

British Automotive Holding

Motoryzacja | Polska

Cena docelowa: PLN 10.5

Aktualizacja raportu analitycznego

- Podwyższamy 12M cenę docelową do PLN 10.5/akcję
- Prognozujemy zysk netto PLN 51m w 2018p oraz PLN 54m w 2019p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E na poziomie 6.7x w 2018p oraz 6.4x w 2019p.
- Oczekujemy 2018-19p DY odpowiednio 14.4% i 12.1%

28 marca 2018 8:05

Auto-dywidenda

W grudniu 2017r. grupa Marvipol zakończyła proces spin-offu, czego efektem było wydzielenie działalności motoryzacyjnej w ramach British Automotive Holding. W 2017r. BAH rozpoznał w wynikach rekordową sprzedaż 2,388 aut JLR (+11% r/r), co w naszej ocenie pozwoli spółce na wygenerowanie PLN 727m przychodów (+11% r/r) oraz PLN 49.1m zysku netto (+5% r/r). Naszym zdaniem potencjał wzrostu wartości spółki wciąż pozostaje niewyczerpany, zaś głównymi czynnikami wzrostu będą: (1) wzrost wolumenu sprzedawanych aut JLR m.in. dzięki premierom nowych modeli, (2) rozwój sieci dilerkiej, (3) atrakcyjna polityka dywidendowa. Nieznacznie obniżamy prognozę zysku netto do PLN 49m w 2017p jednocześnie obniżając prognozę zysku netto o 3% do PLN 51m w 2018p oraz o 3% do PLN 54m w 2019p. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 6.7x w 2018p oraz 6.4x w 2019p oferując DY 14% w 2018p i 12% w 2019p. Podwyższamy 12M cenę docelową dla BAH do PLN 10.5/akcję z PLN 10.3/akcję.

Podtrzymujemy prognozę sprzedaży blisko 2,800 aut JLR w 2018p oraz podwyższamy o 8% do ponad 3tys. w 2019p. Wsparcie dla wzrostu sprzedaży aut JLR w najbliższym okresie stanowią przede wszystkim premiery nowych modeli: Jaguar E-Pace (styczeń 2018) i Jaguar I-Pace (2H18) oraz facelifting Range Rover (1Q18) i Range Rover Sport (1Q18). Dodatkowo spółka planuje rozwój sieci dilerkiej do 17 obiektów sprzedażowo-serwisowych w 2021r. (vs. 10 obecnie).

Prognozujemy zysk netto PLN 49.1m w 2017p oraz PLN 51.4m w 2018p. Ze względu na niższą od oczekiwań liczbę sprzedanych aut JLR w 2017p (2,388 aut vs. nasza prognoza 2,476 aut) nieznacznie obniżamy prognozę zysku netto do PLN 49.1m mając na uwadze wyższą przeciętną wartość sprzedanego auta oraz marżę operacyjną 8.1% w 2017p (vs. 8.5% poprzednio). W 2018p oczekujemy sprzedaży 2,760 sztuk (vs. 2,724 poprzednio, +16% r/r), co implikuje przychody PLN 807m (+11% r/r, podwyższenie prognozy o 4%). Zakładając obniżenie rentowności sprzedaży aut prognozujemy zysk operacyjny w 2018p na poziomie PLN 67m (vs. PLN 68m poprzednio) oraz zysk netto PLN 51m (obniżenie prognozy o 3%).

Oczekujemy DY 14.4% w 2018p oraz 12.1% w 2019p. Zgodnie z przyjętą polityką dywidendową w 2018r. spółka planuje wypłatę ok. 80% skonsolidowanego zysku netto za 2017p (w dwóch ratach w maju i w sierpniu) oraz w grudniu 2018r. planuje wypłatę pierwszej raty zaliczki na poczet dywidendy (ok. 20% zysku). W efekcie oczekujemy 2018p DPS PLN 1.19/akcję (DY 14.4%). W kolejnych latach zakładamy wypłatę 80% skonsolidowanego zysku netto w kwartalnych wypłatach - 2019p DPS na poziomie PLN 1.00/akcję (DY 12.1%).

Wycena. Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E 6.7x w 2018p i 6.4x w 2019p oraz EV/EBITDA 6.4x w 2018p i 6.2x w 2019p (z dyskontem do spółek porównywalnych). Podwyższamy 12M cenę docelową dla British Automotive Holding z PLN 10.3/akcję do PLN 10.5/akcję.

Tabela 1. British Automotive Holding: Prognozy i wskaźniki.

| | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody (PLNm) | 657.6 | 727.2 | 807.0 | 895.4 | 959.8 |
| EBITDA (PLNm) | 60.7 | 59.9 | 69.5 | 74.4 | 76.2 |
| EBIT (PLNm) | 60.1 | 58.8 | 67.4 | 71.4 | 73.0 |
| Zysk netto (PLNm) | 46.7 | 49.1 | 51.4 | 53.7 | 54.6 |
| P/E (x) | 7.4 | 7.0 | 6.7 | 6.4 | 6.3 |
| EV/EBITDA (x) | 5.2 | 6.3 | 6.4 | 6.2 | 6.0 |
| DY (%) | 1.3% | 9.9% | 14.4% | 12.1% | 12.5% |

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

| Podstawowe informacje | |
|--------------------------------|------------|
| Cena docelowa (PLN) | 10.5 |
| Poprzednia cena docelowa (PLN) | 10.3 |
| Data poprz. rekomendacji | 30.10.2017 |
| Cena bieżąca (PLN) | 8.3 |
| Potencjał wzrostu/spadku | 26% |
| Min (52T) | 6.2 |
| Max (52T) | 12.4 |
| Liczba akcji (m) | 41.6 |
| Kapitalizacja (PLNm) | 345 |
| Dług netto (3Q17, PLNm) | 29 |
| EV (PLNm) | 374 |
| Śr. dzienny obrót (3M, PLNk) | 0.42 |

| Akcjonariat | |
|----------------------------|-------|
| Książek Holding Sp. z o.o. | 41.01 |
| Mariusz Książek | 5.00 |
| PZU TFI | 5.97 |
| NN OFE | 5.00 |
| Pozostali | 43.02 |

Opis spółki

British Automotive Holding jest generalnym importerem oraz dystrybutorem samochodów, części zamiennych i akcesoriów oraz oferuje kompleksową obsługę serwisową samochodów marek Jaguar, Land Rover oraz Aston Martin. Obecnie BAH posiada sieć 10 salonów (w tym 3 salony własne).

BAH vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański

Analityk akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

British Automotive Holding – Wybrane dane, 2016-2020p

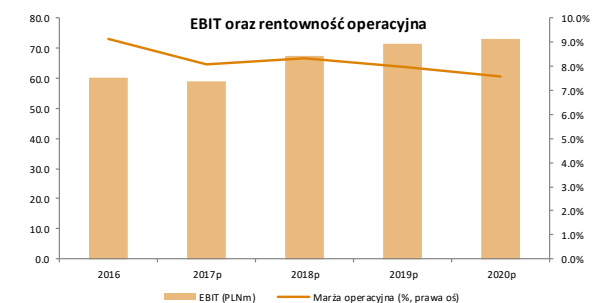
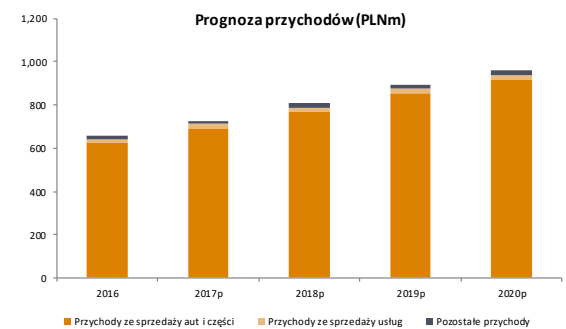
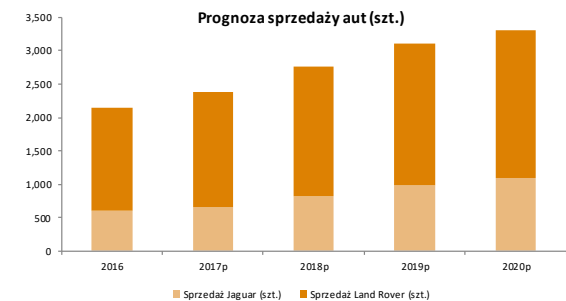
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| Rachunek zysków i strat (PLNm) | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 657.6 | 727.2 | 807.0 | 895.4 | 959.8 |
| Amortyzacja | -0.6 | -1.0 | -2.1 | -3.0 | -3.2 |
| Zużycie materiałów i energii | -1.9 | -2.2 | -2.4 | -2.6 | -2.8 |
| Usługi obce | -36.7 | -28.7 | -29.8 | -33.0 | -35.4 |
| Koszty świadczeń pracowniczych | -12.6 | -13.9 | -19.5 | -26.8 | -29.8 |
| Wartość sprzedanych towarów i usług | -539.2 | -603.0 | -669.4 | -742.8 | -798.7 |
| Pozostałe koszty operacyjne | -7.5 | -20.1 | -16.7 | -15.9 | -17.0 |
| Zyski z inwestycji | 1.0 | 0.6 | 0.2 | 0.1 | 0.2 |
| EBITDA | 60.7 | 59.9 | 69.5 | 74.4 | 76.2 |
| EBIT | 60.1 | 58.8 | 67.4 | 71.4 | 73.0 |
| Koszty finansowe | -1.7 | -3.1 | -3.9 | -5.2 | -5.6 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 58.4 | 55.7 | 63.4 | 66.3 | 67.4 |
| Podatek dochodowy | -11.7 | -6.6 | -12.1 | -12.6 | -12.8 |
| Mniejszości | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zysk netto | 46.7 | 49.1 | 51.4 | 53.7 | 54.6 |
| Dynamiki wzrostu (%) | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
| Wzrost przychodów (%) | - | 11% | 11% | 11% | 7% |
| Wzrost EBITDA (%) | - | -1% | 16% | 7% | 2% |
| Wzrost EBIT (%) | - | -2% | 15% | 6% | 2% |
| Wzrost zysku netto (%) | - | 5% | 5% | 4% | 2% |
| Rentowność (%) | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
| Marża operacyjna | 9.1% | 8.1% | 8.4% | 8.0% | 7.6% |
| Marża netto | 7.1% | 6.8% | 6.4% | 6.0% | 5.7% |
| Bilans (PLNm) | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
| Aktywa trwałe | 47.7 | 86.1 | 133.7 | 153.9 | 154.0 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 29.1 | 60.6 | 108.3 | 128.4 | 128.6 |
| Wartości niematerialne i prawne | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| Aktywo z tytułu odroczonego podatku dochodowego | 8.2 | 13.4 | 13.4 | 13.4 | 13.4 |
| Inne aktywa trwałe | 9.7 | 11.3 | 11.3 | 11.3 | 11.3 |
| Aktywa obrotowe | 255.9 | 285.9 | 301.9 | 338.0 | 367.7 |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty | 105.1 | 41.8 | 14.2 | 20.3 | 27.5 |
| Należności z tyt. dostaw i usług | 70.7 | 98.0 | 108.8 | 120.7 | 129.4 |
| Zapasy | 71.9 | 132.2 | 165.0 | 183.2 | 196.9 |
| Inne aktywa obrotowe | 8.2 | 13.9 | 13.9 | 13.9 | 13.9 |
| Aktywa razem | 303.6 | 372.0 | 435.6 | 491.9 | 521.7 |
| Kapitały własne | 49.2 | 64.2 | 66.0 | 78.1 | 89.6 |
| Mniejszości | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zobowiązania długoterminowe | 86.3 | 88.1 | 128.1 | 148.1 | 148.1 |
| Dług długoterminowy | 77.0 | 77.0 | 117.0 | 137.0 | 137.0 |
| Inne zobowiązania długoterminowe | 9.3 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 168.1 | 219.7 | 241.5 | 265.7 | 284.0 |
| Dług krótkoterminowy | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Zobowiązania handlowe | 154.9 | 198.3 | 220.1 | 244.2 | 262.6 |
| Inne zobowiązania krótkoterminowe | 13.2 | 21.4 | 21.4 | 21.4 | 21.4 |
| Zobowiązania i kapitały własne | 303.6 | 372.0 | 435.6 | 491.9 | 521.7 |
| Przepływy pieniężne (PLNm) | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 48.2 | 9.0 | 31.7 | 50.7 | 53.7 |
| Zysk netto | b.d. | 49.1 | 51.4 | 53.7 | 54.6 |
| Amortyzacja | b.d. | 1.0 | 2.1 | 3.0 | 3.2 |
| Zmiany w kapitale obrotowym, w tym | b.d. | -44.3 | -21.8 | -5.9 | -4.1 |
| zmiana stanu zapasów | b.d. | -60.3 | -32.9 | -18.1 | -13.8 |
| zmiana stanu należności | b.d. | -27.4 | -10.8 | -11.9 | -8.7 |
| zmiana stanu zobowiązań | b.d. | 43.4 | 21.8 | 24.2 | 18.4 |
| Inne zmiany niepieniężne | b.d. | 3.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | 5.8 | -38.1 | -49.7 | -23.1 | -3.4 |
| Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa | b.d. | -32.6 | -49.7 | -23.1 | -3.4 |
| Inne przepływy inwestycyjne | b.d. | -5.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przepływy z działalności finansowej | 40.4 | -34.1 | -9.6 | -21.6 | -43.1 |
| Zmiany netto w kapitale własnym | b.d. | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zmiany netto zadłużenia | b.d. | 0.0 | 40.0 | 20.0 | 0.0 |
| Dywidendy | -4.6 | -34.1 | -49.6 | -41.6 | -43.1 |
| Pozostałe | b.d. | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku | 10.6 | 105.1 | 41.8 | 14.2 | 20.3 |
| Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach | 94.4 | -63.2 | -27.6 | 6.1 | 7.2 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec | 105.1 | 41.8 | 14.2 | 20.3 | 27.5 |
| Wskaźniki kredytowe (PLNm) | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
| Dług brutto | 77.0 | 77.0 | 117.0 | 137.0 | 137.0 |
| Dług netto | -28.0 | 35.2 | 102.8 | 116.7 | 109.5 |
| Dług netto/EBITDA (x) | -0.5 | 0.6 | 1.5 | 1.6 | 1.4 |
| Dług netto/aktywa (x) | -0.09 | 0.09 | 0.24 | 0.24 | 0.21 |
| Dług netto/kapitały własne (x) | -0.57 | 0.55 | 1.56 | 1.49 | 1.22 |
| Wskaźnik pokrycia odsetek (x) | 36.2 | 19.0 | 17.1 | 13.8 | 13.1 |

| Wskaźniki wyceny | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x) | 7.4 | 7.0 | 6.7 | 6.4 | 6.3 |
| EV/EBITDA (x) | 5.2 | 6.3 | 6.4 | 6.2 | 6.0 |
| P/BV (x) | 7.0 | 5.4 | 5.2 | 4.4 | 3.8 |
| Stopa dywidendy (%) | 1.3% | 9.9% | 14.4% | 12.1% | 12.5% |

| Dane spółki | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
|---------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Liczba akcji (mln) | 41.6 | 41.6 | 41.6 | 41.6 | 41.6 |
| Zysk na akcję (PLN) | 1.12 | 1.18 | 1.24 | 1.29 | 1.31 |
| Wartość księgowa na akcję (PLN) | 1.18 | 1.55 | 1.59 | 1.88 | 2.16 |
| Dywidenda na akcję (PLN) | 0.11 | 0.82 | 1.19 | 1.00 | 1.04 |

| Główne założenia | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży aut i części | 624 | 692 | 768 | 853 | 913 |
| Przychody ze sprzedaży usług | 16 | 19 | 21 | 23 | 25 |
| Pozostałe przychody | 18 | 16 | 18 | 20 | 21 |
| Przychody razem | 658 | 727 | 807 | 895 | 960 |
| Sprzedaż Jaguar (szt.) | 599 | 660 | 825 | 990 | 1,089 |
| Sprzedaż Land Rover (szt.) | 1,549 | 1,728 | 1,935 | 2,110 | 2,215 |
| Sprzedaż razem (szt.) | 2,148 | 2,388 | 2,760 | 3,100 | 3,304 |


Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Wzrost kursu EUR/PLN, (2) Opóźnienia w wprowadzaniu kolejnych modeli aut JLR do oferty, (3) Opóźnienia w rozwoju sieci dystrybucyjnej, (4) Wypowiedzenie umowy dotyczącej importu oraz sprzedaży aut z JLR

| Analiza DuPont | 2016 | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Marża zysku netto | 7.1% | 6.8% | 6.4% | 6.0% | 5.7% |
| Wskaźnik rotacji majątku | 2.17 | 2.15 | 2.00 | 1.93 | 1.89 |
| Dźwignia finansowa | 6.17 | 5.96 | 6.20 | 6.43 | 6.04 |
| RDE | 95.0% | 86.6% | 78.9% | 74.4% | 65.1% |

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wycena

British Automotive Holding – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

| Podsumowanie wyceny | Waga (%) | Cena (PLN/akcję) |
|--|----------|------------------|
| 12M cena docelowa - metoda DCF | 50% | 12.5 |
| 12M cena docelowa - metoda porównawcza | 50% | 8.4 |
| 12M cena docelowa (PLN) | | 10.5 |
| Cena rynkowa (PLN) | | 8.3 |
| Potencjał wzrostu/spadku (%) | | 26% |

Wycena działalności motoryzacyjnej metodą DCF

| | 2018p | 2019p | 2020p | 2021p | 2022p | 2023p | 2024p | 2025p | 2026p | 2027p |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 807.0 | 895.4 | 959.8 | 992.6 | 1,004.4 | 1,016.4 | 1,028.5 | 1,040.7 | 1,053.2 | 1,065.8 |
| - Zmiana r/r | 11% | 11% | 7% | 3% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Znorm. EBITDA | 69.5 | 74.4 | 76.2 | 77.0 | 77.7 | 78.3 | 78.9 | 79.6 | 80.4 | 81.1 |
| - Zmiana r/r | 16% | 7% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Znorm. EBIT | 67.4 | 71.4 | 73.0 | 73.7 | 74.5 | 75.1 | 75.6 | 76.3 | 77.1 | 77.9 |
| Podatek od EBIT | -12.8 | -13.6 | -13.9 | -14.0 | -14.2 | -14.3 | -14.4 | -14.5 | -14.7 | -14.8 |
| NOPAT | 54.6 | 57.9 | 59.1 | 59.7 | 60.3 | 60.8 | 61.3 | 61.8 | 62.5 | 63.1 |
| - Zmiana r/r | 15% | 6% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Amortyzacja | 2.1 | 3.0 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | -21.8 | -5.9 | -4.1 | -2.0 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | -0.8 |
| Capex | -49.7 | -23.1 | -3.4 | -3.4 | -3.4 | -3.4 | -3.4 | -3.4 | -3.4 | -3.4 |
| Wolne przepływy finansowe | -14.8 | 31.8 | 54.9 | 57.6 | 59.4 | 59.9 | 60.3 | 60.9 | 61.5 | 62.1 |
| Czynnik dyskontowy (%) | 92% | 83% | 75% | 68% | 61% | 55% | 50% | 45% | 40% | 36% |
| Wartość bieżąca FCF | -13.7 | 26.5 | 41.2 | 38.9 | 36.2 | 32.9 | 29.9 | 27.2 | 24.7 | 22.5 |
| Wartość bieżąca FCF 2018-2027p | 266 | | | | | | | | | |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) | 0.0% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 214 | | | | | | | | | |
| Wartość przedsiębiorstwa (PLNm) | 480 | | | | | | | | | |
| Dług netto (na koniec 4Q17p) | 35 | | | | | | | | | |
| Dywidenda | 0 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału własnego (PLNm) | 445 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (m) | 41.6 | | | | | | | | | |
| Wartość godziwa na akcję (PLN) | 10.7 | | | | | | | | | |
| 12M cena docelowa (PLN) | 12.5 | | | | | | | | | |

| WACC | 2018-2027p | TV |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka | 3.5% | 3.5% |
| Beta | 3.0 | 2.1 |
| Premia za ryzyko | 4.5% | 4.5% |
| Koszt kapitału własnego | 16.8% | 12.9% |
| 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 | 54.5% | 32.2% |
| % E | 45.5% | 67.8% |
| WACC | 11.0% | 10.7% |

| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) | Średni ważony koszt kapitału (%) | | | | |
|---|----------------------------------|------|-------|-------|-------|
| | -1.0% | 9.9% | 10.4% | 10.9% | 11.4% |
| -0.5% | 12.9 | 12.4 | 12.0 | 11.6 | 11.2 |
| 0.0% | 13.2 | 12.7 | 12.3 | 11.8 | 11.4 |
| 0.5% | 13.5 | 13.0 | 12.5 | 12.1 | 11.6 |
| 1.0% | 13.8 | 13.3 | 12.8 | 12.4 | 11.9 |
| 1.5% | 14.2 | 13.6 | 13.1 | 12.7 | 12.2 |

Wycena metodą porównawczą

| Spółka | Cena Kapitalizacja (PLNm) | | P/E (x) | | | EV/EBITDA (x) | | |
|--------------------------------------|---------------------------|------------|------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
| | | | 2017p | 2018p | 2019p | 2017p | 2018p | 2019p |
| Carmax Inc | 60.8 | 37,305 | 18.5 | 16.0 | 13.1 | 18.3 | 17.6 | 17.9 |
| Autonation Inc | 47.0 | 14,652 | 12.5 | 9.6 | 9.1 | 6.9 | 6.9 | 6.5 |
| Inchcape Plc | 695.0 | 13,859 | 10.6 | 10.7 | 10.3 | 6.11 | 6.20 | 5.86 |
| Penske Automotive Group Inc | 43.5 | 12,726 | 10.1 | 8.6 | 8.3 | 8.1 | n.a. | n.a. |
| Asbury Automotive Group | 65.6 | 4,657 | 10.5 | 8.6 | 8.4 | 7.5 | n.a. | n.a. |
| Group 1 Automotive Inc | 64.2 | 4,559 | 8.5 | 7.4 | 7.1 | 7.2 | n.a. | n.a. |
| D'leteren Sa/Nv | 33.2 | 7,740 | 8.5 | 8.0 | 7.7 | 6.5 | 6.3 | 5.8 |
| Lithia Motors Inc-Cl A | 100.6 | 8,547 | 12.1 | 9.5 | 8.8 | 7.7 | 6.3 | 5.6 |
| Sonic Automotive Inc-Class A | 18.3 | 2,635 | 10.0 | 8.1 | 8.2 | 5.5 | 6.2 | 6.4 |
| Dogus Otomotiv Servis Ve Tic | 8.4 | 1,574 | 8.4 | 7.5 | 5.6 | 8.4 | 8.1 | 7.2 |
| Lookers Plc | 90.6 | 1,728 | 6.2 | 6.5 | 6.2 | 3.9 | 3.9 | 3.6 |
| Billia Ab-A Shs | 74.1 | 3,143 | 9.9 | 10.1 | 9.7 | 5.5 | 5.5 | 5.3 |
| Pendragon Plc | 24.5 | 1,669 | 7.6 | 7.0 | 6.4 | 4.1 | 3.8 | 3.6 |
| Mediana | | | 10.0 | 8.6 | 8.3 | 6.9 | 6.3 | 5.8 |
| British Automotive Holding | 8.3 | 345 | 7.0 | 6.7 | 6.4 | 6.3 | 6.4 | 6.2 |
| Premia/dyskonto (%) | | | -30% | -22% | -22% | -8% | 3% | 6% |
| Implikowana wycena (PLN/akcję) | | | 12.4 | 11.1 | 10.9 | 9.1 | 8.4 | 8.0 |
| Waga (%) | | | 0% | 25% | 25% | 0% | 25% | 25% |
| Dyskonto* (%) | 25% | | | | | | | |
| 12M cena docelowa (PLN/akcję) | 8.4 | | | | | | | |

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

Podsumowanie inwestycyjne

W grudniu 2017r. grupa Marvipol zakończyła proces spin-offu, czego efektem było wydzielenie działalności motoryzacyjnej w ramach spółki British Automotive Holding oraz działalności deweloperskiej w ramach Marvipol Development S.A. Parytet podziału dla BAH/MVP został ustalony na poziomie 55/45, w wyniku czego cena referencyjna BAH została ustalona na PLN 9.42/akcję (na 8.12.2017). W 2017r. BAH rozpoznał w wynikach rekordową sprzedaż 2,388 aut JLR (+11% r/r), co w naszej ocenie pozwoli spółce na wygenerowanie przychodów na poziomie PLN 727m (+11% r/r) oraz zysku netto w wysokości PLN 49.1m (+5% r/r). W naszej ocenie potencjał wzrostu wartości spółki wciąż pozostaje niewyczerpany, zaś głównymi czynnikami wzrostu w kolejnych kwartałach będą: (1) wzrost wolumenu sprzedawanych aut JLR dzięki premierom nowych modeli, (2) rozwój sieci dilerkiej, (3) polityka dywidendowa. Podtrzymujemy prognozę zysku netto w wysokości PLN 49.1m w 2017p jednocześnie obniżając prognozę zysku netto o 3% do PLN 51m w 2018p oraz o 3% do PLN 54m w 2019p. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 6.7x w 2018p oraz 6.4x w 2019p oferując jednocześnie DY na poziomie ponad 14% w 2018p i 12% w 2019p (stopa wypłaty dywidendy na poziomie 80%). Podwyższamy 12M cenę docelową dla British Automotive Holding do PLN 10.5/akcję z PLN 10.3/akcję.

Podtrzymujemy prognozę sprzedaży blisko 2,800 aut JLR w 2018p oraz podwyższamy o 8% do ponad 3tys. w 2019p. W naszej ocenie wsparcie dla wzrostu sprzedaży aut JLR stanowiąc będą przede wszystkim planowane premiery nowych modeli Jaguara oraz Land Rovera (premera Jaguara E-Pace w styczniu b.r., start sprzedaży Jaguara I-Pace w 2H18), jak również faceliftingi modeli będących już w ofercie (Range Rover oraz Range Rover Sport w 2Q18). Dodatkowo do 2020r. koncern Jaguar Land Rover planuje posiadać w ofercie wszystkie samochody JLR dostępne z napędem elektrycznym lub hybrydowym.

Jednocześnie rosnąca sprzedaż aut wspierana będzie poprzez planowany rozwój sieci dilerkiej do 17 obiektów sprzedażowo-serwisowych w 2021r. (vs. 10 obecnie, w tym 3 własne). Zgodnie z planami spółki w naszych prognozach zakładamy rozwój sieci w 2018r. o salon British Motor Club przy ul. Wawelskiej w Warszawie (planowane zakończenie realizacji w 2Q18) oraz w 2019r. o salon typu 3S w Warszawie przy ul. Puławskiej (planowane rozpoczęcie inwestycji w 2Q18 oraz zakończenie w 1/2Q19) oraz nowy salon własny w Katowicach (zakończenie zaplanowane jest na połowę 2019r., obecnie w Katowicach spółka prowadzi już działalność dilerką). Jednocześnie spółka planuje rozpoczęcie budowy salonów w Gdańsku. W naszych prognozach zakładamy nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 49.7m w 2018p oraz PLN 23.1m w 2019p.

Przypominamy, że obecna strategia BAH zakłada podwojenie sprzedaży aut JLR do 2020-21 roku, podczas gdy nasza prognoza zakłada sprzedaż 2,760 aut w 2018p, 3,100 w 2019p oraz 3,304 w 2020p (2017-21p CAGR na poziomie blisko 9%).

Prognozujemy zysk netto PLN 49.1m w 2017p oraz PLN 51.4m w 2018p. Ze względu na niższą od oczekiwań liczbę sprzedanych aut JLR (2,388 aut vs. nasza prognoza 2,476 aut) nieznacznie obniżamy prognozę zysku netto do PLN 49.1m, mając na uwadze wyższą przeciętną wartość sprzedanego auta oraz rentowność operacyjną 8.1% w 2017p (vs. wcześniejsze oczekiwania 8.5%). Z kolei w 2018p prognozujemy wzrost liczby sprzedawanych aut o 16% r/r do 2,760 sztuk (vs. 2,724 poprzednio), co przy wyższej oczekiwanej przeciętnej wartości sprzedanego auta implikuje przychody na poziomie PLN 807m (+11% r/r, podwyższenie prognozy o 4%). Zakładając obniżenie rentowności sprzedaży aut (obniżka cen w celu zwiększenia wolumenu sprzedaży oraz wzrost udziału mniej marżowych modeli) prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 67m (vs. PLN 68m poprzednio) oraz zysk netto PLN 51m (vs. PLN 53m

poprzednio). W 2019p oczekujemy natomiast 12% r/r wzrostu wolumenu sprzedaży (wzrost przychodów o 11% r/r) oraz zysku netto na poziomie PLN 54m.

Polityka dywidendowa. Zgodnie z przyjętą polityką dywidendową w 2018r. spółka planuje wypłatę ok. 80% skonsolidowanego zysku netto za 2017p (w dwóch ratach w maju i w sierpniu) oraz w grudniu 2018r. planuje wypłatę pierwszej raty zaliczki na poczet dywidendy (ok. 20% zysku). W efekcie oczekujemy 2018p DPS PLN 1.19/akcję (DY 14.4%). Z kolei w kolejnych latach zakładamy wypłatę 80% skonsolidowanego zysku netto w kwartalnych wypłatach: I rata dywidendy w czerwcu, II rata dywidendy we wrześniu, I rata zaliczki na poczet dywidendy w grudniu, II rata zaliczki na poczet dywidendy w marcu. Oczekujemy 2019p DPS na poziomie PLN 1.00/akcję (DY 12.1%).

Wycena. Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E 6.7x w 2018p i 6.4x w 2019p oraz EV/EBITDA 6.4x w 2018p i 6.2x w 2019p (z dyskontem do spółek porównywalnych). Podwyższamy 12M cenę docelową dla British Automotive Holding z PLN 10.3/akcję do PLN 10.5/akcję.

Prognoza wyniku w 4Q17p

W 4Q17 spółka zaraportowała sprzedaż 642 aut JLR (+4% r/r). W rezultacie prognozujemy przychody na poziomie PLN 178m (-5% r/r, ze względu na spadek przeciętnej wartości sprzedanego auta). W rezultacie prognozujemy EBIT PLN 9.9m (-48% r/r). Zakładając efektywną stopę podatkową na poziomie 19% prognozujemy zysk netto w wysokości PLN 7.4m (vs. PLN 12.8m rok wcześniej).

Tabela 2. British Automotive Holding: Prognoza wyniku w 4Q17p (PLNm)

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17p | % r/r |
|---------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sprzedaż aut | 438 | 537 | 554 | 619 | 593 | 610 | 589 | 642 | 4% |
| Przychody | 129.5 | 164.5 | 175.6 | 188.0 | 172.7 | 188.0 | 188.2 | 178.3 | -5% |
| Koszty operacyjne | -121.8 | -145.7 | -160.9 | -169.1 | -155.6 | -174.5 | -169.8 | -168.5 | 0% |
| EBITDA | 7.8 | 18.9 | 14.9 | 19.1 | 17.4 | 13.7 | 18.6 | 10.2 | -47% |
| Wynik operacyjny | 7.6 | 18.8 | 14.8 | 18.9 | 17.1 | 13.4 | 18.4 | 9.9 | -48% |
| Koszty finansowe | -0.4 | -0.3 | -0.5 | -0.4 | -0.9 | -0.7 | -0.7 | -0.7 | 85% |
| Zysk przed opodatkowaniem | 7.2 | 18.4 | 14.3 | 18.5 | 16.3 | 12.7 | 17.6 | 9.1 | -51% |
| Podatek dochodowy | -0.6 | -2.7 | -2.7 | -5.7 | -3.2 | 0.5 | -2.2 | -1.7 | -69% |
| Zysk netto | 6.7 | 15.7 | 11.5 | 12.8 | 13.0 | 13.2 | 15.4 | 7.4 | -42% |

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Zmiana prognoz na lata 2017-19p

W 2017r. spółka odnotowała sprzedaż 2,388 aut JLR (+11% r/r). Jednak mając na uwadze wyższą od naszych oczekiwań przeciętną wartość sprzedanego auta, nieznacznie podwyższamy prognozę przychodów w 2017p do PLN 727m. Ze względu na niższą oczekiwaną rentowność operacyjną (8.1% vs. 8.5% poprzednio) obniżamy prognozę EBIT o 4% do PLN 59m. Przy wyższych kosztach finansowych oraz stopie opodatkowania 19% nieznacznie obniżamy prognozę zysku netto do PLN 49m w 2017p.

Jednocześnie mając na uwadze planowane premiery nowych aut jak również postępujący rozwój sieci dilerkiej, podtrzymujemy prognozę sprzedaży aut na poziomie 2,760 aut w 2018p oraz podwyższamy prognozę o 8% do 3,100 w 2019p. Przypominamy, że strategia spółki zakłada dwukrotny wzrost liczby sprzedawanych aut JLR z 2017r. do 2020-21r. Mając na uwadze rozwój sieci dilerstwa własnego oraz wzrost kosztów wynagrodzeń obniżamy prognozę EBIT do PLN 67m w 2018p oraz podtrzymujemy PLN 71m w 2019p, zaś ze względu na wyższe koszty finansowe (wzrost zadłużenia w związku z rozwojem salonów) obniżamy prognozę zysku netto o 3% do PLN 51m w 2018p oraz o 3% do PLN 54m w 2019p.

Tabela 3. British Automotive Holding: Zmiana prognoz (PLNm)

| | 2017p | | | 2018p | | | 2019p | | |
|---------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|
| | Obecne | Poprzednie | Zmiana, % | Obecne | Poprzednie | Zmiana, % | Obecne | Poprzednie | Zmiana, % |
| Sprzedaż aut | 2,388 | 2476 | -4% | 2,760 | 2724 | 1% | 3,100 | 2860 | 8% |
| Przychody | 727.2 | 720.5 | 1% | 807.0 | 776.6 | 4% | 895.4 | 815.5 | 10% |
| Koszty operacyjne | -668.4 | -659.3 | 1% | -739.6 | -708.7 | 4% | -824.0 | -745.1 | 11% |
| Wynik operacyjny | 58.8 | 61.2 | -4% | 67.4 | 67.9 | -1% | 71.4 | 70.4 | 1% |
| Koszty finansowe | -3.1 | -2.5 | 23% | -3.9 | -2.3 | 75% | -5.2 | -2.3 | 128% |
| Zysk przed opodatkowaniem | 55.7 | 58.7 | -5% | 63.4 | 65.7 | -3% | 66.3 | 68.1 | -3% |
| Podatek dochodowy | -6.6 | -8.4 | -21% | -12.1 | -12.5 | -3% | -12.6 | -12.9 | -3% |
| Zysk netto | 49.1 | 50.3 | -2% | 51.4 | 53.2 | -3% | 53.7 | 55.2 | -3% |

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

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 przygotowali, 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 licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 5 rekomendacji Kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacje Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaj. Oprócz powyższych Vestor DM wydał, na podstawie zawartej umowy o świadczenie usługi Equity Research Partner, 2 publikacje handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego. 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 11 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

EMITENT JEST NASTĘPCĄ PRAWNYM SPÓŁKI MARVIPOŁ S.A. VESTOR DM WYDAWAŁ REKOMENDACJE DOTYCZĄCE SPÓŁKI, KTÓREJ EMITENT JEST NASTĘPCĄ PRAWNYM. OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA MARVIPOŁ S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 30 PAŹDZIERNIKA 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 © 2018 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstawaniu 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 czynności innego rodzaju, 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 jednocześnie 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 powodować 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) Zdykontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdykontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdykontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdykontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdykontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz koszty pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

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

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

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny, 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 zdykontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdykontowanych 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 zdykontowanych 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 niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdykontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdykontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdykontowana 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 zdykontowanych 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 wzięciu 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 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.

KAŻDY, 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 | Analityk | TP | Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji | Rekomendacja | Horizont |
|------------------|-------------------|---------------------------|--------|---|--------------|----------|
| 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 |
| Marvipol | 2017-10-24 | Marek Szymański | 19.0 | 13 | Brak | 12M |
| KGHM | 2017-11-23 | Marcin Stebakow | 134 | 114.25 | Kupuj | 12M |
| JSW | 2017-11-29 | Marcin Stebakow | 86.8 | 90.2 | Redukuj | 12M |
| Vigo System | 2017-12-05 | Beata Szparaga-Waśniewska | 455 | 305 | Brak | 12M |
| LW Bogdanka | 2017-12-07 | Marcin Stebakow | 75 | 95 | Akumuluj | 12M |
| Śnieżka | 2017-12-08 | Aleksandra Jakubowska | 63 | 69 | Brak | 12M |
| Dom Development | 2017-12-14 | Marek Szymański | 90 | 83.4 | Akumuluj | 12M |
| Atal | 2017-12-14 | Marek Szymański | 43 | 41.0 | Neutralnie | 12M |
| LC Corp | 2017-12-14 | Marek Szymański | 3.3 | 2.7 | Kupuj | 12M |
| Robyg | 2017-12-14 | Marek Szymański | 4.1 | 3.5 | Akumuluj | 12M |
| Lokum Deweloper | 2017-12-14 | Marek Szymański | 23 | 16.55 | Kupuj | 12M |
| Archicom | 2017-12-14 | Marek Szymański | 23 | 15.39 | Brak | 12M |
| PKO BP | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 45 | 44.3 | Neutralnie | 12M |
| Pekao | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 152 | 134.3 | Kupuj | 12M |
| BZ WBK | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 442 | 408.4 | Akumuluj | 12M |
| mBank | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 443 | 496 | Sprzedaj | 12M |
| ING BSK | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 222 | 215 | Neutralnie | 12M |
| Handlowy | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 86 | 83 | Neutralnie | 12M |
| Millenium | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 8.9 | 9.4 | Redukuj | 12M |
| Alior | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 87 | 78 | Akumuluj | 12M |

| | | | | | | |
|-----------------------------|------------|---------------------------|------|-------|------------|-----|
| Getin Noble Bank | 2018-01-08 | Michał Fidelus | 1.55 | 1.71 | Redukuj | 12M |
| PKN | 2018-01-09 | Beata Szparaga-Waśniewska | 117 | 106.7 | Neutralnie | 12M |
| Lotos | 2018-01-09 | Beata Szparaga-Waśniewska | 54 | 57.4 | Redukuj | 12M |
| PKP Cargo | 2018-02-14 | Marcin Stebakow | 68 | 58.8 | Kupuj | 12M |
| BZ WBK | 2018-02-21 | Michał Fidelus | 436 | 385.8 | Kupuj | 12M |
| Wielton | 2018-02-23 | Marcin Górnik | 15.3 | 12.36 | Kupuj | 12M |
| Selvita | 2018-03-20 | Beata Szparaga-Waśniewska | 85 | 59 | Brak | 12M |
| JSW | 2018-03-22 | Marcin Stebakow | 99 | 95.3 | Neutralnie | 12M |
| Marvipol Development | 2018-03-26 | Marek Szymański | 8.9 | 8.7 | Brak | 12M |
| Kruk | 2018-03-28 | Michał Fidelus | 286 | 208 | Kupuj | 12M |