

- Prognozujemy zysk netto PLN 11m w 2016p
- Strategia VIGO 2020 będzie przedstawiona w 2016p
- Wycena P/E 14.1x w 2016p i 11.6x w 2017p z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych

Czekając na nową strategię

Sprzedaż w 4Q wyniosła PLN 4.5m, czyli na poziomie 2% niższym niż w 4Q14 i była poniżej naszych prognoz. Z uwagi na niższą sprzedaż w 4Q obniżamy nasze szacunki EBITDA i zysku netto w 2015p o 10% i 9% do odpowiednio PLN 12.2m i PLN 10m. Ponadto nieznacznie obniżamy prognozy zysku netto na lata 2016-2017p o odpowiednio 8% i 7%. Niemniej prognozujemy, że działania prospożarowe podjęte przez nowy zarząd przyniosą dalszy efekt w postaci wzrostu zysku netto w latach 2016-2017 o 19% i 22% do PLN 11.8m w 2016p i PLN 14.4m w 2017p. Na naszych prognozach na lata 2016-2017, VIGO wyceniane jest obecnie z P/E 14.1x i 11.6x, z dyskontem do grupy porównawczej. Ponadto zarząd przedstawił zarys strategii VIGO 2020, której celem jest przekształcenie VIGO w zautomatyzowaną wysokotechnologiczną fabrykę gotową do współpracy z największymi koncernami przemysłowymi na świecie. Z uwagi na niższe prognozy finansowe obniżamy naszą 12m cenę docelową dla akcji VIGO System z PLN 306 do PLN 279, 22% powyżej obecnej wyceny rynkowej.

Słabsza sprzedaż w 4Q15 i obniżenie prognozy zysku netto w 2015p. Przychody VIGO w 4Q15 wyniosły PLN 4.5m, co oznacza spadek o 2.4% r/r. Opublikowane przychody są o 25% niższe od naszych szacunków, które wynosiły PLN 6m. Oznacza to, że przychody w całym 2015r. wyniosły PLN 25.5m wobec oczekiwanych przez nas PLN 27.1m. Z uwagi na niższą sprzedaż w 4Q15 obniżamy nasze szacunki EBITDA i zysku netto w 2015p o odpowiednio 10% i 9% do PLN 12.2m i PLN 10m. Ponadto nieznacznie obniżamy prognozy zysku netto na lata 2016-2017p o odpowiednio 8% i 7%. Z drugiej strony warto podkreślić, że komentując wyniki 3Q15 zarząd podtrzymał strategiczny cel osiągnięcia poziomu PLN 40m przychodów w 2017p.

Strategia VIGO 2020 stwarza nowy impuls do rozwoju spółki. W listopadzie 2015r. zarząd przedstawił pierwszy zarys strategii VIGO 2020, której główne punkty obejmują 1) budowę nowej linii produkcyjnej (wzrost mocy produkcyjnych do 100k detektorów z obecnych 30-40k), 2) powstanie centrum aplikacyjno-wdrożeniowego, 3) standaryzację produkcji 4) wdrożenie obecnie rozwijanych technologii (MBE i kamery chłodzone). Strategia VIGO wpisuje się idealnie w plany rozwoju rynku fotonicznego czemu służyć ma chociażby finansowany przez UE projekt MIRPHAB, którego celem jest integracja europejskich firm fotonicznych, obniżenie kosztów produkcji oraz standaryzacja produktów w tej dziedzinie. W 2016r. zarząd ma zakończyć prace koncepcyjne i określić budżet inwestycyjny, więc do tego czasu nie ujmujemy programu inwestycyjnego VIGO 2020 w naszych prognozach.

Wycena. Na naszych prognozach akcje VIGO są obecnie wyceniane na mnożnikach P/E 16.7x w 2015p, 14.1x na 2016p i 11.6x na 2017p, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek porównywalnych przy EV/EBITDA odpowiednio na poziomie 12.9x, 11.0x i 8.7x. Dodatkowo oczekujemy PLN 8.2 dywidendy na akcję w 2016p, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 3.6%. Oczekujemy, iż nawet w przypadku realizowania inwestycji w zakresie strategii VIGO 2020 spółka utrzyma minimum 60% stopę wypłaty dywidendy w okresie prognozy.

VIGO System: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	20.6	20.5	25.6	30.8	36.6
znorm. EBIT	7.5	8.3	10.3	11.9	14.4
znorm. EBITDA	8.8	9.8	12.2	14.2	17.2
znorm. zysk netto	7.4	8.2	10.0	11.8	14.4
P/E	22.7	20.4	16.7	14.1	11.6
EV/EBITDA	18.1	16.0	12.9	11.0	8.7

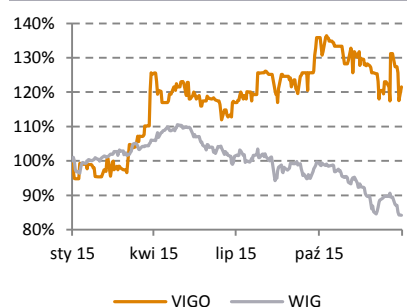
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM,

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	279
Cena poprzednia (PLN)	306
Cena bieżąca (PLN)	229
Potencjał wzrostu/spadku	22%
Min (52T)	177
Max (52T)	270
Liczba akcji (m)	0.73
Kapitalizacja (PLNm)	172.8
Dług netto (PLNm)	-10.7
EV (PLNm)	156.4
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.098

Akcjonariat	%
S FIZ Aktywów Niepublicznych	14.3
Józef Piotrowski	11.9
Janusz Kubrak	6.6
Mirosław Grudzień	5.8
Jadwiga Nowak	5.8
Pozostali	55.6

Opis spółki
VIGO jest jedną z najbardziej innowacyjnych polskich spółek technologicznych specjalizującą się w produkcji niechłodzonych fotonowych detektorów podczerwieni oraz pomiarowych i obserwacyjnych kamer termowizyjnych. Korzenie firmy sięgają 1987 roku i wywodzą się ze środowiska naukowego Wojskowej Akademii Technicznej. Dzięki prowadzonym pracom badawczo-rozwojowym i współpracy z ośrodkami badawczymi spółka nieustannie utrzymuje się w gronie światowych liderów technologicznych w dziedzinie fotoniki. Produkty spółki znajdują coraz szersze zastosowania w takich dziedzinach przemysłu jak techniki wojskowe, kolejnictwo, energetyka czy medycyna.

VIGO vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Piotr Nawrocki, CFA
Dyrektor Działu Analiz
(+48) 22 378 9214
Piotr.Nawrocki@vestor.pl

VIGO System

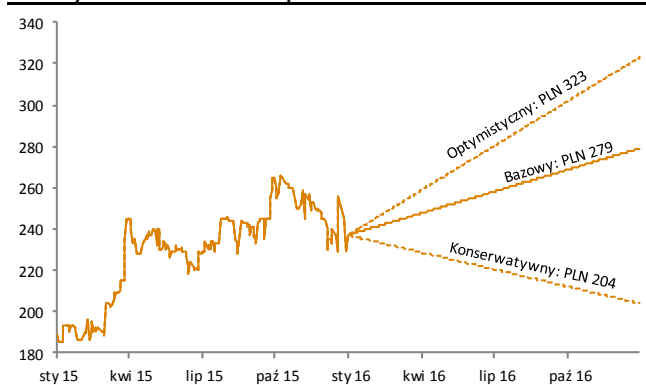
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E	22.7	20.4	16.7	14.1	11.6
EV/EBITDA	18.1	16.0	12.9	11.0	8.7
P/BV	8.5	6.7	5.4	4.6	3.8
Dywidenda na akcję*	5.3	10.0	5.6	8.2	9.7
Stopa dywidendy	n.a.	n.a.	2.4%	3.6%	4.3%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody ze sprzedaży	20.6	20.5	25.6	30.8	36.6
Koszty sprzedaży	-10.5	-9.7	-11.4	-14.7	-17.6
Zysk brutto ze sprzedaży	10.2	10.8	14.2	16.1	19.0
Koszty sprzedaży i zarządu	-3.6	-3.4	-4.7	-5.3	-5.8
Zysk ze sprzedaży	6.6	7.4	9.5	10.8	13.3
Pozostałe przychody operacyjne	1.7	1.4	1.1	1.4	1.4
Pozostałe koszty operacyjne	-1.2	-1.3	-0.3	-0.3	-0.3
EBIT	7.1	7.4	10.3	11.9	14.4
znorm. EBIT	7.5	8.3	10.3	11.9	14.4
Amortyzacja	1.3	1.5	1.9	2.3	2.8
EBITDA	8.4	8.9	12.2	14.2	17.2
znorm. EBITDA	8.8	9.8	12.2	14.2	17.2
Koszty finansowe netto	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.2
Zysk przed opodatkowaniem	7.1	7.3	10.1	11.9	14.5
Podatek dochodowy	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Zysk netto	6.9	7.3	10.0	11.8	14.4
znorm. Zysk netto	7.4	8.2	10.0	11.8	14.4
Dynamiki wzrostu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	8%	-1%	25%	20%	19%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	6%	11%	25%	16%	21%
Wzrost znorm. zysku netto	-1%	11%	22%	19%	22%
Marże	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża na sprzedaży (%)	32%	36%	37%	35%	36%
Marża EBITDA (%)	43%	48%	48%	46%	47%
Marża EBIT (%)	36%	40%	40%	39%	39%
Efektywna stopa podatkowa	2%	1%	1%	1%	1%
Marża zysku netto (%)	36%	40%	39%	38%	39%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rzeczowe aktywa trwałe	11.0	12.7	16.7	18.6	19.6
WNiP	0.5	1.0	2.3	3.2	2.7
Rozliczenia międzyokresowe	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
Środki pieniężne	10.9	12.4	12.0	13.2	18.3
Należności handlowe	1.8	2.4	3.0	3.6	4.3
Zapasy	1.9	1.9	2.4	2.9	3.5
Aktywa razem	28.8	33.2	39.1	44.4	51.1
Dług	3.8	2.6	2.6	1.8	1.0
Zobowiązania handlowe	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
Rozliczenia międzyokresowe	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9
Inne zobowiązania	0.5	0.5	0.8	1.0	1.1
Kapitały własne	19.6	25.0	30.8	36.7	44.0
Pasywa	28.8	33.2	39.1	44.4	51.1
Kapitał obrotowy	3.0	3.8	4.8	5.7	6.8
Dług netto	-7.0	-9.8	-9.4	-11.4	-17.3
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Zysk netto	6.9	7.3	10.0	11.8	14.4
Amortyzacja	1.3	1.5	1.9	2.3	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.8	-3.0	-2.8	-0.9	-1.1
Inne zmiany	-0.4	-0.9	0.2	0.0	-0.2
Przepływy z dział. operacyjnej	7.1	4.9	9.3	13.2	16.0
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-1.7	-2.1	-7.2	-5.2	-3.2
Inne przepływy inwestycyjne	0.2	-0.8	0.3	0.3	0.3
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-1.5	-2.9	-6.9	-4.9	-2.9
Zmiany netto zadłużenia	-1.5	-0.8	0.0	-0.8	-0.8
Odsetki zapłacone	-0.2	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1
Dywidendy	-3.7	-6.9	-4.1	-6.0	-7.1
Przepływy z dział. finansowej	-4.6	-0.5	-2.8	-7.0	-8.0
Zmiana gotówki	0.9	1.5	-0.4	1.2	5.1
Dźwignia i stopy zwrotu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług netto/EBITDA (x)	-0.8	-1.1	-0.8	-0.8	-1.0
Dług netto/kapitały własne (x)	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	44.4	89.2	20.6	46.3	100.2
ROE (%)	38%	33%	32%	32%	33%
ROA (%)	24%	22%	25%	27%	28%

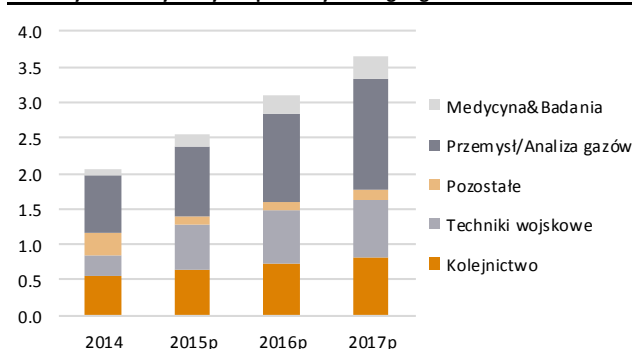
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

*Dywidenda wypłacana w danym rok finansowym

Podstawowe dane			
Cena akcji (PLN)			229.2
Min (52W, PLN)			177.2
Max (52W, PLN)			215.0
Kapitalizacja (PLN m)			167.1
Dług netto			-10.7
EV (PLN m)			156.4
Analiza scenariuszowa	Optymistyczny	Bazowy	Konserwatywny
Przychody 2016	33.3	30.8	25.7
Przychody 2017	40.7	36.6	26.8
Zysk netto 2016	13.7	11.8	8.2
Zysk netto 2017	17.4	14.4	8.4
P/E 2016 (x)	12.2	14.1	20.5
P/E 2017 (x)	9.6	11.6	19.9
EV/EBITDA 2016 (x)	9.6	11.0	15.1
EV/EBITDA 2017 (x)	7.3	8.7	13.9
DCF (PLN/akcja)	327	265	163
12m cena docelowa (PLN)	323	279	204

VIGO System: Analiza scenariuszy


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

VIGO System: Przychody ze sprzedaży według segmentów


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Model DuPonta	2015p	2016p	2017p
Marża netto	39%	38%	39%
Obrotowość aktywów	0.7	0.7	0.7
Dźwignia finansowa	1.3	1.2	1.2
ROE	32%	32%	33%

Ryzyka

Za główne czynniki ryzyka dla naszych prognoz uważamy brak długoterminowego portfela zamówień oraz ryzyko walutowe związane z realizowaniem ok. 90% przychodów w EUR. Dodatkowo istnieje ryzyko, że planowane przez zarząd inwestycje w nowe moce produkcyjne okażą się niekorzystne i w wyniku braku popytu nie będą zagospodarowane.

Wyniki sprzedaży w 4Q15 i zmiana prognoz

VIGO opublikowało dane sprzedażowe za 4Q15, gdzie przychody wyniosły PLN 4.5m, czyli na poziomie 2.4% niższym niż w 4Q14. Opublikowane przychody są o 25% niższe od naszych szacunków, które wynosiły PLN 6m. Oznacza to, że przychody w całym 2015 r. wyniosły PLN 25.5m, co oznacza wzrost o 25% r/r. W naszym modelu szacowaliśmy przychody w 2015p na 27.1m. Z uwagi na niższą sprzedaż w 4Q obniżamy nasze szacunki EBITDA i zysku netto w 2015p o odpowiednio 10% i 9% do PLN 12.2m i PLN 10m. Ponadto nieznacznie obniżamy prognozy zysku netto na lata 2016-2017p o odpowiednio 8% i 7%. Z drugiej strony warto podkreślić, że komentując wyniki 3Q15 zarząd podtrzymał strategiczny cel osiągnięcia poziomu PLN 40m przychodów w 2017p.

Tabela 1. VIGO System: Przychody ze sprzedaży w ujęciu kwartalnym (PLNm)

	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	r/r	kw./kw.	2015A	2015P	vs. Vestor
Przychody	6.1	4.8	4.6	5.6	8.1	7.4	4.5	-2.4%	-40%	25.5	27.1	-6%

Źródło: Spółka, Vestor DM

Tabela 2. VIGO System: Zmiana prognoz finansowych (PLNm)

	2015p			2016p			2017p		
	Nowe	Poprz.	Zmiana	Nowe	Poprz.	Zmiana	Nowe	Poprz.	Zmiana
Przychody	25.6	27.1	-5%	30.8	32.2	-4%	36.6	38.2	-4%
EBIT	10.3	11.6	-11%	11.9	12.9	-8%	14.4	15.5	-7%
EBITDA	12.2	13.5	-10%	14.2	15.2	-6%	17.2	18.3	-6%
Zysk netto	10.0	11.0	-9%	11.8	12.8	-8%	14.4	15.5	-7%

Źródło: Vestor DM

Wycena – cena docelowa PLN 279 na akcję

Wyceniamy VIGO przy użyciu dwóch metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Wycenę porównawczą oparliśmy o grupę spółek technologicznych działających w zbliżonych do VIGO segmentach rynku. W oparciu o wartość godziwą ustaliśmy 12-miesięczną cenę docelową dla akcji VIGO na poziomie PLN 279, 22% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 3. VIGO System: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLN m	Na akcję	Waga	Komentarz
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2014-2018	193	264	50%	WACC 8.3-9.5%, stopa wzrostu g=2%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2015-2016 P/E i EV/EBITDA	182	249	50%	równe 25% wagi dla 4 mnożników
Implikowana wycena	Średnia ważona	187	257		
12m cena docelowa		203	279		koszt kapitału własnego=8.6%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena DCF

Nasz model wyceny został zbudowany w oparciu o następujące główne założenia:

- 5 letnią szczegółową prognozę finansową na lata 2015-2019.
- Kalkulację wartości rezydualnej opieramy o znormalizowane przepływy pieniężne na bazie prognozy przepływu rezydualnego po roku 2019.
- Do kalkulacji wartości rezydualnej używamy stopy wzrostu równej 2%.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC) wynoszący 8.3% na lata 2015-2019p oraz 9.5% na potrzeby kalkulacji wartości rezydualnej.
- Używamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.2% (prognozowana wg agencji Bloomberg rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa na koniec 2016r.) na okres 2015-2019p oraz 4.5% do kalkulacji wartości rezydualnej.
- Używamy zalewarowanej bety na poziomie 1.08x.

Tabela 4. VIGO System: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

WACC obliczenia (%)	2015-2019p	TV
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.2%	4.5%
Beta	1.08x	1.02x
Premia za ryzyko rynkowe (%)	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	8.6%	9.6%
Stopa wolna od ryzyka (%)	3.2%	4.5%
Premia za ryzyko kredytowe (%)	2.0%	2.0%
Stopa podatkowa	1.0%	4.3%
Koszt kapitału obcego	5.1%	6.2%
% D	7.8%	1.7%
% E	92.2%	98.3%
WACC	8.3%	9.5%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. VIGO System: Wycena DCF

PLNm o ile nie podano inaczej

	Jednostka	4Q15	2016p	2017p	2018p	2019p	TV
Przychody	PLNm	4.5	30.8	36.6	40.8	43.1	
EBITDA	PLNm	1.9	14.2	17.2	20.1	21.9	
EBIT	PLNm	1.3	11.9	14.4	17.1	18.6	18.6
Podatek od EBIT	PLNm	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-3.5
NOPAT	PLNm	1.3	11.8	14.3	17.0	17.8	15.1
Amortyzacja	PLNm	0.5	2.3	2.8	3.0	3.3	2.2
Zmiany w kapitale obrotowym WC	PLNm	1.9	-0.9	-1.1	-0.8	-0.4	0.0
Wydatki inwestycyjne	PLNm	-4.6	-5.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.0
Wolne przepływy finansowe	PLNm	-0.9	8.0	12.8	16.0	17.5	14.3
ROIC (%)	%		35%	37%	38%	33%	
Czynnik dyskontowy	%	98%	90%	84%	77%	71%	
Wartość bieżąca FCF	PLNm	-0.9	7.2	10.7	12.3	12.5	
Wartość bieżąca FCF 2015-2019	PLNm	42					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	%	2.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	PLNm	135					
Wartość przedsiębiorstwa	PLNm	177					
Dług netto na dzień 30.09.2015r.	PLNm	-10.7					
Wartość kapitału własnego na dzień 30.09.2015r.	PLNm	187					
Miesiąc	x	4					
Wycena	PLNm	193					
Wartość na akcję	PLN/akcję	264					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 6. VIGO System: Wrażliwość modelu DCF

w PLNm

Stopa wolna od ryzyka w TV(%)	Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)				
	0%	1%	2%	3%	4%
3.5%	242	264	293	333	390
4.0%	233	253	278	312	359
4.5%	225	242	264	294	334
5.0%	217	233	253	279	313
5.5%	211	225	243	265	294

Źródło: Szacunki Vestor DM

Premia za ryzyko rynkowe (%)	Nielewarowana Beta (x)				
	0.50	0.75	1.0	1.50	2.0
4.0%	432	356	303	235	193
4.5%	410	334	283	217	177
5.0%	390	315	264	202	164
5.5%	372	298	249	189	153
6.0%	356	283	235	177	143

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena porównawcza

Wycenę metoda porównawczą oparliśmy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2015-2017p. Mnożnikom na lata 2015p i 2016p przypisaliśmy wagę po 50%. Wycena i mnożniki na rok 2017 mają charakter prezentacyjny z wagą 0%. Wycena porównawcza implikuje wartość godziwą VIGO na poziomie PLN 182m lub PLN 249 na akcję.

Tabela 7. VIGO System: Podsumowanie wyceny porównawczej

PLNm o ile nie podano inaczej

		P/E			EV/EBITDA		
		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Spółki porównywalne	x	19.6	17.8	15.7	12.0	10.8	9.5
Wyniki VIGO	PLNm	10.0	11.8	14.4	12.2	14.2	17.2
Wycena VIGO	PLNm	196	211	227	155	164	181
Wycena VIGO	PLN/akcja	268	290	311	213	225	248
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
Średnia ważona	PLN/akcja	249					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Grupa spółek porównywalnych. Grupę spółek porównywalnych zbudowaliśmy w oparciu o globalne spółki działające w dziedzinie fotoniki i optoelektroniki, w tym o bezpośrednich konkurentów VIGO w zakresie produkcji detektorów jak Hamamatsu i Teledyne Technologies czy światowego lidera w dziedzinie systemów termowizyjnych Flir Systems.

Tabela 8. VIGO System: Wycena porównawcza

Nazwa	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Hamamatsu Photonics	27.3	28.2	24.8	13.0	12.8	11.2
Teledyne Technologies	16.1	15.3	14.3	9.8	9.4	8.9
Flir Systems	18.7	17.5	15.2	11.4	10.7	9.8
Zhejiang Dali Technology	118.2	81.3	24.0	76.8	55.4	n.a.
Nippon Ceramic	26.3	23.5	18.8	8.0	6.8	5.5
II-VI	18.0	14.9	13.7	7.8	6.6	6.1
Optex Co Ltd	19.7	16.3	14.0	n.a.	n.a.	n.a.
Focused Photonics Hangzhou	46.0	32.8	24.0	43.9	29.3	20.3
Visual Photonics Epitaxy	18.9	16.9	15.4	12.0	10.8	9.3
Amphenol Corp.	19.5	18.2	16.1	12.4	11.6	10.8
Mediana	19.6	17.8	15.7	12.0	10.8	9.5
VIGO	16.7	14.1	11.6	12.9	11.0	8.7
vs. spółki porównywalne	-15%	-21%	-26%	8%	2%	-8%

Źródło: Bloomberg, Szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 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 2014 r., poz. 94 – 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 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

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

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

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

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

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

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

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

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor 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) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, 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 INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW 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 JAKIKOLWIEK 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 niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCNEN/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.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

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

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

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

Vestor nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

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

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor 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.

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

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

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

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

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 7 rekomendacji kupuj, 12 rekomendacji Akumuluj, 13 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 10 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 45 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 8 kwietnia 2015 r. raport inicjujący z ceną docelową 288PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 215PLN, w dniu 16 lipca 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 302PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 229PLN oraz w dniu 4 grudnia 2015 r. kolejny raport aktualizujący z ceną docelową 306PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 249PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

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

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, 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 do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, 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 lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. 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.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

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

System rekomendacyjny Vestor 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 niniejszego dokumentu Vestor korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

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

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, 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 (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% 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 jest 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 ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać 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 są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

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