniki spółki za 1Q17 podwyższamy prognozę zysku netto o 25% do PLN 81.0m w 2017p (w tym PLN 31.1 działalność deweloperska oraz PLN 49.9m działalność motoryzacyjna) oraz o 7% do PLN 75.3m w 2018p (w tym PLN 23.5m działalność deweloperska oraz PLN 51.8m działalność motoryzacyjna).

Zakładamy DPS na poziomie PLN 0.82/akcję w 2017r. oraz PLN 0.60/akcję w 2018p. WZA zatwierdziło wypłatę DPS PLN 0.82/akcję z zysku za 2016r. (DY 6.5%). Zgodnie z wcześniej prezentowaną polityką dywidendową zakładamy wypłatę 50% zysku netto segmentu motoryzacyjnego w 2018p, co przełoży się na DPS na poziomie PLN 0.60/akcję (DY 4.7%).

Proces spin-off. Dnia 22.05.2017 spółka złożyła prospekt emisyjny w sprawie wprowadzenia do obrotu giełdowego akcji, które obejmą akcjonariusze Marvipolu w zamian za wnoszony do Marvipol Development segment deweloperski Marvipol S.A. Spółka oczekuje, że w 4Q17 obie spółki będą notowane na GPW.

Podwyższamy wycenę do PLN 18.0/akcję. Przy utrzymujących się wysokich poziomach sprzedaży aut, wprowadzaniu kolejnych inwestycji do oferty mieszkaniowej oraz realizacji kolejnych inwestycji logistycznych podwyższamy 12M cenę docelową do PLN 18.0/akcję z PLN 17.0/akcję. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na wskaźniku P/E 6.5x w 2017p oraz 7.0x w 2018p. Szacujemy DPS na PLN 0.60 w 2018p (DY 4.7%).

Zmiana prognoz na lata 2017-18p

Tabela 2. Marvipol: Zmiana prognoz (PLNm)

	2017p			2018p		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana, %	Obecne	Poprzednie	Zmiana, %
Przedsprzedaż	714	694	3%	847	837	1%
Przekazania	544	518	5%	763	779	-2%
Sprzedaż aut	2,476	2,393	3%	2,600	2,512	3%
Przychody	919.0	867.5	6%	977.5	919.4	6%
Działalność deweloperska	198.5	185.7	7%	236.1	239.3	-1%
Sprzedaż samochodów	720.5	681.8	6%	741.3	680.1	9%
EBITDA	101.5	99.0	3%	109.4	106.7	3%
EBIT	97.0	94.5	3%	103.4	100.7	3%
Działalność deweloperska	33.7	33.1	2%	37.7	40.5	-7%
Sprzedaż samochodów	63.3	61.4	3%	65.6	60.2	9%
Zysk netto	81.0	64.9	25%	75.3	70.6	7%

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 (%)	EV (PLNm)
Wartość bieżąca działalności motoryzacyjnej (EV)	315	Metoda DCF		50%	311
Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej (EV)	293	Metoda porównawcza		50%	319
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej (EV)	24	Wartość bieżąca segmentu			315
Dług netto (na koniec 4Q16)	-47				
Wartość kapitałów własnych	679				
Liczba akcji (m)	41.6				
Wartość bieżąca akcji (PLN)	16.3				
12 cena docelowa (PLN)	18.0				
Cena rynkowa (PLN)	12.7				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	42%				

Wycena działalności motoryzacyjnej metodą DCF										
	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Przychody	720.5	741.3	761.5	774.6	782.4	790.2	790.2	790.2	790.2	790.2
- Zmiana r/r		3%	3%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Znorm. EBITDA	63.9	66.4	64.2	64.9	61.0	60.9	60.0	58.9	57.9	56.7
- Zmiana r/r		4%	-3%	1%	-6%	0%	-2%	-2%	-2%	-2%
Znorm. EBIT	63.3	65.6	63.4	64.1	60.2	60.2	59.2	58.2	57.1	56.0
Podatek od EBIT	-12.0	-12.5	-12.1	-12.2	-11.4	-11.4	-11.2	-11.1	-10.9	-10.6
NOPAT	51.2	53.1	51.4	51.9	48.8	48.7	48.0	47.1	46.3	45.3
- Zmiana r/r		4%	-3%	1%	-6%	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	6.2	-19.7	-0.2	-2.3	-2.1	-3.3	-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
Wolne przepływy finansowe	24.6	11.2	51.2	49.6	46.7	45.4	43.4	42.4	41.3	40.2
Czynnik dyskontowy (%)	95%	84%	75%	67%	59%	53%	47%	42%	37%	33%
Wartość bieżąca FCF	23.3	9.5	38.4	33.1	27.8	24.0	20.4	17.8	15.4	13.4
Wartość bieżąca FCF 2017-2026p	223									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	122									
Wartość segmentu (dz. motoryzacyjna) **	311									

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%	13.9%
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%
Koszt długu po podatku	6.9%	6.9%
% D	61.0%	30.4%
% E	39.0%	69.6%
WACC	12.3%	11.7%

		Średni ważony koszt kapitału (%)				
		11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.3%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	331	316	302	289	277
	-0.5%	337	321	307	293	280
	0.0%	343	327	311	297	284
	0.5%	350	332	316	302	288
	1.0%	357	339	322	307	293

Wycena działalności motoryzacyjnej metodą porównawczą								
Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Carmax Inc	63.7	43,078	19.4	17.2	16.0	18.9	18.0	18.7
Autonation Inc	40.6	15,161	10.4	9.7	9.7	6.8	6.6	6.5
Inchcape Plc	757.0	14,878	11.8	11.3	10.8	6.85	6.41	5.99
Penske Automotive Group Inc	43.8	13,931	10.2	9.6	8.8	7.3	7.5	n.a.
Asbury Automotive Group	55.5	4,310	8.5	8.2	8.2	6.6	6.5	n.a.
Group 1 Automotive Inc	61.4	4,866	8.3	8.1	8.5	n.a.	n.a.	n.a.
D'Ieteren Sa/Nv	40.3	9,428	9.9	9.3	9.1	6.5	5.8	5.5
Lithia Motors Inc-Cl A	91.0	8,410	11.0	10.2	9.7	5.8	5.5	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	18.5	3,065	9.2	8.7	8.3	5.7	5.5	4.9
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	9.5	2,129	9.4	7.2	5.7	9.9	8.5	7.5
Lookers Plc	111.0	2,085	7.4	7.1	6.5	4.5	4.1	3.5
Bilia Ab-A Shs	81.8	3,692	11.0	10.7	10.3	5.9	5.6	5.3
Pendragon Plc	30.3	2,044	7.8	7.2	6.4	3.8	3.7	3.3
Mediana			9.9	9.3	8.8	6.5	6.1	5.5
Marvipol Sa	12.7	528	10.6	10.2	10.5	8.0	7.9	7.9
Implikowana wartość segmentu			477	481	419	417	406	355
Dyskonto*	25%							
Wartość bieżąca segmentu	319							

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM, *dyskonto ze względu na mniejszą skalę działalności oraz mniej zdywersyfikowany model biznesu, ** wartość skoryg. o wypłaconą dywidendę PLN 34.1m z zysku za 2016r.

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)	315	Metoda DCF		50%	221
Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej (EV)	293	Metoda porównawcza		50%	364
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej (EV)	24	Wartość bieżąca działalności mieszkaniowej			293
Dług netto (na koniec 4Q16)	-47				
Wartość kapitałów własnych	679				
Liczba akcji (m)	41.6				
Wartość bieżąca akcji (PLN)	16.3				
12 cena docelowa (PLN)	18.0				
Cena rynkowa (PLN)	12.7				
Potencjał wzrostu/spadku (%)	42%				

Wycena działalności mieszkaniowej metodą DCF					
	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p
Przychody	198.5	236.1	329.1	380.8	340.1
- Zmiana r/r	-14%	19%	39%	16%	-11%
Znorm. EBITDA	34.6	38.7	56.7	70.6	53.4
- Zmiana r/r	39%	12%	47%	24%	-24%
Znorm. EBIT	33.7	37.7	55.8	69.6	52.5
Podatek od EBIT	-6.4	-7.2	-10.6	-13.2	-10.0
NOPAT	27.3	30.6	45.2	56.4	42.5
- Zmiana r/r	41%	12%	48%	25%	-25%
Amortyzacja	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-138.2	-102.5	-16.2	-18.0	14.4
Capex	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0
Wolne przepływy finansowe	-110.9	-72.0	28.9	38.4	56.9
Czynnik dyskontowy (%)	96%	87%	80%	73%	66%
Wartość bieżąca FCF	-106.2	-62.8	23.0	27.8	37.6
Wartość bieżąca FCF 2017-2021p	-80				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	302				
Wartość segmentu (dz. mieszkaniowa)	221				

WACC	2017-2021p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Beta	1.7	1.4
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	11.1%	9.8%
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%
Koszt długu po podatku	6.9%	6.9%
% D	33.7%	17.6%
% E	66.3%	82.4%
WACC	9.7%	9.3%

		Średni ważony koszt kapitału (%)				
		8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-1.0%	205	198	192	186	180
	-0.5%	219	213	206	199	193
	0.0%	235	228	221	214	208
	0.5%	253	246	238	231	224
	1.0%	273	265	257	250	242

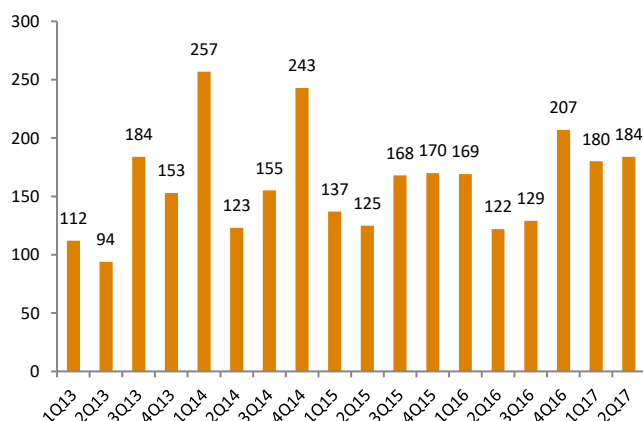
Wycena działalności mieszkaniowej metodą porównawczą						
Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/BV (x)			
			2017E	2018E	2019E	
Dom Development Sa	75.7	1,883	1.93	1.90	1.98	
Lc Corp Sa	2.0	891	0.58	0.52	0.47	
Robyg Sa	3.2	847	1.47	1.33	1.23	
Ronson Europe Nv	1.7	284	0.81	0.82	0.79	
Vantage	3.7	230	0.62	0.58	0.54	
JW. Construction	4.6	409	0.57	0.52	n.a.	
Mediana			0.71	0.70	0.79	
Marvipol Sa	12.7	528	1.42	1.33	1.21	
Premia/Dyskonto			99%	91%	54%	
Implikowana wycena			265.8	276.2	341.8	
Dług netto			52.4	89.8	67.3	
EV			318	366	409	
Wartość segmentu (dz. mieszkaniowa)	364					

Wycena działalności logistyczno magazynowej									
Projekt	Powierzchn	Stawka	Yield	Wartość	Nakłady	Zysk	Udział MVP	Zysk MVP	PV zysku
Konotopa	48,581	3.5	6.25%	131.2	102.7	20.5	68%	13.9	1.9
Grodzisk Mazowiecki	69,765	3.0	6.75%	156.4	146.6	7.9	58%	4.6	4.4
Śląsk	34,998	3.1	6.75%	81.0	65.3	12.7	68%	8.7	8.3
Kraków	35,000	3.2	6.75%	83.6	65.5	14.7	68%	10.0	9.1
Wartość bieżąca działalności logistyczno-magazynowej									23.7

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

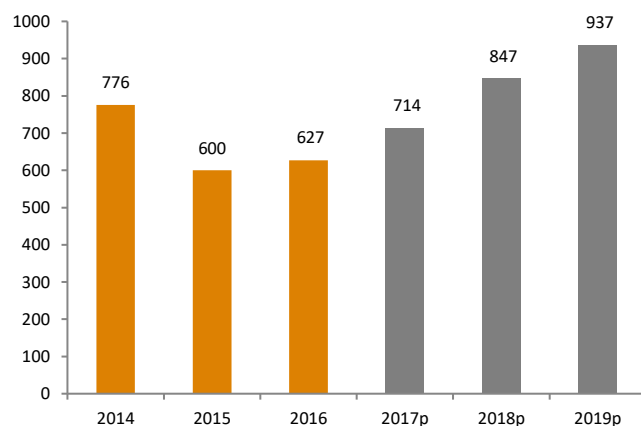
Załącznik 1: Założenia i prognozy

Wykres 1. Marvipol: Przedsprzedaż mieszkań w ujęciu kwartalnym



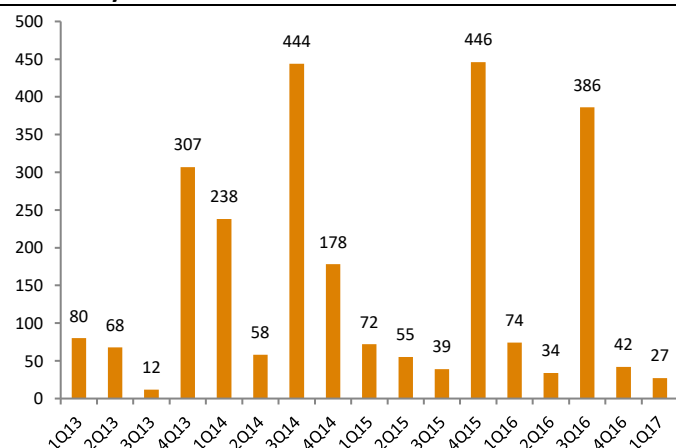
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Marvipol: Prognoza przedsprzedaży mieszkań



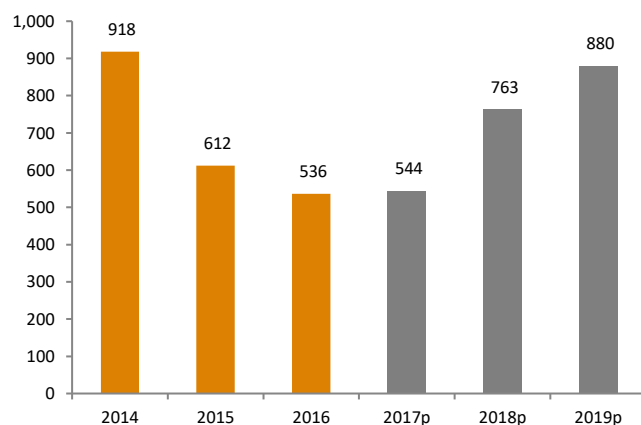
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 3. Marvipol: Przekazania mieszkań w ujęciu kwartalnym



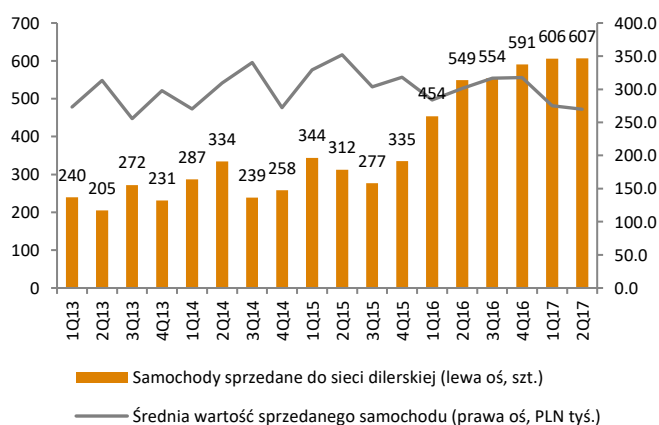
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Marvipol: Prognoza przekazania mieszkań



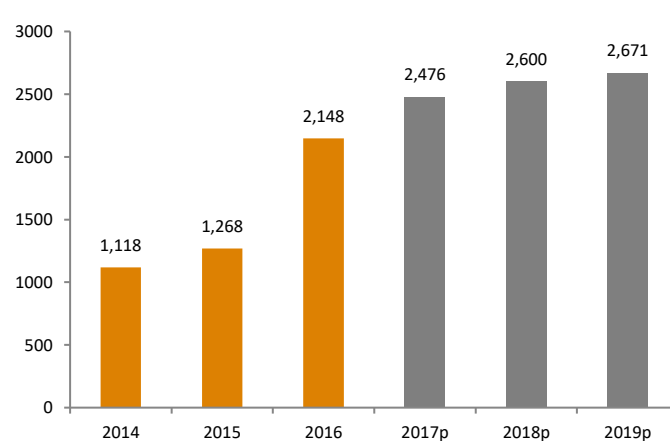
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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
Przychody	694.2	892.4	919.0	977.5	1,090.6
Działalność deweloperska	275.1	229.9	198.5	236.1	329.1
Sprzedaż samochodów	413.8	657.6	720.5	741.3	761.5
Pozostałe	5.3	4.9	0.0	0.0	0.0
Koszty operacyjne netto	653.5	806.4	843.8	889.8	982.9
Zyski z inw. oraz udział w zyskach jedn. stow.	6.4	12.2	21.8	15.7	11.5
EBITDA	49.3	100.5	101.5	109.4	125.2
Amortyzacja	2.2	2.4	4.5	6.0	6.0
EBIT	47.1	98.2	97.0	103.4	119.2
Działalność deweloperska	13.1	24.0	33.7	37.7	55.8
Sprzedaż samochodów	30.3	60.1	63.3	65.6	63.4
Pozostałe	3.0	14.1	0.0	0.0	0.0
EBIT skoryg.*	40.6	86.0	75.2	87.6	107.7
Koszty finansowe netto	14.4	18.2	11.0	10.3	9.7
Zysk przed opodatkowaniem	32.7	80.0	86.0	93.0	109.5
Podatek dochodowy	4.3	11.0	4.9	17.7	20.8
Działalność zaniechana	4.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	33.0	69.0	81.0	75.3	88.7
Zysk netto skoryg.	26.6	58.5	60.5	62.6	79.4

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	198.5	236.1	329.1
Koszty operacyjne	262.0	218.0	184.0	212.8	284.2
Zyski z inw. oraz udziały w zyskach sp. powiązanych	0.0	12.2	19.2	14.5	10.8
Wynik operacyjny	13.1	24.0	33.7	37.7	55.8
Koszty finansowe	9.5	10.2	9.4	8.7	8.0
Zysk przed opodatkowaniem	3.5	13.8	24.4	29.1	47.8
Podatek dochodowy	1.1	-2.9	-6.8	5.5	9.1
Zysk netto	2.4	16.7	31.1	23.5	38.7

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	720.5	741.3	761.5
Koszty operacyjne	383.5	597.5	657.2	675.7	698.1
Wynik operacyjny	30.3	60.1	63.3	65.6	63.4
Koszty finansowe	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
Zysk przed opodatkowaniem	28.2	58.4	61.6	63.9	61.8
Podatek dochodowy	3.2	11.7	11.7	12.1	11.7
Zysk netto	25.0	46.7	49.9	51.8	50.0

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 Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 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 wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub 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 REZIDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSELEKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

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

VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA 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 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 zagrożen, na które takie inwestycje są narażone.

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

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

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI 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.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH 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 zbyszał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor DM nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie 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 następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać 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 zacheć do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

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

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

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

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy, nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie, Vestor DM wydał: 3 rekomendacje kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 2 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 6 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, w tym 5 rekomendacji 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 42 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA MARVIPOL S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIIU 6.04.2017 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIANYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ 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 zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

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

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

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

- i. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- ii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
 - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
 - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iii. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- iv. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośredniego lub pośredniego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- v. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów 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) Zdyktowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdyktowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdyktowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdyktowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyktowanych 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 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 niepewności 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 zdyktowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyktowanych dywidendach wypłaconych 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 zdyktowanych 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 można uznać małą liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyktowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyktowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyktowana 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 zdyktowanych 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 (NPV - 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 księgowa

BV - wartość księgowa

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.

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
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga	5.1	5.6	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga	72.0	65.7	Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański	3.7	2.9	Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański	59	54.0	Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus	293.0	310.8	Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki	22.9	14.0	Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus	142.0	139.9	Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał	50	54	Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus	6.2	5.2	Kupuj	12M
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał	43	46.3	Redukuj	12M
Marvipol	2016-08-26	Marek Szymański	11.4	6.5	Brak	12M
K2 Internet	2016-09-09	Adam Siniarski	21.5	13.6	Brak	12M
Vantage Development	2016-09-14	Marek Szymański	4.3	2.7	Brak	12M
Archicom	2016-09-15	Marek Szymański	22.5	14.7	Brak	12M
PKO BP	2016-09-19	Michał Fidelus	28	27.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2016-09-19	Michał Fidelus	314	310.5	Neutralnie	12M
mBank	2016-09-19	Michał Fidelus	308	344.1	Redukuj	12M
Millennium	2016-09-19	Michał Fidelus	5.1	5.6	Redukuj	12M
Getin Noble Bank	2016-09-19	Michał Fidelus	0.46	0.5	Redukuj	12M
Warimpex	2016-09-21	Marek Szymański	3.88	3.2	Brak	12M
Mex Polska	2016-09-26	Michał Mordel	11.4	6.3	Brak	12M
Mercator Medical	2016-10-07	Piotr Nawrocki	26.5	17.4	Brak	12M
OT Logistics	2016-10-14	Piotr Nawrocki	259	241	Brak	12M
PRÓCHNIK	2016-10-26	Marek Szymański	1.64	1.28	Brak	12M
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

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