EQUITY RESEARCH PARTNER

British Automotive Holding

Motoryzacja | Polska

Cena docelowa: PLN 2.2

Aktualizacja raportu analitycznego

- **Obniżamy 12M cenę docelową do PLN 2.2/akcję**
- **Obniżamy prognozę zysku netto o 47% do PLN 27m w 2018p oraz o 37% do PLN 34m w 2019p**
- **Oczekujemy 2019-20p DY odpowiednio 19% i 21%.**

Vestor DOM MAKLERSKI

equity research

5 września 2018 8:05

Przyszłość bez umowy importerskiej

Dnia 5 sierpnia 2018r. spółka British Automotive Holding otrzymała informację o wypowiedzeniu wobec British Automotive Polska S.A. przez Jaguar Land Rover Limited umowy importerskiej (umowa importerska wygaśnie dnia 1 sierpnia 2020r.). Poza działalnością importerską BAH prowadzi również działalność dilerską, która została zachowana i której utrzymanie i rozwój zakładamy w naszych prognozach. Szacujemy, że od 2021r. (po wygaśnięciu umowy importerskiej) BAH będzie w stanie generować zysk netto na poziomie ok. PLN 10m rocznie. Jednocześnie ze względu na niższą rentowność sprzedaży aut oraz wyższe koszty SG&A obniżamy prognozę zysku netto w 2018p i 2019p odpowiednio o 47% i 37% do PLN 27m i PLN 34m. Pomimo oczekiwanego niższego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto po wygaśnięciu umowy importerskiej, konserwatywnie zakładamy w naszych prognozach stopień wypłaty dywidendy na poziomie 50% (ryzyko dla wypłaty dywidendy stanowi wzrost wskaźników zadłużenia – oczekujemy wskaźnika dług netto/EBITDA 3.4x na koniec 2021p). W rezultacie oczekujemy DPS PLN 0.35/akcję oraz PLN 0.39/akcję w latach 2019-20p (DY odpowiednio 18.7% i 21.0%). Obniżamy 12M cenę docelową z PLN 10.5/akcję do PLN 2.2/akcję.

Obniżamy prognozę zysku netto do PLN 27m w 2018p oraz PLN 34m w 2019p. Po wysokich poziomach sprzedaży aut JLR w 7M18 (+25% r/r) podwyższamy prognozę sprzedaży o 4% do 2,877 aut w 2018p i o 5% do 3,266 w 2019p. Jednak ze względu na niższą od oczekiwań rentowność brutto ze sprzedaży aut obniżamy prognozę zysku netto do PLN 27m w 2018p i PLN 33m w 2019p. Wraz z wygaśnięciem umowy importerskiej (30 lipca 2020r.) oczekujemy spadku zysku netto do PLN 27m w 2020p i PLN 10m w 2021p.

Zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 50% – DY 18.7% i 21.0% w 2019-20p. Zarząd spółki podtrzymuje politykę dywidendową zakładającą wypłatę 80% skonsolidowanego zysku netto w formie dywidendy. Oczekujemy, że ze względu na wygaśnięcie umowy importerskiej spółka będzie w stanie zmniejszyć zaangażowanie środków pieniężnych w kapitał obrotowy, jednak wraz z rozwojem sieci salonów oraz obniżeniem wyników finansowych po wygaśnięciu umowy importerskiej wskaźnik dług netto/EBITDA wzrośnie do 3.4x na koniec 2021p. W naszych prognozach konserwatywnie zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 50%, co implikuje DY 18.7% w 2019p oraz 21.0% w 2020p.

Wycena. Obniżamy 12M cenę docelową z PLN 10.5/akcję do PLN 2.2/akcję ze względu na wypowiedzenie umowy importerskiej przez JLRL wobec British Automotive Polska S.A. oraz niższe prognozy wyników finansowych. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 2.8x w 2018p, 2.3x w 2019p oraz 7.6x w 2020p oferując DY 19% i 21% odpowiednio w 2019-20p.

Tabela 1. British Automotive Holding: Prognozy i wskaźniki.

	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Przychody (PLNm)	653.9	737.2	812.9	918.0	774.8	454.8
EBITDA (PLNm)	60.7	58.6	40.0	50.0	41.0	19.3
EBIT (PLNm)	60.1	57.6	38.3	47.8	38.4	16.5
Zysk netto (PLNm)	46.7	48.1	27.0	34.0	26.9	10.1
P/E (x)	1.6	1.6	2.8	2.3	2.9	7.6
EV/EBITDA (x)	0.8	2.1	4.9	3.8	3.5	7.3
DY (%)	6.0%	44.4%	54.1%	18.7%	21.0%	14.8%

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

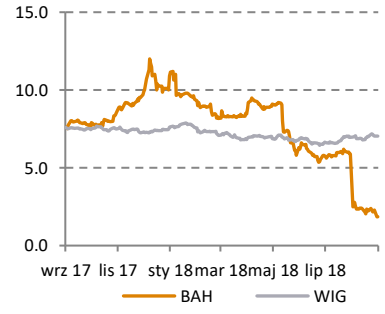
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	2.2
Poprzednia cena docelowa (PLN)	10.5
Data poprz. rekomendacji	28.03.2018
Cena bieżąca (PLN)	1.9
Potencjał wzrostu/spadku	19%
Min (52T)	1.8
Max (52T)	11.1
Liczba akcji (m)	41.6
Kapitalizacja (PLNm)	77
Dług netto (2Q18, PLNm)	198
EV (PLNm)	275
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	0.42

Akcjonariat	%
Książek Holding Sp. z o.o.	41.01
NN OFE	5.00
Mariusz Wojciech Książek	5.00
Pozostali	48.99

Opis spółki

British Automotive Holding jest generalnym importerem (umowa importerska obowiązuje do 1.8.2020 r.) oraz dystrybutorem samochodów, części zamiennych i akcesoriów oraz oferuje kompleksową obsługę serwisową samochodów marek Jaguar, Land Rover oraz Aston Martin. Obecnie BAH posiada sieć 11 salonów (w tym 5 salony własne).

BAH vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański
Analityk akcji
(+48) 22 378 9217
Marek.Szymanski@vestor.pl

Vestor DOM MAKLERSKI

Wszystkie ceny aktualizowane są na godzinę 17.30 dnia 03.09.2018 chyba, że jest to inaczej określone. Ceny pochodzą z lokalnych giełd za pośrednictwem serwisów Reutera, Bloomberga oraz innych dostawców. Źródłem danych jest Vestor DM oraz opisywane firmy. Vestor DM współpracuje oraz stara się prowadzić swoją działalność ze spółkami uwzględnionymi w jego raportach. Dlatego też inwestorzy powinni mieć świadomość, że w firmie może zachodzić konflikt interesów, co mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszego raportu. Inwestorzy powinni brać ten raport pod uwagę jedynie jako jeden z czynników przy podejmowaniu swoich decyzji inwestycyjnych. Raport został sporządzony w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner na zlecenie emitenta za wynagrodzeniem. Niniejszy dokument jest publikacją handlową 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.

British Automotive Holding – Wybrane dane, 2016-2021p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

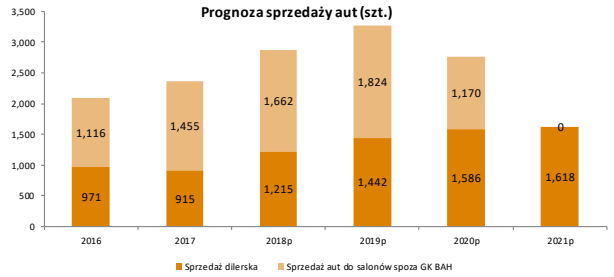
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Przychody	**653.9**	**737.2**	**812.9**	**918.0**	**774.8**	**454.8**
Koszt własny sprzedaży	-539.2	-614.5	-699.1	-795.0	-671.0	-401.0
Zysk brutto ze sprzedaży	**114.7**	**122.6**	**113.8**	**123.0**	**103.8**	**53.7**
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-51.8	-51.1	-54.6	-59.9	-54.0	-32.7
Pozostałe przychody operacyjne	4.7	6.0	4.6	1.2	1.0	0.6
Pozostałe koszty operacyjne	-7.5	-20.0	-25.5	-16.5	-12.5	-5.1
EBITDA	**60.7**	**58.6**	**40.0**	**50.0**	**41.0**	**19.3**
Amortyzacja	0.6	1.0	1.7	2.2	2.6	2.8
EBIT	**60.1**	**57.6**	**38.3**	**47.8**	**38.4**	**16.5**
Koszty finansowe netto	-1.7	-3.8	-4.9	-5.8	-5.2	-4.0
Zysk przed opodatkowaniem	**58.4**	**53.8**	**33.4**	**42.0**	**33.2**	**12.5**
Podatek dochodowy	-11.7	-5.7	-6.3	-8.0	-6.3	-2.4
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	**46.7**	**48.1**	**27.0**	**34.0**	**26.9**	**10.1**
Dynamiki wzrostu (%)	**2016**	**2017**	**2018p**	**2019p**	**2020p**	**2021p**
Wzrost przychodów (%)	-	13%	10%	13%	-16%	-41%
Wzrost EBITDA (%)	-	-3%	-32%	25%	-18%	-53%
Wzrost EBIT (%)	-	-4%	-34%	25%	-20%	-57%
Wzrost zysku netto (%)	-	3%	-44%	26%	-21%	-62%
Rentowność (%)	**2016**	**2017**	**2018p**	**2019p**	**2020p**	**2021p**
Marża brutto ze sprzedaży	17.5%	16.6%	14.0%	13.4%	13.4%	11.8%
Marża operacyjna	9.2%	7.8%	4.7%	5.2%	5.0%	3.6%
Marża netto	7.1%	6.5%	3.3%	3.7%	3.5%	2.2%
Bilans (PLNm)	**2016**	**2017**	**2018p**	**2019p**	**2020p**	**2021p**
Aktywa trwałe	**47.7**	**86.6**	**101.5**	**126.6**	**136.7**	**136.9**
Rzeczowe aktywa trwałe	29.1	59.9	74.8	99.9	110.0	110.1
Wartości niematerialne i prawne	0.8	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Aktywo z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8.2	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
Inne aktywa trwałe	9.7	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9
Aktywa obrotowe	**255.9**	**321.8**	**325.1**	**336.7**	**178.8**	**156.1**
Środki pieniężne i ekwiwalenty	105.1	45.7	4.4	18.0	28.4	18.6
Należności z tyt. dostaw i usług	70.7	80.6	88.9	88.0	38.2	31.1
Zapasy	71.9	177.2	210.7	217.8	99.3	93.4
Inne aktywa obrotowe	8.2	18.2	21.1	12.9	12.9	12.9
Aktywa razem	**303.6**	**408.4**	**426.6**	**463.3**	**315.6**	**293.0**
Kapitały własne	**49.2**	**76.9**	**62.3**	**81.9**	**92.7**	**91.5**
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	**86.3**	**22.3**	**52.3**	**62.3**	**22.3**	**12.3**
Dług długoterminowy	77.0	11.0	41.0	51.0	11.0	1.0
Inne zobowiązania długoterminowe	9.3	11.3	11.3	11.3	11.3	11.3
Zobowiązania krótkoterminowe	**168.1**	**309.2**	**312.0**	**319.1**	**200.5**	**189.2**
Dług krótkoterminowy	0.1	82.3	82.3	82.3	82.3	82.3
Zobowiązania handlowe	154.9	207.9	210.7	217.8	99.3	87.9
Inne zobowiązania krótkoterminowe	13.2	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0
Zobowiązania i kapitały własne	**303.6**	**408.4**	**426.6**	**463.3**	**315.6**	**293.0**
Przepływy pieniężne (PLNm)	**2016**	**2017**	**2018p**	**2019p**	**2020p**	**2021p**
Przepływy z działalności operacyjnej	**48.2**	**-13.7**	**-10.3**	**37.1**	**79.3**	**14.4**
Zysk netto	b.d.	48.1	27.0	34.0	26.9	10.1
Amortyzacja	b.d.	1.0	1.7	2.2	2.6	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	b.d.	-62.3	-39.0	0.9	49.8	1.6
zmiana stanu zapasów	b.d.	-105.3	-33.5	-7.1	118.5	5.9
zmiana stanu należności	b.d.	-10.0	-8.3	0.9	49.8	7.1
zmiana stanu zobowiązań	b.d.	53.0	2.8	7.1	-118.5	-11.4
Inne zmiany niepieniężne	b.d.	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**5.8**	**-23.4**	**-19.4**	**-19.1**	**-12.8**	**-2.9**
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	b.d.	-32.2	-16.6	-27.3	-12.8	-2.9
Inne przepływy inwestycyjne	b.d.	8.8	-2.9	8.2	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	**40.4**	**-22.3**	**-11.6**	**-4.4**	**-56.1**	**-21.4**
Zmiany netto w kapitale własnym	b.d.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	b.d.	16.2	30.0	10.0	-40.0	-10.0
Dywidendy	-4.6	-34.1	-41.6	-14.4	-16.1	-11.4
Pozostałe	b.d.	-4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	10.6	105.1	45.7	4.4	18.0	28.4
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	94.4	-59.4	-41.3	13.6	10.5	-9.8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	**105.1**	**45.7**	**4.4**	**18.0**	**28.4**	**18.6**
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	**2016**	**2017**	**2018p**	**2019p**	**2020p**	**2021p**
Dług brutto	77.0	93.3	123.3	133.3	93.3	83.3
Dług netto	-28.0	47.6	118.9	115.3	64.8	64.6
Dług netto/EBITDA (x)	-0.5	0.8	3.0	2.3	1.6	3.4
Dług netto/aktywa (x)	-0.09	0.12	0.28	0.25	0.21	0.22
Dług netto/kapitały własne (x)	-0.57	0.62	1.91	1.41	0.70	0.71
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	36.2	15.1	7.8	8.2	7.4	4.1

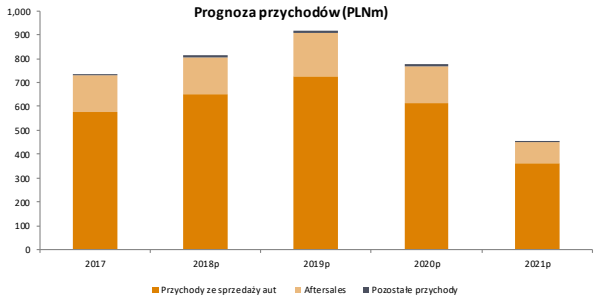
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

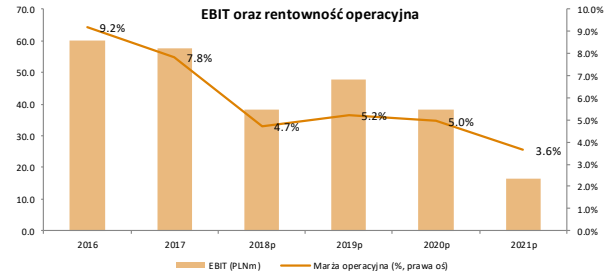
Wskaźniki wyceny	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
P/E (x)	1.6	1.6	2.8	2.3	2.9	7.6
EV/EBITDA (x)	0.8	2.1	4.9	3.8	3.5	7.3
P/BV (x)	1.6	1.0	1.2	0.9	0.8	0.8
Stopa dywidendy (%)	6.0%	44.4%	54.1%	18.7%	21.0%	14.8%

Dane spółki	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Liczba akcji (mln)	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6	41.6
Zysk na akcję (PLN)	1.12	1.16	0.65	0.82	0.65	0.24
Wartość księgowa na akcję (PLN)	1.18	1.85	1.50	1.97	2.23	2.20
Dywidenda na akcję (PLN)	0.11	0.82	1.00	0.35	0.39	0.27

Główne założenia	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Przychody ze sprzedaży aut	b.d.	577	653	726	613	360
Aftersales	b.d.	155	151	182	153	90
Pozostałe przychody	b.d.	5	9	10	8	5
Przychody razem	**b.d.**	**737**	**813**	**918**	**775**	**455**
Sprzedaż aut do salonów spoza GK BAH	1,116	1,455	1,662	1,824	1,170	0
Sprzedaż dilerska	971	915	1,215	1,442	1,586	1,618
Sprzedaż razem (szt.)	**2,087**	**2,370**	**2,877**	**3,266**	**2,757**	**1,618**







Główne ryzyka dla naszych prognoz
Głównymi czynnikami ryzyka dla naszych prognoz są: (1) Osłabinie PLN względem PLN, (2) Opóźnienia we wprowadzaniu kolejnych modeli aut JLR do oferty, (3) Opóźnienia w rozwoju sieci dileskiej, (4) Ryzyko wypowiedzenia umów dilerskich, (5) Ryzyko związane z przejęciem działalności generalnego importera przez JLRL, (6) Wysoki poziom zapasów, (7) Trudności w pozyskaniu finansowania

Analiza DuPont	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Marża zysku netto	7.1%	6.5%	3.3%	3.7%	3.5%	2.2%
Wskaźnik rotacji majątku	2.15	2.07	1.95	2.06	1.99	1.49
Dźwignia finansowa	6.17	5.65	6.00	6.17	4.46	3.30
ROE	95.0%	76.2%	38.8%	47.1%	30.8%	11.0%

Wycena

British Automotive Holding – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Podsumowanie wyceny	Waga (%)	Cena (PLN/akcję)
12M cena docelowa - metoda DCF	100%	2.2
12M cena docelowa - metoda porównawcza	0%	4.7
12M cena docelowa (PLN)		**2.2**
Cena rynkowa (PLN)		1.9
Potencjał wzrostu/spadku (%)		*19%*

Wycena działalności motoryzacyjnej metodą DCF

	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p
Przychody	812.9	918.0	774.8	454.8	463.9	473.2	482.6	492.3	502.1	512.2
- Zmiana r/r	*10%*	*13%*	*-16%*	*-41%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
Znorm. EBITDA	40.0	50.0	41.0	19.3	19.7	20.1	20.5	20.9	21.3	21.7
- Zmiana r/r	*-32%*	*25%*	*-18%*	*-53%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
Znorm. EBIT	38.3	47.8	38.4	16.5	16.9	17.3	17.7	18.1	18.5	18.9
Podatek od EBIT	-7.3	-9.1	-7.3	-3.1	-3.2	-3.3	-3.4	-3.4	-3.5	-3.6
NOPAT	31.0	38.7	31.1	13.4	13.7	14.0	14.3	14.7	15.0	15.3
- Zmiana r/r	*-34%*	*25%*	*-20%*	*-57%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
Amortyzacja	1.7	2.2	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym	-39.0	0.9	49.8	1.6	11.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6
Capex	-19.4	-19.1	-12.8	-2.9	-3.0	-2.9	-3.0	-3.1	-3.1	-3.1
Wolne przeplywy finansowe	**-25.7**	**22.7**	**70.8**	**14.8**	**24.6**	**13.4**	**13.5**	**13.8**	**14.2**	**14.5**
Czynnik dyskontowy (%)	97%	87%	79%	71%	64%	57%	52%	47%	42%	38%
Wartość bieżąca FCF	-24.8	19.8	55.6	10.5	15.7	7.7	7.0	6.5	6.0	5.5
Wartość bieżąca FCF 2018-2027p	109									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	55									
Wartość przedsiębiorstwa (PLNm)	**164**									
Dług netto (na koniec 4Q17p)	48									
Dywidenda	38									
Wartość kapitału własnego (PLNm)	**78**									
Liczba akcji (m)	41.6									
Wartość godziwa na akcję (PLN)	1.9									
12M cena docelowa (PLN)	**2.2**									

WACC	2018-2027p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Beta	3.0	2.2
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	**16.9%**	**13.6%**
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%
Marża na zadłużeniu	4.0%	4.0%
Kosztu długu	7.5%	7.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	**6.1%**	**6.1%**
% D	54.8%	37.7%
% E	45.2%	62.3%
WACC	**11.0%**	**10.7%**

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) \ Średni ważony koszt kapitału (%)	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
-1.0%	2.31	2.19	2.06	1.95	1.83
-0.5%	2.38	2.25	2.13	2.01	1.89
0.0%	2.46	2.32	2.20	2.07	1.95
0.5%	2.54	2.40	2.27	2.14	2.02
1.0%	2.63	2.49	2.35	2.22	2.10

Wycena metodą porównawczą

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p
Carmax Inc	78.1	51,176	20.3	17.0	15.7	19.7	20.2	19.5
Autonation Inc	45.4	15,134	9.8	9.3	9.1	6.8	6.7	6.6
Inchcape Plc	691.0	13,689	10.6	10.3	10.0	6.1	5.8	5.5
Penske Automotive Group Inc	52.6	16,587	9.8	9.5	9.1	8.4	7.9	6.9
Asbury Automotive Group	74.5	5,631	9.5	9.3	8.3	n.a.	n.a.	n.a.
Group 1 Automotive Inc	77.1	5,700	8.7	8.5	8.3	n.a.	n.a.	n.a.
D'Ieteren Sa/Nv	39.4	9,365	14.2	13.4	10.5	8.5	7.8	5.6
Lithia Motors Inc-Cl A	86.4	7,767	9.1	8.4	7.9	6.8	6.3	n.a.
Sonic Automotive Inc-Class A	21.5	3,410	11.2	10.4	10.8	7.3	7.2	6.1
Dogus Otomotiv Servis Ve Tic	5.8	718	6.0	4.3	3.5	6.9	6.3	5.3
Lookers Plc	105.0	1,974	7.8	7.3	6.9	4.6	4.2	3.7
Bilia Ab-A Shs	70.9	2,967	9.9	9.8	9.5	5.5	5.3	5.2
Pendragon Plc	24.9	1,670	7.3	6.4	5.9	3.7	3.7	3.4
Mediana			9.8	9.3	9.1	6.8	6.3	5.6
British Automotive Holding	**1.9**	**77**	**2.8**	**2.3**	**2.9**	**4.9**	**3.8**	**3.5**
Premia/dyskonto (%)			-71%	-76%	-69%	-28%	-39%	-38%
Implikowana wycena (PLN/akcję)			6.4	7.6	5.9	3.7	4.8	3.9
Waga (%)			17%	17%	17%	17%	17%	17%
Dyskonto* (%)	25%							
12M cena docelowa (PLN/akcję)	**4.7**							

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

Ze względu na wypowiedzenie umowy importerskiej przez JLRL wobec BAP w sierpniu 2020p oraz prognozowany spadek wyników w latach 2020-21p zmieniamy wagi poszczególnych metod wyceny: wyceniamy spółkę w oparciu o metodę DCF (100% wagi), vs. poprzednio 50% DCF oraz 50% metoda porównawcza

Podsumowanie inwestycyjne

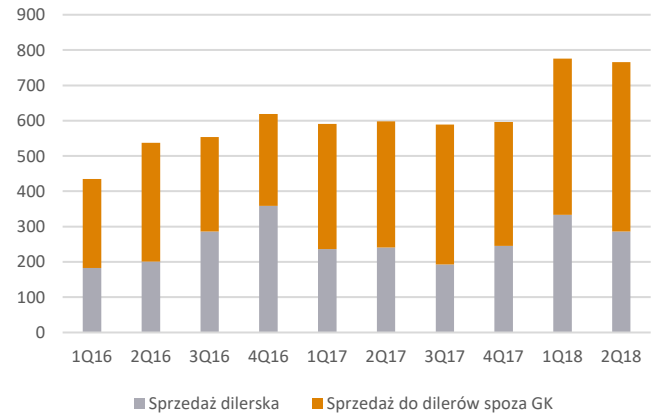
Dnia 5 sierpnia 2018r. spółka British Automotive Holding otrzymała informację o wypowiedzeniu wobec British Automotive Polska S.A. przez Jaguar Land Rover Limited umowy importerskiej. Zgodnie z dwuletnim okresem wypowiedzenia, umowa importerska wygaśnie dnia 1 sierpnia 2020r. Poza działalnością importerską BAH prowadzi również działalność dilerską, która została zachowana i której utrzymanie i rozwój zakładamy w naszych prognozach. Mając na uwadze wysoką sprzedaż aut JLR w 7M18 (+25% r/r), podwyższamy prognozę sprzedaży o 4% do 2,877 aut w 2018p oraz o 5% do 3,266 w 2019p oraz ze względu na wygaśnięcie umowy importerskiej obniżamy o 17% do 2,757 w 2020p i do 1,618 w 2021p. Ze względu na niższą rentowność obniżamy prognozę zysku netto w 2018p i 2019p odpowiednio o 47% i 37% do PLN 27.0m i PLN 34.0m. Jednocześnie szacujemy, że po 2020r (po wygaśnięciu umowy importerskiej) BAH będzie w stanie generować zysk netto na poziomie ok. PLN 10m rocznie. Pomimo oczekiwanego niższego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto po wygaśnięciu umowy importerskiej konserwatywnie zakładamy w naszych prognozach stopień wypłaty dywidendy na poziomie 50% (ryzyko dla wypłaty dywidendy stanowi wzrost wskaźników zadłużenia - oczekujemy wskaźnika dług netto/EBITDA 3.4x na koniec 2021p). W rezultacie oczekujemy DPS PLN 0.35/akcję oraz PLN 0.39/akcję w latach 2019-20p (DY odpowiednio 18.7% i 21.0%). Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 2.8x i 2.3x w 2018-19p oraz 7.6x w 2021p. Ze względu na wypowiedzenie umowy importerskiej obniżamy 12M cenę docelową z PLN 10.5/akcję do PLN 2.2/akcję.

Wypowiedzenie umowy importerskiej przez Jaguar Land Rover Limited. W dniu 5 sierpnia 2018r. Jaguar Land Rover Limited wypowiedział umowę importerską wobec British Automotive Polska S.A. Zgodnie z treścią wypowiedzenia umowa importerska wygaśnie dnia 1 sierpnia 2020r. Przypominamy, że w ramach działalności importerskiej British Automotive Polska prowadził sprzedaż aut do sieci dilerskiej – zarówno salonów własnych, jak również salonów spoza grupy BAH. Poza działalnością importerską BAH prowadzi również działalność dilerską aut marek Jaguar i Land Rover, która została zachowana i zgodnie z zapowiedziami spółki będzie kontynuowana po sierpniu 2020r. Na koniec 2Q18 BAH posiadał 5 salonów własnych (w Warszawie, Gdańsku, Katowicach oraz Łodzi) oraz był w trakcie rozwoju sieci dilerskiej o kolejne dwie lokalizacje (w naszych prognozach zakładamy uruchomienie showroomu British Motor Club w 2H18).

Podwyższamy prognozę sprzedaży aut o 4% do 2,877 w 2018p oraz o 5% do 3,266 w 2019p. W okresie 7M18 BAH zaraportował sprzedaż aut na poziomie 1,767 (+25% r/r), w tym 1,022 auta sprzedane do dilerów spoza grupy BAH oraz 745 auta sprzedane przez dilerów GK BAH do klienta końcowego. Zakładamy, że spółka utrzyma wysoką dynamikę sprzedaży aut również w kolejnych miesiącach (m.in. dzięki otwarciu showroomu British Motor Club w Warszawie przy ul. Wawelskiej), zaś w całym 2018p odnotuje sprzedaż blisko 2.9 tys. aut (prognoza zgodna z oczekiwaniami spółki), w tym ponad 1,200 sprzedaży aut przez dilerów z GK BAH. Z kolei w 2019p oczekujemy wzrostu sprzedaży aut o 14% r/r do 3,266. W 2020p oczekujemy spadku liczby sprzedanych aut JLR ze względu na wygaśnięcie umowy importerskiej w sierpniu 2020r. do 2,757 aut.

Wykres 1. BAH: Kwartalna sprzedaż aut Jaguar oraz Land Rover

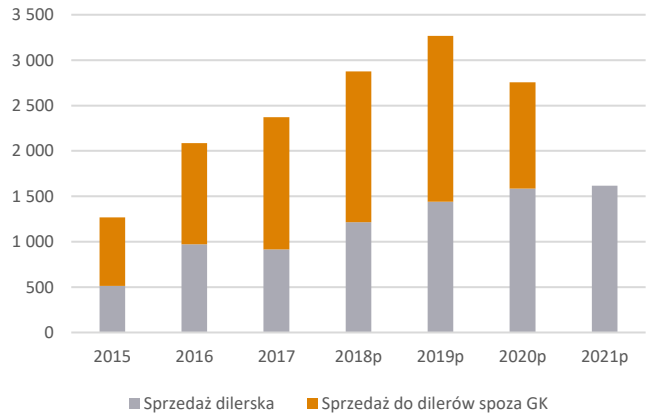
Dane w szt.



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 2. BAH: Prognoza sprzedaży aut JLR

Dane w szt.



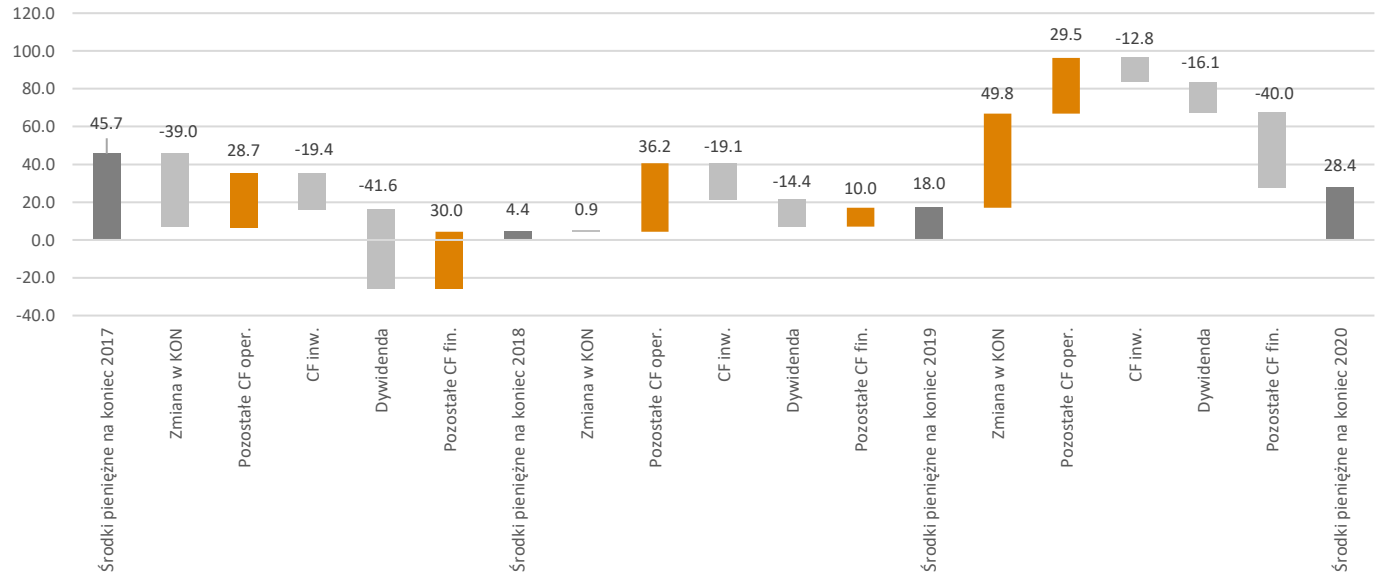
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Obniżamy prognozę zysku netto o 47% do PLN 27m w 2018p oraz o 37% do PLN 34m w 2019p. W 1H18 spółka odnotowała sprzedaż 1,552 aut JLR (+25% r/r; 54% naszej całorocznej prognozy), co pozwoliło na wygenerowanie przychodów na poziomie PLN 434m oraz zysk operacyjny PLN 20.9m (marża operacyjna 4.8%; negatywny wpływ na wynik PLN -2.5m kosztów związanych z dilerstwem w Katowicach oraz ujemne różnice kursowe PLN 9m). W 2H18 zakładamy utrzymanie rentowności brutto ze sprzedaży na poziomie porównywalnym do 2Q18 (ok. 13%) oraz niższe pozostałe koszty operacyjne netto. W skali całego 2018p oczekujemy marży operacyjnej w wysokości 4.7% (vs. 7.8% w 2017r. oraz 8.4% poprzednio). Wraz z rosnącą skalą działalności oraz rosnącym udziałem wysokomarżowych usług aftersales oczekujemy poprawy rentowności operacyjnej do 5.2% w 2019p (przy sprzedaży 3,266 aut JLR oraz przychodach PLN 918m) oraz osłabienie do 4.9% w 2020p ze względu na wygaśnięcie umowy importerskiej.

Oczekujemy zmniejszenia zaangażowania środków pieniężnych w kapitał obrotowy wraz z wygaśnięciem umowy importerskiej. Prognozujemy, że w 2018-19p BAH wygeneruje przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wysokości odpowiednio PLN -10m i PLN 37m. Z kolei w 2020p oczekujemy, że w skutek wygaśnięcia umowy importerskiej spółka będzie w stanie uwolnić kapitał obrotowy – w naszych prognozach zakładamy utrzymywanie zapasów na poziomie 2-3-miesięcznej sprzedaży (cykl rotacji zapasów na poziomie 80 dni w długim terminie) – prognozujemy uwolnienie PLN 50m w 2020p. Jednocześnie w naszych prognozach podtrzymujemy założenie dotyczące rozwoju sieci salonów. Na koniec 2017r. BAH posiadał pięć salonów własnych: w Warszawie, Gdańsku, Katowicach oraz Łodzi. Obecnie spółka jest w trakcie kończenia realizacji showroomu British Motor Club w Warszawie przy ulicy Wawelskiej (zakładamy uruchomienie salonu w 2H18). Dodatkowo w naszych prognozach zakładamy nakłady inwestycyjne na modernizację salonu w Łodzi oraz budowę salonów w Gdańsku i Katowicach. Zakładamy nakłady inwestycyjne na rozwój sieci salonów na poziomie PLN 25m w 2018p, PLN 27m w 2019p oraz PLN 13m w 2020p. Dodatkowo w naszych prognozach w 2019p zakładamy sprzedaż nieruchomości gruntowej w Gdańsku przy Al. Grunwaldzkiej o wartości księgowej PLN 8.2m na koniec 2Q18 (20.08.2018 spółka podpisała przedwstępną umowę sprzedaży nieruchomości z terminem sprzedaży ostatecznej do 30.06.2019r.).

Wykres 3. BAH: Prognoza przepływów pieniężnych w latach 2018-20p

Dane w szt.

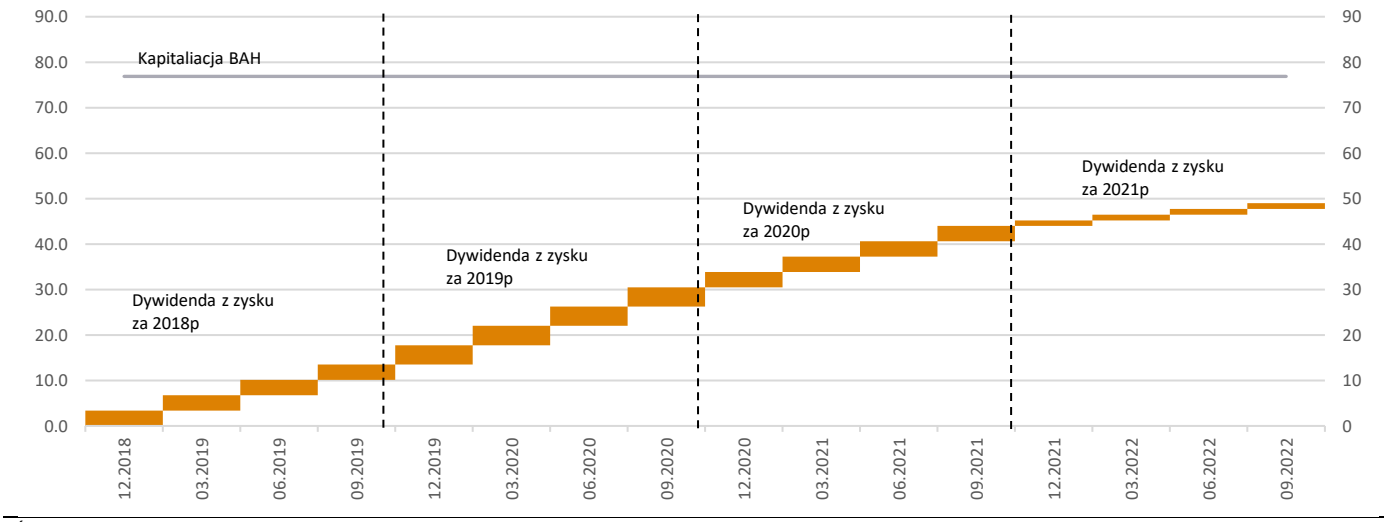


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Oczekujemy DY 18.7% w 2019p oraz 21.0% w 2020p. Zarząd spółki podtrzymuje politykę dywidendową zakładającą wypłatę 80% skonsolidowanego zysku netto w formie dywidendy. W naszej ocenie potencjalne ryzyko dla możliwości wypłaty dywidendy stanowić może konieczność uzyskania zgody instytucji finansującej. Oczekujemy, że ze względu na wygaśnięcie umowy importerskiej spółka będzie w stanie zmniejszyć zaangażowanie środków pieniężnych w kapitał obrotowy, jednak wraz z rozwojem sieci salonów oraz obniżeniem wyników finansowych po wygaśnięciu umowy importerskiej wskaźnik dług netto/EBITDA wzrośnie do 3.4x na koniec 2021p. W naszych prognozach konserwatywnie zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 50%, co implikuje DY 18.7% w 2019p oraz 21.0% w 2020p.

Wykres 4. BAH: Prognoza wypłaty dywidendy na tle obecnej kapitalizacji spółki (grudzień/marzec wypłata dywidendy zaliczkowej; czerwiec/wrzesień wypłata dywidendy)

Dane w PLNm



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wycena. W oparciu o metodę DCF obniżamy wycenę spółki BAH do PLN 2.2/akcję z PLN 10.5/akcję (ze względu na wygaśnięcie umowy importerskiej w 2020r. oraz prognozowany spadek wyników finansowych w latach 2020-21p zmieniamy wagi poszczególnych metod wyceny: obecnie 100% wagi dla metody DCF, vs. poprzednio 50% metoda DCF oraz 50% metoda porównawcza). Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 2.8x i

2.3x w latach 2018-19p oraz 7.6x w 2021p (po wygaśnięciu umowy importerskiej). Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości wyceny spółki British Automotive Holding na założenie tempa wzrostu sprzedaży aut JLR oraz marży brutto ze sprzedaży generowanej na sprzedaży aut po 2021+ (nasz bazowy scenariusz zakłada wzrost sprzedaży o 2% rocznie oraz marżę brutto ze sprzedaży aut na poziomie 8.0%).

Tabela 2. BAH: Analiza wrażliwości wyceny BAH na rentowność brutto ze sprzedaży aut oraz tempo wzrostu sprzedaży aut po 2021r.

		Tempo wzrostu sprzedaży aut JLR po 2021r. (%)								
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	**2.0%**	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
Marża brutto ze sprzedaży aut (%)	6.5%	0.73	0.85	0.97	1.10	**1.23**	1.36	1.49	1.63	1.78
	7.0%	1.02	1.15	1.28	1.41	**1.55**	1.69	1.83	1.98	2.13
	7.5%	1.31	1.45	1.58	1.73	**1.87**	2.02	2.18	2.33	2.49
	8.0%	**1.60**	**1.74**	**1.89**	**2.04**	**2.20**	**2.35**	**2.52**	**2.68**	**2.85**
	8.5%	1.89	2.04	2.20	2.36	**2.52**	2.69	2.86	3.03	3.22
	9.0%	2.18	2.34	2.51	2.67	**2.84**	3.02	3.20	3.39	3.58
	9.5%	2.48	2.64	2.81	2.99	**3.17**	3.35	3.54	3.74	3.94

Źródło: Szacunki Vestor DM

Omówienie wyników w 2Q18

- **Przychody w 2Q18 wyniosły PLN 223m** (+17% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami). W 2Q18 spółka odnotowała sprzedaż 480 aut JLR do dilerów niepowiązanych kapitałowo (+36% r/r) oraz sprzedaż dilerską 286 aut JLR (+19% r/r). Przychody ze sprzedaży aut wyniosły PLN 176m (+12% r/r), co implikuje przeciętną wartość sprzedanego auta JLR w wysokości blisko PLN 230tys. Z kolei segment usług aftersales odnotował wzrost przychodów o 35% do PLN 44m (25% całości przychodów BAH).
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 13.8% (vs. nasze oczekiwanie 13.0%). Marża brutto ze sprzedaży samochodów wyniosła 9.7% (vs. 13.8% w 1Q18 oraz 13.3% w 2Q17), zaś segmentu aftersales 24.7% (vs. 22.7% w 1Q18 oraz 25.6% w 2Q17). Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł PLN 30.6m (porównywalnie r/r, 7% powyżej naszych oczekiwań).
- Spółka zaraportowała koszty SG&A na porównywalnym r/r poziomie PLN 14.2m (vs. nasze oczekiwania PLN 11.8m). Koszty marketingu w 2Q18 wyniosły PLN 4.4m (vs. PLN 4.2m rok wcześniej).
- **EBIT wyniósł PLN 8.4m** (-37% r/r, 9% poniżej naszych prognoz oraz 42% poniżej kons.). Negatywny wpływ na wynik operacyjny spółki miały ujemne różnice kursowe. W rezultacie marża operacyjna w 2Q18 wyniosła 3.8% (vs. 5.9% w 1Q18 oraz 7.0% w 2Q17).
- Koszty finansowe netto wyniosły PLN 1.6m (porównywalnie kw/kw).
- **Zysk netto wyniósł PLN 3.9m** (-71% r/r, 20% poniżej naszych oczekiwań oraz 63% poniżej kons.). Marża netto wyniosła 1.7% (vs. 6.9% rok wcześniej).
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 2Q18 wyniosły PLN -89m (vs. PLN -77m w 2Q17), co związane było przede wszystkim ze zwiększeniem zaangażowania środków pieniężnych w kapitał obrotowy (wzrost zapasów o PLN 111m vs. 2Q17). W rezultacie cykl konwersji gotówki wydłużył się z 35 dni w 1Q18 do 75 dni w 2Q18.
- Na koniec 2Q18 BAH posiadał zadłużenie netto na poziomie PLN 198m, co implikuje wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 4.0x.

Tabela 3. British Automotive Holding: Skonsolidowane wyniki, 2Q17-2Q18

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	*% r/r*	2Q18p	*% r/r*	2Q18kons.	*vs. kons.*
Sprzedaż aut	610	589	642	776	776	*27%*	776	*0%*	-	-
Przychody	190.8	183.9	195.8	211.7	222.8	*17%*	219.4	*2%*	221.7	*0%*
Zysk brutto ze sprzedaży	30.6	28.3	32.6	33.4	30.6	*0%*	28.5	*7%*	-	-
Koszty SG&A	-14.6	-10.7	-18.4	-13.6	-14.2	*-3%*	-11.8	*20%*	-	-
EBITDA	13.6	18.6	8.9	12.8	8.8	*-35%*	9.6	*-8%*	14.8	*-41%*
Wynik operacyjny	**13.3**	**18.4**	**8.7**	**12.5**	**8.4**	***-37%***	**9.3**	***-9%***	**14.4**	***-42%***
Koszty finansowe	-0.6	-0.7	-1.5	-1.4	-1.6	*165%*	-1.4	*9%*	-	-
Zysk przed opodatkowaniem	12.7	17.6	7.2	11.1	6.9	*-46%*	7.8	*-12%*	-	-
Podatek dochodowy	0.5	-2.2	-0.8	-2.3	-3.0	*-647%*	-3.0	*-1%*	-	-
Zysk netto	**13.2**	**15.4**	**6.4**	**8.8**	**3.9**	***-71%***	**4.9**	***-20%***	**10.6**	***-63%***

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Zmiana prognoz na lata 2018-20p

Ze względu na wypowiedzenie umowy importerskiej przez Jaguar Land Rover Limited wobec British Automotive Poland w naszych prognozach zakładamy kontynuację działalności w obecnym kształcie (działalność importerska oraz dilerska) do końca lipca 2020r. oraz działalność dilerska od sierpnia 2020r.

W okresie 7M18 BAH odnotował sprzedaż 1,767 aut JLR, co oznacza wzrost o 25% r/r. W rezultacie podwyższamy naszą prognozę sprzedaży aut na 2018p o 4% do 2,877 aut oraz o 5% do 3,266 aut w 2019p. Z kolei w 2020p wraz z wygaśnięciem umowy importerskiej oczekujemy spadku wolumenu sprzedawanych aut do 2,757 aut (obniżenie prognozy o 17%; w tym 1,170 auta sprzedane do dilerów zewnętrznych przed wygaśnięciem umowy importerskiej). W oparciu o powyższe założenia prognozujemy przychody PLN 813m, PLN 918m, PLN 775m odpowiednio w latach 2018-20p (zmiana prognozy o +1%, +3%, -19%).

W 2H18 oczekujemy utrzymania rentowności sprzedaży samochodów na poziomie porównywalnym do 2Q18 tj. ok. 10% w kolejnych kwartałach (efekt osłabienia PLN względem EUR) oraz utrzymania rentowności aftersales na poziomie ok. 24% w skali całego 2018p (22.7% w 1Q18). Jednocześnie wraz z wygaśnięciem umowy importerskiej oczekujemy pogorszenia rentowności brutto ze sprzedaży aut do 10% w 2020p oraz 8% w 2021p (zakładana marża dilerska ze sprzedaży samochodów).

Uwzględniając wyniki za 1H18 oczekujemy wzrostu kosztów SG&A o 7% r/r w 2018p oraz o 10% r/r w 2019p (przede wszystkim ze względu na wzrost kosztów wynagrodzeń związany z rozwojem sieci salonów). W rezultacie prognozujemy zysk operacyjny na poziomie PLN 38m w 2018p i PLN 48m w 2019p (zmiana prognozy odpowiednio o -43% oraz -33%). Obniżamy prognozę zysku netto o 47% do PLN 27m w 2018p oraz o 37% do PLN 34m w 2019p.

Tabela 4. British Automotive Holding: Zmiana prognoz (PLNm)

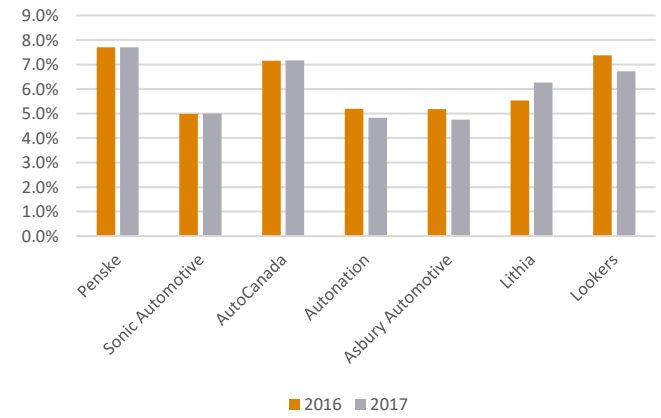
	2018p			**2019p**			**2020p**		
	Obecne	**Poprzednie**	**Zmiana, %**	**Obecne**	**Poprzednie**	**Zmiana, %**	**Obecne**	**Poprzednie**	**Zmiana, %**
Sprzedaż aut	2,877	2,760	4%	3,266	3,100	5%	2,757	3,304	-17%
Przychody	812.9	807.0	1%	918.0	895.4	3%	774.8	959.8	-19%
Koszty operacyjne	-781.0	-739.6	6%	-887.6	-824.0	8%	-749.1	-886.8	-16%
Wynik operacyjny	**38.3**	**67.4**	**-43%**	**47.8**	**71.4**	**-33%**	**38.4**	**73.0**	**-47%**
Koszty finansowe	-4.9	-3.9	25%	-5.8	-5.2	13%	-5.2	-5.6	-8%
Zysk przed opodatkowaniem	33.4	63.4	-47%	42.0	66.3	-37%	33.2	67.4	-51%
Podatek dochodowy	-6.3	-12.1	-47%	-8.0	-12.6	-37%	-6.3	-12.8	-51%
Zysk netto	**27.0**	**51.4**	**-47%**	**34.0**	**53.7**	**-37%**	**26.9**	**54.6**	**-51%**

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Analiza spółek porównywalnych

Wykres 5. Marża brutto ze sprzedaży nowych aut

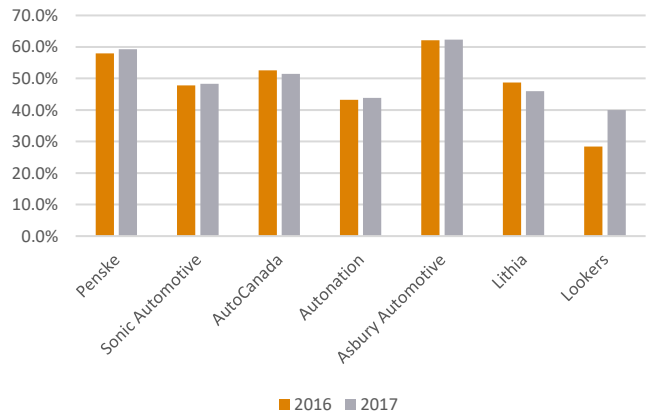
Dane w %



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 6. Marża brutto ze sprzedaży aftersales

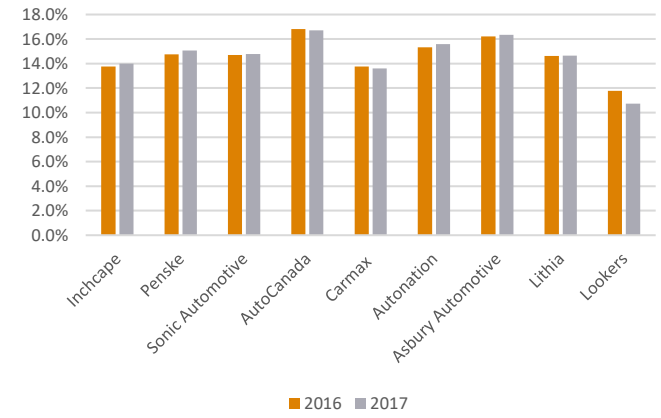
Dane w %



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 7. Marża brutto ze sprzedaży

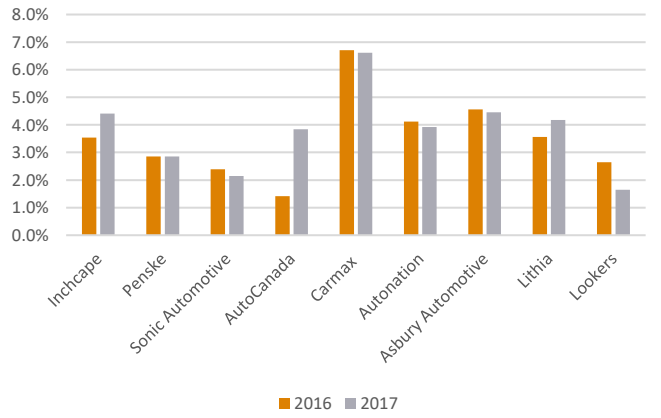
Dane w %



Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Wykres 8. Marża operacyjna

Dane w %



Źródło: Dane spółki, prognozy 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 2017 r., poz. 1768 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

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

Niniejszy dokument stanowi publikację handlową 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.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR DM NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR DM ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

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

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

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

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

Niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

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

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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 Rzeczpospolitej Polskiej, które nie podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH 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 rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

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

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH 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.

VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ SPÓŁKI, Z KTOREJ WYDZIELONY ZOSTAŁ EMITENT, TJ. SPÓŁKI MARVIPOL S.A. USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER ORAZ USŁUG WSKAZANYCH POWYŻEJ.

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

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUŻYĆ ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor DM otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług dla Emitenta.

VESTOR DM ZAWARŁ Z EMITENTEM UMOWĘ O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER, WOBEC CZEGO OTRZYMUJE I BĘDZIE OTRZYMYWAĆ W PRZYSZŁOŚCI WYNAGRODZENIE Z TEGO TYTUŁU.

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

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

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

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

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

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

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.

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

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

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

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

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

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta" będzie odnosić się do wszystkich z nich.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 9 rekomendacji Kupuj, 3 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 1 rekomendacje, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 1 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, *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 6 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA BRITISH AUTOMOTIVE HOLDING S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 28 MARCA 2018 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 powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treść.

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 powstaniu konfliktów interesów:

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

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

i. Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;
ii. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące 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 bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
vi. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów rekomendacji kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

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

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

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

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

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny". Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla 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 zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

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

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

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
EPS - zysk na akcję
P/BV – cena/wartość 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.
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:

Nr.	Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Horyzont
57/2017	KGHM	2017-08-28	Marcin Stebakow	153.0	126.0	Kupuj	12M
58/2017	Wawel	2017-08-30	Marcin Stebakow	1153	990	Kupuj	12M
59/2017	Mercator Medical	2017-09-07	Aleksandra Jakubowska	23.1	18.0	Brak	12M
60/2017	Kruk	2017-09-14	Michał Fidelus	340.0	311.0	Akumuluj	12M
61/2017	Bogdanka	2017-09-21	Marcin Stebakow	95.0	78.0	Kupuj	12M
62/2017	JSW	2017-09-28	Marcin Stebakow	107	93	Kupuj	12M
63/2017	MZN Property	2017-10-04	Aleksandra Jakubowska	2.0	1.45	Brak	12M
64/2017	Warimpex	2017-10-11	Marek Szymański	7.3	6.73	Brak	12M
65/2017	ATC Cargo	2017-10-13	Marcin Stebakow	3.0	2.0	Brak	12M
66/2017	LPP	2017-10-19	Marek Szymański	6962.0	7960.0	Sprzedaj	12M
67/2017	CCC	2017-10-19	Marek Szymański	322.0	265.3	Kupuj	12M
68/2017	PKO BP	2017-10-24	Michał Fidelus	35.0	36.7	Redukuj	12M
69/2017	Pekao	2017-10-24	Michał Fidelus	139	125.2	Akumuluj	12M
70/2017	BZ WBK	2017-10-24	Michał Fidelus	370	356	Neutralnie	12M
71/2017	mBank	2017-10-24	Michał Fidelus	393	452.5	Redukuj	12M
72/2017	ING BSK	2017-10-24	Michał Fidelus	193	191.2	Neutralnie	12M
73/2017	Handlowy	2017-10-24	Michał Fidelus	75.0	70.0	Neutralnie	12M
74/2017	Millennium	2017-10-24	Michał Fidelus	7.7	7.55	Neutralnie	12M
75/2017	Alior Bank	2017-10-24	Michał Fidelus	80.0	70.2	Kupuj	12M
76/2017	Getin Noble	2017-10-24	Michał Fidelus	1.40	1.53	Redukuj	12M
77/2017	Marvipol	2017-10-30	Marek Szymański	19.0	13	Brak	12M
78/2017	KGHM	2017-11-23	Marcin Stebakow	134	114.25	Kupuj	12M
79/2017	JSW	2017-11-29	Marcin Stebakow	86.8	90.2	Redukuj	12M
80/2017	Vigo System	2017-12-05	Beata Szparaga-Waśniewska	455	305	Brak	12M
81/2017	LW Bogdanka	2017-12-07	Marcin Stebakow	75	95	Akumuluj	12M
82/2017	Śnieżka	2017-12-08	Aleksandra Jakubowska	63	69	Brak	12M
83/2017	Dom Development	2017-12-14	Marek Szymański	90	83.4	Akumuluj	12M
84/2017	Atal	2017-12-14	Marek Szymański	43	41.0	Neutralnie	12M
85/2017	LC Corp	2017-12-14	Marek Szymański	3.3	2.7	Kupuj	12M
86/2017	Robyg	2017-12-14	Marek Szymański	4.1	3.5	Akumuluj	12M
87/2017	Lokum Deweloper	2017-12-14	Marek Szymański	23	16.55	Kupuj	12M
88/2017	Archicom	2017-12-14	Marek Szymański	23	15.39	Brak	12M
1/2018	PKO BP	2018-01-08	Michał Fidelus	45	44.3	Neutralnie	12M
2/2018	Pekao	2018-01-08	Michał Fidelus	152	134.3	Kupuj	12M
3/2018	BZ WBK	2018-01-08	Michał Fidelus	442	408.4	Akumuluj	12M
4/2018	mBank	2018-01-08	Michał Fidelus	443	496	Sprzedaj	12M
5/2018	ING BSK	2018-01-08	Michał Fidelus	222	215	Neutralnie	12M
6/2018	Handlowy	2018-01-08	Michał Fidelus	86	83	Neutralnie	12M
7/2018	Millenium	2018-01-08	Michał Fidelus	8.9	9.4	Redukuj	12M
8/2018	Alior	2018-01-08	Michał Fidelus	87	78	Akumuluj	12M
9/2018	Getin Noble Bank	2018-01-08	Michał Fidelus	1.55	1.71	Redukuj	12M
10/2018	PKN	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	117	106.7	Neutralnie	12M
11/2018	Lotos	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	54	57.4	Redukuj	12M
12/2018	PKP Cargo	2018-02-14	Marcin Stebakow	68	58.8	Kupuj	12M
13/2018	BZ WBK	2018-02-21	Michał Fidelus	436	385.8	Kupuj	12M
14/2018	Wielton	2018-02-23	Marcin Górnik	15.3	12.36	Kupuj	12M
15/2018	Selvita	2018-03-20	Beata Szparaga-Waśniewska	85	59	Brak	12M
16/2018	JSW	2018-03-22	Marcin Stebakow	99	95.3	Neutralnie	12M
17/2018	Marvipol Development	2018-03-26	Marek Szymański	8.9	8.7	Brak	12M
18/2018	Kruk	2018-03-28	Michał Fidelus	286	208	Kupuj	12M
19/2018	British Automotive Holding	2018-03-28	Marek Szymański	10.5	8.3	Brak	12M
20/2018	Aplisens	2018-04-04	Michał Wojciechowski	15.1	12.9	Kupuj	12M
21/2018	Wielton	2018-04-05	Marcin Górnik	16.0	13.7	Kupuj	12M
22/2018	KGHM	2018-04-16	Marcin Stebakow	110.0	92.0	Kupuj	12M
23/2018	LPP	2018-04-18	Marek Szymański	9000	8965	Neutralnie	12M
24/2018	CCC	2018-04-18	Marek Szymański	310	272	Kupuj	12M
25/2018	mBank	2018-04-19	Michał Fidelus	441	439	Neutralnie	12M
26/2018	AC	2018-04-23	Marcin Górnik	38.5	40.8	Redukuj	12M
27/2018	MZN Property	2018-05-08	Aleksandra Jakubowska	2.2	1.9	Brak	12M
28/2018	Pekao	2018-05-16	Michał Fidelus	148	118.7	Kupuj	12M
29/2018	Archicom	2018-05-24	Marek Szymański	23.0	15.9	Brak	12M
30/2018	PKO BP	2018-05-25	Michał Fidelus	42.0	38.9	Neutralnie	12M
31/2018	Warimpex	2018-05-28	Marek Szymański	8.3	6.0	Brak	12M
32/2018	Handlowy	2018-06-20	Michał Fidelus	81.0	67.0	Kupuj	12M
33/2018	Dom Development	2018-06-25	Marek Szymański	90.0	86.0	Neutralnie	12M
34/2018	Atal	2018-06-25	Marek Szymański	43.0	37.0	Akumuluj	12M
35/2018	LC Corp	2018-06-25	Marek Szymański	3.0	2.4	Kupuj	12M
36/2018	Lokum Deweloper	2018-06-25	Marek Szymański	25.0	18.8	Kupuj	12M
37/2018	CCC	2018-07-16	Marek Szymański	280.0	204.0	Kupuj	12M
38/2018	LPP	2018-07-16	Marek Szymański	9200.0	9105	Neutralnie	12M
39/2018	PKN	2018-07-19	Beata Szparaga-Waśniewska	104.0	81.06	Kupuj	12M
40/2018	CD Projekt	2018-07-25	Maciej Hebda	231.0	208.00	Akumuluj	12M
41/2018	11 bit studios	2018-07-25	Michał Wojciechowski	511.0	426.0	Kupuj	12M
42/2018	PlayWay	2018-07-25	Maciej Hebda	195.0	149.0	Kupuj	12M
43/2018	Millennium	2018-07-30	Michał Fidelus	9.3	8.9	Neutralnie	12M
44/2018	BZ WBK	2018-08-02	Michał Fidelus	410.0	378.2	Akumuluj	12M
45/2018	Synektik	2018-08-07	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	14.9	Kupuj	12M
46/2018	ML System	2018-08-28	Maciej Hebda	38.6	33.3	Brak	12M
47/2018	CD Projekt	2018-08-29	Maciej Hebda	228.0	219.2	Neutralnie	12M
48/2018	11 bit studios	2018-09-03	Michał Wojciechowski	386.0	380.0	Neutralnie	12M
49/2018	Alior	2018-09-05	Michał Fidelus	85.0	66.9	Kupuj	12M